

水泥制造

后期价格回落区域仍以南方为主

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 武慧东 SAC执业证书编号：S1110521050002

联系人 林晓龙



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

近期行业动态及核心观点：

- **近期水泥行业动态：**上周水泥指数下跌1.23%。上周全国水泥市场价格延续下行态势，跌幅为1.7%。价格回落地区主要集中在中南、西南和东北局部地区，幅度30-130元/吨；价格上涨地区为河南，幅度80-100元/吨。11月中旬，随着南方地区在建工程项目赶工，下游需求环比前期略有改善，好的地区企业出货率可达到正常水平八成，而北方地区需求已陆续结束。价格方面，受下游需求表现清淡影响，价格高位继续回落为主，鉴于三北地区水泥企业陆续执行错峰生产，后期价格可调整空间有限，价格回落区域多仍将以南方地区为主。
- **核心观点：**1-10月水泥产量19.73亿吨，较20年/19年同期分别+2.1%/3.4%，10月单月水泥产量2.01亿吨，较20/19年同期分别-17.1%/-7.8%，10月水泥产量环比9月小幅下滑。我们认为Q4水泥需求情况仍一般略慢，22H1有望看到基建、地产需求明显好转，Q4全国限电限产力度较前期有所放松，但Q4部分地区用能管控+错峰生产有助于维持水泥价格高位企稳，22年水泥价格中枢有望上移，同时煤炭价格下降助推企业盈利改善。当前水泥估值仍处底部位置，我们认为地产预期好转有望带动水泥板块估值修复，建议关注水泥投资机会。
- **成长性角度，推荐【华新水泥】**（西南地区水泥价格仍有改善空间，水泥+业务增长弹性高，海螺成为B转H现金选择权提供方，进一步彰显对公司发展的信心）、**【上峰水泥】**（水泥产能增长弹性大，一主两翼发展为公司注入新活力）、业绩弹性推荐**【万年青】**（基建需求有望发力，限产有望带动区域价格走出洼地），**【塔牌集团】**（两广地区水泥价格涨幅最高，预计公司吨盈利改善幅度大），另推荐**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头，防御属性高）。

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格	归母净利润(亿元)					EPS					PE					PB					股息率		
				2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2018	2019	2020
600585.SH	海螺水泥	2,306	37.00	298.1	335.9	351.3	370.1	402.1	5.63	6.34	6.63	6.98	7.59	7.73	6.86	6.56	6.23	5.73	1.68	1.38	1.17	1.01	0.88	4.5%	5.3%	5.7%
000401.SZ	冀东水泥	169	11.93	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	11.39	6.26	5.93	5.02	4.60	0.58	0.58	0.52	0.50	0.43	3.3%	4.2%	4.2%
000672.SZ	上峰水泥	141	17.21	14.7	23.3	20.3	25.2	29.3	1.81	2.87	2.49	3.09	3.60	9.58	6.05	6.96	5.60	4.82	3.93	2.42	1.95	1.55	1.26	2.3%	5.2%	4.9%
000789.SZ	万年青	93	11.52	11.4	13.7	14.8	17.8	20.9	1.43	1.72	1.86	2.24	2.62	8.18	6.80	6.29	5.22	4.46	1.51	1.22	0.98	0.86	0.71	6.9%	6.0%	6.0%
002233.SZ	塔牌集团	121	10.12	17.2	17.3	17.8	27.0	31.5	1.45	1.45	1.49	2.26	2.64	7.05	7.01	6.82	4.50	3.85	1.34	1.23	1.15	1.06	0.97	8.3%	8.3%	7.4%
600449.SH	宁夏建材	52	10.88	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.24	6.82	5.43	4.63	3.93	1.00	0.88	0.78	0.68	0.59	2.7%	4.7%	6.1%
600720.SH	祁连山	77	9.82	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	11.73	6.22	5.34	4.28	3.88	1.20	1.02	0.89	0.77	0.66	3.0%	5.9%	6.9%
600801.SH	华新水泥	367	16.91	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	7.08	5.79	6.52	5.60	4.82	2.13	1.52	1.38	1.13	0.96	6.6%	6.9%	6.2%

注：表中市值数据截至2021年11月19日收盘，公司盈利预测均来自天风建材团队

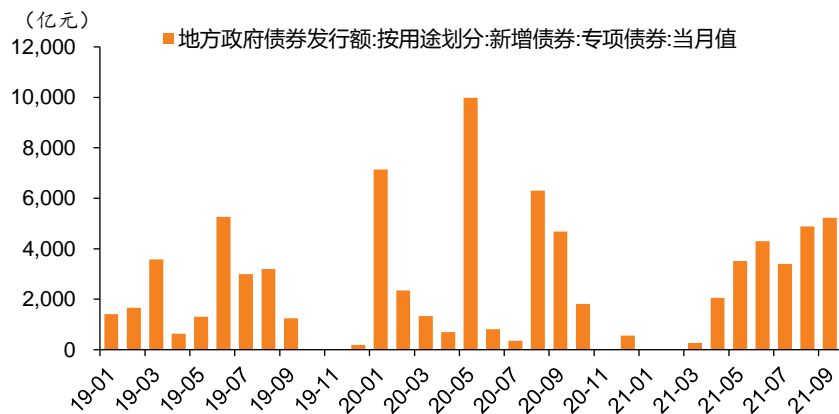
风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

资料来源：Wind、天风证券研究所

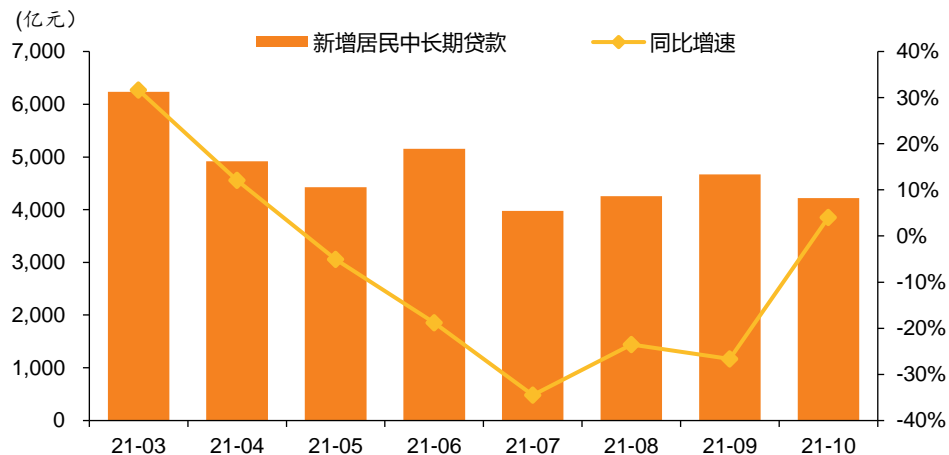
需求展望：22H1需求有望加快好转

- 我们认为当前水泥需求仍处低位，看好22H1需求加快好转，因：1) Q3以来专项债发行明显提速，11月将迎来发行高峰，但考虑到专项债发行到形成基建投资之间存在1-2个季度的滞后，我们预计明年上半年对基建的拉动效应有望显现；2) 当前地产需求或已基本触底，政策端已出现边际放松，明年上半年有望看到拿地、新开工等数据出现向上拐点。

图：21年地方政府专项债发行情况



图：新增居民中长期贷款



资料来源：Wind、天风证券研究所

需求展望：预计21年乐观/中性/悲观情境下，同比+6.3%/+2.5%/-1.7%

- 我们认为京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化、雄安新区、西部大开发建设等等重大战略仍将继续推进，综合对全国各区域的需求预测，我们预计2021年乐观/中性/悲观假设下，全国水泥产量增长6.3%/2.5%/-1.7%。我们认为，水泥企业预期若需求端降幅在3%以内（2015年的极限情况为-5%），都可认为是持平状态，对水泥企业业绩的影响可控，主因2016年以来企业间对价格的认同度提升，供给端收缩能够维持供求基本平衡。

图：全国及各地区水泥产量增速情况及预测

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	1.3%	-7.2%
2016年12月	2.5%	7.2%	-1.2%	1.7%	1.6%	7.8%	-4.6%
2017年12月	-0.2%	-11.9%	-10.5%	1.6%	1.6%	1.6%	-0.7%
2018年12月	3.0%	8.5%	-5.7%	3.1%	3.7%	6.4%	-8.2%
2019年12月	6.1%	6.3%	13.1%	9.4%	2.7%	4.0%	7.4%
2020年12月	1.6%	8.7%	11.2%	1.0%	0.0%	-0.2%	2.1%
2021E乐观	6.3%	7.0%	5.6%	7.7%	8.0%	1.9%	4.2%
2021E中性	2.5%	5.0%	2.0%	3.0%	3.0%	0%	2.0%
2021E悲观	-1.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-2.0%	-2.0%

资料来源：国家统计局、天风证券研究所

供给：限产力度阶段性有所放松，未来或逐步收缩

目前供给端基本保持充足，我们认为进十月份以来，整体限产节奏逐渐回归理性，但波动性有所加强，另一方面，在常态化错峰生产政策要求下，部分省份已开始执行Q4错峰生产要求，有望一定程度缓解供给压力。22年初限产或有整体放松，但在能耗双控以及碳中和大方向下，我们预计未来对供给端的控制或将逐步趋严，体现在全年限产天数增加、严禁新增产能、淘汰落后产能等，供给端仍有可能超预期演绎。

图：当前各省份限电限产情况汇总

省份	限电限产情况
河北	唐山、石家庄和保定地区环保预警解除，水泥企业恢复正常生产，但即将进入冬施阶段，下游需求将难有较大起色。
辽宁	截止本周末，辽宁地区已有近65%的熟料生产线执行错峰生产，黑吉两省熟料生产线全部执行错峰生产。
江苏	江苏地区水泥企业有计划安排检修和错峰生产。
浙江	甬温台地区水泥价格暂稳，能耗双控力度减弱，磨机减产10%-20%。
安徽	目前安徽地区仅磨机存在限产情况，部分限产10小时左右，省内熟料生产线未有明确停窑通知，目前企业多是依据自身库存情况进行停窑检修。
福建	11-12月，福建地区熟料生产线错峰停产各增加10天，每月停窑20天，并成立督察组，互相监督错峰执行情况。
江西	11月22日起，江西全省水泥熟料生产线计划执行错峰生产10天。
河南	11月15日起，河南省开展为期四个月的错峰生产11月15日起，河南地区将执行冬季错峰生产。
湖南	湖南省企业自律增加四季度错峰停窑12天，累计停窑37天。
湖北	主导企业引领陆续执行11月份错峰停产5-7天。
广东	随着能耗双控减弱，供给端逐渐恢复正常。据了解，西江进入枯水期，以及东北和华北地区陆续执行错峰生产，后期外省水泥进入珠三角将大幅减少。
广西	进入11月份，因能耗双控以及企业为稳定价格，陆续开始执行四季度错峰生产。
四川	四川水泥企业开始执行错峰生产。
重庆	重庆地方政府为完成能耗指标，计划针对水泥企业控制用电负荷50%。
贵州	限电限产有所放松，为控制水泥价格回落幅度和速度，缓解库存压力，省内水泥企业仍在执行或计划执行错峰生产。
云南	为响应能耗双控政策，部分企业熟料生产线主动停产。

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

供给：置换新规提高置换比例同时加大异地置换限制，或带来供给端实质性好转

《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2017）

《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》（2020.12）

《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021.7）

适用于中华人民共和国境内各类

所有制水泥、玻璃企业新建水泥适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板熟料、平板玻璃项目和已经由工玻璃（**删除“（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）”**）项目，以及工业和信息化部、发展改革委联合明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。严禁备案和新建扩大明确由地方视情处理、但尚未公产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换产能置换方案的在建水泥熟料换，制定产能置换方案。

本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，**必须制定产能置换方案，实施产能置换。**

平板玻璃项目

(1) 依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗、协同处置和优化布局、提升装备水平等不扩大产能的技术改造项目；

(2) 确因当地发展规划调整，导致不属于国家明令淘汰的落后产能的生产装置迁建的，企业搬迁又未享受推出产能的资金奖补和政策支持的项目，可不制定产能置换方案，但应公示、公告项目迁建情况，主动接受监督。

(3) 熔窑能力不超过150吨/天的新建工业用平板玻璃项目。

(4) 光伏压延玻璃和汽车玻璃项目可不制定产能置换方案，但新建项目应委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息，项目建成后企业履行承诺不生产建筑玻璃。

(1) 依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗、协同处置、提升装备水平等不扩大产能的技术改造项目；

(2) 确因当地发展规划调整，导致不属于国家明令淘汰的落后产能的生产装置迁建的（水泥项目严格限制在同一地州市州范围内），企业搬迁又未享受退出产能的资金奖补（因员工安置、土地回收的补偿和奖励除外）和政策支持的项目，可不制定产能置换方案，但应公示、公告项目迁建情况，主动接受监督。

(3) 熔窑能力不超过150吨/天的新建工业用平板玻璃项目。

(4) 光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案，但要建立产能风险预警机制，规定新建项目由省级工业和信息化主管部门委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息（附件5），项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃（具体文件另发）。

依托现有装置实施治污减排、节能降耗等技术改造项目，在不新增产能的情况下可不制定产能置换方案。新建工业用平板玻璃项目，熔窑能力不超过150吨/天的可不制定产能置换方案。

(1) 用于置换的水泥、玻璃生产线产能必须是有效产能（含经省级工业和信息化主管部门审批已实施窑炉技术改造，并经升级行业协会等组织鉴定过的JT炉）且在各省省级工业和信息化主管部每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内（附指标）；

(2) 已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受产能退出补贴的生产线，无水泥产品生产许可证或水泥产品生产许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能；

(3) 违反错峰生产规则被省级及以上工信或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及的熟料产能，均不得用于产能置换；

(4) 2013年以来连续停产两年及以上的生产线不能用于产能置换（因错峰生产置换产能导致此情况的除外）；

(5) 光伏压延玻璃和汽车玻璃产能不能用于产能置换；

(6) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个项目；

(7) 非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。

(1) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能必须是合规的有效产能（含经省级工业和信息化主管部门审批已实施窑炉技术改造，并经省级行业协会等组织鉴定过的JT窑），且在各省省级工业和信息化主管部门每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内（包括企业名称、生产线名称、窑径、备案或核准产能、实际产能、建成投产日期等）。

(2) 已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受产能退出补贴的生产线，无水泥产品生产许可证或许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换；

(3) 违反错峰生产规定被省级及以上工业和信息化主管部门或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及的熟料产能不能用于产能置换。

(4) 2013年以来，连续停产两年及以上的生产线不能用于产能置换（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外）不能用于产能置换；

(5) 光伏压延玻璃产能不能用于产能置换（删除“汽车玻璃产能”）

(6) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个

(7) 非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。

应当为2018年1月1日以后在省级工业和信息化主管部门（以下简称省级主管部门）门户网站公告关停退出的产能。
已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，无生产许可的水泥熟料产能，均不得用于产能置换。用于置换的产能指标不得重复使用。

(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域或跨省级辖区实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃项目，产能置换比例分别为2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃项目，置换比例分别为1.5:1和1:1。
(2) 对现有企业完成实质性兼并重组后实施的不扩大产能、关小上大、优化布局、提升装备水平建设项目，产能置换按1:1比例。

(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别**不低于**2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别**不低于**1.5:1和1:1。

(2) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。

删除原(2)中相关表述

位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例至少为1.5:1和1.25:1；位于非环境敏感区的平板玻璃项目，产能置换比例至少为1.25:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

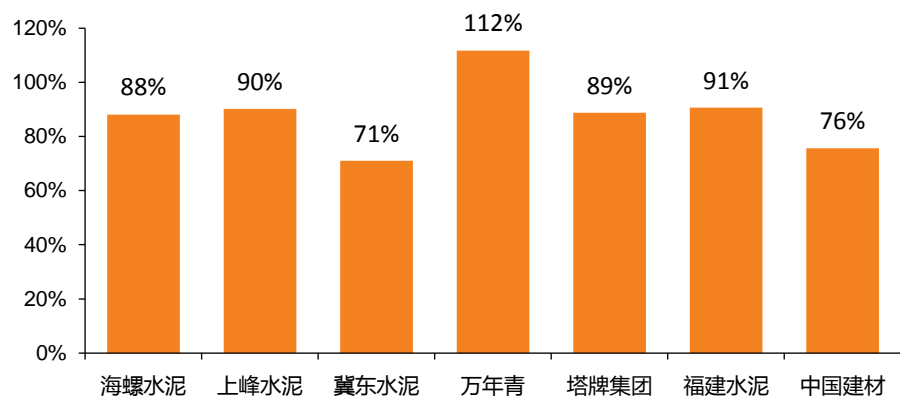
资料来源：工信部、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

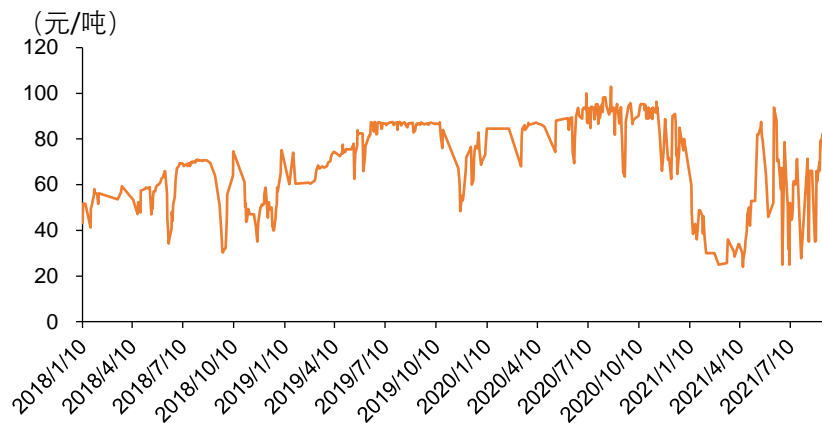
供给：水泥行业即将纳入碳市场交易，高耗能小企业预计加快出清

- 2021年7月16日全国碳市场交易启动，目前纳入交易的有火力发电企业，但后续建材、石油、化工等八大重点能耗行业均会逐步纳入。从全国7个地方试点运行情况看，近两年加权平均碳价约在40元/吨左右，而海外碳交易价格高达50-60欧元/吨。后续水泥行业也将启动碳配额，若按设计产能计算，则对于中国建材等产能规模大但利用率较低的企业更为有利，若按实际产量计算，则对产能利用率高的企业如海螺水泥等更为有利，但整体来看，头部水泥企业相较小企业而言，单吨水泥的CO₂排放更低，而小企业将被迫减产或额外购买碳排放权，面临成本增加的压力，高耗能小企业预计加快出清，大企业市占率将进一步提升。

图：各水泥企业产能利用率



图：上海碳排放权（BEA）成交价



图：碳配额计算方法及利弊分析

碳配额计算依据	利端	弊端
按设计产能计算	在一定程度上可以制约水泥企业超产现象，从而降低熟料产量；水泥产业的碳排放主要来源于水泥熟料的生产过程，若碳配额按照水泥企业的设计产能分配，那么企业如有超产行为，则其碳配额量远不够使用。	对产能发挥不足的企业约束较低：以全年设计产能为计算依据的时候，一些由于市场需求欠佳，产能发挥率严重不足的企业可能出现碳配额过于富余，进而影响行业整体减排力度。
按实际产量计算	对所有水泥企业均可以起到一定约束作用，有助于提高产能利用率。	当年（碳配额计算年）超产的企业可以获得更多的碳配额，而守规矩不超产或没有超产能力的企业可能获得更少的配额，削弱了未超产水泥企业碳减排动力。

资料来源：公司公告、卓创资讯、Wind、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

- 水泥行业短期景气度可借助高频数据发货率，磨机开工率，库存、价格、水煤价差来进行判断，水泥出货率以及磨机开工率可作为下游需求强弱的判断指标，由于水泥企业库容量很小，因此短期库存的变化则成为供需波动的放大器，而库存的高低是水泥价格调整的基础，水泥价格则直接影响了水泥企业的收入，借助成本端煤价的走势可进一步判断水泥企业的盈利状况。

近期水泥行情回顾（1121）

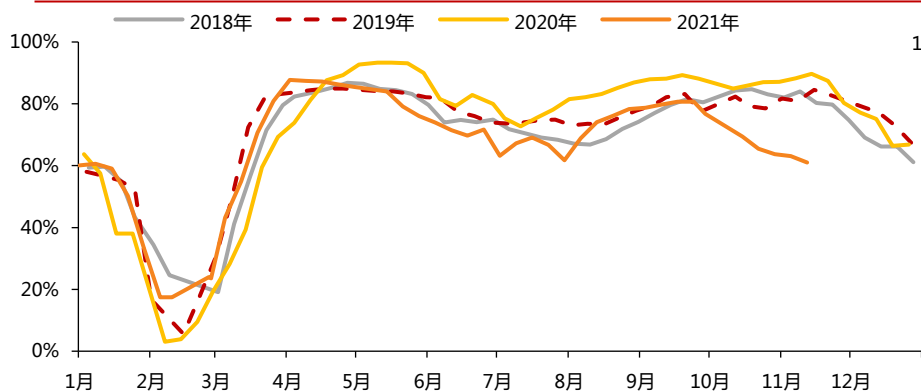
- 水泥出货率：环比上涨1.4pct，中南、华东地区涨幅居前
- 磨机开工率：周环比提高4pct，华东、西北地区涨幅居前
- 库存：全国环比提高0.9pct，涨幅明显下降
- 价格：环比下降10元/吨，东北、西南地区降幅居前
- 水煤价差：环比下降9元/吨，煤炭价格弱稳运行，水泥企业盈利环比上升

水泥出货率：环比上涨1.4pct，中南、华东地区涨幅居前

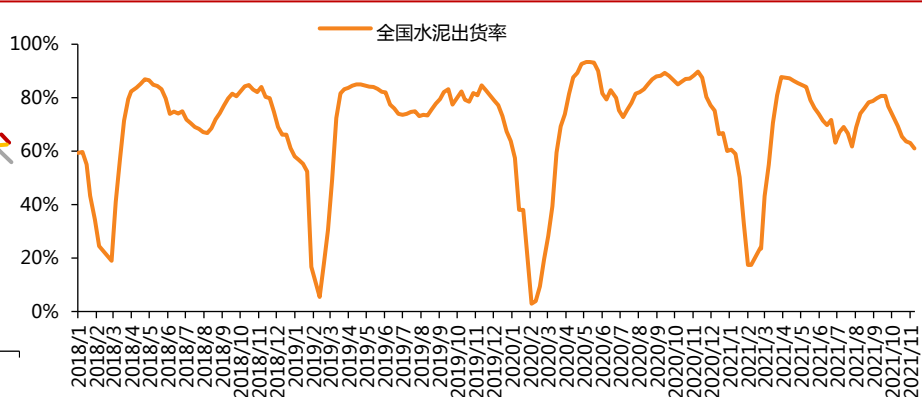
上周全国水泥出货率62%，周环比上涨1.4pct，年同比低25pct，由于近期气温有回暖，北方部分省份也有需求短暂恢复表现，赶工需求增加，带动水泥出货上涨。

华北地区水泥出货率52%，周环比下降4pct，年同比低29pct，北京、内蒙古地区水泥出货率环比下滑5pct，天津、山西地区出货率保持在六成，河北地区出货率环比下滑10pct。东北地区水泥出货率8%，周环比下降3.3pct，年同比高2pct，东北多数区域已经开始错峰生产，窑线都已经停产，辽宁地区水泥出货保持在两成，吉林地区水泥出货环比下降10pct。

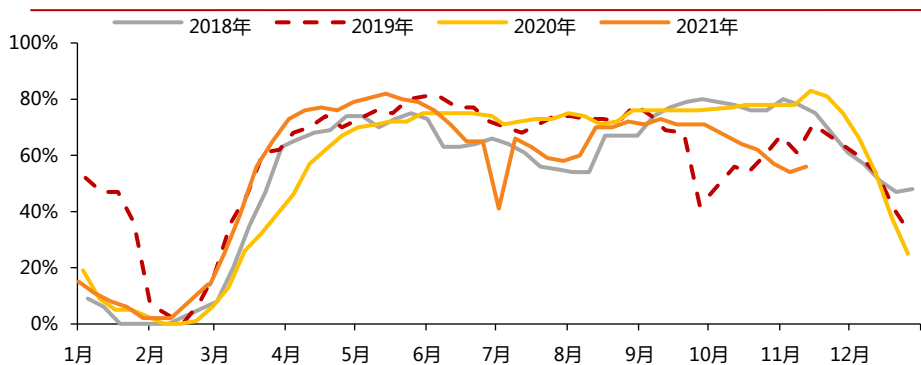
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



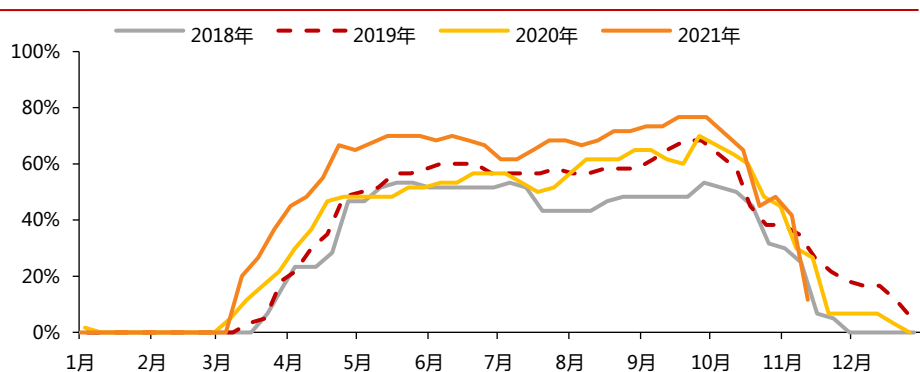
图：2018-2021年全国水泥出货率走势图



图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



图：2018-2021年分年度东北水泥出货率



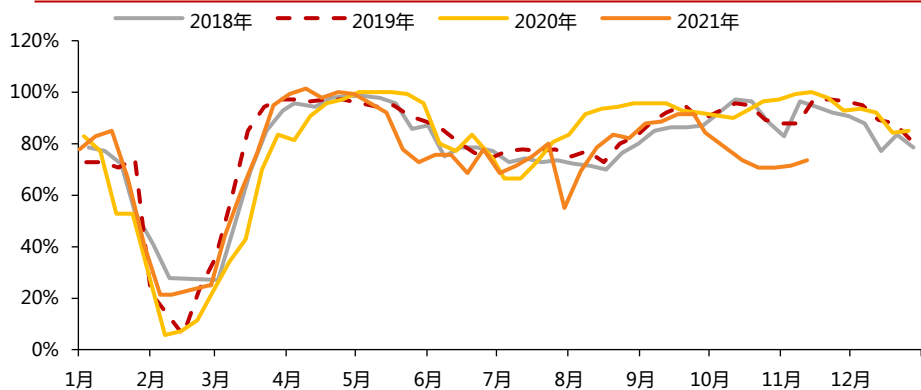
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

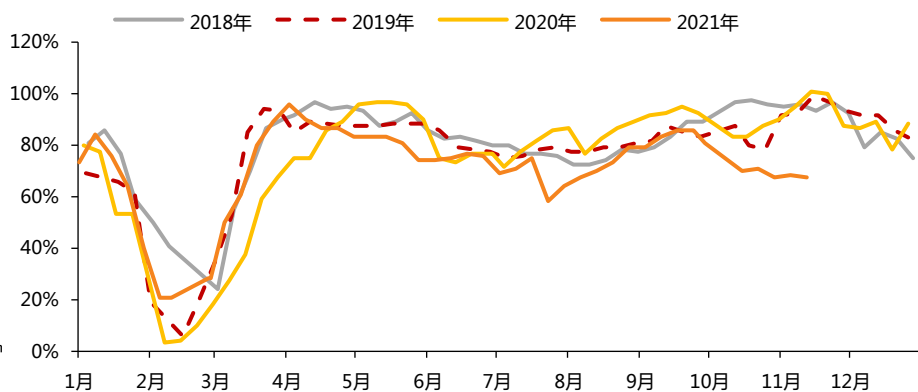
水泥出货率：环比上涨1.4pct，中南、华东地区涨幅居前

➤ **华东地区水泥出货率75%，周环比提高1.4pct，年同比低23pct**，上海、江苏、浙江、安徽地区水泥出货率保持在7-8成，福建地区水泥出货保持在六成半，江西、山东地区出货率环比上升5pct。**中南地区出货率73%，周环比上涨5.8pct，年同比低27pct**，河南地区赶工需求释放，水泥出货率环比上涨25pct，湖北地区出货率保持在八成，湖南地区环比提高5pct，广东地区保持在七成、广西地区保持在六成半、海南地区出货环比提高5pct。**西南地区出货率60%，周环比保持不变，年同比低24pct**，重庆地区水泥出货率保持在七成，四川地区水泥出货率保持在六成半，贵州地区水泥出货率保持在五成，云南地区水泥出货率保持在五成半；**西北地区出货率41%，周环比保持不变，年同比低12pct**，陕西地区水泥出货保持在六成半，甘肃地区水泥出货保持在四成，青海地区水泥出货保持在三成，宁夏地区水泥出货保持在四成半，新疆地区水泥出货保持在两成半。

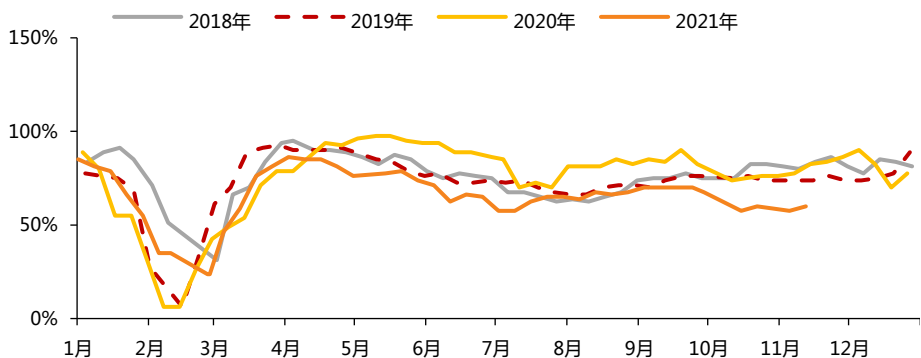
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



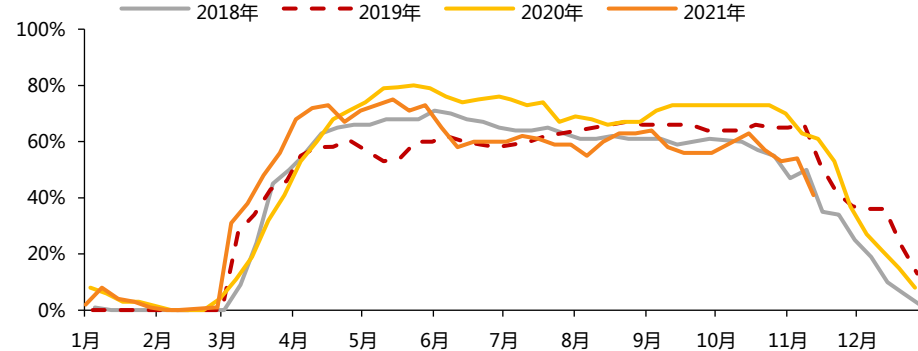
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

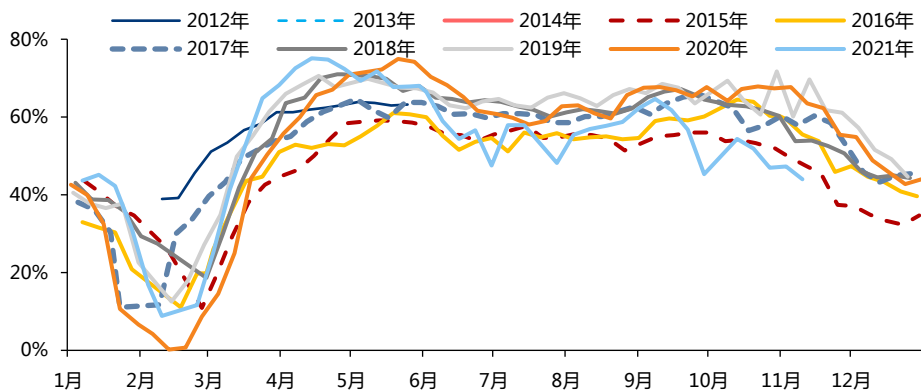
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：周环比提高4pct，华东、西北地区涨幅居前

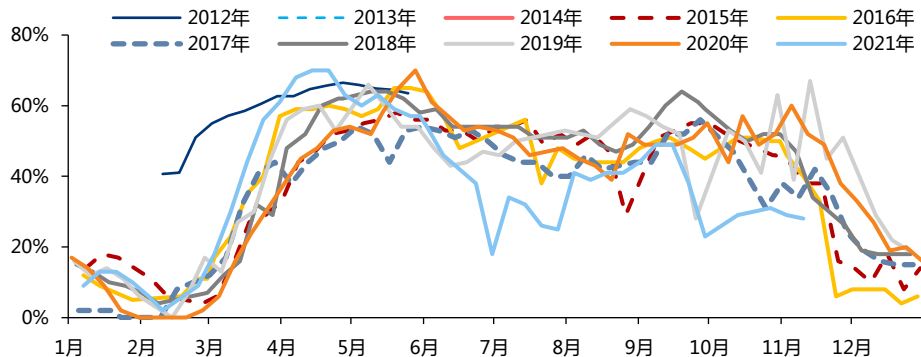
上周全国水泥磨机开工率48%，周环比提高4pct，年同比低14pct。供给方面，北方部分省份开始错峰停窑，供应开始紧张；气温回暖，水泥需求环比前期有所改善。

华北地区水泥磨机开工率33%，周环比提高5pct，年同比下降16pct，北京地区施工条件好转，磨机开工率环比提高20pct，天津地区磨机开工率环比提高5pct，河北地区开工率保持在两成半，山西地区开工率保持在六成，内蒙古地区开工率保持在两成。**东北地区水泥磨机开工率5%，周环比保持不变，年同比下降13pct。**辽宁、吉林、黑龙江地区磨机开工率均保持在5pct。

图：分年度全国水泥磨机开工率



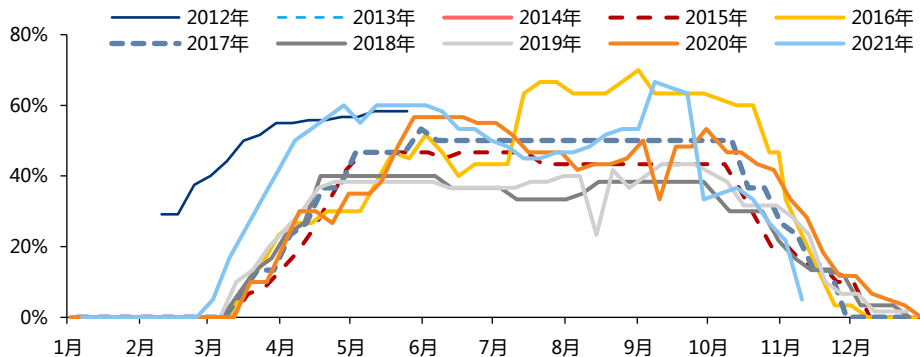
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



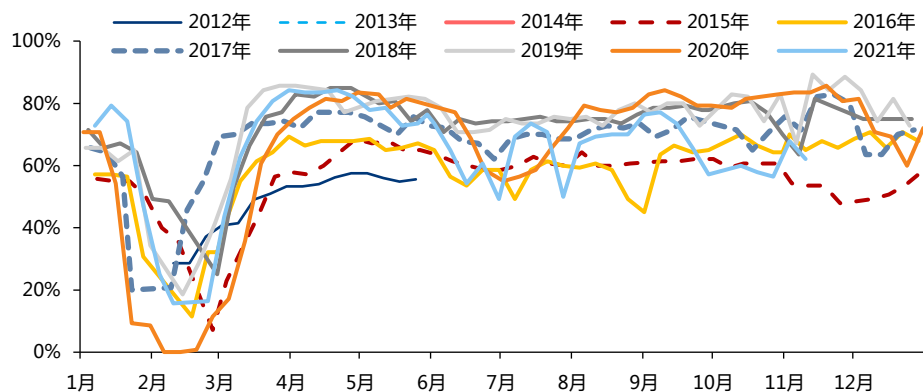
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

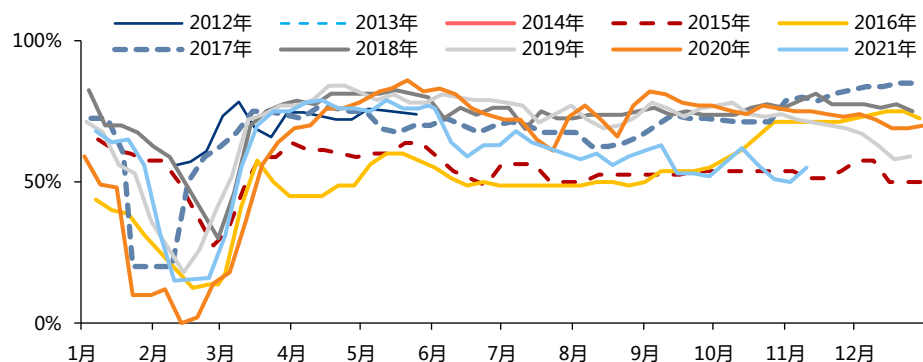
磨机开工率：周环比提高4pct，华东、西北地区涨幅居前

- **华东地区水泥磨机开工率69%，周环比提高7pct，年同比低16pct**，上海、江苏、浙江、福建地区开工率环比提高5pct，安徽地区开工率保持在七成，山东地区天气好转，开工率环比提高20pct，江西地区开工率环比提高10pct；**中南地区水泥磨机开工率61%，周环比上升4pct，年同比低12pct**，河南地区水泥开工环比提高25pct，湖北、两广地区水泥开工保持在6-7成，湖南地区开工率环比上升5pct，海南地区开工保持在五成；**西南地区开工率53%，周环比下降2pct，年同比低21pct**，重庆、四川地区开工保持在六成，贵州开工率环比上升5pct，云南地区开工率环比下降5pct，西藏地区开工环比下降10pct；**西北地区开工率38%，周环比提高6pct，年同比-7pct**，陕西地区开工率环比提高10pct，甘肃地区磨机开工率环比提高20pct，青海地区开工率保持在四成，宁夏地区保持在两成，新疆地区保持在两成半。

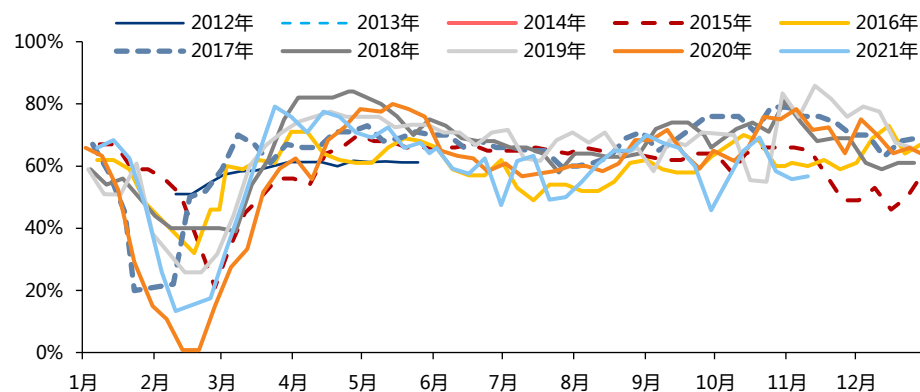
图：分年度华东水泥磨机开工率



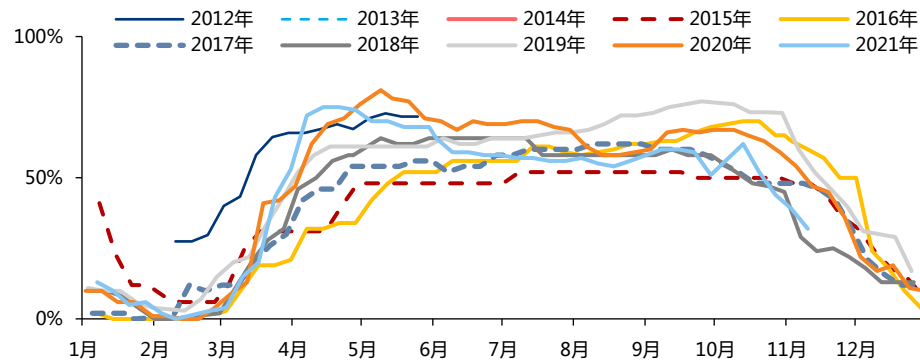
图：分年度西南水泥磨机开工率



图：分年度中南水泥磨机开工率



图：分年度西北水泥磨机开工率



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

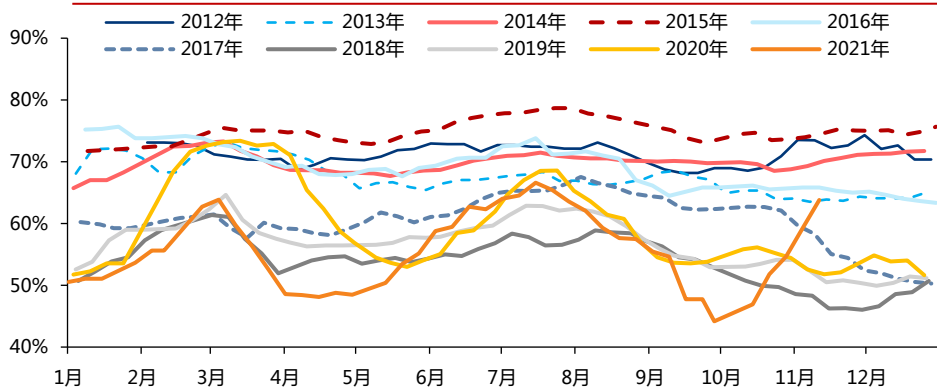
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：全国环比提高0.9pct，涨幅明显下降

上周全国水泥库存65%，周环比提高0.9pct，年同比高13pct。北方省份陆续进入错峰生产，供应端收紧，同时下游赶工释放需求，本周库存压力有所缓解。

华北地区水泥库存53%，周环比保持不变，年同下降3pct，北京、天津、河北地区水泥库存保持在四成，山西地区水泥库存保持在七成半，内蒙古地区库存保持在七成；东北地区水泥库存55%，周环比保持不变，年同比低15pct，辽宁地区水泥库存保持在七成，吉林地区水泥库存保持在六成，黑龙江地区水泥库存保持在三成半。

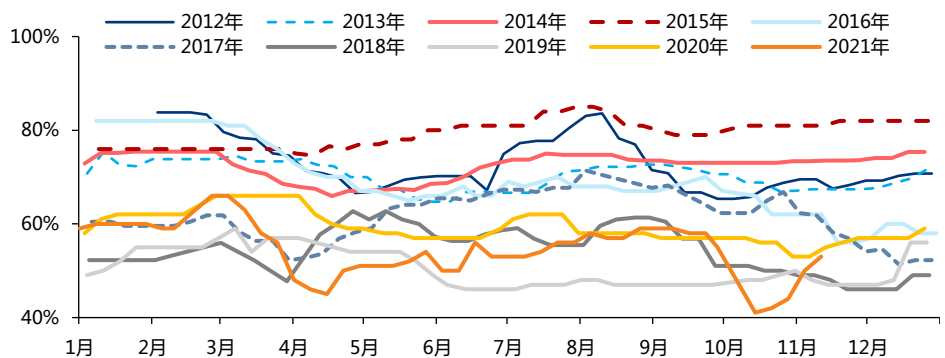
图：分年度全国水泥库存



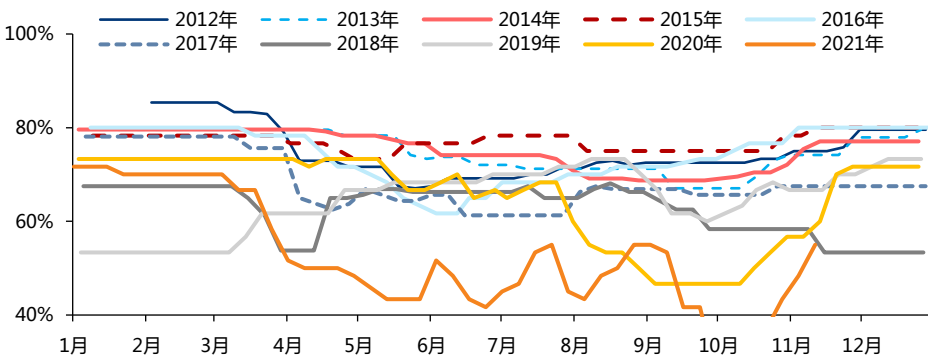
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存

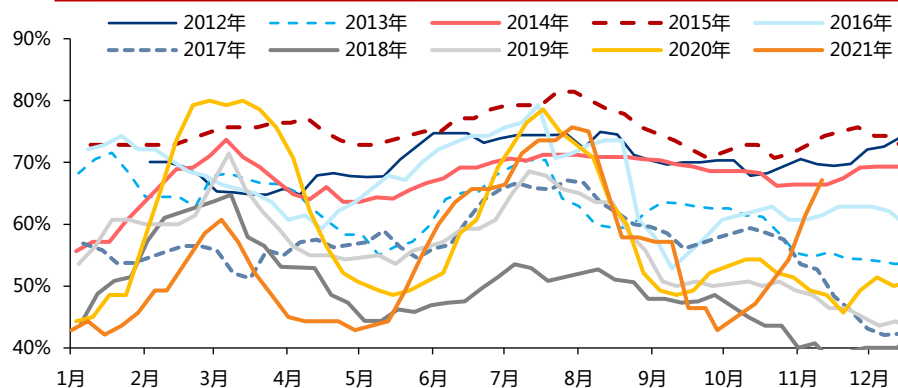


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

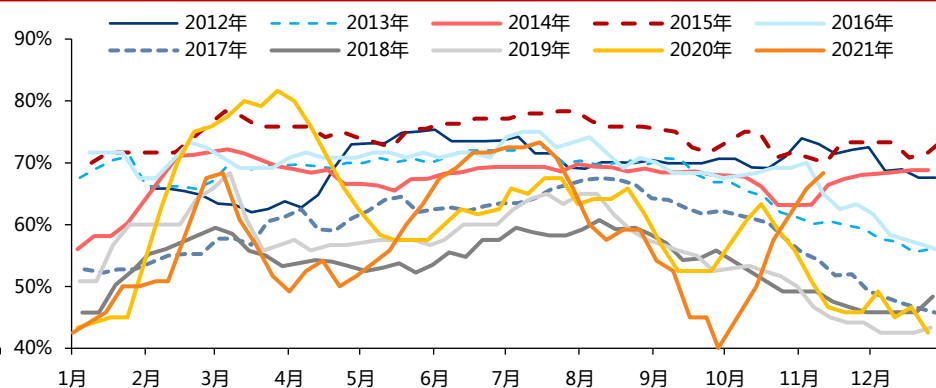
库存：全国环比提高0.9pct，涨幅明显下降

➤ **华东地区水泥库存69%，周环比提高1.4pct，年同比高23pct**，上海、江苏地区水泥库存保持在七成，安徽地区库存保持在八成，福建地区水泥库存保持在六成半，江西地区库存保持在七成半，浙江、山东地区水泥库存环比提高5pct；**中南地区水泥库存68%，周环比保持不变，年同比高23pct**，河南、湖北、广西、海南地区库存保持在七成，湖南、广东地区库存保持在六成半；**西南地区水泥库存74%，周环比提高2.5pct，年同比高11pct**，重庆、贵州地区水泥库存保持在七成，四川、云南地区水泥库存环比提高5pct；**西北地区水泥库存68%，周环比提高4pct，年同比高9pct**，陕西、甘肃地区水泥库存保持在七成，青海、宁夏地区水泥库存环比提高10pct，新疆地区水泥库存保持在六成。

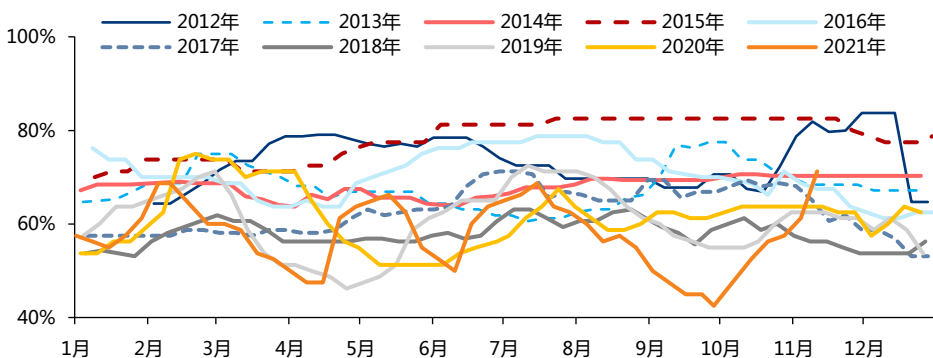
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



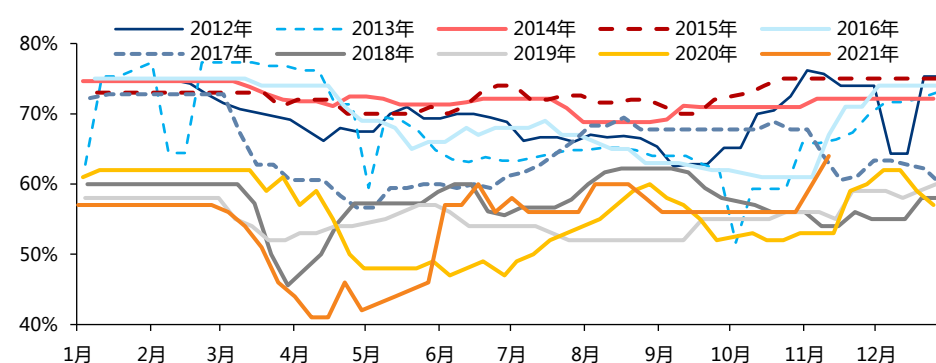
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



图：2015-2021年分年度西南水泥库存



图：2015-2021年分年度西北水泥库存



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

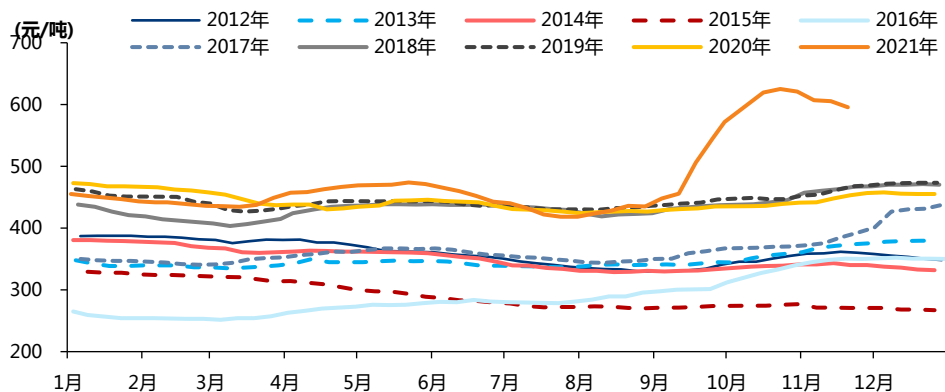
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比下降10元/吨，东北、西南地区降幅居前

上周全国水泥价格595元/吨，周环比-10元/吨，年同比高142.4元/吨。11月中旬，受总体下游需求表现清淡影响，价格高位继续回落为主，鉴于三北地区水泥企业陆续执行错峰生产，价格回落区域多仍将以南方地区为主。

华北地区水泥均价559元/吨，周环比保持不变，年同比高141元/吨，华北地区水泥价格继续持稳。京津唐地区水泥价格平稳，天津地区下游工程继续赶工，河北石家庄地区发布重污染天气橙色Ⅱ级应急响应，导致工程开工率下降，下游需求清淡，水泥企业不得不停窑限产，价格平稳为主；**东北地区水泥均价628元/吨，周环比下降43.3元/吨，年同比高247元/吨**。东北地区水泥价格大幅下滑。主要是辽宁地区由于气温下降影响，市场需求快速萎缩，企业价格陆续出现大幅回落。

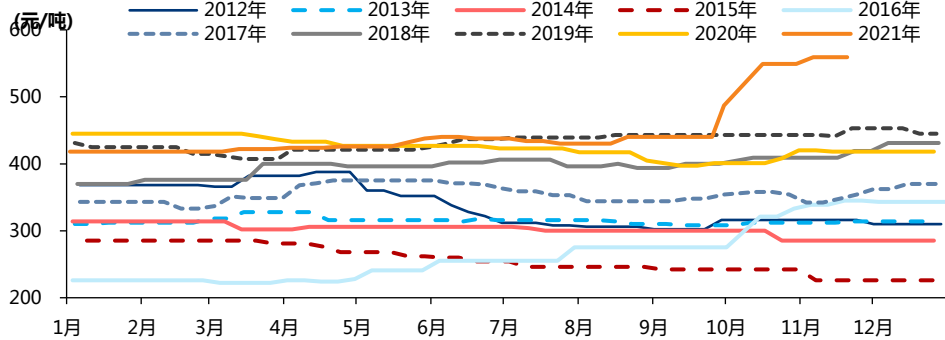
图：全国月度水泥价格比较



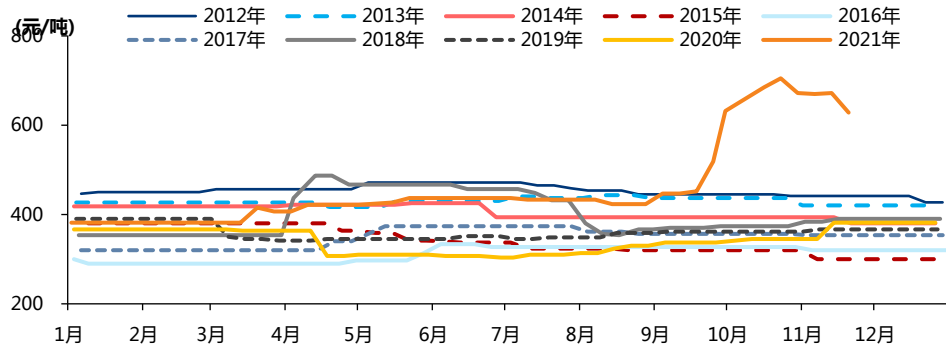
图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较



图：东北月度水泥价格比较



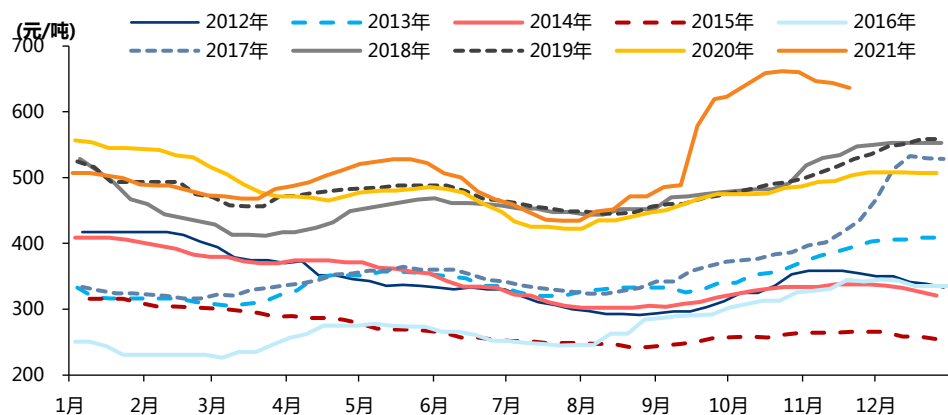
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

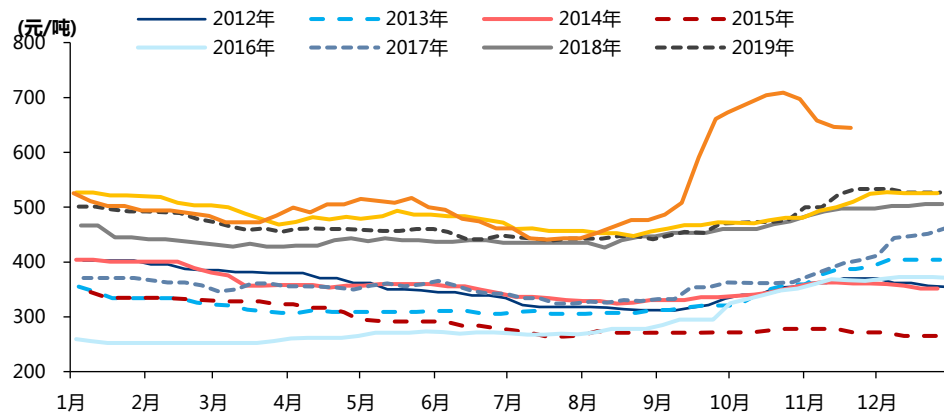
价格：环比下降10元/吨，东北、西南地区降幅居前

- **华东地区水泥均价636元/吨，周环比-7.1元/吨，年同比高132.9元/吨**，华东地区水泥价格小幅回落。江苏南京地区水泥价格暂稳，天气持续晴好，下游需求表现稳定。浙江杭绍地区水泥价格暂稳，下游需求环比变化不大，随着限电解除，外围水泥价格回落，本地企业销售压力上升，预计后期水泥价格将趋弱运行。安徽合肥和巢湖地区水泥价格下调20-30元/吨，由于市场资金紧张，下游工程和搅拌站开工不足。江西九江和新余地区水泥价格回落40-50元/吨，因外围湖北地区水泥价格持续回落，为稳定客户，本地企业陆续下调价格，南昌地区水泥价格稳定。福建地区水泥价格下调20-30元/吨，一是雨水天气偏多，下游需求持续不温不火；二是部分企业虽在执行错峰生产，但库存消化较慢，为缓解库存压力，部分企业率先下调水泥价格。山东济南和泰安水泥价格稳定，天气情况较好，部分工程进入赶工期，下游需求相对较好。
- **中南地区水泥均价645元/吨，周环比-1.7元/吨，年同比高135元/吨**，中南地区水泥价格继续下调。广东珠三角和粤北地区部分企业继续下调水泥价格30元/吨，能耗双控减弱，供给端逐渐恢复正常，外来低价水泥不断冲击，为维护客户稳定下调水泥价格。广西部分地区水泥价格下调30-40元/吨，下游需求不温不火，且云南和贵州地区水泥进入量较多，为稳定客户，企业陆续下调水泥价格。湖南长株潭地区水泥价格继续下调40元/吨，随着建筑材料价格回落，部分工程加快施工进度，下游需求略有好转，但库存偏高，为增加出货量，企业以优惠返利形式暗降水泥价格。湖北武汉以及鄂东地区水泥价格下调20-30元/吨，一是工程项目资金短缺，二是煤炭价格下调，企业生产成本较前期有所下降；三是外来低价水泥不断进入，为缓解销售压力，企业再次下调水泥价格。河南地区水泥价格连续两次上调50元/吨，累计上涨100元/吨。主要是前期水泥价格持续下调后，目前已降至较低水平，企业盈利情况较差，为改善经营现状，积极开展行业自律推动价格上调。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



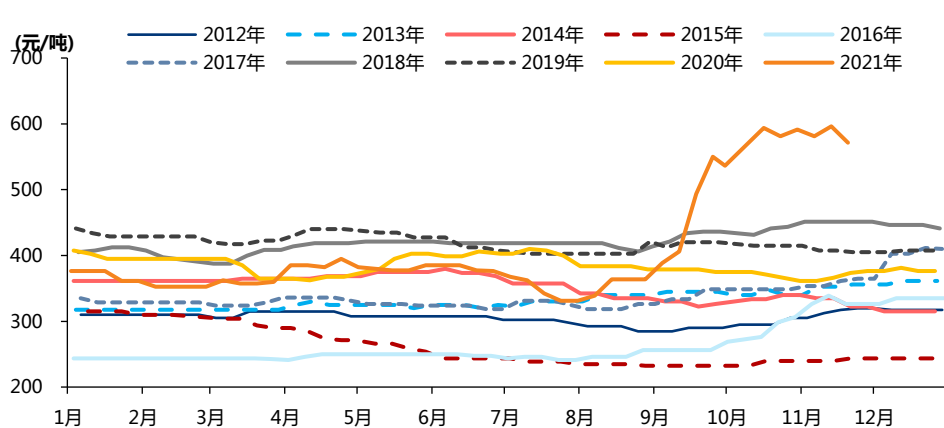
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

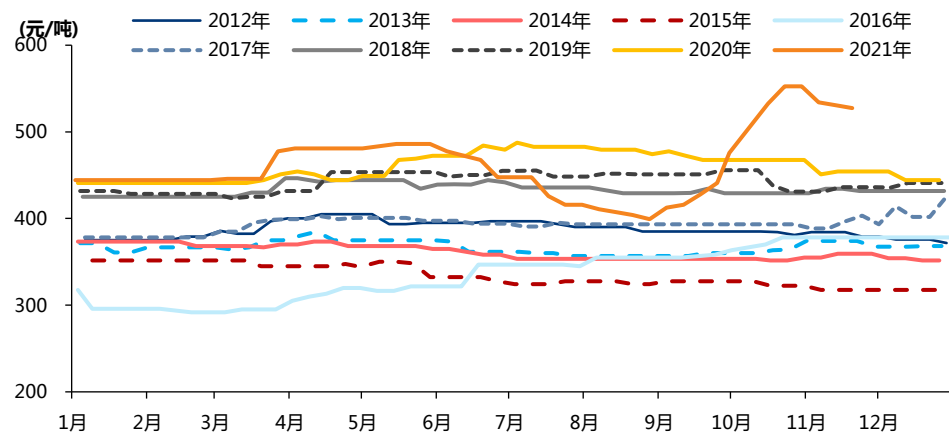
价格：环比下降10元/吨，东北、西南地区降幅居前

- **西南地区水泥均价571元/吨，周环比-25元/吨，年同比高197.5元/吨**，西南地区水泥价格下调。四川成都和德绵地区水泥价格暂稳，价格持续稳在高位，下游工程和搅拌站开工不足，且错峰停窑执行情况一般，库存较高，销售压力不断增加，为求发货，一些中小企业出现暗降情况，预计后期水泥价格将趋弱运行。重庆主城以及渝西北地区水泥价格回落80元/吨，前期上调的100元/吨全部跌回原位。主要是下游需求较差，为增加出货量，不断增加优惠返例，导致价格陆续回落。云南昆明和玉溪地区水泥价格继续下调20-40元/吨，下游需求表现疲软，企业发货无明显提升，目前水泥价格基本降至成本线，预计后期将以稳为主。贵州贵阳、遵义地区水泥价格趋弱运行，因资金短缺，混凝土搅拌站开工率下降，水泥企业出货欠佳，目前主导企业仍在积极维稳。六盘水地区水泥价格下调30-40元/吨，下游需求疲软，企业生产线恢复正常后，库存不断攀升，均处于较高水平，为增加出货量，部分企业先行下调价格，其他企业将陆续跟进。
- **西北地区水泥均价528元/吨，周环比-3.3元/吨，年同比提高73.3元/吨**，西北地区水泥价格小幅回落。甘肃兰州地区水泥价格平稳，疫情得到有效控制，企业有序恢复生产，但由于降温以及工程施工进度放缓，下游需求有限。陕西关中地区水泥价格平稳，下游需求依旧表现偏弱，个别企业为增加销量有降价情况，主导企业报价暂稳。榆林地区水泥价格平稳，因气温下降，工程项目陆续停工，水泥需求明显下滑，企业日出货2-3成，企业库存备满，陆续执行冬季错峰生产。宁夏银川、吴忠、中卫地区水泥价格下调20元/吨，气温大幅降低，施工项目和搅拌站已经开始陆续停工，水泥需求继续减少，企业增加优惠返例，小幅下调价格。据了解，宁夏地区冬季错峰停产也是提前10天执行，于11月20日开始，时长为120天。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

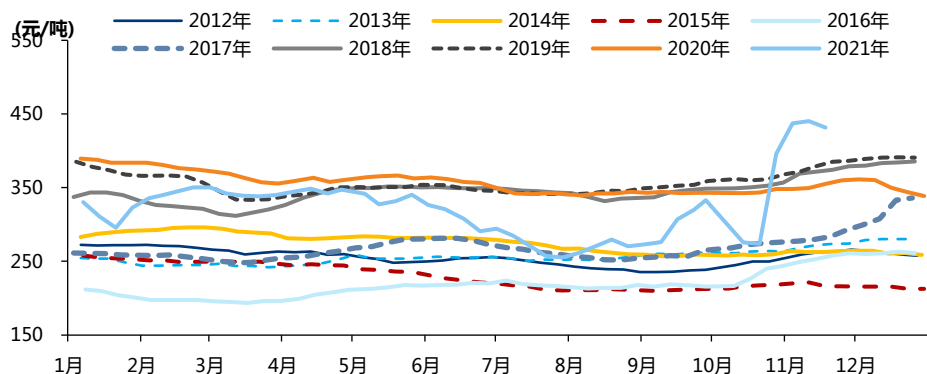
水煤价差：环比下降9元/吨，煤炭价格弱稳运行，水泥企业盈利环比上升

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差432元/吨，周环比下降9元/吨，年同比上涨77元/吨。产地方面，近期国内新增煤炭产能释放速度继续加快，其中鄂尔多斯单日煤炭产量可维持在260万吨左右的高位水平，榆林等地煤炭产量也有增加。随降雪天气影响消退，高速道路恢复畅通，下游用户多保持刚需拉运，主产区煤矿库存得到消化后，坑口价格整体趋稳，个别煤矿价格出现窄幅反弹；但另有局部地区煤矿因下游流向等问题价格仍承压偏弱运行。港口方面，本周秦皇岛港煤炭库存窄幅回落，动力煤市场整体维持僵持。截至11月18日秦港整体库存543万吨，较上周同期减少22万吨，降幅在3.89%。近期沿海地区下游用户对市场煤观望情绪较重，刚需询盘压价意向较强；而港口贸易商在成本支撑下报价下行空间有限，买卖双方仍有心态分歧，市场交投氛围一般。至本周后半段港口市场情绪稍有回暖，但实际成交仍较冷清。

图：市场价：动力煤（Q5500）：秦皇岛



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2015-2021年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS