

水泥制造

需求难有起色，价格延续跌势

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1.77%，上全国水泥市场价格584元/吨，环比回落11.6元/吨，年同比高127元/吨。价格回落区域主要集中在华东、中南和西南地区，幅度20-60元/吨。11月下旬，受市场需求整体表现较差影响，水泥价格延续下行走势，从价格下跌幅度来看，均属于合理范围，因前期绝对价格偏高，且随着煤价下调，水泥价格适当回落也属正常，预计后期价格将会继续小幅回落为主。
- **核心观点：**我们认为需求端或呈逐步收缩趋势，未来行业关注点将聚焦于“双控”“双碳”目标下行业供给端改变带来的机会：a)政策要求2025年标杆产能比重超过30%，未来行业2500T/D及以下规模产能有望陆续退出，总产能将收缩8.6%以上。b)水泥行业或于2021年纳入碳交易，碳税+减排改造加剧小企业成本压力，龙头竞争优势凸显，有望通过兼并收购进一步扩张，话语权增强，价格中枢有望逐步抬升。我们认为随着地产融资环境改善+专项债发行逐渐落实到实物工作量，22年上半年需求端可能有明显好转，2021年水泥价格以高位结尾有望带来2022年整体价格中枢抬升，同时叠加煤炭价格下降，水泥企业盈利能力有望维持高位。
- **成长性角度，推荐【华新水泥】**（西南地区水泥价格有望走出洼地，水泥+业务增长弹性高）、**【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），另推荐**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头，业绩稳定性高）。

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	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020
600585.SH	海螺水泥	2,306	37.16	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	1.69	1.38	1.17	1.01	0.88	4.6%	5.5%	5.8%
000401.SZ	冀东水泥	167	11.84	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	11.28	6.20	5.87	4.97	4.56	0.57	0.58	0.52	0.50	0.43	3.4%	4.2%	4.2%
000672.SZ	上峰水泥	142	17.80	14.7	23.3	20.3	25.2	29.3	1.81	2.87	2.49	3.09	3.60	9.67	6.11	7.03	5.65	4.86	4.06	2.51	2.02	1.61	1.31	2.3%	5.1%	4.9%
000789.SZ	万年青	90	11.53	11.4	13.7	14.8	17.8	20.9	1.43	1.72	1.86	2.24	2.62	7.93	6.59	6.10	5.06	4.32	1.51	1.22	0.98	0.86	0.71	7.1%	6.2%	6.2%
002233.SZ	塔牌集团	119	10.12	17.2	17.3	17.8	27.0	31.5	1.45	1.45	1.49	2.26	2.64	6.91	6.87	6.68	4.41	3.78	1.34	1.23	1.15	1.06	0.97	8.5%	8.5%	7.5%
600449.SH	宁夏建材	52	10.99	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.16	6.77	5.40	4.60	3.91	1.01	0.89	0.79	0.69	0.59	2.8%	4.7%	6.2%
600720.SH	祁连山	77	10.07	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	11.82	6.27	5.39	4.31	3.91	1.24	1.04	0.91	0.79	0.67	3.0%	5.8%	6.8%
600801.SH	华新水泥	368	17.99	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	7.10	5.80	6.53	5.62	4.83	2.26	1.61	1.47	1.20	1.03	6.6%	6.9%	6.2%

注：表中市值数据截至2021年11月26日收盘，公司盈利预测均来自天风建材团队

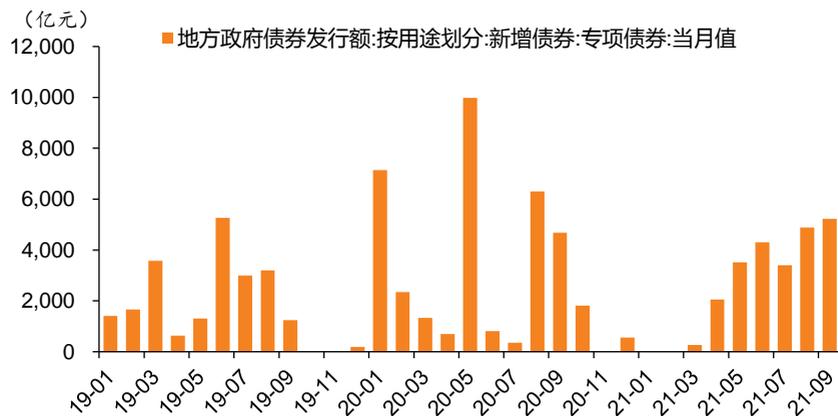
风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

资料来源：Wind、天风证券研究所

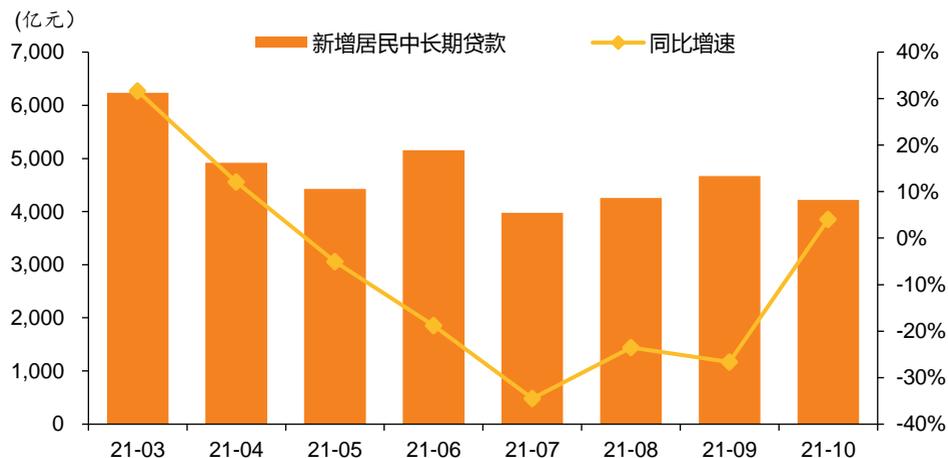
需求展望：22H1需求有望加快好转

- 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2.2%/0.1%/-1.0%。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	2.2%	1.5%	0.4%	5.4%	2.9%	-3.4%	2.3%
2021E中性	0.1%	-4.1%	-2.8%	5.4%	-0.3%	-5.4%	-1.0%
2021E悲观	-1.0%	-5.2%	-2.8%	4.3%	-1.8%	-6.4%	-1.0%

资料来源：国家统计局、天风证券研究所

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）

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、平板玻璃项目和已经由工玻（**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，制定产能置换方案。

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。**

可不制定产能置换方案的情形

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。
（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）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。**

置换比例的要求

置换比例的确定

资料来源：工信部、天风证券研究所

《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》（2020.12）

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、平板玻璃项目和已经由工玻（**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，制定产能置换方案。

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。**

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。
（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）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。**

置换比例的要求

置换比例的确定

资料来源：工信部、天风证券研究所

《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、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）。**

应当为2018年1月1日以后在省级工业和信息化主管部门（以下简称省级工业和信息化主管部门）门户网站公告关停退出的产能。
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。
（1）用于置换的水泥、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）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**

置换比例的要求

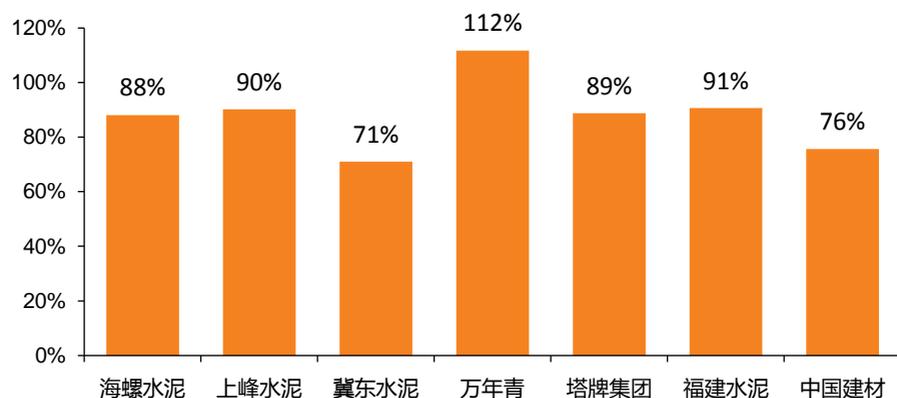
置换比例的确定

资料来源：工信部、天风证券研究所

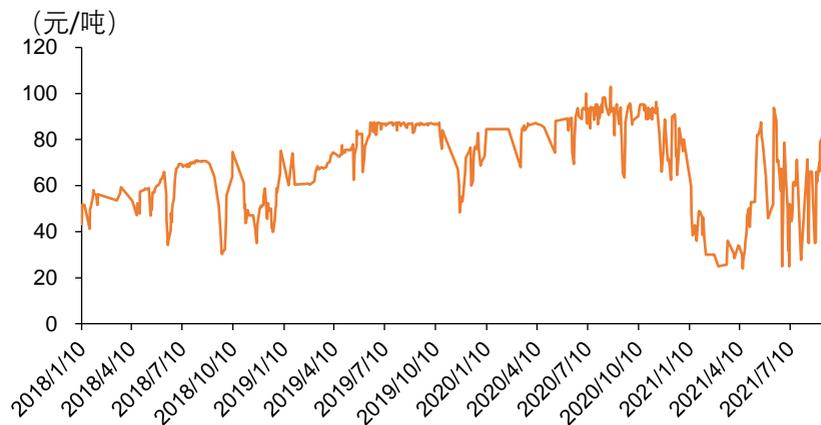
供给：水泥行业即将纳入碳市场交易，高耗能小企业预计加快出清

- 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（1128）

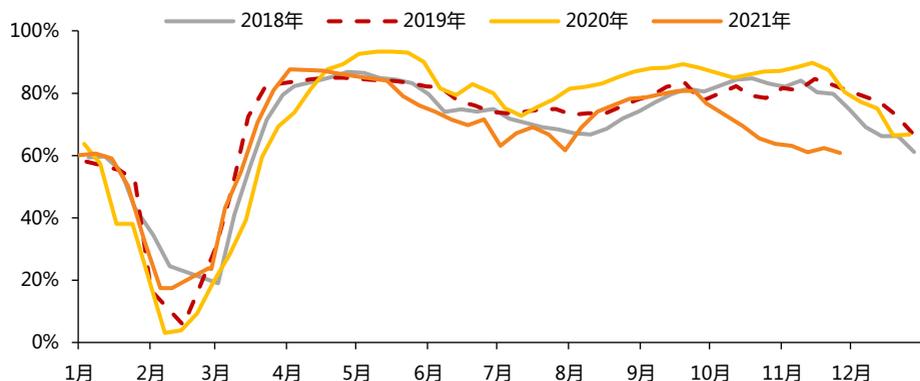
- 水泥出货率：环比下降1.5pct，西北、中南地区降幅居前
- 磨机开工率：周环比保持不变，华北、西北地区降幅居前
- 库存：全国环比提高1.7pct，需求端普遍欠佳，华东地区涨幅较大
- 价格：环比下降11.6元/吨，西南、华东降幅居前
- 水煤价差：环比下降12元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

水泥出货率：环比下降1.5pct，西北、中南地区降幅居前

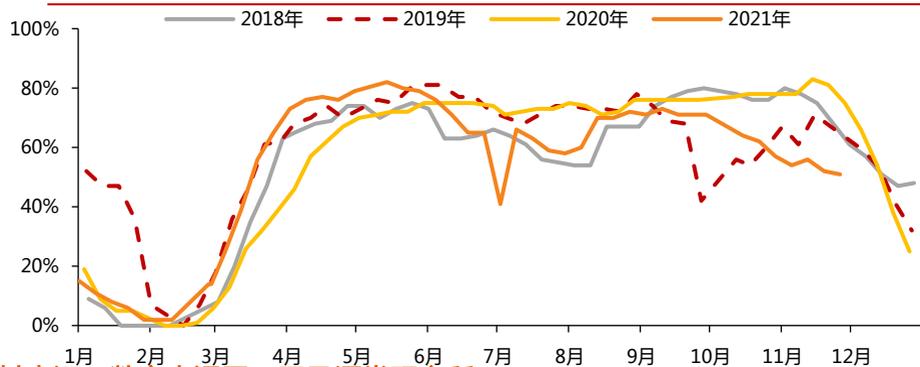
上周全国水泥出货率61%，周环比-1.5pct，年同比低19pct，随着天气转冷，北方地区市场需求开始减弱，加之各地采暖错峰停窑陆续开始，西北和中南地区水泥出货受需求影响较大。

华北地区水泥出货率51%，周环比下降1.0pct，年同比低24pct，北京地区水泥出货率保持在七成，天津、山西地区出货率保持在六成，河北出货率保持在四成，内蒙古地区出货率环比-5.0pct；东北地区水泥出货率7%，周环比下降1.7pct，年同比不变，冬季停工期限陆续开始，辽宁地区水泥出货率保持在两成，吉林、黑龙江地区水泥出货率为0。

图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



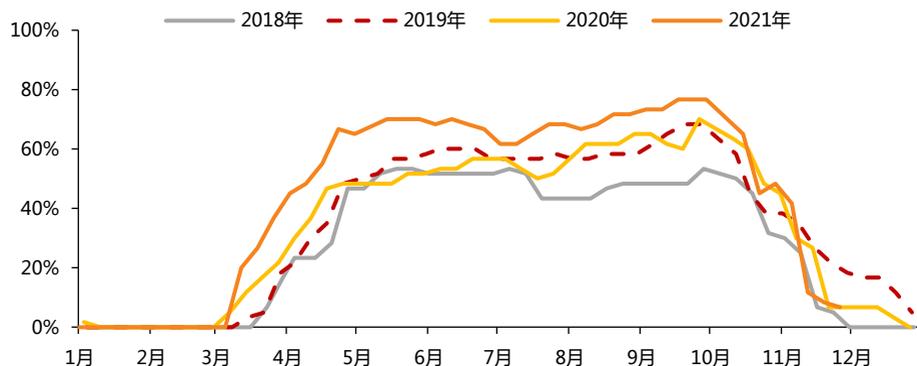
图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



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



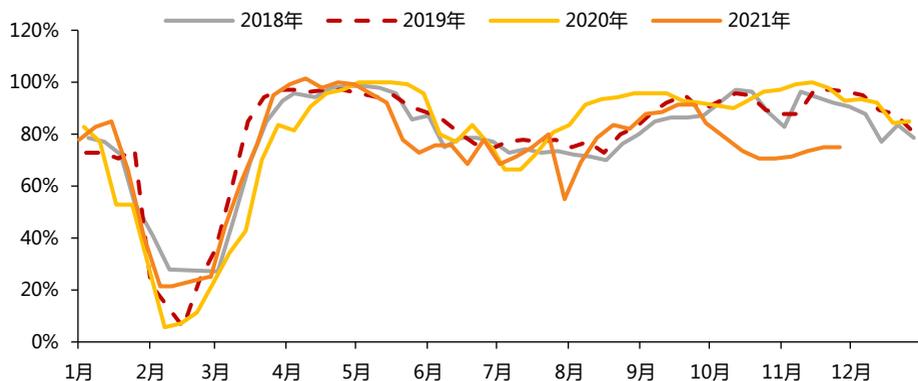
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

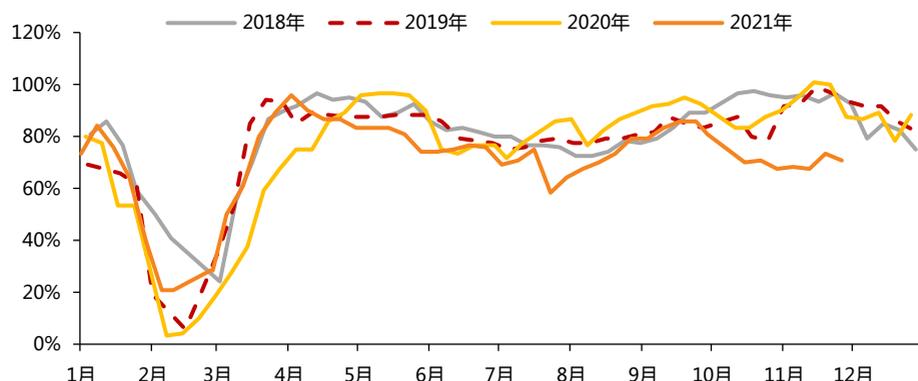
水泥出货率：环比下降1.5pct，西北、中南地区降幅居前

➤ **华东地区水泥出货率75%，周环比持平，年同比低18pct**，山东地区水泥出货率保持在八成半，江苏地区出货率保持在八成，上海、浙江地区保持在七成半，江西地区保持在七成，安徽地区出货率环比上升5pct，福建地区出货率环比下降5pct；**中南地区出货率71%，周环比下降2.5pct，年同比低17pct**，湖北、海南地区水泥出货率保持在八成，广东地区保持在七成，湖南地区保持在六成半，河南地区出货率环比下降10pct，广西地区出货率环比下降5pct；**西南地区出货率60%，周环比持平，年同比低26pct**，重庆地区水泥出货率保持在七成，四川地区保持在六成半，贵州地区保持在五成，云南地区保持在五成半；**西北地区出货率35%，周环比下降6pct，年同比低2pct**，陕西、宁夏地区水泥出货率环比下降5pct，新疆地区由于采暖期错峰停窑，出货率环比下降20pct，甘肃地区水泥出货率保持在四成，青海地区水泥出货率保持在三成。

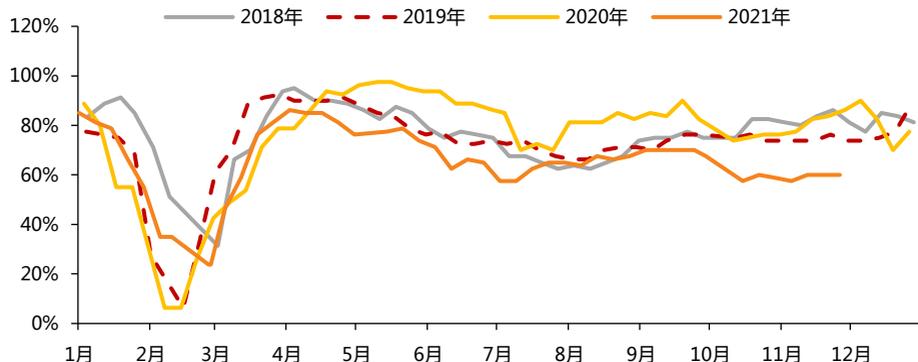
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



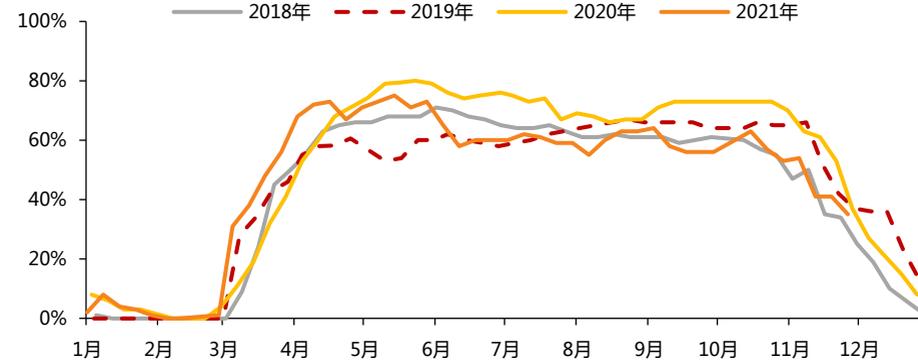
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



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

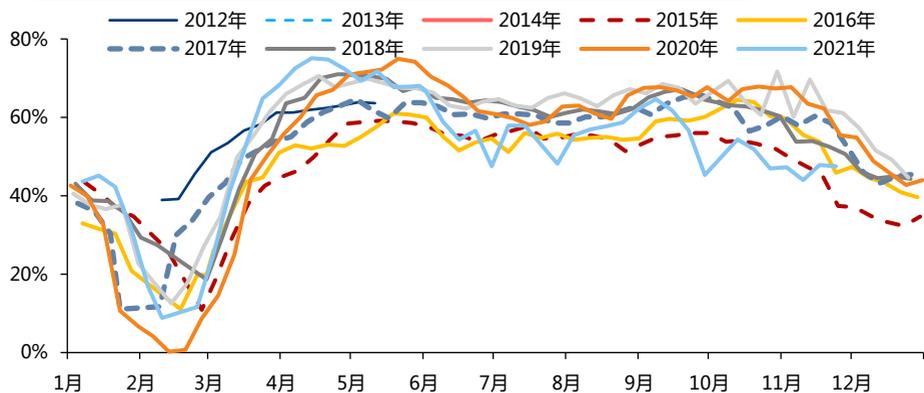
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：周环比保持不变，华北、西北地区降幅居前

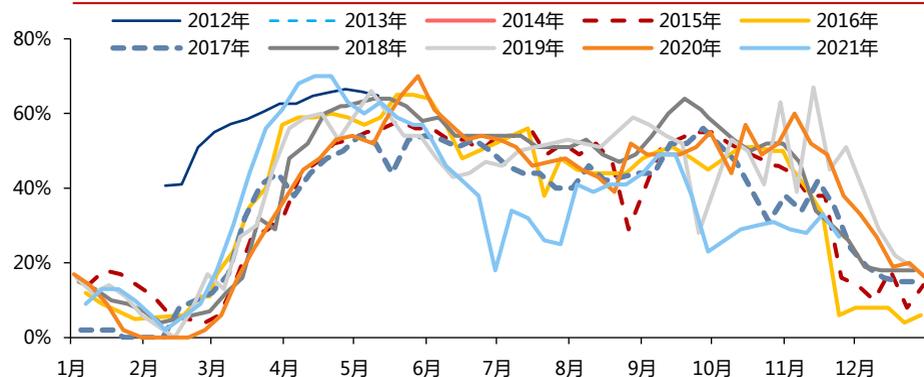
上周全国水泥磨机开工率48%，周环比保持不变，年同比低8pct。供给方面，北方部分省份开始错峰停窑，需求方面，临近入冬，施工活动也有提前收尾的迹象，磨机开工有所下降。

华北地区水泥磨机开工率27%，周环比下降6pct，年同比下降11pct，北京地区磨机开工率保持在四成，河北、天津地区开工率环比下降5pct，山西、内蒙古地区开工率环比下降10pct；东北地区水泥磨机开工率2%，周环比下降3pct，年同比下降10pct。辽宁地区磨机开工率保持5%，吉林、黑龙江地区开始错峰停窑，开工率环比下降5pct至0，完全停工。

图：分年度全国水泥磨机开工率



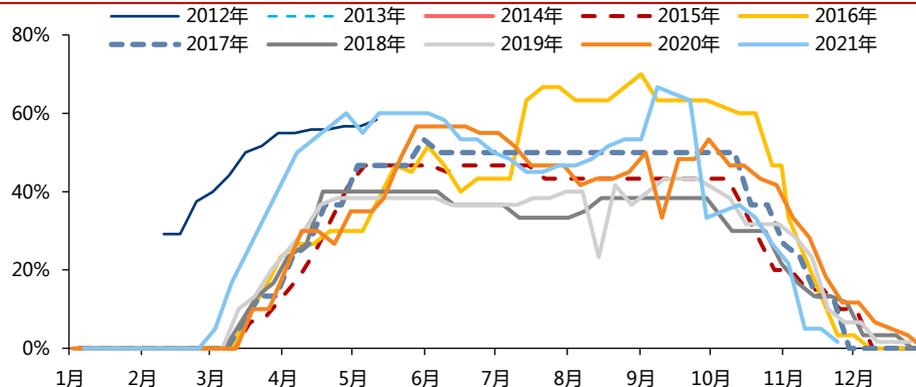
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



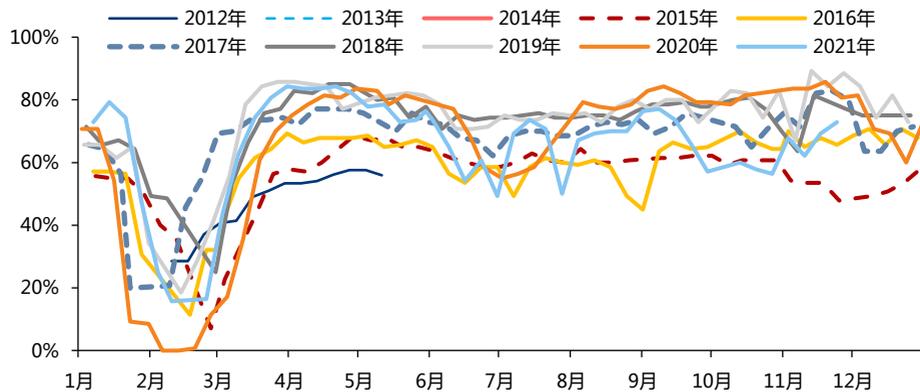
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

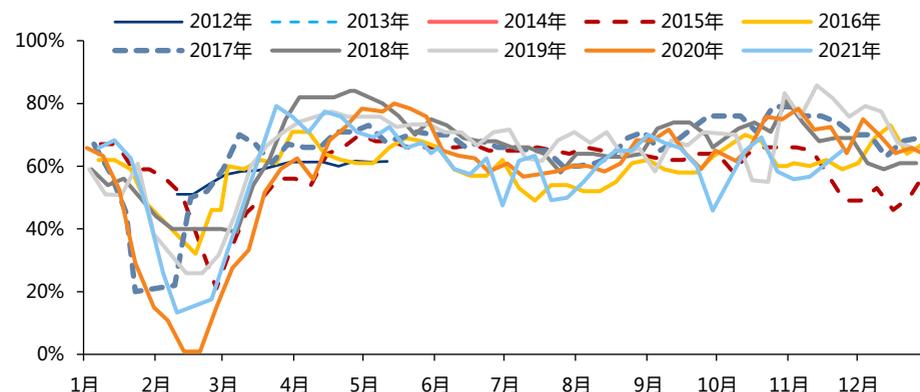
磨机开工率：周环比保持不变，华北、西北地区降幅居前

- **华东地区水泥磨机开工率73%，周环比上升4pct，年同比低8pct**，上海、江苏、浙江地区开工率保持在七成半，安徽地区保持在七成，福建、山东地区开工率环比上升10pct，江西地区开工率环比上升5pct；**中南地区水泥磨机开工率65%，周环比上升4pct，年同比上升1pct**，河南、湖南地区开工率保持在六成半，湖北地区开工率保持在六成，广东地区开工率环比上升5pct，广西、海南地区开工率环比上升10pct；**西南地区开工率54%，周环比上升1pct，年同比低19pct**，重庆、四川地区开工保持在六成，贵州地区开工率保持在五成，云南地区开工率环比上升5pct，西藏地区开工率保持在三成半；**西北地区开工率33%，周环比下降5pct，年同比-3pct**，西安、甘肃、青海地区开工率环比下降5pct，宁夏地区磨机开工率保持在两成，新疆地区环比下降10pct。

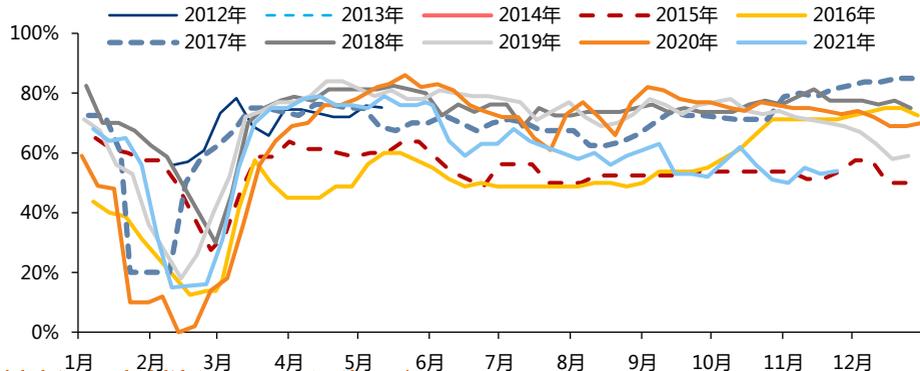
图：分年度华东水泥磨机开工率



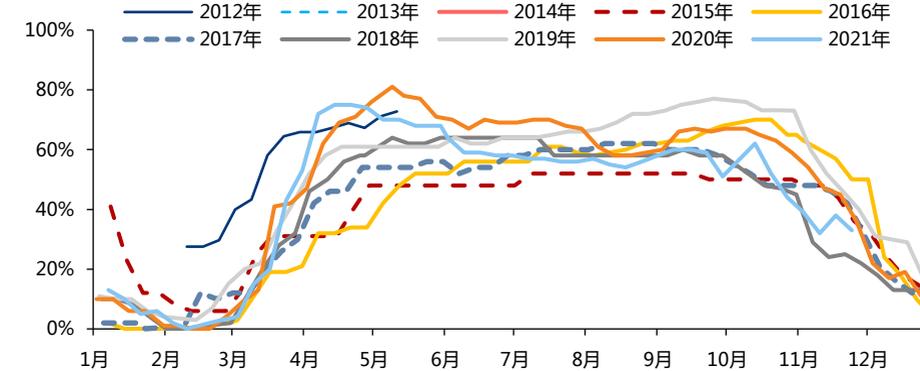
图：分年度中南水泥磨机开工率



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

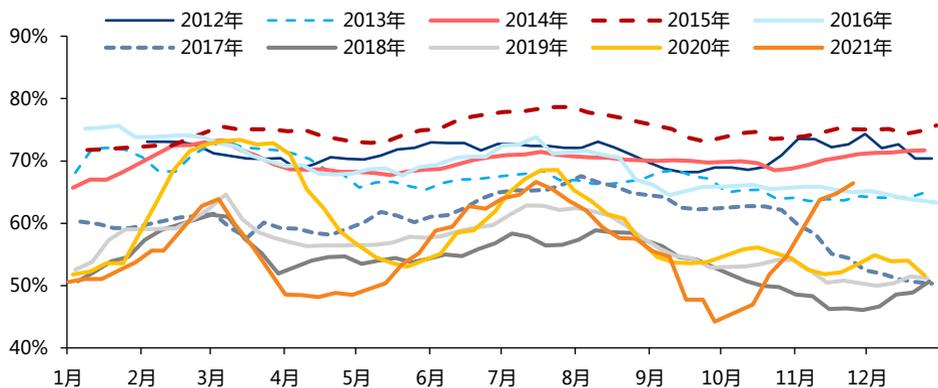
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：全国环比提高1.7pct，需求端普遍欠佳，华东地区涨幅较大

上周全国水泥库存66%，周环比提高1.7pct，年同比高13pct。全国水泥市场需求端表现欠佳，供给端相对充裕，错峰省份集中在北方，水泥库存承压。

华北地区水泥库存52%，周环比下降1pct，年同下降5pct，北京、天津地区水泥库存保持在四成，山西地区水泥库存环比下降15pct，河北地区水泥库存环比上升10pct，内蒙古地区库存保持在七成；东北地区水泥库存55%，周环比持平，年同比低17pct，辽宁地区水泥库存保持在七成、吉林地区保持在六成，黑龙江地区保持在三成半。

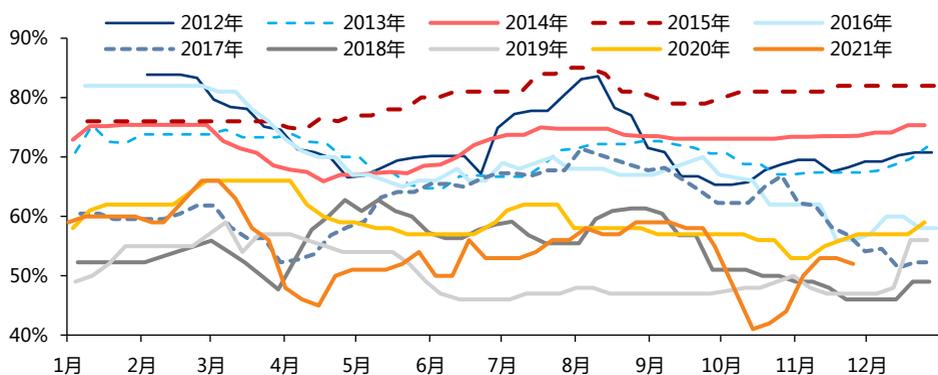
图：分年度全国水泥库存



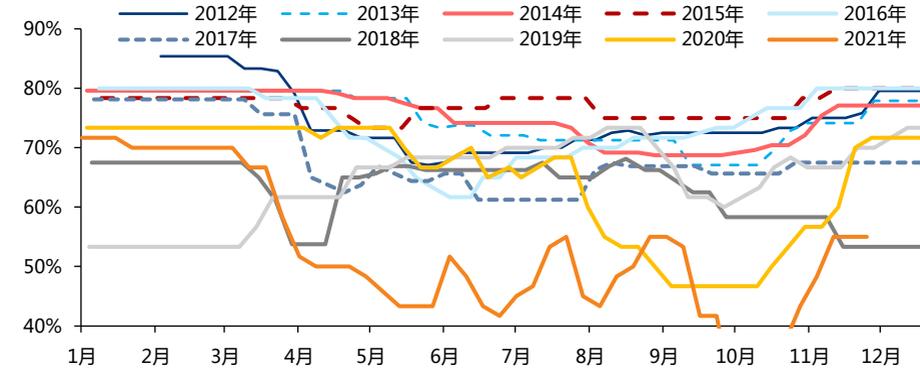
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存

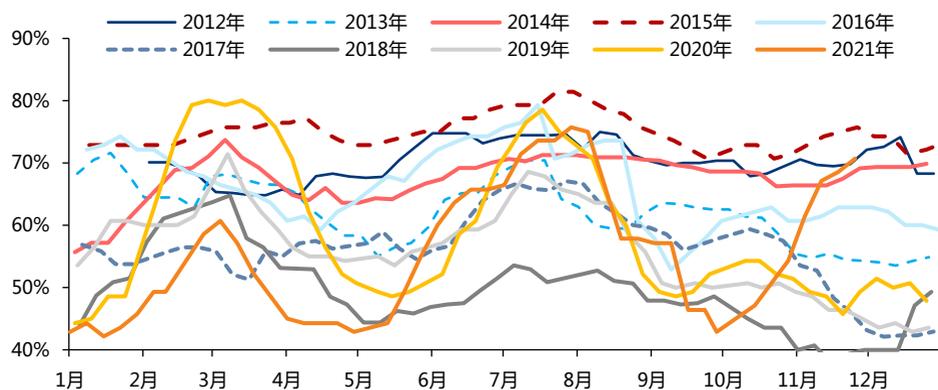


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

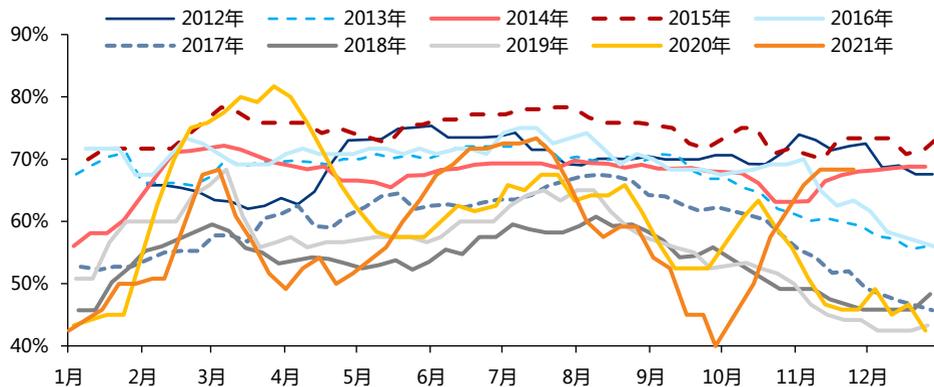
库存：全国环比提高1.7pct，需求端普遍欠佳，华东地区涨幅较大

- **华东地区水泥库存71%，周环比提高2.1pct，年同比高21pct**，上海地区水泥库存保持在七成，江苏、浙江、山东地区水泥库存环比提高5pct，安徽地区水泥库存保持在八成，福建地区保持在六成半，江西地区保持在七成半；**中南地区水泥库存68%，周环比持平，年同比高23pct**，河南、湖北、海南、广西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%，周环比持平，年同比高11pct**，重庆、贵州地区水泥库存保持在七成，成都地区水泥库存保持在七成半，云南地区保持在八成；**西北地区水泥库存68%，周环比持平，年同比高8pct**，陕西、甘肃、青海、宁夏地区水泥库存保持在七成，新疆地区保持在六成。

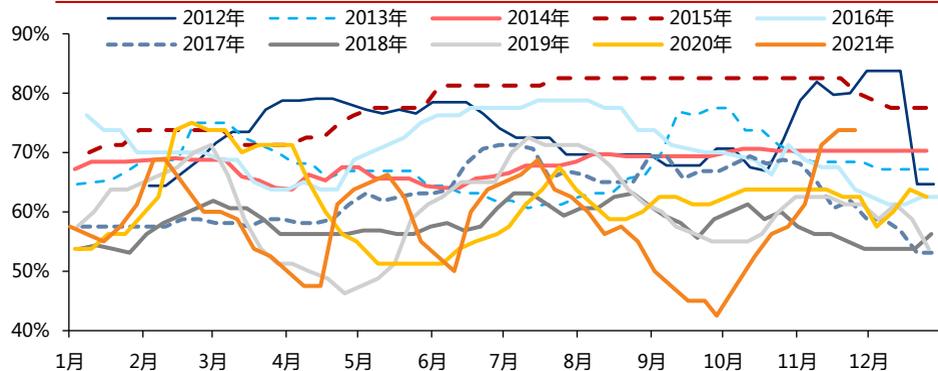
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



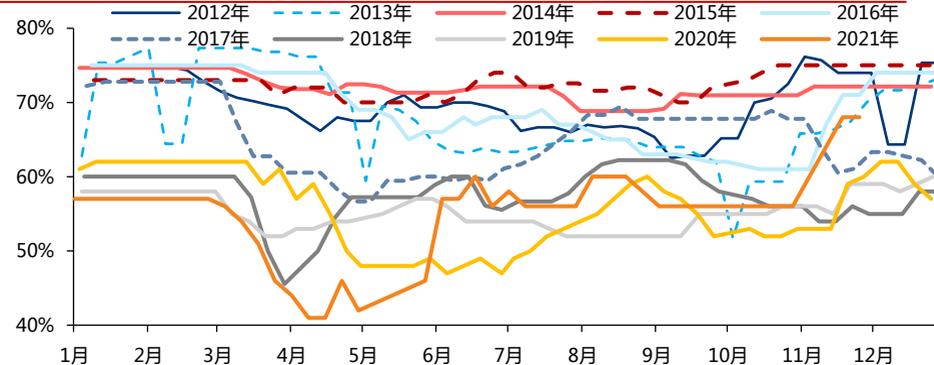
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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



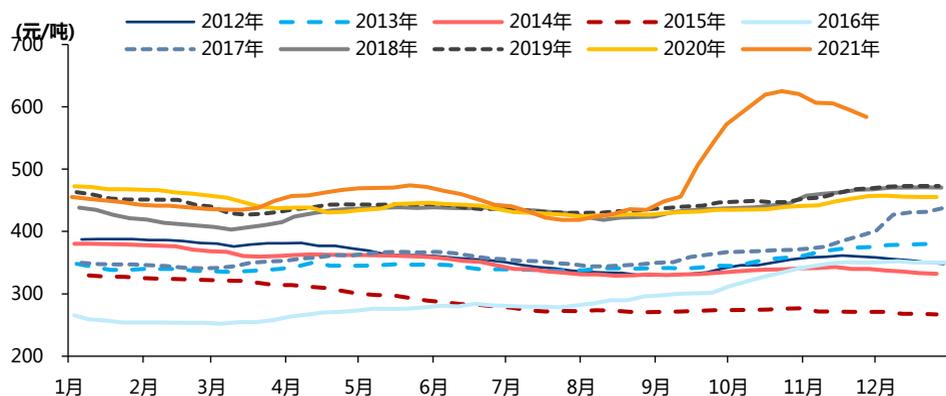
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

价格：环比下降11.6元/吨，西南、华东降幅居前

上周全国水泥价格584元/吨，周环比-11.6元/吨，年同比高126.8元/吨。11月下旬，受市场需求整体表现较差影响，水泥价格延续下行走势，因前期绝对价格偏高，且随着煤价下调，水泥价格适当回落也属正常，预计后期价格将会继续小幅回落为主。

华北地区水泥均价551元/吨，周环比下降8元/吨，年同比高133元/吨，华北地区水泥价格稳中有落。京津唐地区水泥价格小幅下调20元/吨，随着天气转冷，农村袋装水泥需求明显减少。河北保定地区水泥价格推涨20-30元/吨，为明年市场奠定基础，但考虑到环保管控较严及下游需求不断下降，上调执行可能性不大。山西太原部分水泥企业公布价格上调50-100元/吨，主要是工程进入赶工期且区域内开始执行冬季错峰生产；**东北地区水泥均价628元/吨，周环比持平，年同比高246.7元/吨**。东北地区水泥价格平稳为主。目前只有辽宁大连还未开始停窑错峰，但发运量也比较有限。本地市场需求都已经结束，本周降雪天气之前黑吉两省都已经全部停工。

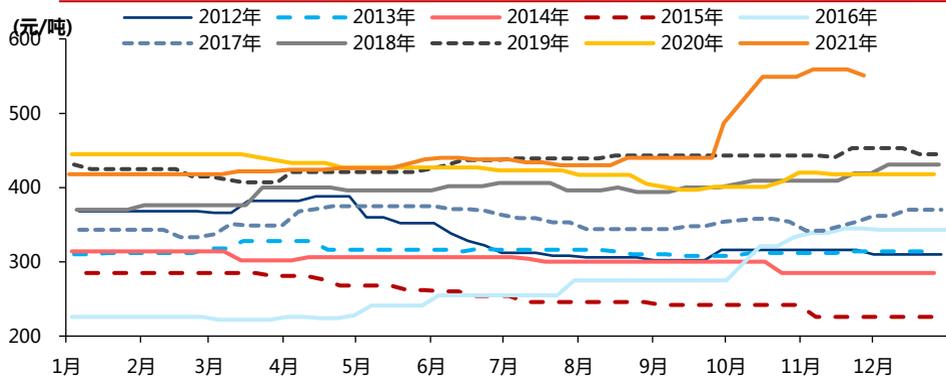
图：全国月度水泥价格比较



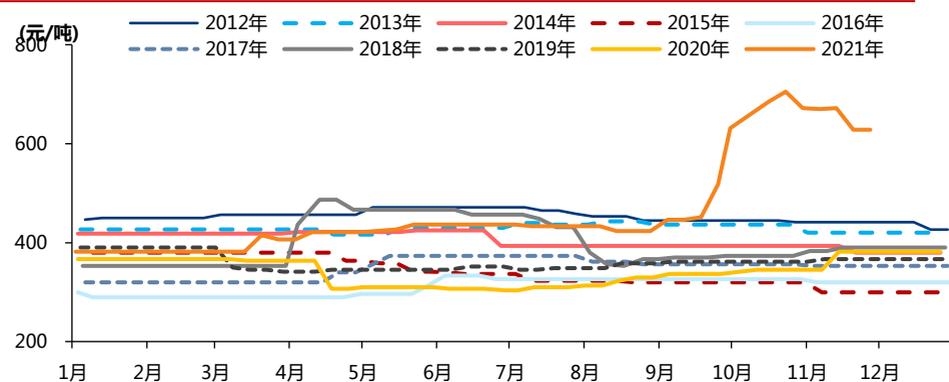
图：全国水泥价格走势



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

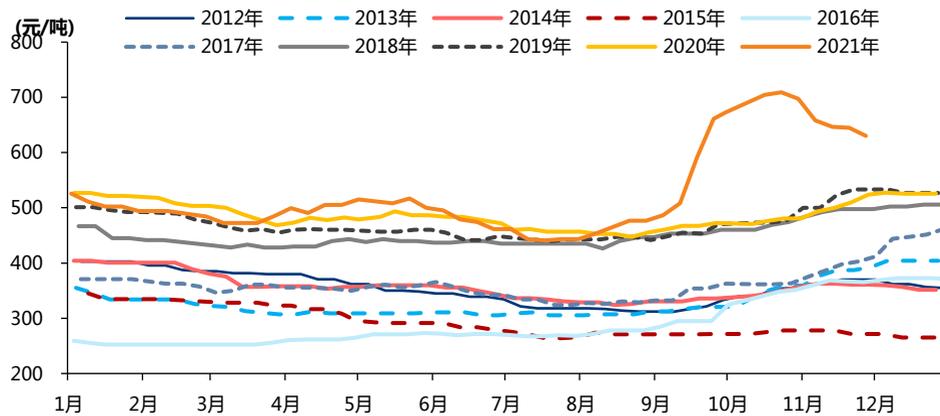
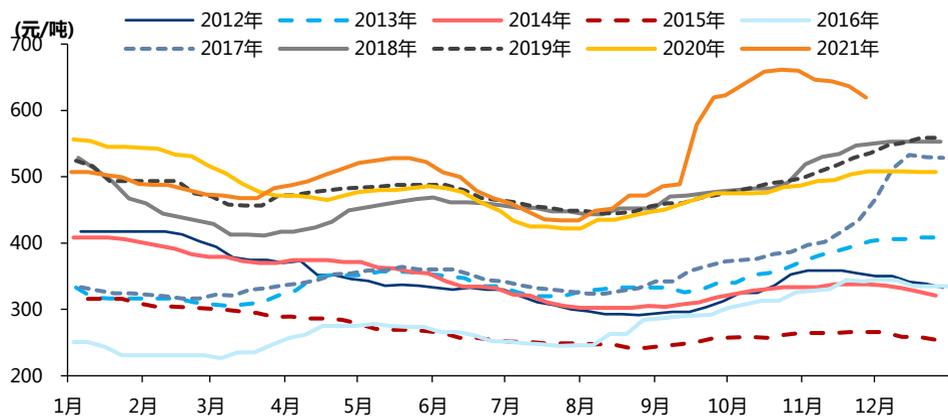
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比下降11.6元/吨，西南、华东降幅居前

- **华东地区水泥均价619元/吨，周环比-17.1元/吨，年同比高111.4元/吨**，华东地区水泥价格继续下行。江苏南京、苏锡常地区地区部分企业水泥价格下调30元/吨，受销售压力较大影响。浙江杭嘉湖地区水泥价格下调50-60元/吨，下游需求不足加之外围水泥价格陆续下调，对本地市场影响较大。安徽沿江安庆和芜湖地区由于外来低价水泥进入较多，部分小厂存在暗降情况，幅度10-20元/吨，主导企业报价以稳为主。皖北亳州高标号水泥价格上调20-40元/吨，主要是近期受限电限产影响。江西九江地区水泥价格下调20元/吨，下游需求虽较前期有所恢复，但整体库存仍高位运行。赣州地区水泥价格下调30-40元/吨，据反馈各企业为稳定价格，于11月20日至12月31日期间执行错峰生产10天。福建地区水泥价格下调30-40元/吨，主要是煤炭价格持续回落，水泥生产成本降低，以及下游需求表现疲软，目前供需形势看，后期价格将继续趋弱运行。山东济南地区水泥价格稳定，天气晴好，临近年底，下游需求虽不及往年同期水平，但随着工程进入赶工期，市场需求有所提升。
- **中南地区水泥均价630元/吨，周环比-15.0元/吨，年同比高105.8元/吨**，中南地区水泥价格继续回落。广东珠三角、惠州地区水泥价格再次回落50-60元/吨，一是市场需求表现一般，二是煤炭及熟料价格持续下调，三是外来低价水泥不断冲击。广西南宁、柳州、玉林和贵港等地水泥价格下调20-30元/吨，房地产不景气，下游需求表现疲软，以及西江进入枯水期，企业外运量减少，迫于库存压力。湖南张家界、邵阳、怀化等地区水泥价格回落30-40元/吨。湖北武汉以及鄂东地区水泥价格下调后平稳，据企业反馈，为防止价格继续下滑，计划12月错峰停产增加至7-10天。河南地区水泥价格第二轮上调后出现回撤，幅度20-30元/吨。随着绝大多数水泥企业执行错峰生产，河南水泥价格上调累计执行50-80元/吨，未能完全执行到位，主要是下游需求偏弱，又受到重污染天气橙色预警影响，工地施工受阻。

图：华东月度水泥价格比较

图：中南月度水泥价格比较

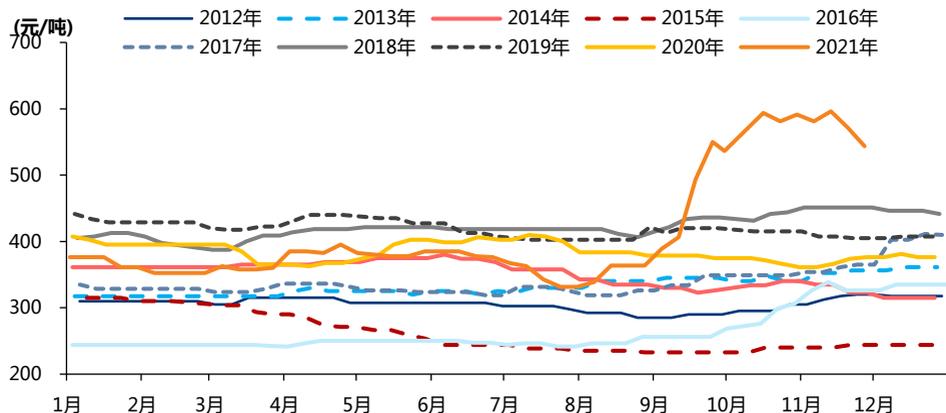


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

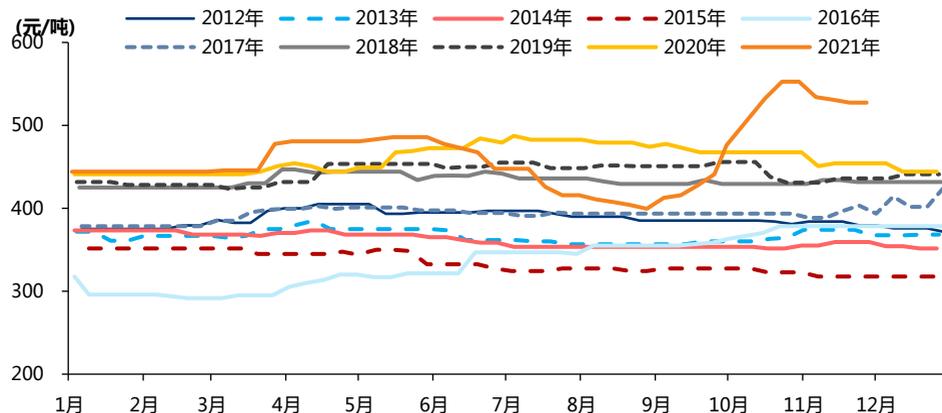
价格：环比下降11.6元/吨，西南、华东降幅居前

- **西南地区水泥均价544元/吨，周环比-27.5元/吨，年同比高167.5元/吨**，西南地区水泥价格持续下滑。四川成都、德绵地区水泥价格下调30-40元/吨，一是大气污染防治，道路交通管制，下游搅拌站开工受限，二是企业虽在执行错峰停产，但库存无明显下降，三是煤炭价格不断回落。重庆主城以及渝西北地区水泥价格下调30-40元/吨，主要因需求表现较差，个别企业为提升销量，价格不断出现暗降，其他企业为稳定客户不得不跟进，后期价格将会继续走低。云南丽江和大理地区水泥价格下调50元/吨，下游需求表现较差，且原停产的部分企业熟料生产线恢复正常，库存不断上升。曲靖地区水泥价格趋弱运行，下游需求在6成左右，部分民营企业为抢份额价格下调20元/吨，主导企业报价暂稳。贵州贵阳、遵义地区水泥价格下调40-50元/吨，下游需求表现清淡，库存高位承压。据了解，为维护价格稳定，省内企业多在执行四季度错峰停产。西藏地区水泥价格在底部保持稳定，随着气温不断下降，需求接近尾声，区域内企业计划于12月1日-3月31日执行为期四个月冬季错峰生产。
- **西北地区水泥均价528元/吨，周环比持平，年同比提高73.3元/吨**，西北地区水泥价格平稳运行。甘肃兰州地区水泥价格平稳，天气转冷下游需求继续走弱，12月1日起企业将开始执行冬季错峰停产，市场供需同步减弱，预计后期水泥价格将平稳进入冬休。天水地区前期受疫情影响较为严重，解封后由于市场已接近尾声，除了冬施工程尚有少量需求外，农村需求基本停滞。陕西关中地区水泥价格公布上调50元/吨，主要是自12月1日起，陕西地区水泥企业开始执行冬季错峰停产，主导企业借此推动价格上调，并为明年市场奠定价格基础，具体执行情况有待跟踪。

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

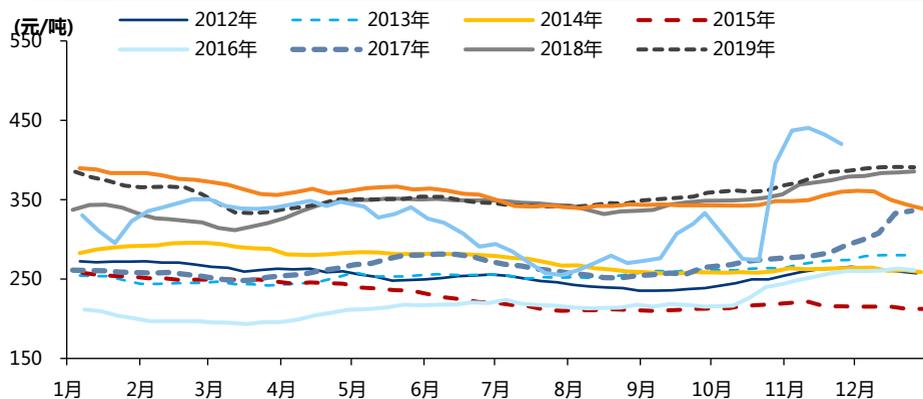
水煤价差：环比下降12元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差420元/吨，周环比下降12元/吨，年同比上涨60元/吨。产地方面，本周国内煤炭新增产能加速释放，鄂尔多斯煤炭日产量增加至280万吨左右的历史高位水平。下游电厂多保持刚需常规拉运，同时化工及民用备货需求也有释放，市场煤铁路发运请车难度较大，主产区长途拉煤车辆明显增加，局部地区车辆存在车辆滞留现象。煤矿多保持产销平衡，需求端对动力煤坑口价格形成较强支撑。港口方面，本周北方港口动力煤市场情绪改善，价格稳中偏强运行。截至11月25日秦皇岛港整体煤炭库存569万吨，较上周同期增加26万吨，增幅在4.79%。本周沿海地区下游用户询盘有所增加，同时港口可售高热值低硫煤资源结构性短缺问题未有改善，支撑贸易商挺价情绪升温；但下游用户压价还盘心理未有放松，买卖双方报还盘差距较大，市场实际成交相对有限。

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