

## 水泥制造

# 稳增长预期再度升温，中长期关注供给格局改善机会

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



**天风证券**

[综合金融服务专家]

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：**上周水泥指数上涨5.27%，周内再迎躁动，我们预计可能与2022年稳增长预期再次升温有关，在22年可能面对出口增速回落、消费延续弱复苏、地产降温的背景下，基建逆周期调节的重要性愈发凸显，上周李克强总理在会见IMF总裁时表示，中国将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，随着中央经济会议临近，市场可能提前交易对政策发力“稳增长”的预期。上全国水泥市场价格575元/吨，环比回落8.4元/吨，年同比高118元/吨。价格回落区域仍围绕在华东、中南和西南地区，幅度20-50元/吨。11月底12月初，国内水泥市场需求表现依旧不温不火，企业出货量维持在6-8成水平；价格方面，尽管部分地区企业停产检修或自律停产，但由于需求较差，整体市场呈现供大于求，加之部分企业跨区域低价“抢量”行为加重，致使价格不断下滑。
- 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。当前水煤价差同比高60元/吨，反映企业盈利情况好于去年。我们认为未来1-2月水泥价格可能仍有小幅调整，但大幅回落可能性不大，22年开年价格高起点。需求端预期22年Q1基建端出现边际好转，地产端底部回暖，需求有望开始改善，中长期需求虽呈缓慢下滑态势，但碳减排背景下供给端改善幅度可能更大，龙头企业盈利仍有望实现增长。
- 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.S H	海螺水泥	2,306	38.48	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	1.75	1.43	1.21	1.05	0.91	4.4%	5.2%	5.5%
000401.S Z	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.S Z	上峰水泥	160	19.51	14.7	23.3	20.3	25.2	29.3	1.81	2.87	2.49	3.09	3.60	10.86	6.86	7.90	6.35	5.46	4.45	2.75	2.22	1.76	1.43	2.0%	4.6%	4.3%
000789.S Z	万年青	96	12.01	11.4	13.7	14.8	17.8	20.9	1.43	1.72	1.86	2.24	2.62	8.41	6.99	6.46	5.36	4.58	1.57	1.27	1.02	0.90	0.74	6.7%	5.8%	5.8%
002233.S Z	塔牌集团	125	10.49	17.2	17.3	17.8	27.0	31.5	1.45	1.45	1.49	2.26	2.64	7.26	7.21	7.02	4.63	3.97	1.39	1.28	1.20	1.10	1.01	8.1%	8.1%	7.1%
600449.S H	宁夏建材	54	11.28	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.61	7.02	5.60	4.77	4.05	1.04	0.91	0.81	0.71	0.61	2.7%	4.5%	5.9%
600720.S H	祁连山	79	10.11	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	12.02	6.38	5.48	4.39	3.97	1.24	1.05	0.91	0.79	0.68	2.9%	5.7%	6.7%
600801.S H	华新水泥	414	19.40	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	8.00	6.54	7.36	6.33	5.44	2.44	1.74	1.58	1.30	1.11	5.8%	6.1%	5.5%

注：表中市值数据截至2021年12月03日收盘，公司盈利预测均来自天风建材团队

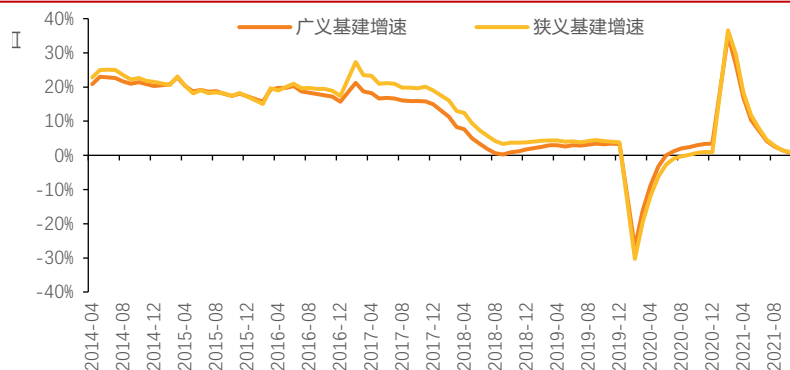
风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

资料来源：Wind、天风证券研究所

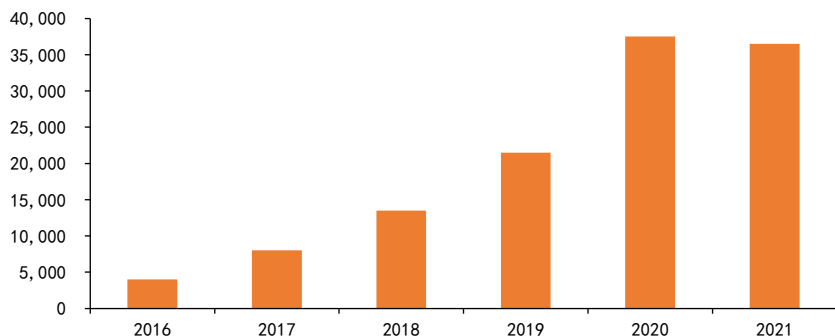
# 需求展望：22Q1基建景气度有望环比改善

- 我们预计整体基建行业需求进入平稳阶段，需求端表现为结构性增长，真实需求或主导基建投资，我们预计2021年广义/狭义基建投资同比增速为2.2%/2.4%，2022年广义/狭义基建增速分别为3.6%/2.6%。短期来看，10月的宏观数据显示经济增长面临明显压力，也催生了对政策扶持的预期，此外10月与基建相关的中长期贷款经济金融数据持续回落，疫情对消费与接触性服务业的恢复影响仍然较大，经济增长内部结构性问题仍然存在，经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张及流动性的支撑。而中长期来看，我们认为十四五阶段铁公基等传统基建市场容量相比十三五有望保持相对稳定，但十四五规划重点提及的重大交通工程、城市轨交、新型城镇化领域基建仍有望实现增长。
- 21Q4专项债发行加速，有望带动22Q1基建景气度环比改善。2021年，专项债仍维持在较高的发行额度，同时按照财政部的要求，2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，进入11月份，各地明显加快了专项债的发行进度，由于专项债从发行到形成实际投资存在2-3个月的时间差，为了保障专项债资金能真实用在所需项目上，财政部发文禁止专项债资金的挪用，目的也是提高资金的使用效率，推动今年底明年初形成实物工作量，有望带动22Q1基建景气度环比改善。

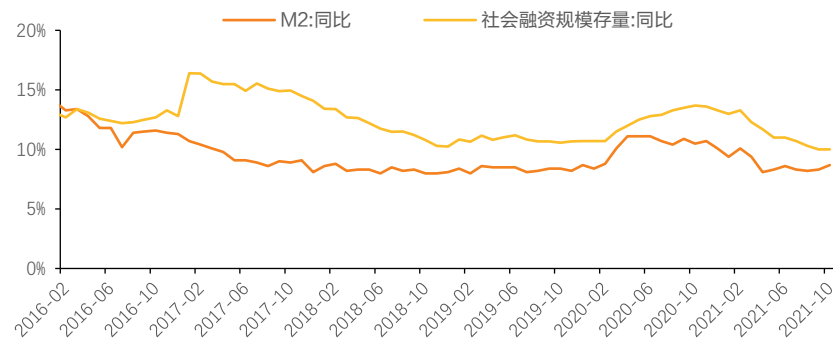
图：广义基建增速和狭义基建增速



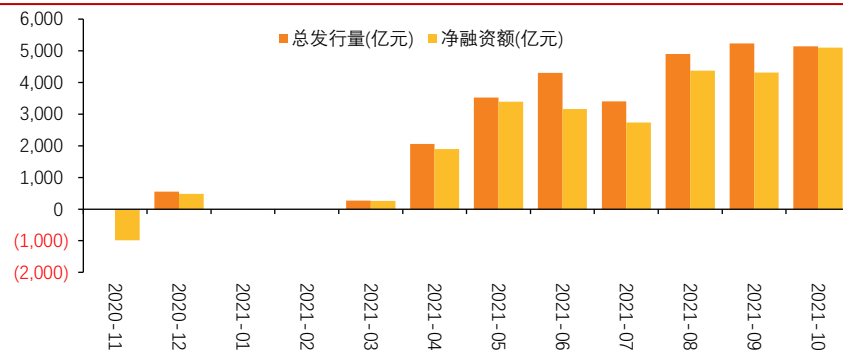
图：2016-2021年全国新增专项债额度（单位：亿元）



图：M2及社融规模存量同比



图：按月份统计专项债发行额度统计



# 需求展望：稳增长预期再度升温，中长期关注供给格局改善机会

- 在22年可能面对出口增速回落、消费延续弱复苏、地产降温的背景下，基建逆周期调节的重要性愈发凸显，上周李克强总理在会见IMF总裁时表示，中国将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，随着中央经济会议临近，市场可能提前交易对政策发力“稳增长”的预期。我们判断22年Q1基建端出现边际好转，地产端底部回暖，需求有望开始改善，但中长期难有较大好转，难以支撑板块走出持续性行情，在“双碳双控”背景下，供给端改善空间更大，需重视供给格局改善的机会。

图：全国及各地区水泥产量增速情况及预测

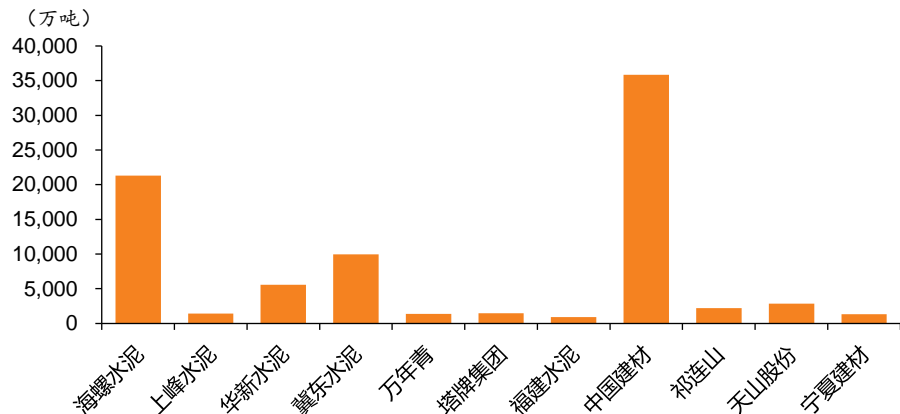
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	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：Wind、天风证券研究所

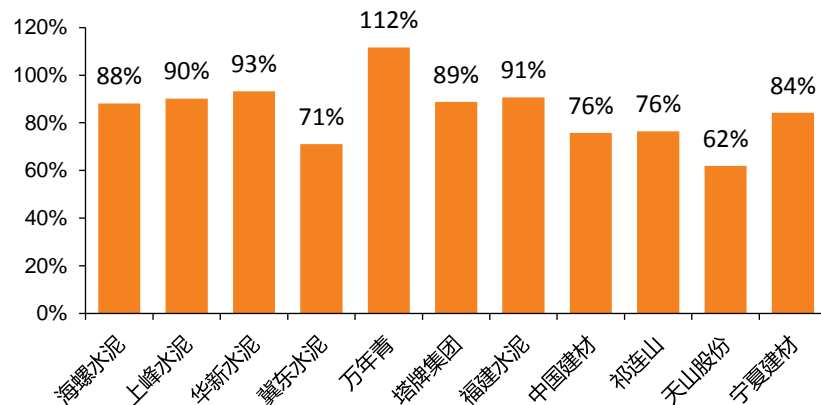
# 供给：22年水泥有望纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

➢ 2020年水泥行业二氧化碳排放占整个建材行业比重达83%，是排放量最大的子行业，减排压力大。22年有望纳入全国碳交易市场，参考前期试点经验，配额计算方法可能以基准线法为主（实际产量\*行业排放基准值\*减排因子），意味着产能利用率高/排放更低的企业竞争优势更大，小企业被迫减产或购买碳汇，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，而海外碳配额价格已高达50-60欧元/吨，且碳配额逐年收紧，小企业迫于成本压力或将加快出清，利好龙头份额提升，且区域话语权进一步增强，提升价格传导能力，价格中枢有望继续上移。

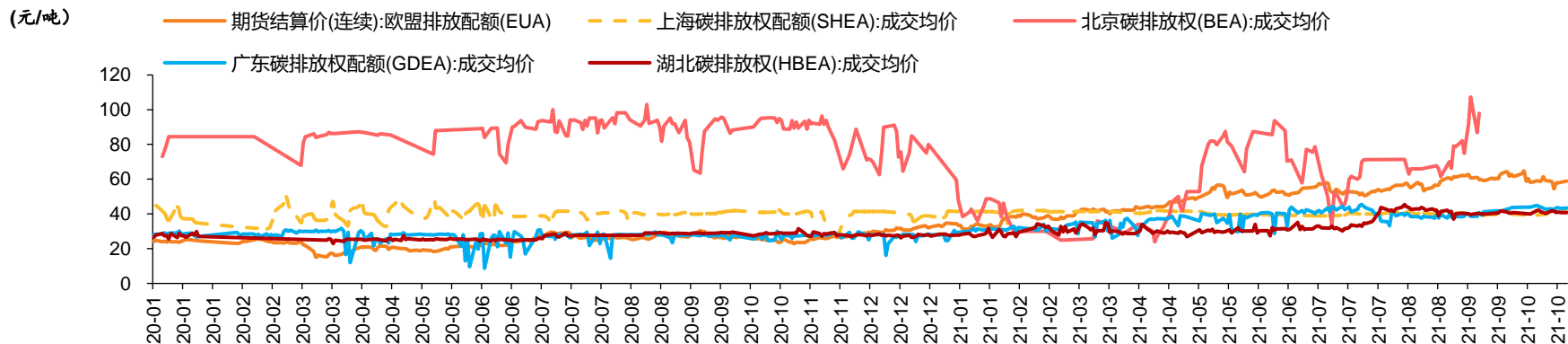
图：各主要水泥企业熟料产能



图：2020年各水泥企业产能利用率



图：各地区碳排放权配额价格



资料来源：公司公告、卓创资讯、Wind、天风证券研究所，注：欧盟排放配额单位为欧元/吨，其他单位为元/吨

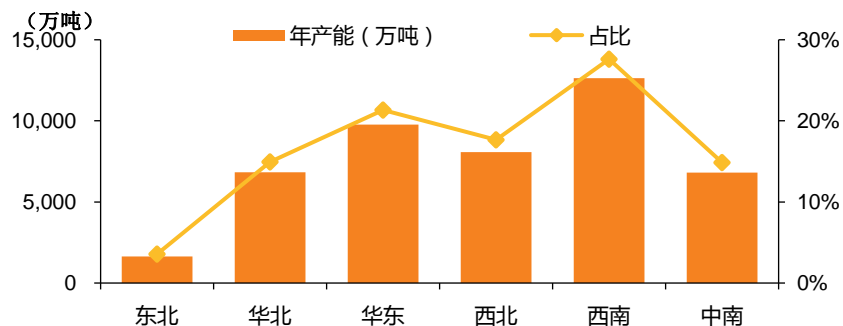
# 供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- 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。国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》，其中规定水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为117kg标煤/吨，标杆水平为100kg标煤/吨，根据国家发改委等部门指导意见要求，到2025年水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过30%，根据某头部企业产线能耗情况，大规模的生产线相较于小规格生产线来说，能耗明显更低，在公司公布的37家子公司中，达到标杆水平的仅有6家，若要实现2025年目标，对现有产能的能耗仍需进一步降低。
- 根据我们统计，水泥行业2500吨/日及以下的产线共642条，年产能达4.58亿吨，占行业总产能比重约为26%，其中西南地区最多，达1.3亿吨，其次为华东，今年山东省已明确指出2022年底前，2500吨/日规模的熟料生产线整合退出一半以上，2025年底前，2500t/d规模的熟料生产线全部整合退出，率先将产能退出提升到政策层面，预计后续各省政策有望陆续出台。若按1.5：1的置换比例，则行业产能最低将净缩减1.5亿吨，占当前产能的比重达8.6%。

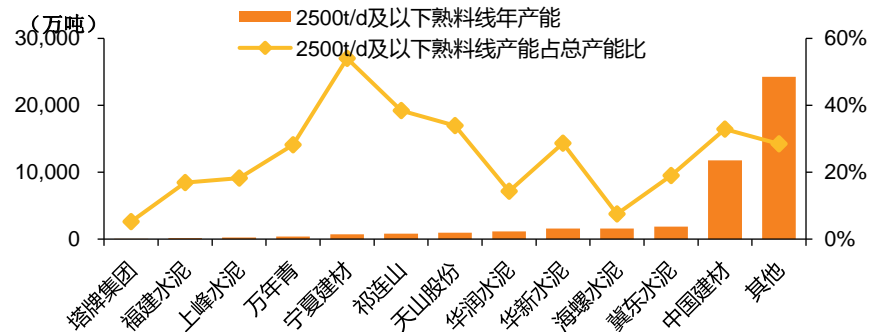
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

产能规模T/d	可比熟料综合煤耗kgce/t	可比熟料综合电耗kW.h/t	可比熟料综合能耗kgce/t	可比水泥综合电耗kW.h/t	可比水泥综合能耗kgce/t
2500	103.08	59.60	110.40	76.15	85.67
3000	101.96	58.53	109.15	74.3	85.34
5000	96.39	56.63	103.35	73.85	81.58
7000	92.76	54.8	99.5	68.17	73.41

图：各地区2500t/d及以下水泥熟料生产线年产能统计



图：主要上市公司2500t/d及以下水泥熟料生产线年产能统计





# 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

- 工信部7月20日晚发布修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，自2021年8月1日起施行，相比于2017年版本，整体对水泥新增产能的管控进一步趋严，修订内容包括对置换比例和置换范围做出调整，要求位于国家规定的环境敏感区/非敏感区的建设项目，产能置换比例分别不低于2:1和1.5:1（vs2017年规定的1.5:1和1.25:1），同时要求跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1，提高了水泥跨省置换比例，之前水泥企业较多通过异地置换的方式处理过剩产能，新增产能使得部分地区供需平衡被打破，对区域水泥价格造成扰动，而新的置换办法对异地置换加大限制，有利于进一步优化水泥行业供给格局，压减过剩产能。

图：水泥玻璃行业产能置换办法2021vs2017

	《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》（2021.7）
产能置换办法适用范围	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业和信息化部、发展改革委联合明确出地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建水泥熟料、平板玻璃项目。	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。 <b>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。</b>
置换产能的要求	<p>(1) 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）门户网站上公告关停退出的产能。</p> <p>(2) 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。</p>	<p>(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J1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。</p> <p>(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。</p> <p><b>(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。</b></p> <p><b>(4) 2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能（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。</b></p> <p><b>(5) 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。</b></p> <p><b>(6) 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。</b></p>
置换比例的确定	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，产能置换比例为1.5:1；位于非环境敏感区的新建项目，产置换比例为1.25:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	<p>(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建设项目，<b>产能置换比例不低于2:1</b>；位于非大气污染防治重点区域的建设项目，<b>产能置换比例不低于1.5:1</b>。</p> <p>(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。</p>

资料来源：工信部、天风证券研究所

- 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（1205）

- 水泥出货率：环比下降1.6pct，华北、西北地区降幅居前
- 磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅居前
- 库存：全国环比提高0.2pct，需求端持续减弱，华北地区涨幅较大
- 价格：环比下降8.4元/吨，西南、中南地区降幅居前
- 水煤价差：环比下降8元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

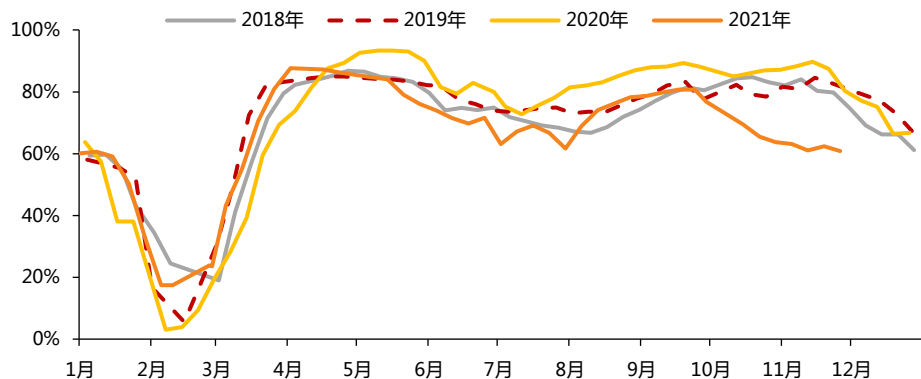


# 水泥出货率：环比下降1.6pct，华北、西北地区降幅居前

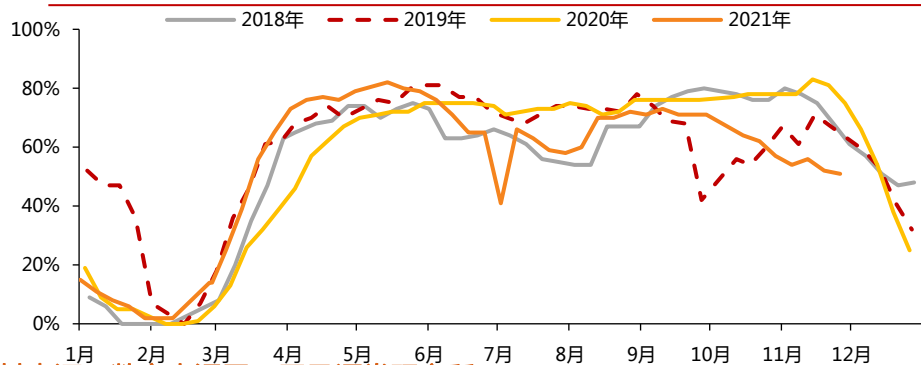
上周全国水泥出货率59%，周环比-1.6pct，年同比低18pct，随着天气转冷，赶工需求接近结束，水泥需求持续减弱，北方地区随着气温下降，需求下降幅度较大。

华北地区水泥出货率45%，周环比下降6pct，年同比低21pct，北京、天津、河北、内蒙古地区水泥出货环比下滑5pct，山西地区出货环比下滑10pct；东北地区水泥出货率7%，周环比保持不变，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。

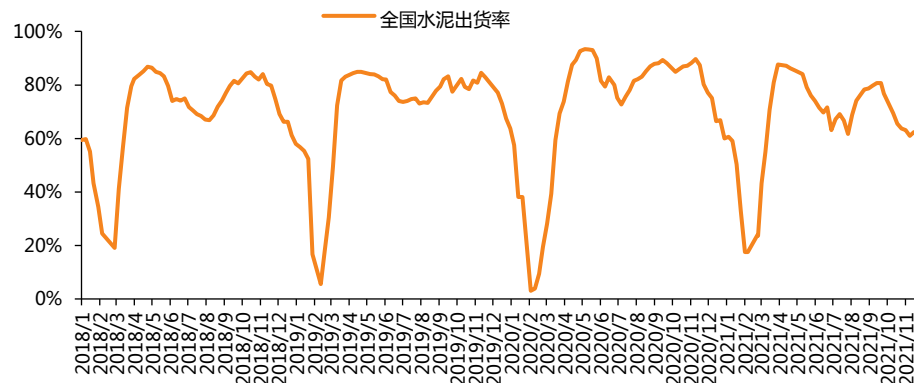
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



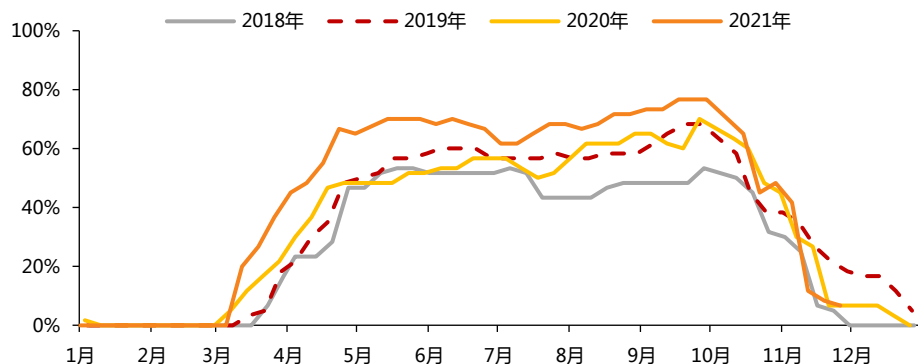
图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



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



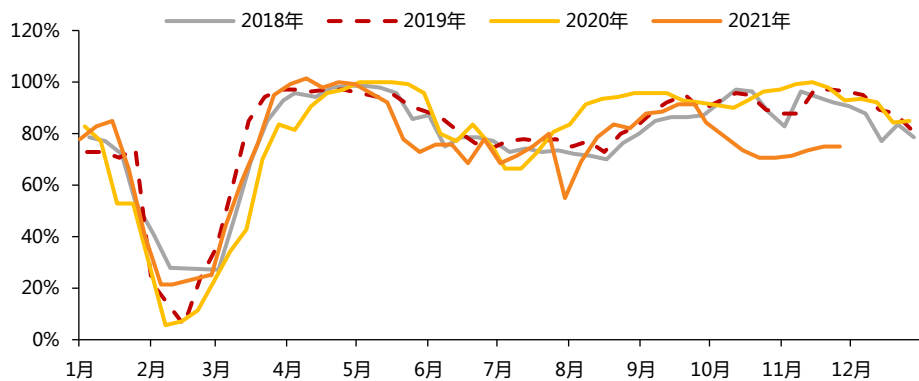
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

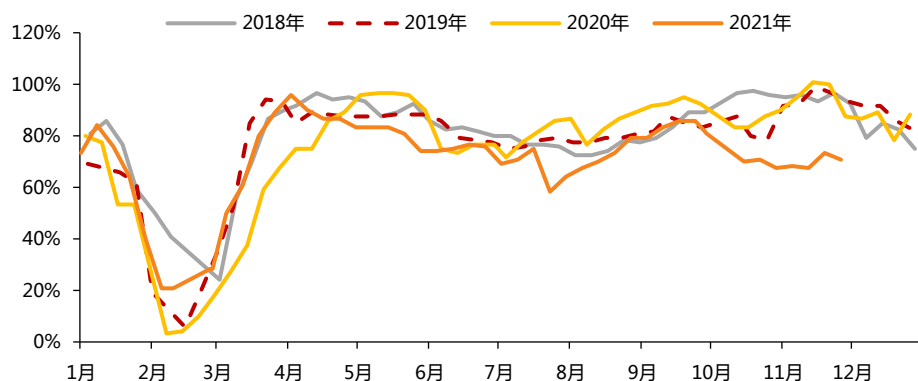
# 水泥出货率：环比下降1.6pct，华北、西北地区降幅居前

➤ **华东地区水泥出货率73%，周环比下滑2.1pct，年同比低21pct**，上海地区水泥出货率保持在七成半，江苏地区出货率保持在八成，福建地区保持在六成，江西地区保持在七成，浙江地区出货率环比上升5pct，安徽地区出货率环比下降10pct；**中南地区出货率68%，周环比下降3.3pct，年同比低19pct**，河南、湖北、湖南、广东地区水泥出货率环比下滑5pct，广西地区保持在六成，海南地区出货保持在八成；**西南地区出货率61%，周环比上升1.3pct，年同比低29pct**，重庆地区水泥出货率保持在七成，四川地区环比上涨5pct，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30%，周环比下降5pct，年同比低3pct**，陕西、青海、宁夏地区水泥出货率环比下降5pct，甘肃地区水泥出货环比下滑10pct，新疆地区由于采暖期错峰停窑，出货率保持在半成。

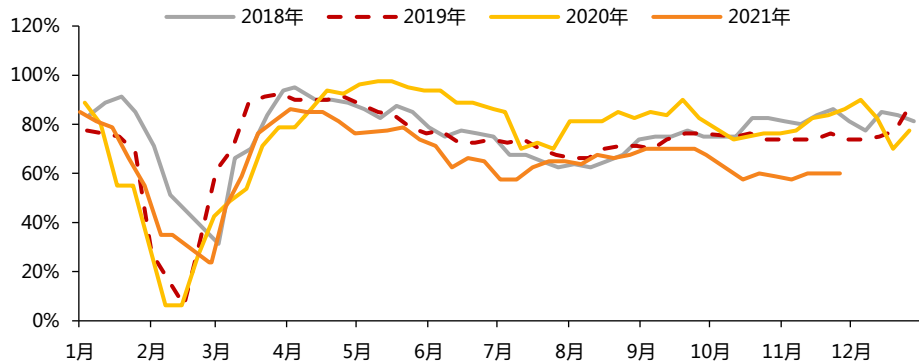
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



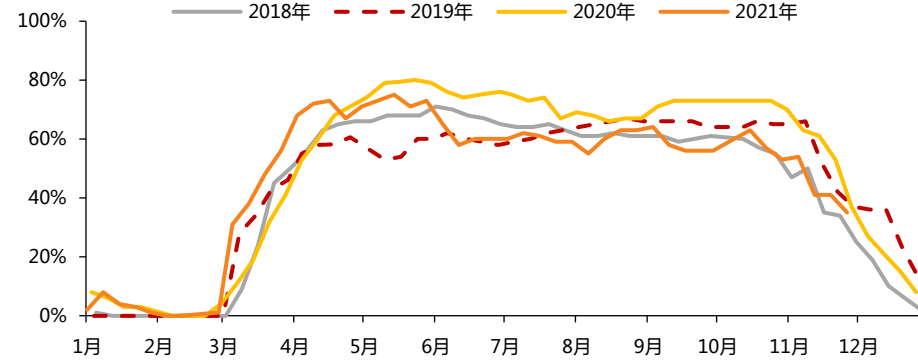
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



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

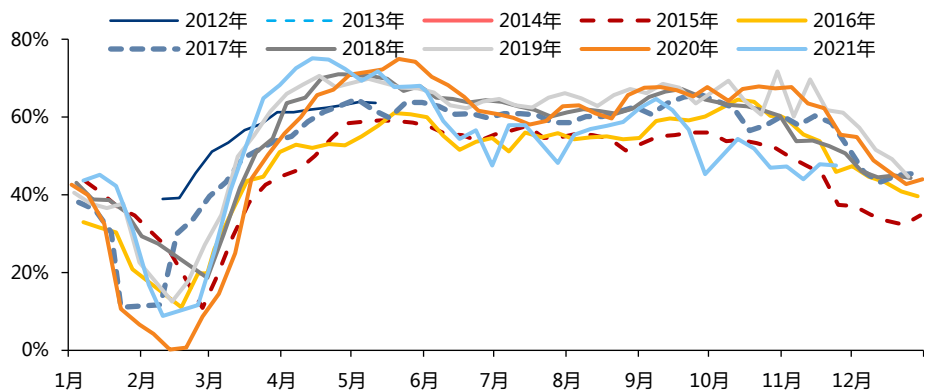
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅居前

上周全国水泥磨机开工率44%，周环比下降4pct，年同比低11pct。供给方面，北方基本都开始错峰停窑，需求方面，入冬后赶工接近尾声，水泥需求季节性减弱，磨机开工有所下降。

华北地区水泥磨机开工率25%，周环比下降2pct，年同比下降8pct，北京地区磨机开工率保持在四成，河北地区开工保持在两成、天津地区开工率保持在一成半，内蒙古保持在一成，山西地区开工环比下降10pct；东北地区水泥磨机开工率2%，周环比保持不变，年同比下降10pct。辽宁地区磨机开工率保持在半成，吉林、黑龙江地区错峰停窑，完全停工。

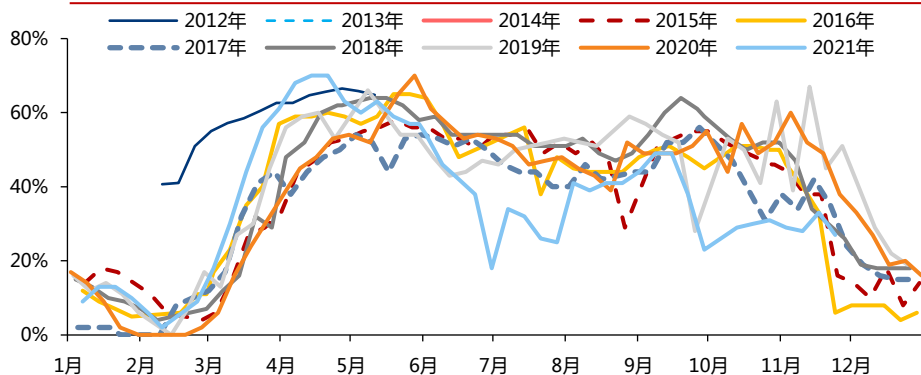
图：分年度全国水泥磨机开工率



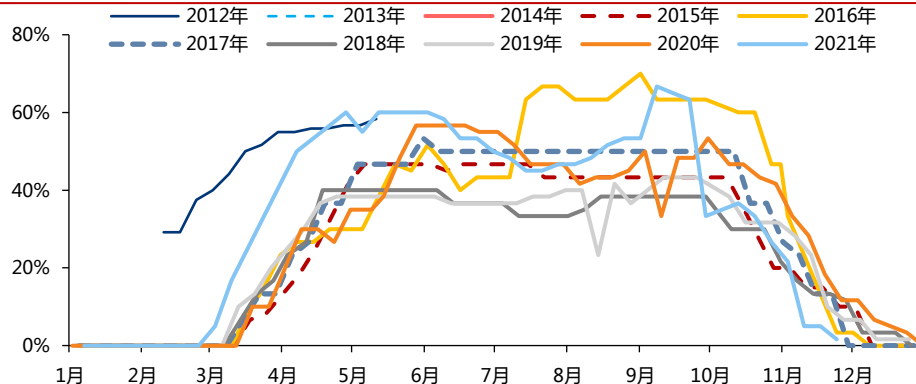
图：全国磨机开工率走势图



图：分年度华北水泥磨机开工率



图：分年度东北水泥磨机开工率



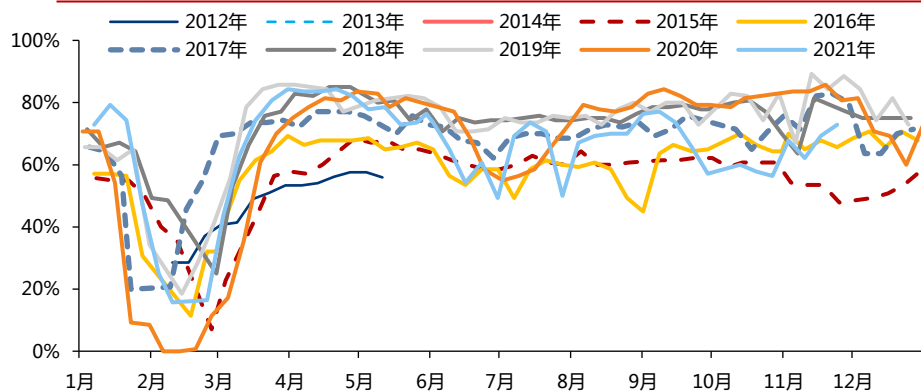
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

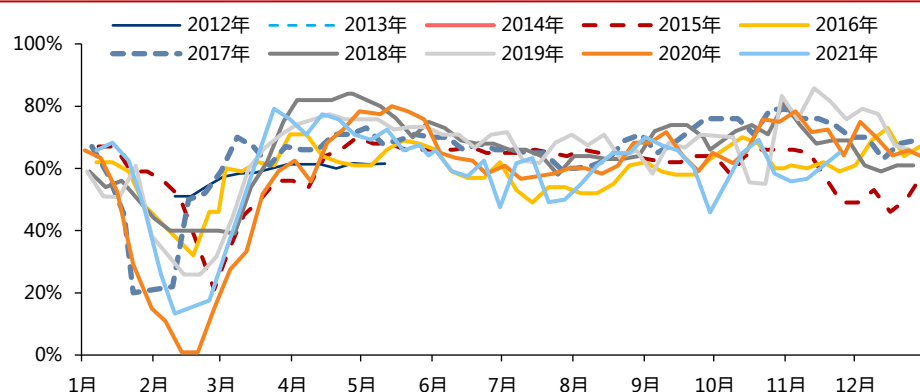
# 磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅居前

- **华东地区水泥磨机开工率72%，周环比下滑1pct，年同比低9pct**，上海、浙江、福建地区开工率保持在七成半，安徽、山东、江西地区保持在七成，江苏地区开工率环比下降5pct；**中南地区水泥磨机开工率63%，周环比下滑2pct，年同比低13pct**，河南地区开工率环比下降10pct，湖北、海南地区开工保持在六成，两广地区开工保持在七成，湖南地区开工率环比下滑5pct；**西南地区开工率50%，周环比下滑4pct，年同比低24pct**，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下滑10pct，西藏地区开工率环比下滑10pct；**西北地区开工率21%，周环比下降12pct，年同比-1pct**，陕西、宁夏地区开工率环比下降10pct，甘肃地区磨机开工率环比下滑20pct，青海地区开工率环比下滑15pct，新疆地区环比下降5pct。

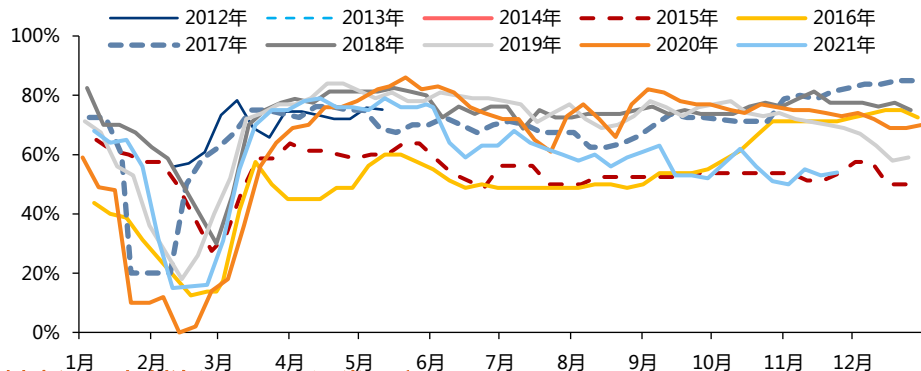
图：分年度华东水泥磨机开工率



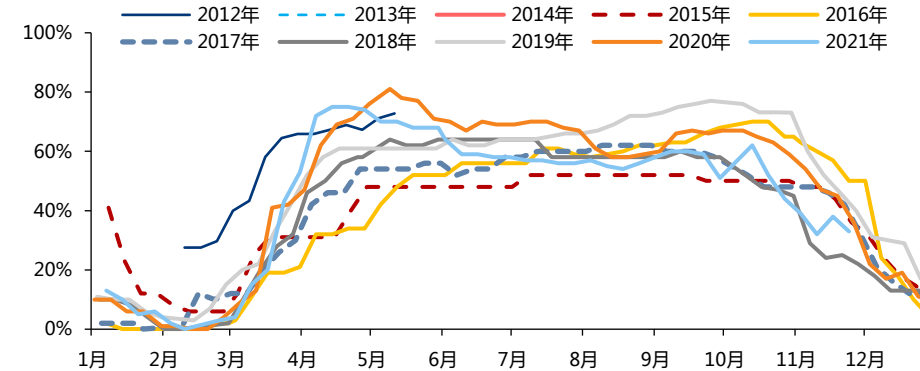
图：分年度中南水泥磨机开工率



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

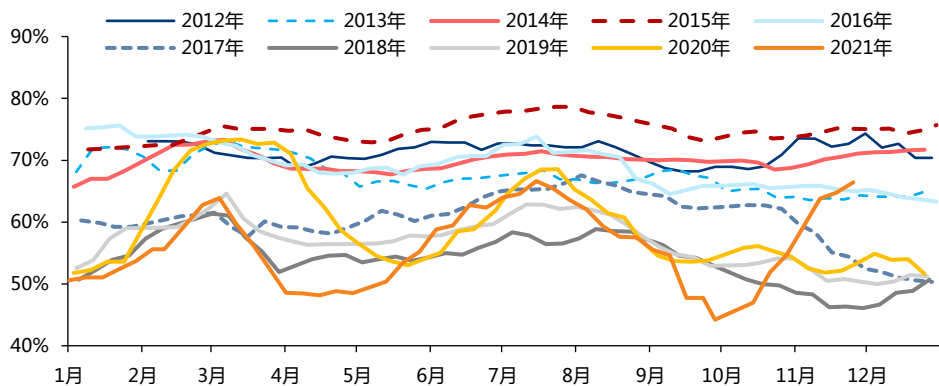
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 库存：周环比提高0.2pct，需求端持续减弱，华北地区涨幅较大

上周全国水泥库存67%，周环比提高0.2pct，年同比高12pct。全国水泥市场需求端持续减弱，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54%，周环比提高2pct，年同下降3pct，北京、天津地区水泥库存环比提高10pct，河北地区水泥库存保持在五成，内蒙古水泥库存保持在七成，山西地区水泥库存环比下滑10pct；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。

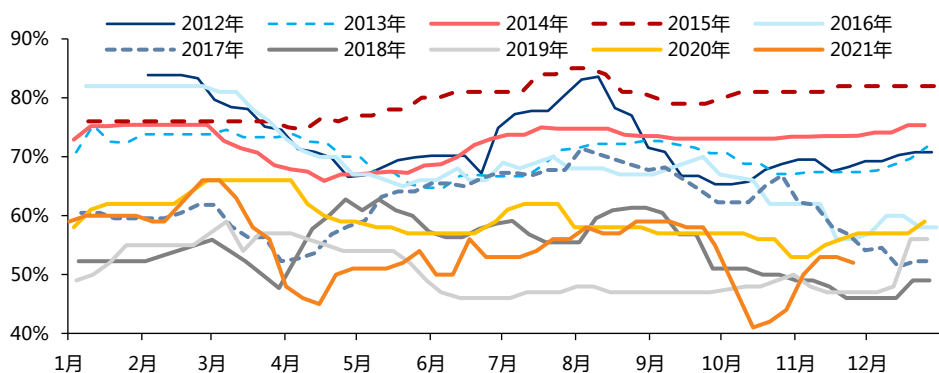
图：分年度全国水泥库存



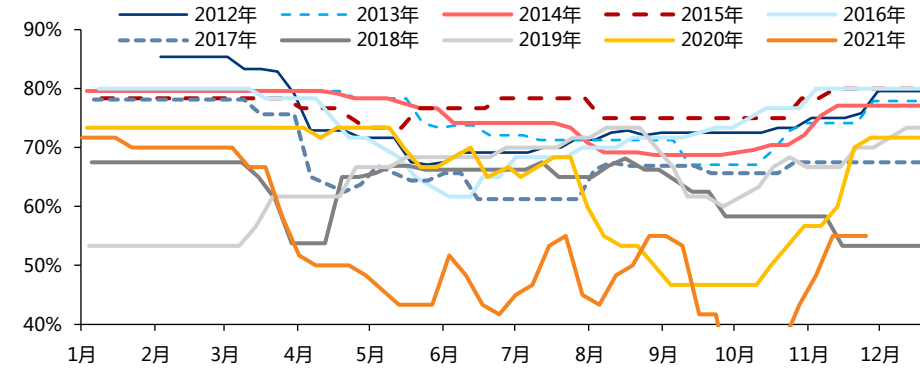
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存



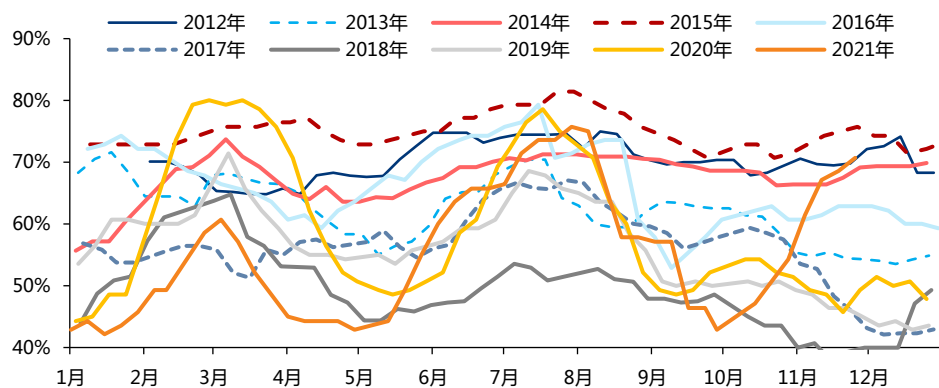
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



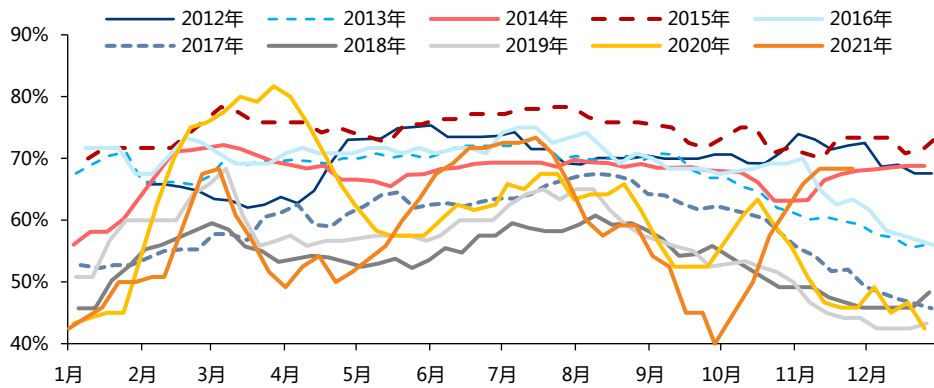
# 库存：周环比提高0.2pct，需求端持续减弱，华北地区涨幅较大

➤ **华东地区水泥库存70%，周环比下降0.7pct，年同比高19pct**，上海、山东地区水泥库存保持在七成，江苏、江西地区水泥库存保持在七成半，浙江地区水泥库存保持在六成，安徽地区水泥库存环比下降10pct，福建地区库存环比上涨5pct；**中南地区水泥库存69%，周环比上涨0.8pct，年同比高20pct**，河南、湖北、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，海南地区库存环比上涨5pct；**西南地区水泥库存74%，周环比持平，年同比高16pct**，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6pct**，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。

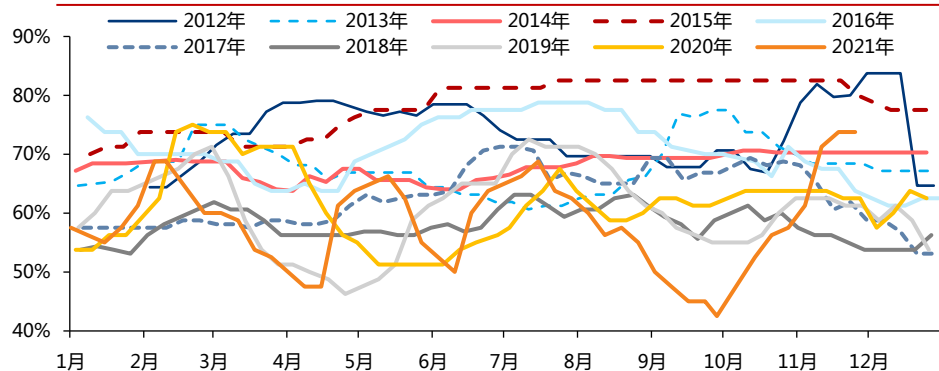
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



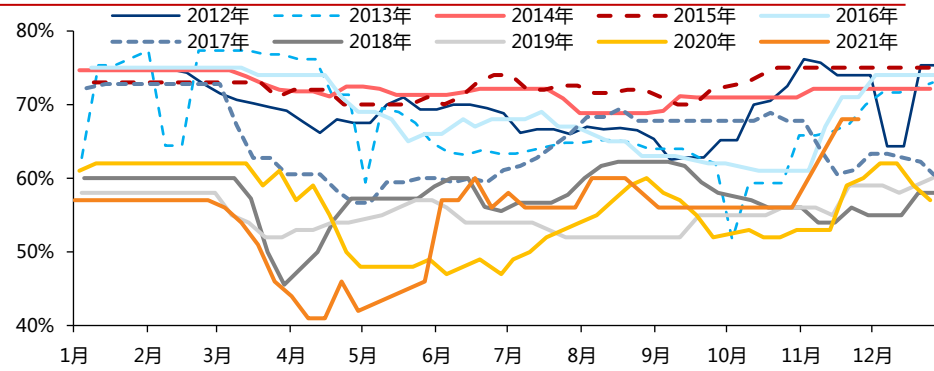
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

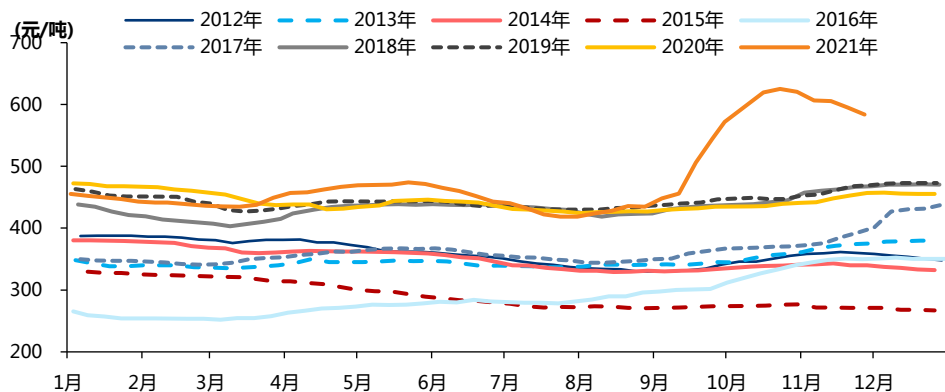


# 价格：环比下降8.4元/吨，西南、中南地区降幅居前

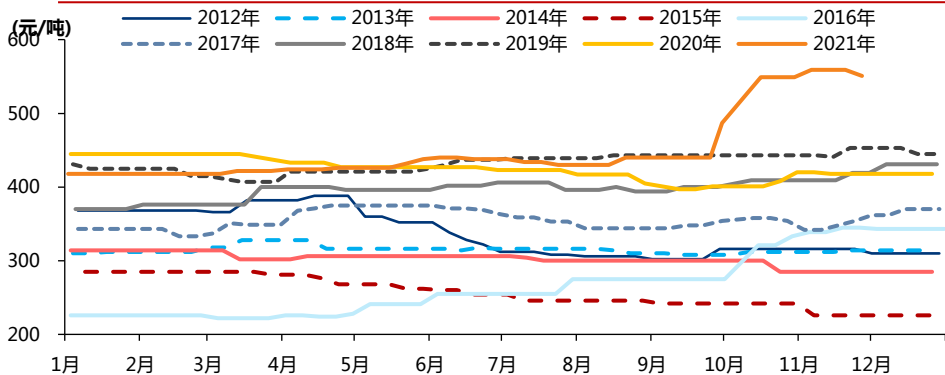
上周全国水泥价格575元/吨，周环比-8.4元/吨，年同比高117.7元/吨。11月底12月初，国内水泥市场需求表现依旧不温不火，尽管部分地区企业停产检修或自律停产，但由于需求较差，加之部分企业跨区域低价“抢量”行为加重，致使价格不断下滑。

**华北地区水泥均价551元/吨，周环比保持不变，年同比高133元/吨**，华北地区水泥价格保持稳定。京津两地水泥价格平稳，受淡季因素影响，下游需求继续减少，目前农村市场需求基本停滞，仅剩部分重点工程和市政工程仍在继续施工。石家庄、唐山、保定、邢台等地区环保管控继续，车辆运输和工地施工仍受限制，市场需求逐步进入淡季，由于各企业熟料库存普遍不高，支撑价格保持平稳；**东北地区水泥均价628元/吨，周环比持平，年同比高246.7元/吨**。东北地区水泥价格保持稳定。辽宁沈阳和辽阳地区水泥价格稳定，本地市场需求基本结束，目前企业仍有少量南下输出。

图：全国月度水泥价格比较



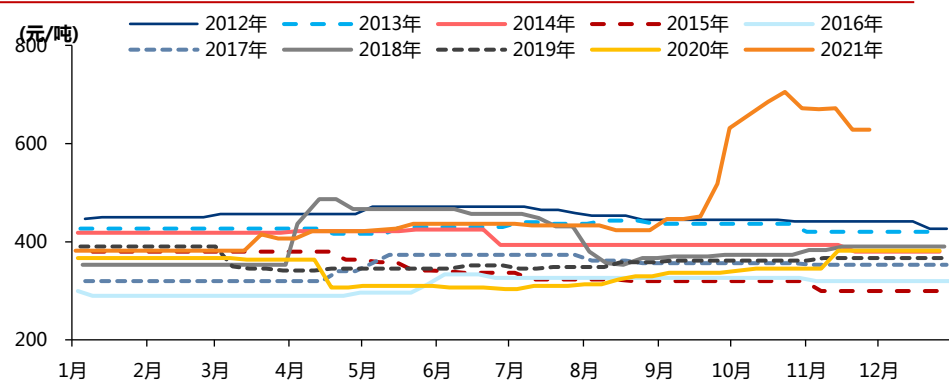
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



图：东北月度水泥价格比较



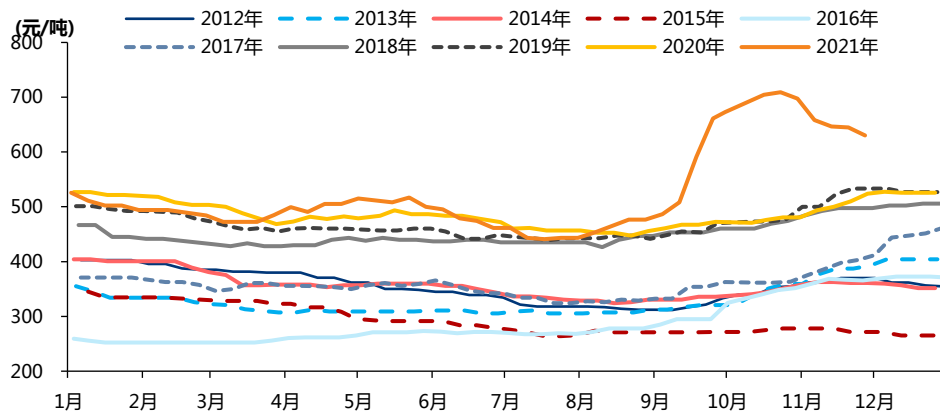
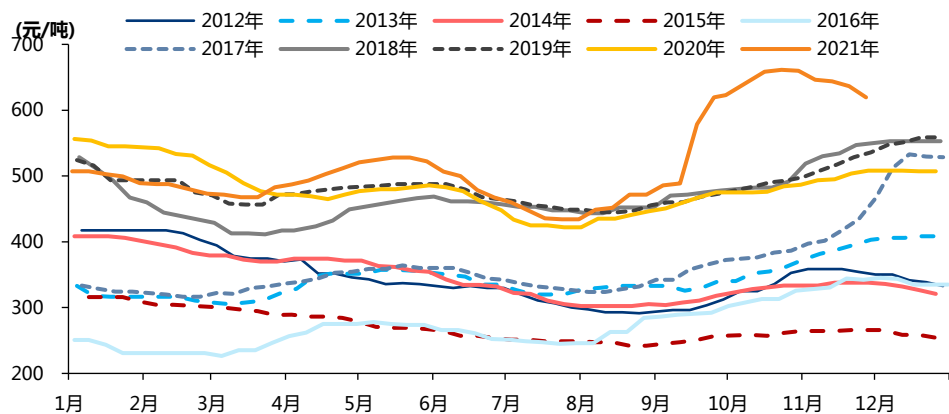
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

# 价格：环比下降8.4元/吨，西南、中南地区降幅居前

- **华东地区水泥均价606元/吨，周环比-12.9元/吨，年同比高98.6元/吨**，华东地区水泥价格继续回落。江苏南京地区水泥价格趋弱，天气持续晴好，以及建筑材料价格回落，加之外围价格不断下调，南京地区价格后期将会继续下滑。浙江杭嘉湖地区水泥价格下调20-30元/吨，下游需求表现一般，且外围地区水泥价格降幅较大，为稳定客户，企业陆续跟降。上海地区水泥价格下调20-30元/吨，市场需求不温不火，为稳定客户，本地企业被迫增加优惠政策。安徽合肥及巢湖地区水泥价格稳定，受能耗管控影响，目前市场处于供需双弱状态。江西南昌和九江地区水泥价格平稳，企业虽然陆续执行错峰停产，但需求较弱，外围地区水泥价格不断回落，预计后期水泥价格也将趋弱运行。福建福州地区水泥价格下调20元/吨，市场需求表现一直较差，错峰生产未起到明显降库存效果，企业为增加出货量，继续下调价格，预计后期价格将继续下滑。山东济南和泰安地区水泥价格下调20-30元/吨，由于下游需求表现偏弱，在最后需求期，为增加出货量，本地价格小幅回落价格。
- **中南地区水泥均价615元/吨，周环比-15.0元/吨，年同比高87.5元/吨**，中南地区水泥价格继续下调。广东地区水泥价格继续下调30-50元/吨，市场需求表现疲软，为稳定客户，下调价格。广西南宁和崇左地区水泥价格下调20-30元/吨，煤炭价格回落，水泥生产成本降低，以及市场需求表现欠佳，企业发货无明显提升，库存持续高位运行，外来低价水泥不断抢占市场份额，为稳定客户，价格继续走低。湖南长株潭地区水泥价格趋弱运行，下游需求表现欠佳，为维护市场份额，部分企业袋装水泥价格暗降30-60元/吨。湖北武汉地区水泥价格下调20-30元/吨，下游需求表现一般，为增加出货量，被迫跟进下调。河南地区水泥价格推涨50元/吨，第二轮价格上调后陆续回撤，企业通过开展行业自律再次推动价格上调，目前从市场情况看，环保预警解除后，下游需求恢复一般，且临近年底，部分企业对市场信心不足，此次推涨实际执行情况仍不理想。

图：华东月度水泥价格比较

图：中南月度水泥价格比较

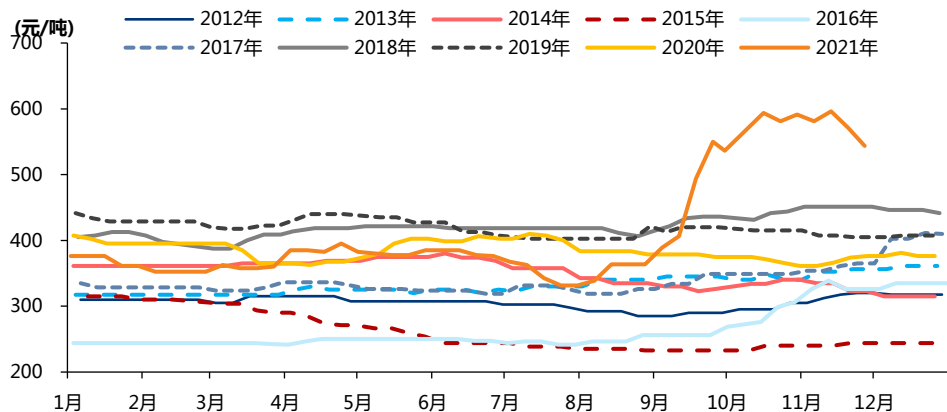


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

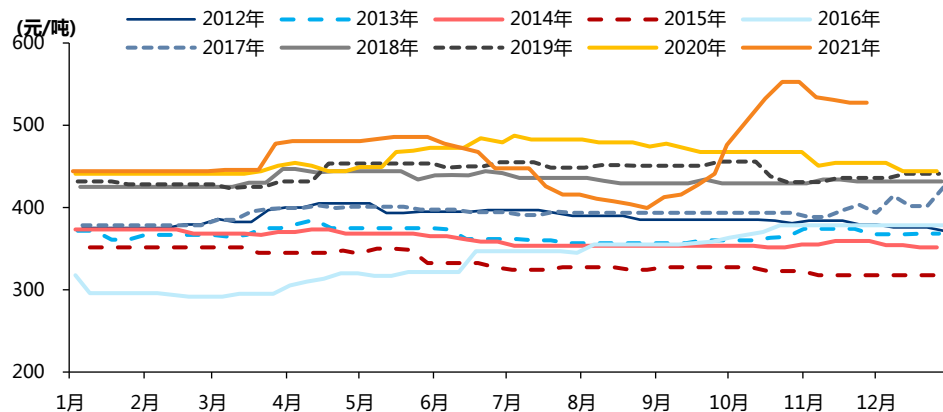
# 价格：环比下降8.4元/吨，西南、中南地区降幅居前

- **西南地区水泥均价524元/吨，周环比-20元/吨，年同比高147.5元/吨**，西南地区水泥价格持续下调。四川成都和德绵地区水泥价格平稳，随着重庆地区水泥价格再次下滑，以及临近年底，为刺激下游拿货，后期水泥价格将继续下行。重庆地区水泥价格陆续下调30-60元/吨，价格下调主要原因：一是近期雨水天气较多，本就不旺的市场需求更显清淡，企业出货5-6成，库存持续攀升；二是煤炭价格下调后，企业生产成本较前期有所减少，价格也有下调空间；三是区域内个别企业为了抢量，不断私下出台优惠政策，其他企业只能被迫跟进下调，致使市场价格不断走低。云南昆明和玉溪地区水泥价格下调40-50元/吨，下游需求表现疲软，库存高位承压，导致价格不断下调，预计后期水泥价格也将趋弱。贵州六盘水、毕节地区水泥价格下调30-40元/吨，工程项目开工较少，下游需求表现清淡，企业陆续以优惠形式下调水泥价格。遵义地区水泥价格报价暂稳，本地需求表现不佳，企业多以外运为主，但由于重庆地区水泥价格连续下调，导致企业外运量大幅减少，预计后期水泥价格或将跟进下行。黔东南、黔西南地区水泥价格平稳，下游需求较为疲软，多数企业在执行错峰停产，短期支撑价格平稳运行。
- **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。陕西关中地区水泥价格平稳，前期部分企业报价上调50元/吨，从跟踪情况来看，实际并未执行，目前下游在建工程项目仍在赶工，但农村袋装需求快速萎缩，企业库存处于满库状态，12月1日起，陕西地区水泥企业正式开始执行错峰生产。甘肃兰州地区水泥价格平稳，下游需求继续萎缩，目前农村需求基本停滞，工程项目水泥需求也仅剩2成水平，12月1日起企业开始执行冬季错峰生产，市场供需同步减弱，主导企业力争水泥价格保持平稳进入冬休。

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

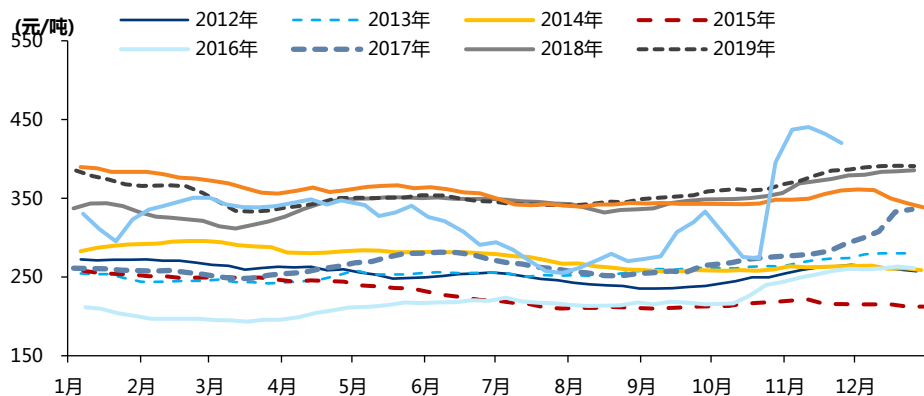
# 水煤价差：环比下降8元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差412元/吨，周环比下降8元/吨，年同比上涨51元/吨。产地方面，近期国内煤炭供应保持在较高水平，晋陕蒙主产区动力煤市场稍显分化。其中内蒙鄂尔多斯地区下游电厂及化工厂保持刚需拉运，站台也有部分长协补库需求释放，煤矿多可维持产销平衡，坑口价格整体波动不大；陕西榆林地区部分煤矿则因下游用户观望情绪升温，出货节奏放缓，本周后半段起价格下调；山西地区动力煤价格相对坚挺。港口方面，本周北方港口动力煤市场情绪转弱，实际成交冷清。非电用户阶段性补库需求结束，同时全国煤炭交易大会在即，政策端仍有调控预期，市场参与者观望情绪多有升温，拉运节奏放缓，下游用户询盘减少，部分贸易商则出货心理较强，报价下行。整体来看，市场交投氛围冷清，鲜有成交。

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