

水泥制造

降准落地+中央定调稳增长，水泥有望迎估值修复

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:** 上周水泥指数上涨0.77%，延续小幅上涨。上周央行宣布全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1.2万亿，低估值水泥板块有望迎来修复，上周五2021中央经济会议召开，进一步强调了稳增长的重要性，有助于提振水泥需求端预期，且今年会议提到“适度超前开展基础设施投资”（20年未明确提及基建投资），22年基建端有望结构性回暖，年初或迎来开门红。上全国水泥市场价格563元/吨，环比回落12.1元/吨，年同比高107.3元/吨。价格回落地区主要集中在天津、辽宁、湖北、湖南、广东、重庆和四川，幅度10-50元/吨。12月上旬，国内水泥市场价格延续下跌态势为主，一方面最后需求期，下游需求表现持续疲软，企业出货维持在6-8成水平，南方地区生产正常，企业库存高位运行；另一方面前期高成本生产的水泥，为在市场结束前出清完毕，北方地区水泥企业不得不采取价格下调策略。因市场供需关系较差，且水泥价格仍处于相对高位，后期价格将会继续走弱。
- 核心观点:** 我们预计明年上半年需求出现边际改善，估值或先行修复，但中长期需求端难以支撑板块走出持续性行情，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，海外水泥、骨料业务增长弹性高）、**【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）、另推荐**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头，碳交易执行后有望最受益）。

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	40.18	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	1.83	1.50	1.27	1.09	0.95	4.3%	5.1%	5.4%
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	20.14	14.7	23.3	20.3	25.2	29.3	1.81	2.87	2.49	3.09	3.60	10.85	6.85	7.88	6.34	5.45	4.60	2.84	2.29	1.82	1.48	2.0%	4.6%	4.3%
000789.S Z	万年青	96	12.19	11.4	13.7	14.8	17.8	20.9	1.43	1.72	1.86	2.24	2.62	8.43	7.01	6.48	5.38	4.60	1.60	1.29	1.04	0.91	0.75	6.7%	5.8%	5.8%
002233.S Z	塔牌集团	124	10.47	17.2	17.3	17.8	27.0	31.5	1.45	1.45	1.49	2.26	2.64	7.17	7.13	6.93	4.58	3.92	1.39	1.27	1.19	1.09	1.01	8.2%	8.2%	7.2%
600449.S H	宁夏建材	55	11.43	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.73	7.09	5.65	4.82	4.09	1.05	0.92	0.82	0.72	0.62	2.6%	4.5%	5.9%
600720.S H	祁连山	78	10.15	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	11.92	6.32	5.43	4.35	3.94	1.25	1.05	0.92	0.80	0.68	2.9%	5.8%	6.8%
600801.S H	华新水泥	396	19.28	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	7.65	6.25	7.04	6.05	5.20	2.42	1.73	1.57	1.29	1.10	6.1%	6.4%	5.7%

注：表中市值数据截至2021年12月10日收盘，公司盈利预测均来自天风建材团队

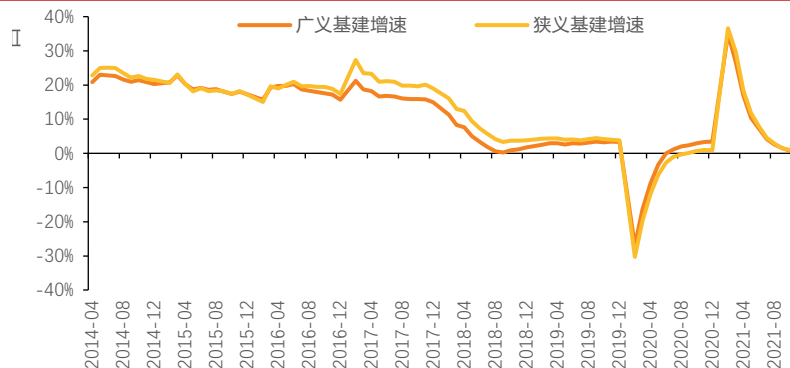
风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

资料来源：Wind、天风证券研究所

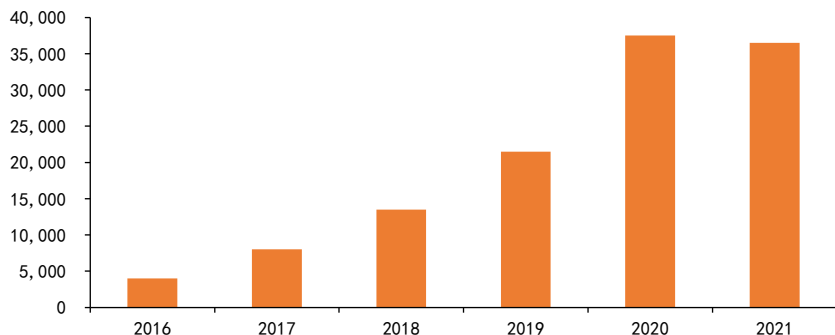
需求展望：22Q1基建景气度有望环比改善

- 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。

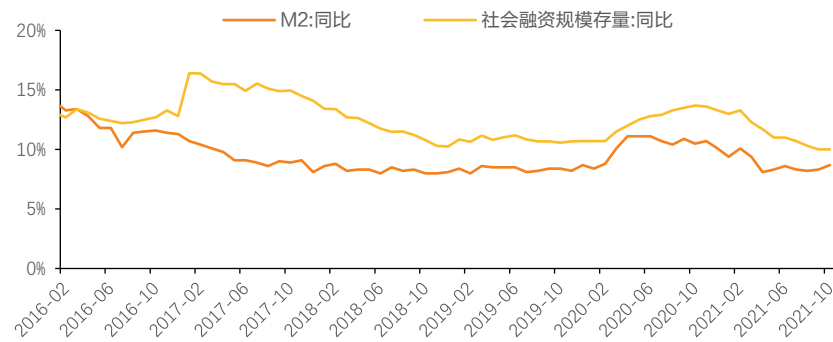
图：广义基建增速和狭义基建增速



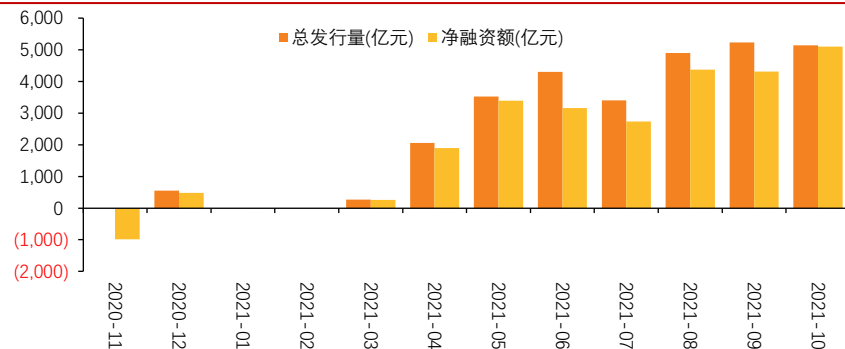
图：2016-2021年全国新增专项债额度（单位：亿元）



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：稳增长重要性加强，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，上周五2021中央经济会议召开，进一步强调了稳增长的重要性，有助于提振水泥需求端预期，且今年会议提到“适度超前开展基础设施投资”（20年未明确提及基建投资），22年基建端有望结构性回暖，年初或迎来开门红。中长期需求或难有较大好转，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

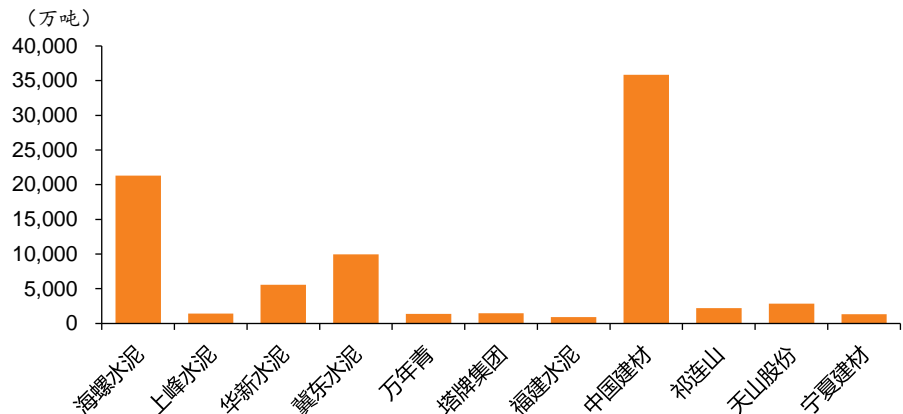
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%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

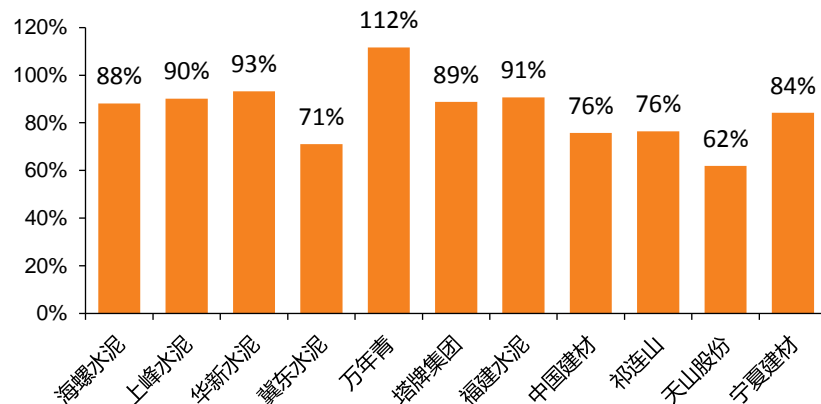
供给：22年水泥有望纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

➢ 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。

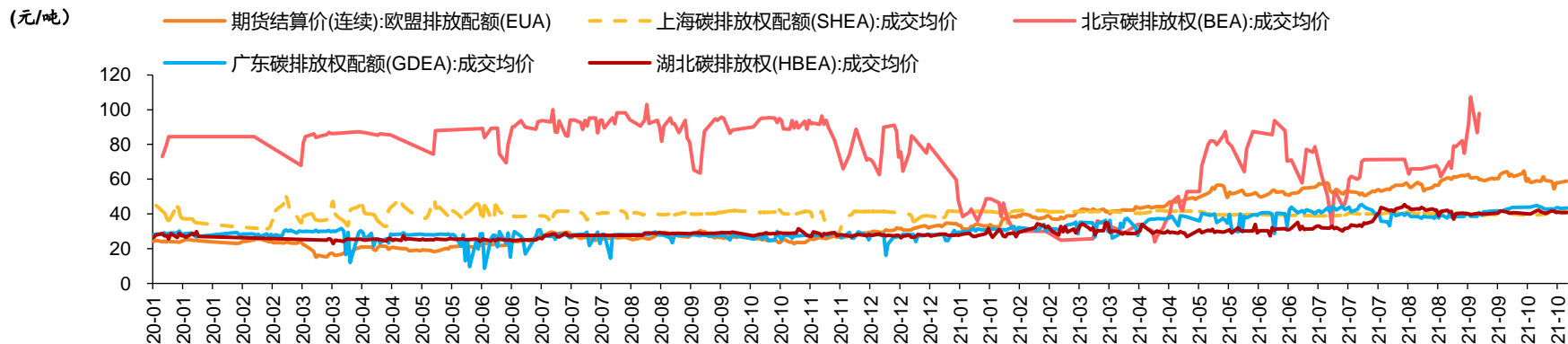
图：各主要水泥企业熟料产能



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

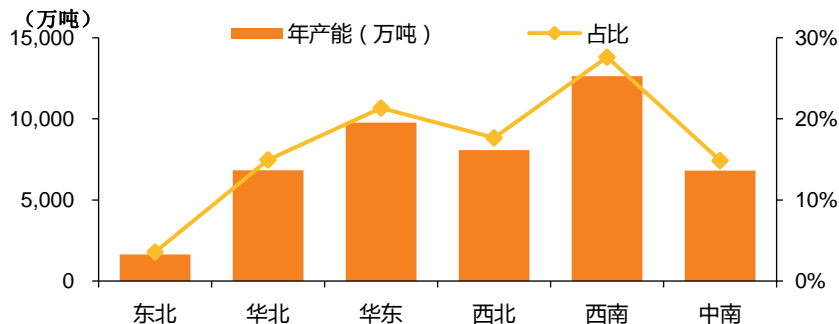
供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- 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%。

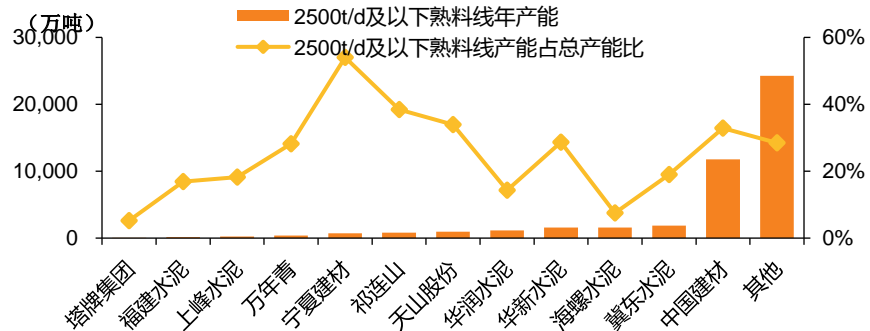
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

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。 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。
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>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</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，产能置换比例不低于2:1；位于非大气污染防治重点区域的建设项目，产能置换比例不低于1.5:1。</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（1212）

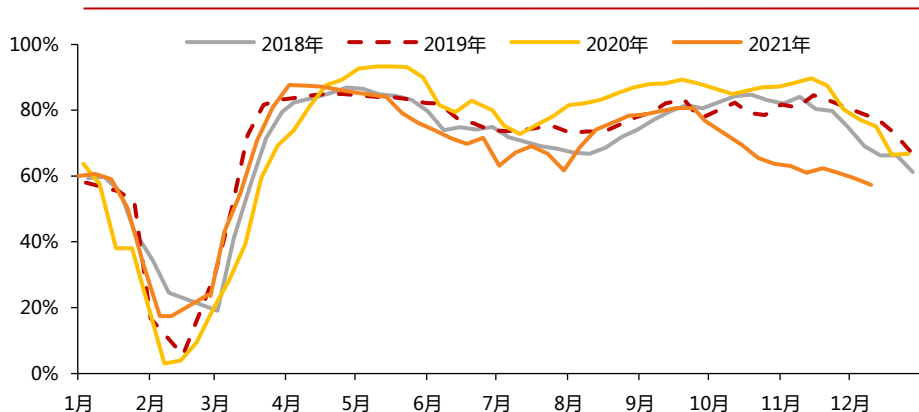
- 水泥出货率：环比下降1.9pct，华北、西北地区降幅居前
- 磨机开工率：周环比下降1pct，华东、西北地区降幅居前
- 库存：周环比下降0.9pct，华北、西南地区降幅居前
- 价格：环比下降12.1元/吨，东北、西南地区降幅居前
- 水煤价差：环比下降12元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

水泥出货率：环比下降1.9pct，华北、西北地区降幅居前

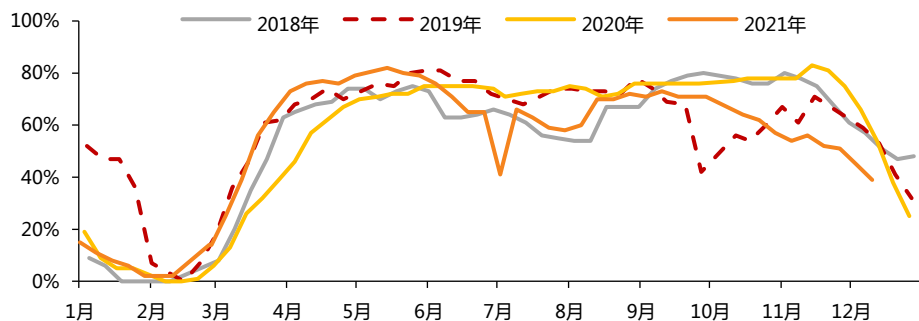
上周全国水泥出货率59%，周环比-1.6pct，年同比低18pct，随着天气转冷，赶工需求接近结束，水泥需求持续减弱，北方地区随着气温下降，需求下降幅度较大。

华北地区水泥出货率39%，周环比下降6pct，年同比低15pct，北京地区水泥出货率环比下滑10pct，天津地区出货率保持在五成半，河北地区出货率保持在三成半，内蒙古地区水泥出货率环比下滑5pct，山西地区出货率环比下滑15pct；**东北地区水泥出货率7%，周环比持平，年同比不变**，冬季停工陆续开始，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。

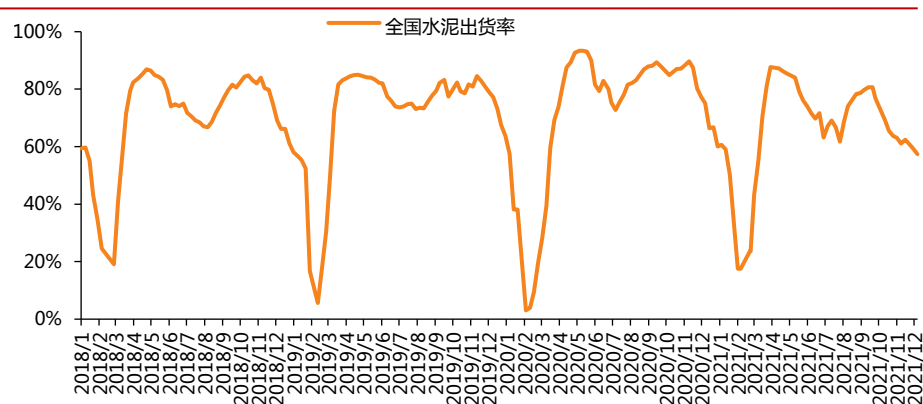
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



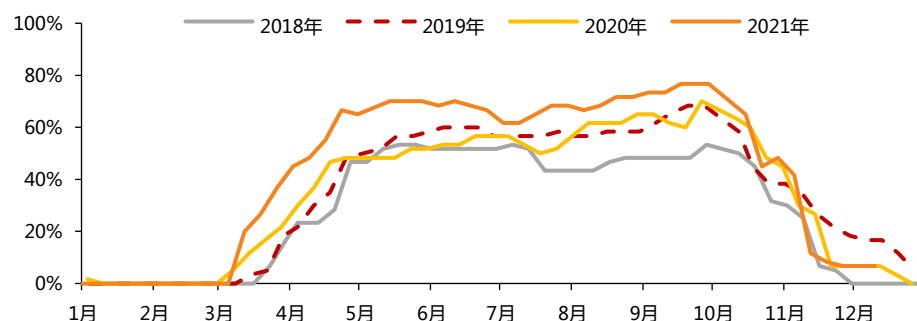
图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



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



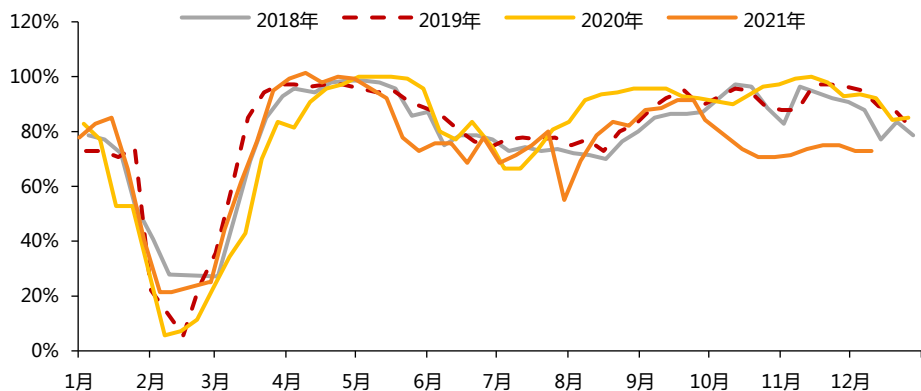
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

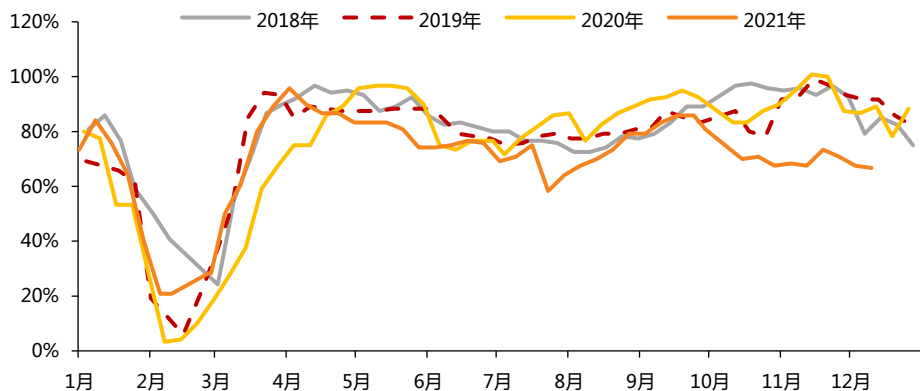
水泥出货率：环比下降1.9pct，华北、西北地区降幅居前

➤ **华东地区水泥出货率73%，周环比持平，年同比低19pct**，上海地区水泥出货率环比上升5pct，江苏、浙江地区保持在八成，安徽、江西地区保持在七成，福建地区保持在六成，山东地区出货率环比下降5pct；**中南地区出货率67%，周环比下降0.8pct，年同比低23pct**，河南、广东地区水泥出货率保持在六成半，湖北地区保持在七成半，湖南、广西地区保持在六成，海南地区出货率环比下降5pct；**西南地区出货率60%，周环比下降1.3pct，年同比低23pct**，重庆地区水泥出货率保持在七成，四川地区环比下降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23%，周环比下降7pct，年同比高2pct**，陕西地区水泥出货率保持在五成半，甘肃地区水泥出货率环比下滑10pct，青海地区水泥出货率环比下降15pct，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，出货率下降5pct至0。

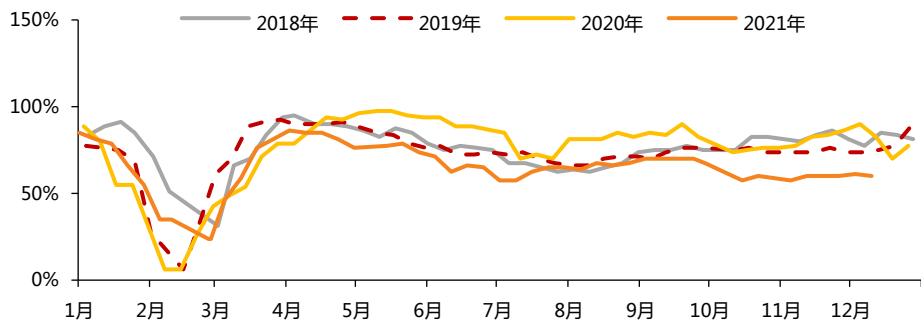
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



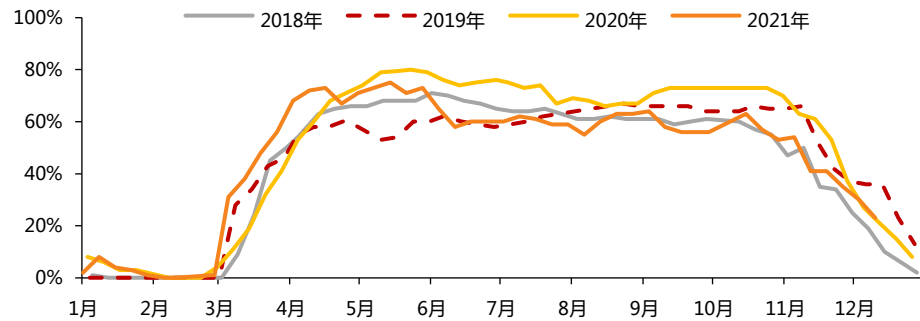
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



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

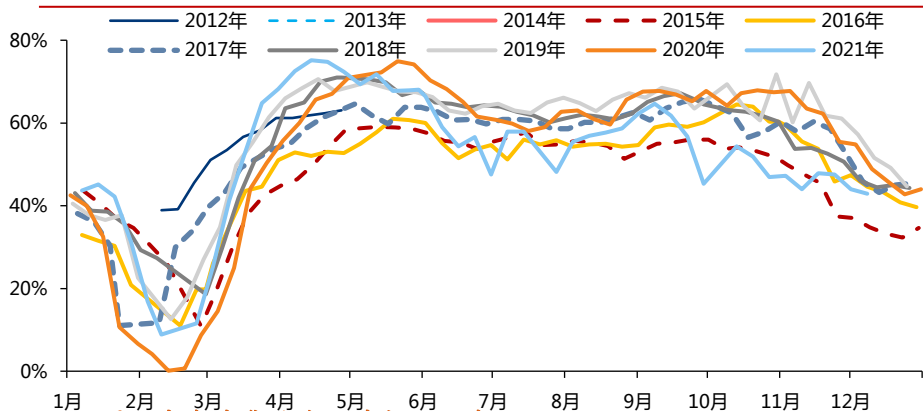
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：周环比下降1pct，华东、西北地区降幅居前

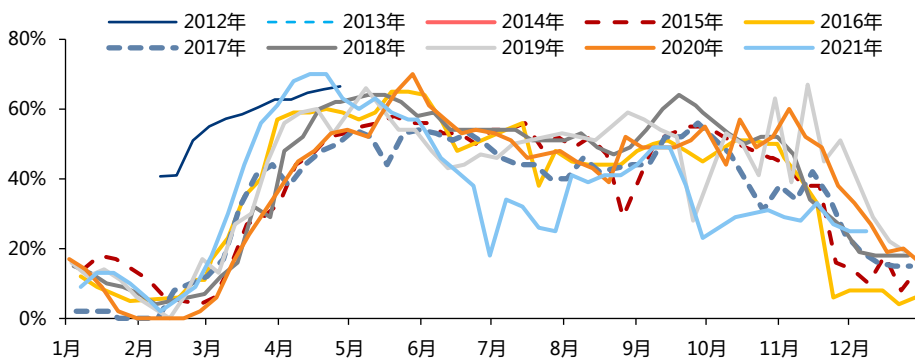
上周全国水泥磨机开工率43%，周环比下降1pct，年同比低6pct。供给方面，北方基本都开始错峰停窑，需求方面，入冬后赶工接近结束，水泥需求季节性减弱，磨机开工有所下降。

华北地区水泥磨机开工率25%，周环比保持不变，年同比下降2pct，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、天津地区开工率环比提升5pct，内蒙古保持在一成，山西地区开工环比下降5pct；东北地区水泥磨机开工率2%，周环比保持不变，年同比下降5pct。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



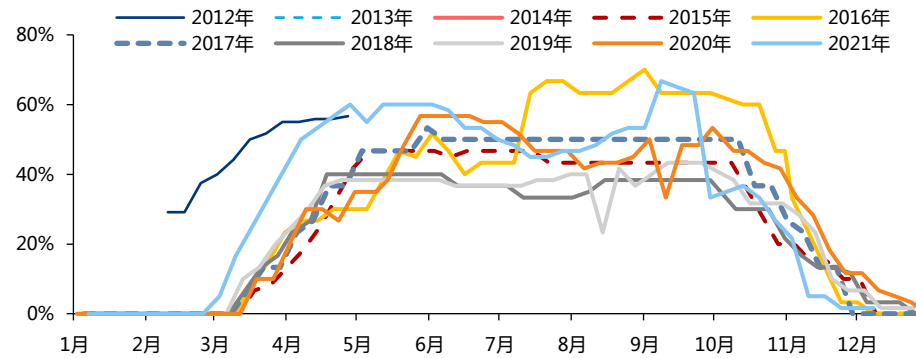
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



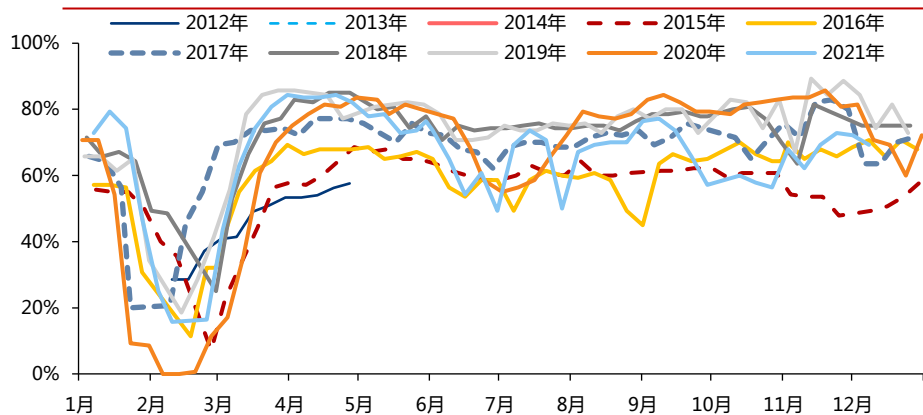
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

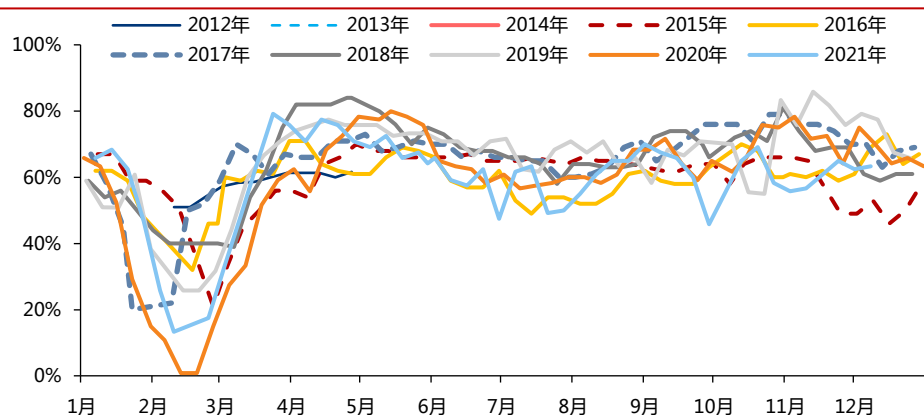
磨机开工率：周环比下降1pct，华东、西北地区降幅居前

- **华东地区水泥磨机开工率69%，周环比下滑3pct，年同比低1pct**，上海地区磨机开工率保持在七成半，江苏、安徽、江西地区保持在七成，浙江、福建地区开工率环比下降5pct，山东地区开工率环比下降10pct；**中南地区水泥磨机开工率63%，周环比提升1pct，年同比低7pct**，河南地区开工率环比提升5pct，两湖及海南地区开工保持在六成，两广地区开工保持在七成；**西南地区开工率49%，周环比下滑1pct，年同比低23pct**，重庆、四川地区开工率保持在六成，贵州地区开工率保持在五成，云南地区开工率保持在五成半，西藏地区开工率环比下滑5pct；**西北地区开工率18%，周环比下降3pct，年同比+1pct**，陕西地区开工率保持在四成半，甘肃地区磨机开工率环比下滑5pct，青海地区开工率环比下滑10pct，宁夏、新疆地区开工率保持在一成。

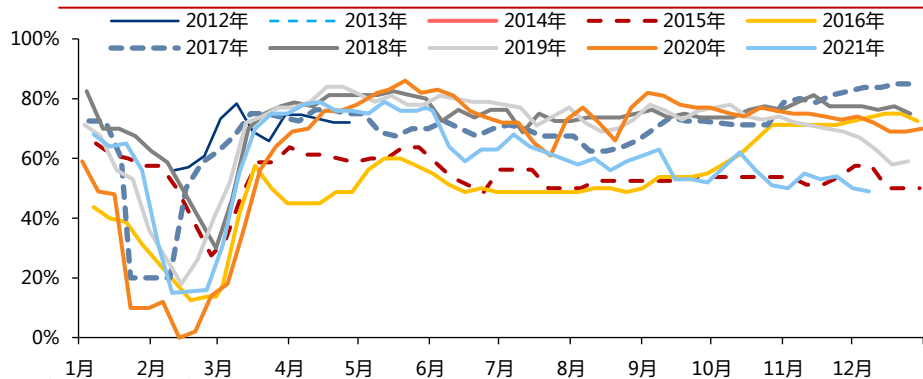
图：分年度华东水泥磨机开工率



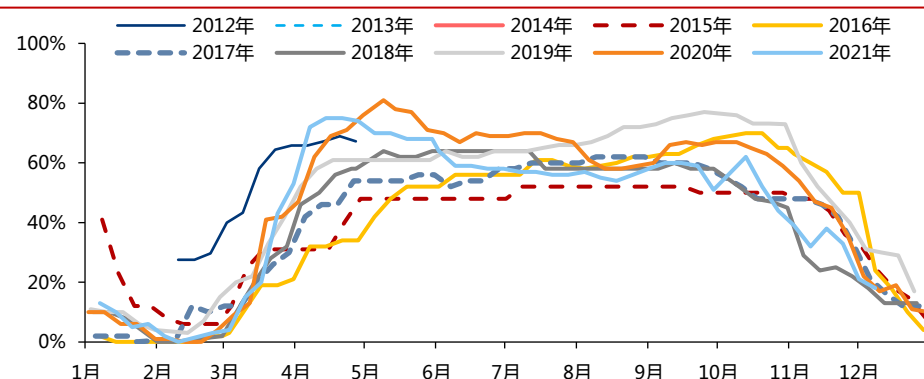
图：分年度中南水泥磨机开工率



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

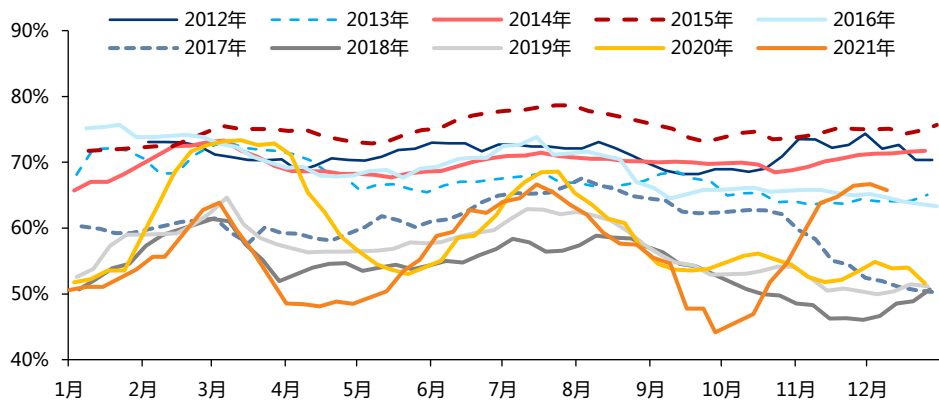
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：周环比下降0.9pct，华北、西南地区降幅居前

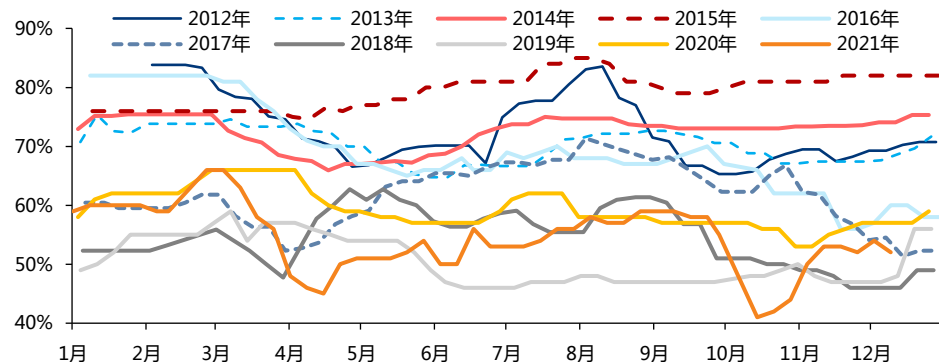
上周全国水泥库存67%，周环比提高0.2pct，年同比高12pct。全国水泥市场需求端持续减弱，供给端相对充裕，错峰省份集中在北方，水泥库存承压。

华北地区水泥库存52%，周环比下降2pct，年同下降5pct，北京、天津、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



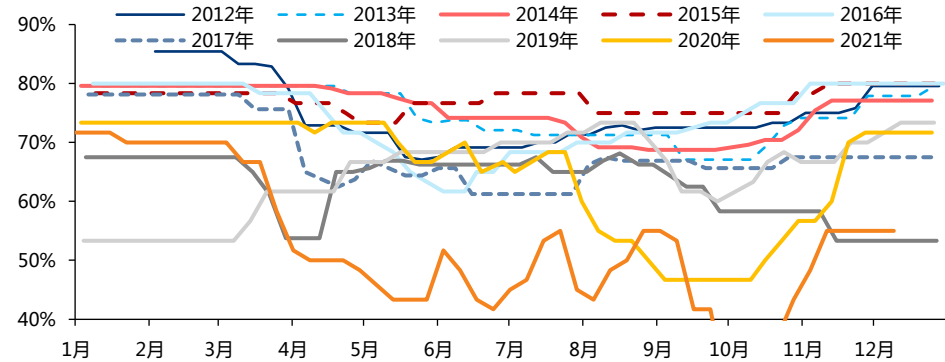
图：分年度华北水泥库存



图：全国水泥库存走势图



图：分年度东北水泥库存



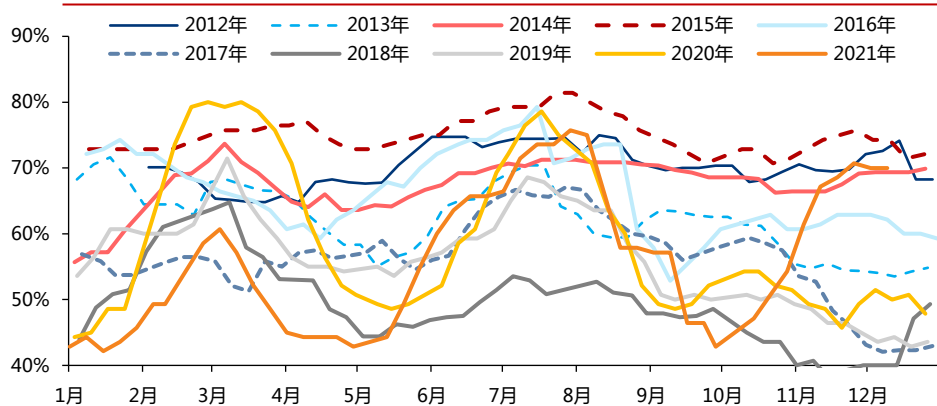
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

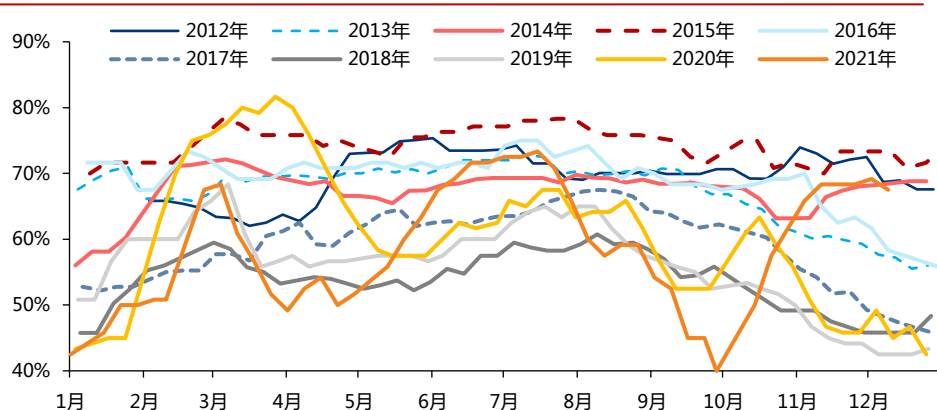
库存：周环比下降0.9pct，华北、西南地区降幅居前

- **华东地区水泥库存70%，周环比持平，年同比高20pct**，上海、安徽、福建、山东地区水泥库存保持在七成，江苏地区保持在七成半，浙江地区水泥库存环比上涨5pct，江西地区水泥库存环比下降5pct；**中南地区水泥库存68%，周环比下降1.7pct，年同比高23pct**，河南地区水泥库存环比下降10pct，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，海南地区库存保持在七成半；**西南地区水泥库存74%，周环比持平，年同比高14pct**，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。

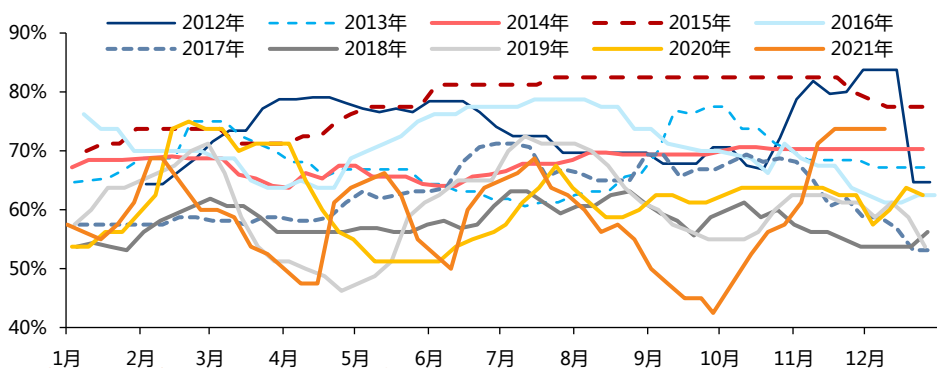
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



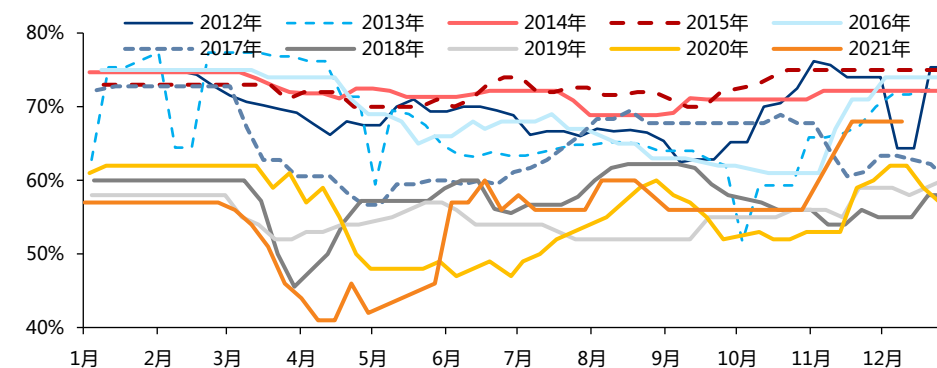
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

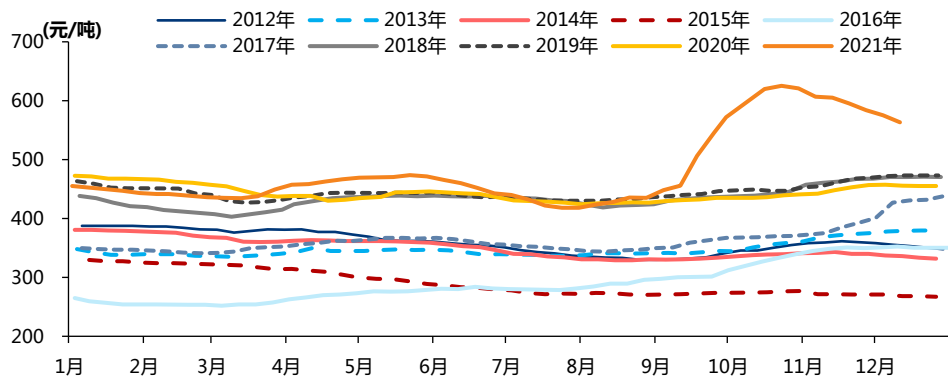
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比下降12.1元/吨，东北、西南地区降幅居前

上周全国水泥价格563元/吨，周环比-12.1元/吨，年同比高107.3元/吨。12月上旬，国内水泥市场价格以延续下跌态势为主，需求表现持续疲软，南方地区生产正常，企业库存高位运行；北方地区前期高成本水泥为在市场结束前出清完毕，企业不得不采取价格下调策略。

➤ **华北地区水泥均价549元/吨，周环比-2元/吨，年同比高131元/吨**，华北地区水泥价格稳中略降。北京地区除少数重点工程仍在冬施，民用和普通项目陆续结束，主导企业力挺价格稳定进入休市。天津地区水泥价格小幅下调10-20元/吨，企业为在最后需求期将前期高成本的水泥清空，小幅下调价格。河北石家庄、唐山、保定等地区环保管控Ⅱ级预警，下游工程开工受限，目前企业多在执行冬季错峰生产，预计后期水泥价格将平稳进入淡季；**东北地区水泥均价562元/吨，周环比-66.7元/吨，年同比高180元/吨**。东北地区水泥价格修正下调。吉林长春地区水泥价格前期累计下调80-100元/吨，下游仅少量重点工程项目尚有需求。辽宁沈阳、辽阳等地区水泥价格下调50-100元/吨，本地市场接近尾声，目前仅剩集港南下量且区域内熟料生产线尚未全部停产，以及企业急需将高成本水泥销售完毕。

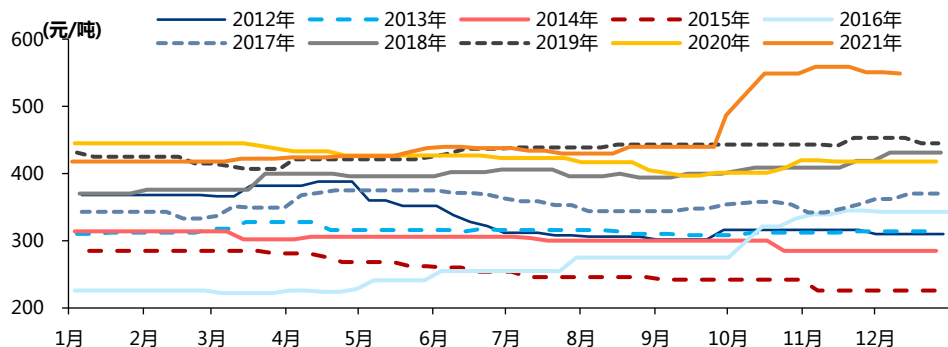
图：全国月度水泥价格比较



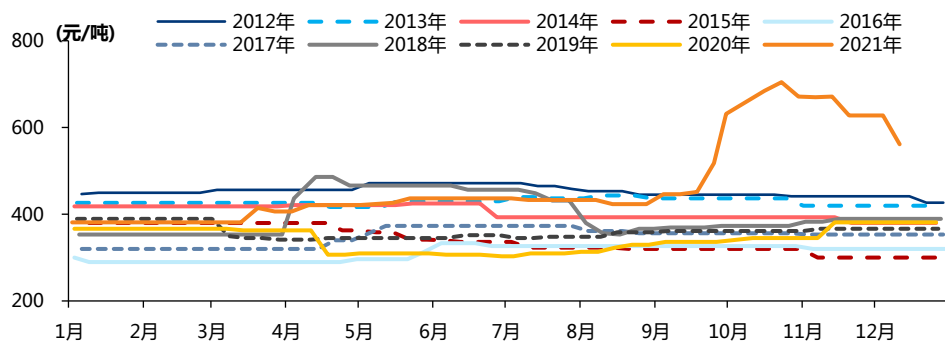
图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较



图：东北月度水泥价格比较

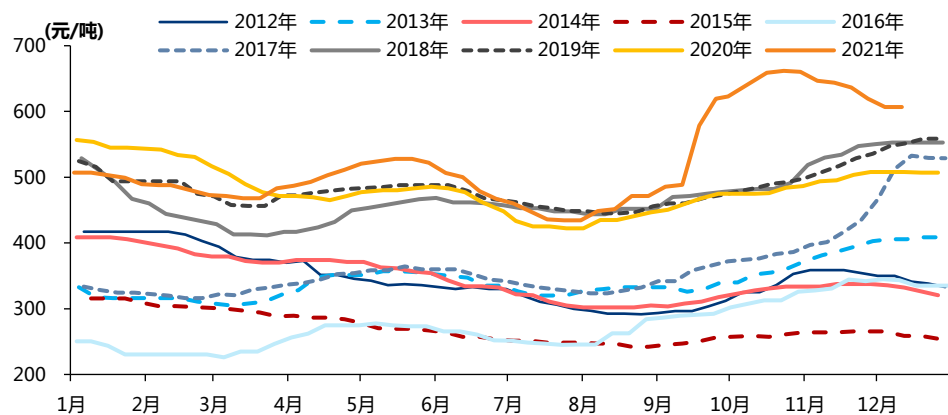


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

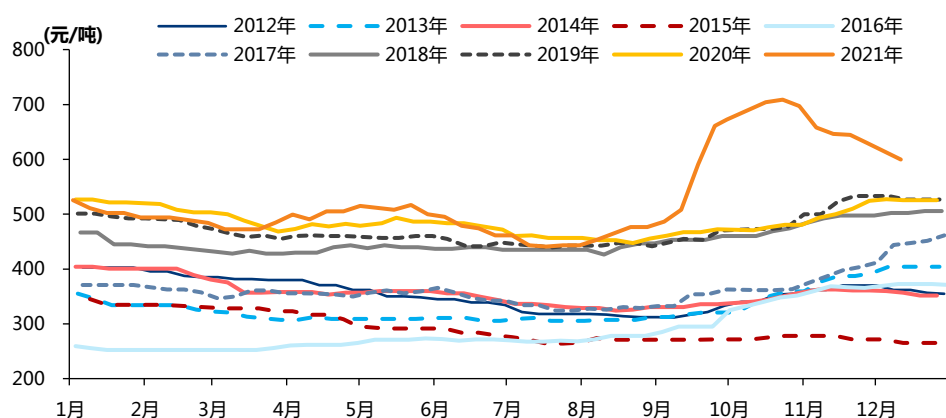
价格：环比下降12.1元/吨，东北、西南地区降幅居前

- **华东地区水泥均价606元/吨，周环比持平，年同比高98.6元/吨**，华东地区水泥价格趋弱运行。江苏南京、苏锡常地区水泥价格以稳为主，无锡个别生产线停窑检修，但因长江中上游低价水泥不断进入，后期价格仍有下滑趋势。浙江杭绍地区水泥价格保持平稳，金衢丽地区水泥价格趋弱运行，外来水泥对本地市场有较大冲击，年底，企业为消库存，维持客户，价格将继续回落。安徽皖北地区水泥价格平稳，虽受外围河南地区水泥价格再次回落影响，但受益于水泥磨机限电管控较为严格，预计价格可以保持平稳至12月末。江西九江地区水泥价格下调20元/吨，下游需求虽有所提升，但外围湖北地区水泥价格不断回落。南昌地区水泥价格趋弱运行，进入最后需求期，部分企业为增加出货量，优惠10-15元/吨。福建福州、三明地区水泥价格继续下调20-30元/吨，为提升销量，企业以增加优惠返利形式暗降水泥价格。山东济南和潍坊等地区水泥价格稳定，淄博地区水泥价格下调20-30元/吨，区域内企业错峰生产线执行不到位，库存偏高，小幅下调价格。
- **中南地区水泥均价600元/吨，周环比-15.0元/吨，年同比高74.2元/吨**，中南地区水泥价格继续回落。广东珠三角地区水泥价格下调50元/吨，下游需求表现一般且外省低价水泥不断进入抢量。粤东地区水泥价格下调40元/吨，市场资金短缺，且部分企业熟料生产线恢复生产。湛江地区水泥价格下调30元/吨，外来低价水泥进入，最后需求期，企业为维护市场份额继续下调价格。广西南宁和崇左地区部分企业为求发货，增加优惠返利20-30元/吨。玉林地区部分水泥企业价格下调30元/吨，桂林地区水泥价格下调30元/吨，外围低价水泥冲击致使价格继续回落。湖南长株潭地区水泥价格下调30-50元/吨，益阳和常德地区水泥价格下调30-50元/吨。湖北武汉以及鄂东地区水泥价格下调20-40元/吨，鄂西十堰、襄阳地区水泥陆续下调50-100元/吨，下游需求表现疲软，另受河南地区低价水泥不断冲击。河南驻马店、信阳、南阳地区水泥价格下调20-30元/吨。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



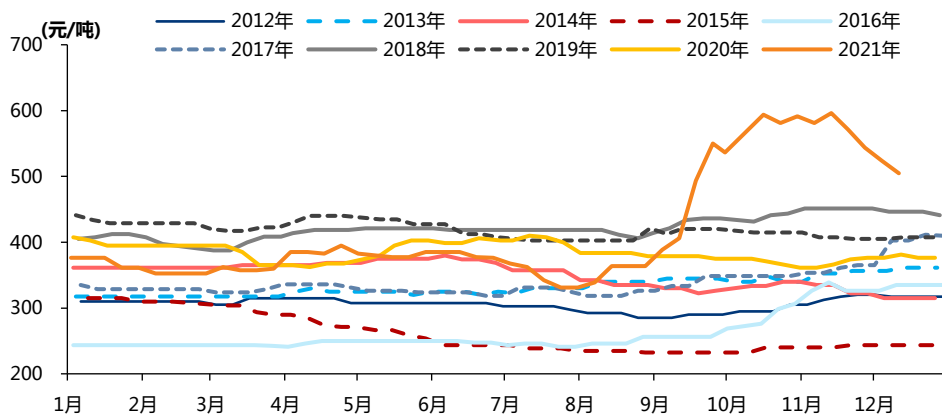
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

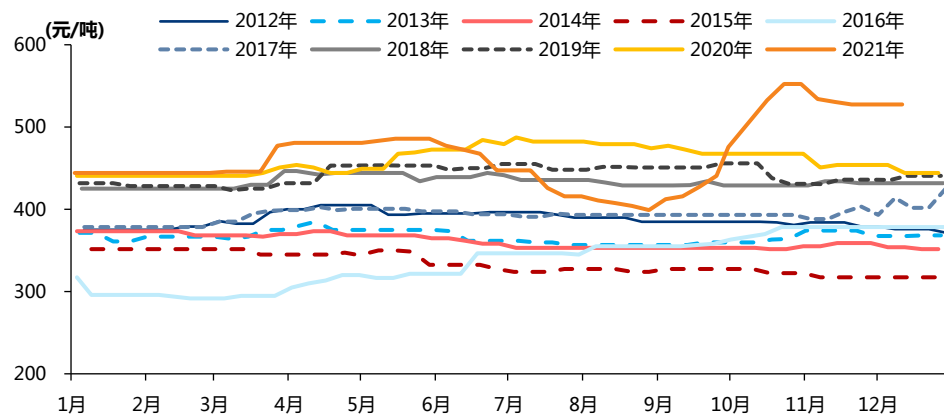
价格：环比下降12.1元/吨，东北、西南地区降幅居前

- **西南地区水泥均价505元/吨，周环比-18.8元/吨，年同比高123.8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下调20-50元/吨，受道路运输安全大检查影响，且最后需求期，企业为刺激下游拿货，水泥价格或将继续下行。达州地区水泥价格稳定，由于环保预警，企业熟料生产线停产，短期价格以稳为主。重庆主城、渝西北地区水泥价格下调20-30元/吨，渝东北地区水泥价格平稳，前期价格下调后，下游工程采购积极性增加，需求较前期略有提升。云南昆明地区水泥价格上调未能落实，下游需求表现疲软，价格推涨失败，预计短期将以稳为主。丽江和大理地区水泥价格平稳，部分重点工程进入赶工阶段，下游需求环比提升，前期停产生产线恢复正常，后期价格有回落预期。曲靖地区袋装水泥价格推涨30元/吨，散装水泥价格暂稳，最后需求期，为防止价格回落，企业尝试以涨促稳。贵州贵阳、安顺地区水泥价格趋弱运行，不同企业间价差较大，部分中型企业价格下调20-30元/吨，主导企业尚在观望中，后期跟降可能性较大。贵州四季度错峰生产要求为40天，企业停满后可恢复正常生产。
- **西北地区水泥均价528元/吨，周环比持平，年同比提高83.3元/吨**，西北地区水泥价格平稳运行。陕西关中地区天气晴好，在建工程继续施工，企业出货仍有4-5成，价格保持平稳，企业均已按要求执行错峰生产，后期价格有望平稳进入淡季。甘肃兰州地区水泥价格平稳，市场基本结束，企业出货仅1-2成；陇南地区气温较高，工程项目以及民用市场需求相对稳定，企业出货仍保持在6-7成，虽外围地区水泥价格陆续下调，但由于本地企业正在执行冬季错峰生产，库存低位，支撑水泥价格高位保持平稳。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

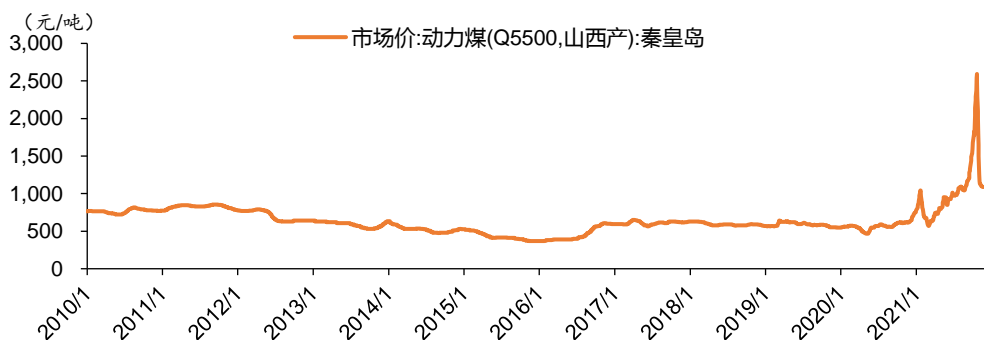


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

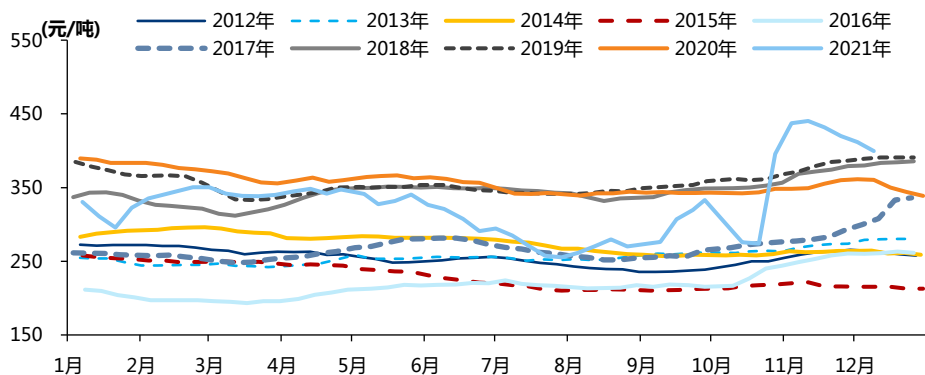
水煤价差：环比下降12元/吨，煤炭价格维稳，水泥价格回落导致企业盈利下滑

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差400元/吨，周环比下降12元/吨，年同比高39元/吨。产地方面，本周国内主产区煤矿多正常生产，主流煤矿继续兑现长协及保供资源；受下游用户拉运节奏放缓影响，市场煤坑口价格承压下行。其中山西地区降价煤矿以地方矿为主；陕蒙地区受电厂延缓采购，贸易商也多观望情绪较重影响，部分煤矿库存上升，坑口价格有明显下调。目前部分煤矿继续对后市持看空预期，短期内煤价反弹动力不足，或将延续偏弱态势。港口方面，本周北方港口动力煤市场交投氛围并不浓郁。截至12月9日秦皇岛港整体库存482万吨，较上周同期减少51万吨，降幅在9.57%；港口调出资源以长协为主，市场煤实际成交冷清。月初下游用户多观望情绪较重，拉运积极性不高，叠加2022年中长期合同价格调整意向方案公布，沿海地区下游需求愈加低迷，港口动力煤价格持续下探，有部分低价成交，但成交量较有限。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

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