

建筑材料行业

水泥行业跟踪报告：供给端改善将成为未来主线

分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

● 2013 上半年新增产能明显减少

从上半年全国新增熟料产能总量来看，2013 年 1-6 月全国新投产生产线 32 条，熟料年设计产能 3884 万吨，和去年同期相比大幅减少；相对于 2012 年末总产能仅增加 2.4%。以半年为单位来看，自 2010 年下半年新投产能达到高峰以来，新产能投放总量保持下降态势，而且今年上半年降幅较大。

从新增产能区域结构上看，上半年产能投放比较集中：西南和西北仍是新增产能投放的重点区域，两个区域的新增产能占全国总量达到 58%。具体到各省，前八大省份新增产能占全国总量达到 83%，这些省份主要集中在西北、西南和中南地区，而华东地区除了山东以外，基本没有新增产能。

上半年水泥行业新增产能总量大幅减少主要是市场自主调节的结果。2011 年下半年以来宏观经济、水泥价格和行业盈利持续恶化，使得企业再投资欲望持续下滑，导致今年的新增产能总量大幅下滑。

● 经济不明朗和政策调控，新增产能总量将保持下降态势

按照目前在建项目，中国水泥协会预计下半年新增产能约 8300 万吨。不过我们认为受宏观经济形势低迷和供给调控政策影响，后续新增产能总量有可能比预期要低，供给端压力将从主动和被动两方面出现改善。

目前宏观经济仍然存在诸多不确定性，新一届政府也不会继续再大规模刺激投资，水泥行业需求后续有可能步入低速增长阶段，在这种宏观和行业背景下，企业新建产线的积极性降低。

国家发改委、工信部在 2013 年 5 月份下发了《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》（发改产业〔2013〕892 号），要求各地对水泥、平板玻璃等过剩行业的违规产能进行清理和检查并在 6 月底前上报汇总。同时两部委还在研究《化解产能过剩矛盾总体方案》。和之前不一样的是，本次调控有可能“一刀切”。不过由于之前 38 号文件效果不好，市场最关心的问题莫过于政策执行的有效性。我们关注到，环保部日前明令拟退回山西省吕梁市中阳县桃园水泥有限责任公司“4000t/d 熟料新型干法水泥生产线技改工程项目”。

● 供给端改善能增加水泥价格上涨弹性

逻辑上来讲，在需求稳定基础上，供给端的边际改善能增加价格上涨弹性。现实情况是否存在，我们用（2012H2 新增熟料产能+2013H1 新增熟料产能）/（2012H1 熟料产能保有量）计算 2013 上半年的区域边际供给，用 2013 年春节以来的水泥价格最大上涨幅度代表区域价格上涨弹性。将两组数据做散点图可以发现，区域边际供给变化与区域价格上涨弹性基本呈反比关系。在新增产能供给压力较大的山西（产能冲击 18%，盈利弹性 0 元）、新疆（产能冲击 26%，盈利弹性 0 元）、湖南（产能冲击 21%，盈利弹性 10 元），2013 年上半年旺季涨价幅度非常小；而在新增产能供给压力较小的江西（产能冲击 0%，盈利弹性 120 元）、江苏（产能冲击 0%，盈利弹性 80 元）、浙江（产能冲击 0%，盈利弹性 65 元），2013 年旺季提价幅度较大。

● 维持“买入”评级

年初以来，我们对行业需求一直保持“弱复苏”判断，从上半年实际情况来看，行业需求基本保持平稳（弱复苏）；不过由于煤炭成本的下降和部分区域（华东）供给端的改善，部分区域（华东）水泥价格和盈利改善较明显，并且这种弹性从 2 季度开始显现；我们认为行业供给改善在 2013-2014 年将持续，由于水泥是区域定价产品，同时库存时间短，供给端的改善能够比较好的传导到水泥价格上，我们认为水泥行业在周期品中属于较佳品种，在目前估值处于历史底部情况下，我们维持行业“买入”评级，建议重点关注海螺水泥、华新水泥、江西水泥。

● 风险提示

宏观经济继续下行，新投产产能超预期，原材料成本大幅上涨。

目录索引

2013 上半年新增产能明显减少	4
经济不明朗和政策调控，新增产能总量将保持下降态势	5
供给端改善能增加水泥价格上涨弹性	6
维持“买入”评级.....	7

图表索引

图 1: 2013 全年计划新增熟料产能增速为 7.6%.....	4
图 2: 上半年新增熟料产能 3884 万吨, 降幅较大	4
图 3: 上半年贵州及新疆地区新增产能较多	5
图 4: 上半年新增熟料产能较多地区集中在西南西北.....	5
图 5: 水泥行业在建工程/固定资产处于下降趋势.....	5
图 6: 水泥行业资本开支处于下降趋势	5
图 7: 供给端改善能够显著带来盈利弹性.....	7
 表 1: 892 号文相对 38 号文措辞更为严厉	 6

2013 上半年新增产能明显减少

近日水泥协会统计公布了今年上半年全国新增熟料产能数据。

● 新增产能总量大幅减少

从新增产能总量来看，2013年1-6月全国新投产生产线32条，熟料年设计产能3884万吨，和去年同期相比大幅减少（2012年上半年投产65条线，对应熟料产能9095万吨）；相对于2012年末总产能仅增加2.4%。以半年为单位来看，自2010年下半年新投产能达到高峰以来，新产能投放总量保持下降态势，而且今年上半年降幅较大。

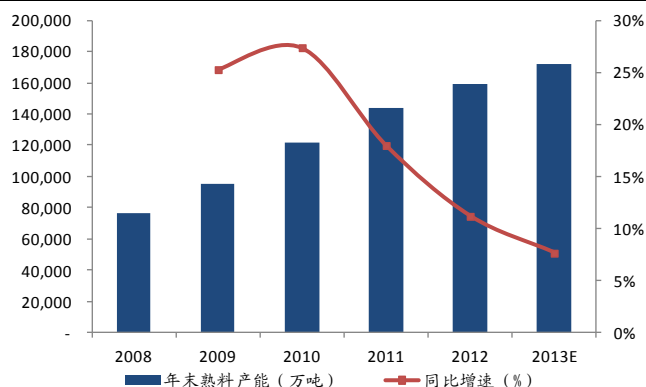
● 新增产能主要集中在少数西南/西北省区

从新增产能区域结构上看，上半年产能投放比较集中：西南和西北仍是新增产能投放的重点区域，两个区域的新增产能占全国总量达到58%。具体到各省，具体到各省，上半年只有14个省份有新产能投放，其中前8大省份新增产能占全国总量达到83%，这些省份主要集中在西北、西南和中南地区，而华东地区除了山东以外，基本没有新增产能。

● 原因：市场自发调节的结果

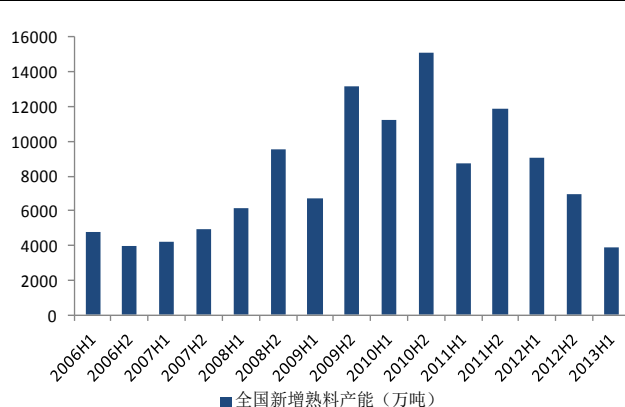
上半年水泥行业新增产能总量大幅减少主要是市场自主调节的结果。2008年底的“4万亿”催生了行业步入了新一轮产能扩张周期，考虑到水泥生产线的建设周期，2010年行业新增产能总量达到顶峰，随后2011-2012年高位下滑，步入尾声。而2011年下半年以来宏观经济、水泥价格和行业盈利持续恶化，使得企业再投资欲望持续下滑，导致今年的新增产能总量大幅下滑。

图1：2013全年计划新增熟料产能增速为7.6%



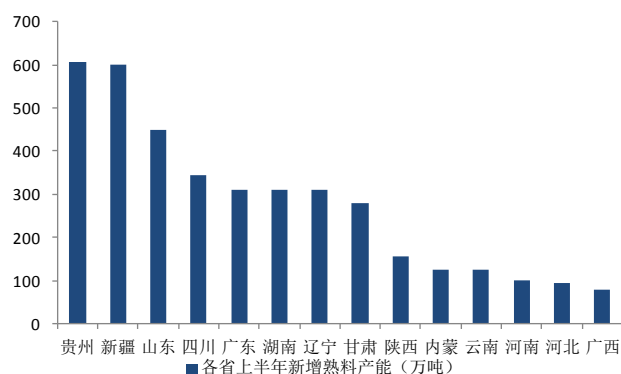
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图2：上半年新增熟料产能3884万吨，降幅较大



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

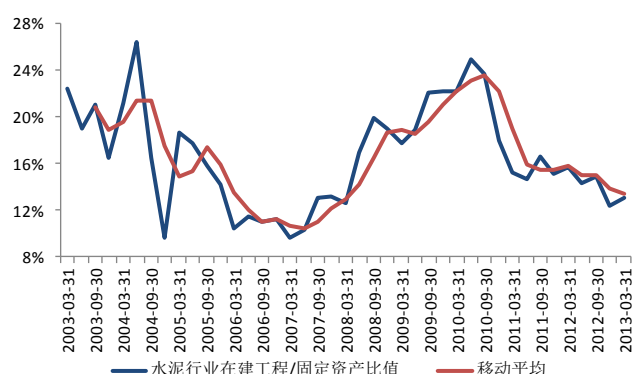
图3：上半年贵州及新疆地区新增产能较多



数据来源：广发证券发展研究中心

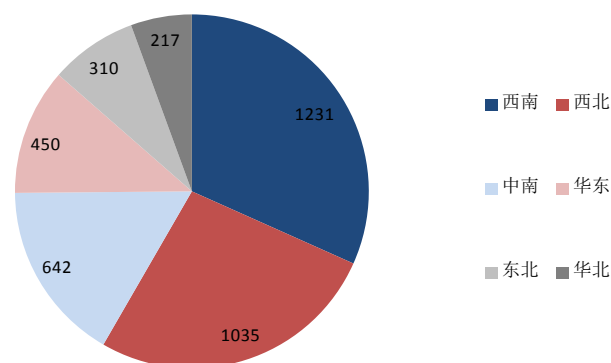
数字水泥网、

图5：水泥上市公司在建工程/固定资产处于下降趋势



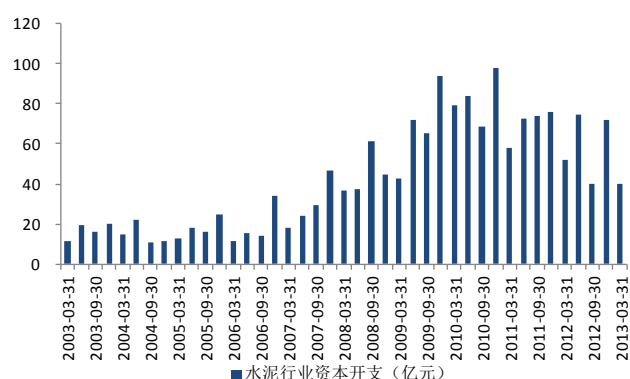
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图4：上半年新增熟料产能较多地区集中在西南西北



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图6：水泥上市公司资本开支处于下降趋势



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

经济不明朗和政策调控，新增产能总量将保持下降态势

按照目前在建项目，中国水泥协会预计2013年下半年新增产能约8300万吨，2013年全年约12000万吨。不过我们认为受宏观经济形势低迷和供给调控政策影响，后续新增产能总量有可能比预期要低，供给端将从主动和被动两方面出现改善。

● 经济不明朗，企业新建产能积极性降低

我们前面提到，水泥新增产能减少主要是市场自主调节的结果。目前宏观经济仍然存在诸多不确定性，新一届政府也不会继续再大规模刺激投资，水泥行业需求后续有可能步入低速增长阶段，在这种宏观和行业背景下，企业新建产线的积极性降低。

● 供给调控政策加码，新建产能有可能“一刀切”

国家发改委、工信部在2013年5月份下发了《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》（发改产业〔2013〕892号），要求各地对水泥、平板玻璃等过剩行业的违规产能进行清理和检查并在6月底前上报汇总。同时两部委还在研究《化解产能过剩矛盾总体方案》。和之前不一样的是，本次调控有可能“一刀切”。

不过由于之前38号文件效果不好，市场最关心的问题莫过于政策执行的有效性。我们关注到，环保部日前发布了“关于2013年7月拟对建设项目环境影响评价文件作出审批意见”的公示，受892号文件影响，明令拟退回山西省吕梁市中阳县桃园水泥有限责任公司“4000t/d熟料新型干法水泥生产线技改工程项目”，由于该项目属于产能过剩的水泥行业，不得办理新增产能项目环评审批业务。

产能过剩治理是新政府执政措施之一，我们后面将紧密跟踪最新进展，整体来看，新建产能受到更严格的控制是大势所趋。

表 1：892 号文相对 38 号文措辞更为严厉

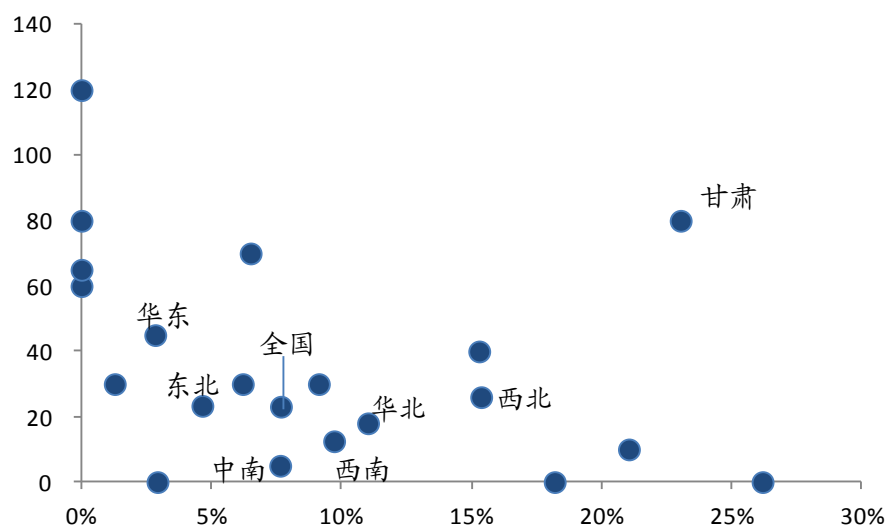
	892号文（2013年5月）	38号文（2009年9月）
市场准入	不得以任何名义核准、备案严重过剩行业新增产能项目	原则上不再批准扩大产能的项目，在新的核准目录出台前，确有必要建设的项目，需报国家发改委组织论证和核准
尚未开工项目	尚未开工项目不准开工	对2009年9月30日前尚未开工项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设
在建项目	对违规在建项目进行认真清理，对未批先建、边批边建、越权核准的违规项目，尚未开工的不准开工，正在建设的项目要停止建设	
环境监管	强化环境监管，不得对过剩行业新增项目办理环评审批	强化环境监管，环评通过后才能受理审批
金融政策	（对违规在建项目）不得提供任何形式新增授信	有保有控
领导责任	对未按要求停建的违规在建项目，予以严肃查处，并追究相关责任人的责任。	工作严重失职或失误造成重大损失或恶劣影响的行为要进行问责，严肃处理

数据来源：广发证券发展研究中心

供给端改善能增加水泥价格上涨弹性

逻辑上来讲，在需求稳定基础上，供给端的边际改善能增加价格上涨弹性。现实情况是否存在，我们用 $(2012H2\text{新增熟料产能}+2013H1\text{新增熟料产能})/(2012H1\text{熟料产能保有量})$ 计算2013上半年的区域边际供给，用2013年春节以来的水泥价格最大上涨幅度代表区域价格上涨弹性。将两组数据做散点图可以发现，区域边际供给变化与区域价格上涨弹性基本呈反比关系。在新增产能供给压力较大的山西（产能冲击18%，盈利弹性0元）、新疆（产能冲击26%，盈利弹性0元）、湖南（产能冲击21%，盈利弹性10元），2013年上半年旺季涨价幅度非常小；而在新增产能供给压力较小的江西（产能冲击0%，盈利弹性120元）、江苏（产能冲击0%，盈利弹性80元）、浙江（产能冲击0%，盈利弹性65元），2013年旺季提价幅度较大。

图7：供给端改善能增加水泥价格上涨弹性



数据来源：广发证券发展研究中心

注：

1. 横轴为2012下半年以来熟料产能供给冲击，计算方法（2012H2新增产能+2013H1新增产能）/（2012H1全国熟料产能保有量）；纵轴为2013年春节以来水泥价格最高上涨幅度。
2. 采用各省数据、各大区域数据及全国数据。

维持“买入”评级

年初以来，我们对行业需求一直保持“弱复苏”判断，从上半年实际情况来看，行业需求基本保持平稳（弱复苏）；不过由于煤炭成本的下降和部分区域（华东）供给端的改善，部分区域（华东）水泥价格和盈利改善较明显，并且这种弹性从2季度开始显现；我们认为行业供给改善在2013-2014年将持续，由于水泥是区域定价产品，同时库存时间短，供给端的改善能够比较好的传导到水泥价格上，我们认为水泥行业在周期品中属于较佳品种，在目前估值处于历史底部情况下，我们维持行业“买入”评级，建议重点关注海螺水泥、华新水泥、江西水泥。

风险提示

宏观经济继续下行，新投产产能超预期，原材料成本大幅上涨。

广发建材行业研究小组

- 邹戈： 分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐： 研究助理，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xielu@gf.com.cn，021-60750630。
- 范佳璩： 研究助理，上海交通大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：fanjiali@gf.com.cn，021-60750613。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。