

## 5 月份水泥月报: 价格之惑

推荐 (维持)

2011 年 6 月 23 日

## 重点公司

| 重点公司 | 11E  | 12E  | 评级 |
|------|------|------|----|
| 海螺水泥 | 2.35 | 3.0  | 推荐 |
| 冀东水泥 | 1.54 | 2.54 | 推荐 |
| 华新水泥 | 2.03 | 2.35 | 推荐 |
| 江西水泥 | 1.24 | 1.55 | 推荐 |
| 亚泰集团 | 0.68 | 0.83 | 推荐 |

## 相关报告

联系人: 陈文 王挺

021-38565950

chenwyf@xyzq.com.cn

分析师 张忆东

SAC:S0190207040090

## 投资要点

- **需求: 房地产开发投资强劲, 水泥产销量持续高增长。**5 月份水泥产量持续高增长, 达到 1.96 亿吨, 单月产量同比增速达到 19.2%, 较 4 月增速略有下降。房地产投资是水泥产量持续高增长的最主要贡献力量。
- **价格: 旺季+电荒推升水泥价格。**5 月份水泥价格在需求及电荒影响下, 全国除少数地区外, 出现普涨景象。其中, 东北三省及湖南省是涨幅最大的两个区域。
- **产能利用率&库存: 产能利用率持续提升、库存持续下降。**5 月份全国水泥窑运转率约为 81%, 比 4 月份 77% 上升, 与去年 5 月份 81% 运转率相当, 熟料库存已经连续两个月下降, 且目前熟料库存比往年同期水平更低。华东地区体现高运转率、低库存的特征, 目前供需基本匹配, 在产能限制的大背景下, 产业界有很强的保价动力和信心, 水泥价格在雨季保持高位是大概率事件。
- **供给端变化: 高景气之下产能释放可能超预期。**5 月水泥固投完成额、新开工计划总投资额分别为 144、121 亿元, 同比增速分别为 -28.5%、-19.1%。我们认为, 行业高景气之下, 供给端的增量会超出市场预期。2011 年新投产熟料产能仍能达到 2 亿吨水平, 折合水泥产能 3.2 亿吨。
- **本期专题: 从产能利用率、库存角度解读水泥价格。**我们试图建立产能利用率、库存模型来解读价格规律。2005 年之后, 华东地区熟料窑运转率逐年提升, 在 2010 年限电之前已经接近价格高弹性区, “限电+需求旺季”使区域供需跨越价格弹性拐点, 从而引爆水泥价格翻番。2011 年初淡季库存持续上升, 华东水泥价格连续 3 月下降, 但由于大企业协同限产缓解库存上升速度, 价格下降幅度低于预期。随后, 在强劲需求及局部限电的带动下, 华东价格止跌反升、熟料库存连续下降。
- **维持“推荐”评级:**虽然我们不认可华东地区目前超高盈利能力的持续性, 但是考虑到国家限产能政策仍在持续以及未来不错的供需关系, 目前的高价格仍将保持很强的粘性。鉴于水泥股目前 10 倍略多的估值水平, 在行业景气拐点信号来临之前, 我们维持行业“推荐”的投资评级。建议投资者适度参与东部水泥股, 推荐“海螺水泥”、“华新水泥”、“江西水泥”, 建议关注处于价格洼地的“同力水泥”、“冀东水泥”。
- **风险提示:**需求端超预期下滑、产能限制政策重新放开

## 目 录

|                                                  |      |
|--------------------------------------------------|------|
| 1、水泥月度数据解读 .....                                 | 4 -  |
| 需求：房地产投资旺盛，水泥产量持续高增长.....                        | 4 -  |
| 价格：旺季、电荒推升价格 .....                               | 6 -  |
| 产能利用率&库存：熟料窑运转率达到 81%，较 4 月提升，库存续降 .....         | 7 -  |
| 供给端：不宜过分乐观，高景气之下产能释放可能超预期.....                   | 11 - |
| 2、本期专题：从产能利用率、库存角度解读水泥价格.....                    | 12 - |
| 水泥价格之惑 .....                                     | 12 - |
| 模型框架 .....                                       | 12 - |
| 限电何以致华东价格翻番？ .....                               | 14 - |
| 高价格为何可以延续？ .....                                 | 15 - |
| 周期之惑：景气还能持续多久？周期拐点何时到来？ .....                    | 17 - |
| 3、投资评级及策略 .....                                  | 18 - |
| 图 1、月度水泥产量创新高，同比增 19.2%，万吨 .....                 | 4 -  |
| 图 2、水泥产量同比增速持续高增长，% .....                        | 4 -  |
| 图 3、5 月份水泥产量同比增速排序：西南>东北>华北>西北>华东>中南，% .....     | 4 -  |
| 图 4、房地产开发投资持续高增长，基建投资增速下滑，% .....                | 5 -  |
| 图 5、地方投资增速远快于中央投资，% .....                        | 5 -  |
| 图 6、固投中建安工程增速远高于其他部分增速，% .....                   | 5 -  |
| 图 7、经适房投资加快，但增速仍较小，% .....                       | 5 -  |
| 图 8、房地产开发投资中建筑安装工程高增长，% .....                    | 5 -  |
| 图 9、铁路、公路 FAI 增速下滑，公共交通 FAI 增速加快，% .....         | 6 -  |
| 图 10、商品房销售增速反弹，房屋新开工面积增速稳定.....                  | 6 -  |
| 图 11、全国各区域 P.O42.5 散装水泥价格变化，元/吨.....             | 6 -  |
| 图 12、全国熟料产能、产量、运转率，万吨、% .....                    | 7 -  |
| 图 13、全国水泥价格继续上升、熟料库存降低、产能利用率达到高位.....            | 7 -  |
| 图 14、5 月份全国熟料窑运转率达到高位 .....                      | 7 -  |
| 图 15、5 月份华东地区水泥价格上升、熟料库存降低、产能利用率接近极限.....        | 8 -  |
| 图 16、华东地区熟料窑 5 月运转率达到 91.6% .....                | 8 -  |
| 图 17、江苏省限电导致熟料窑运转率低于往年水平.....                    | 8 -  |
| 图 18、5 月份浙江、安徽、山东三省熟料窑运转率接近各自的极限水平 .....         | 8 -  |
| 图 19、5 月份珠三角地区价格上升、熟料库存小幅降低、产能利用率上升 .....        | 9 -  |
| 图 20、5 月份珠三角地区熟料窑运转率与去年持平 .....                  | 9 -  |
| 图 21、5 月份京津冀地区价格下调、熟料库存继续攀升、产能利用率上升 .....        | 10 - |
| 图 22、5 月份京津冀地区熟料窑运转率上升，高于去年同期水平 .....            | 10 - |
| 图 22、全国水泥行业固定资产投资完成额&新开工计划总投资额，亿元.....           | 12 - |
| 图 23、各省水泥固投完成额累计同比&新开工计划总投资累计同比增速.....           | 12 - |
| 图 24、产能利用率与价格弹性 .....                            | 13 - |
| 图 25、产能利用率、库存与价格 .....                           | 14 - |
| 图 26、限电前华东的产能利用率已达较高水平.....                      | 14 - |
| 图 27、限电减产+需求提升，价格接近翻番 .....                      | 14 - |
| 图 28、浙江、江苏、安徽省限电致产能利用受限.....                     | 15 - |
| 图 29、“持续限电+需求旺季”逼出零库存，价格飙升.....                  | 15 - |
| 图 30、今年 3 月份以来华东地区水泥需求量强劲，大超预期.....              | 15 - |
| 图 31、2011.1-3 月，熟料库存上升、价格下跌；4-5 月库存下降、价格上升 ..... | 16 - |
| 图 32、华东地区水泥窑运转率已达同期最高值.....                      | 16 - |

|                                        |        |
|----------------------------------------|--------|
| 图 33、江苏省限电压抑了相当部分产能 .....              | - 16 - |
| 图 34、2011 年淡季协同停产检修对缓解库存压力确实起了作用 ..... | - 16 - |
| 图 35、产业界的学习效应，辽宁省演绎“限产、保（提）价”故事 .....  | - 17 - |
| 图 36、水泥行业需求、供给及盈利周期 .....              | - 17 - |

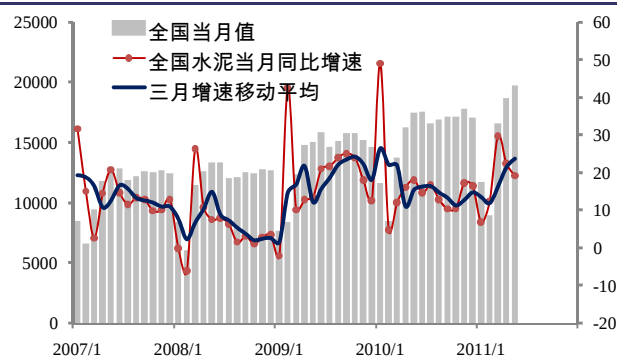
|                           |        |
|---------------------------|--------|
| 表 1、 各省市产能利用率、库存及价格 ..... | - 11 - |
|---------------------------|--------|

## 1、水泥月度数据解读

### 需求：房地产投资旺盛，水泥产量持续高增长

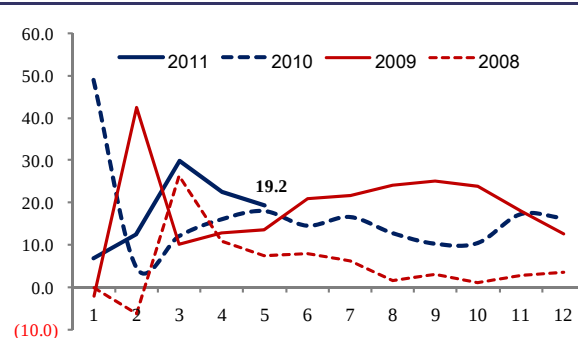
5 月份全国水泥产量持续高增长，达到 1.96 亿吨，单月产量同比增速达到 19.2%，同比增速较 4 月增速略有下降。

图 1、月度水泥产量创新高，同比增 19.2%，万吨



数据来源：Wind, 兴业证券研究所

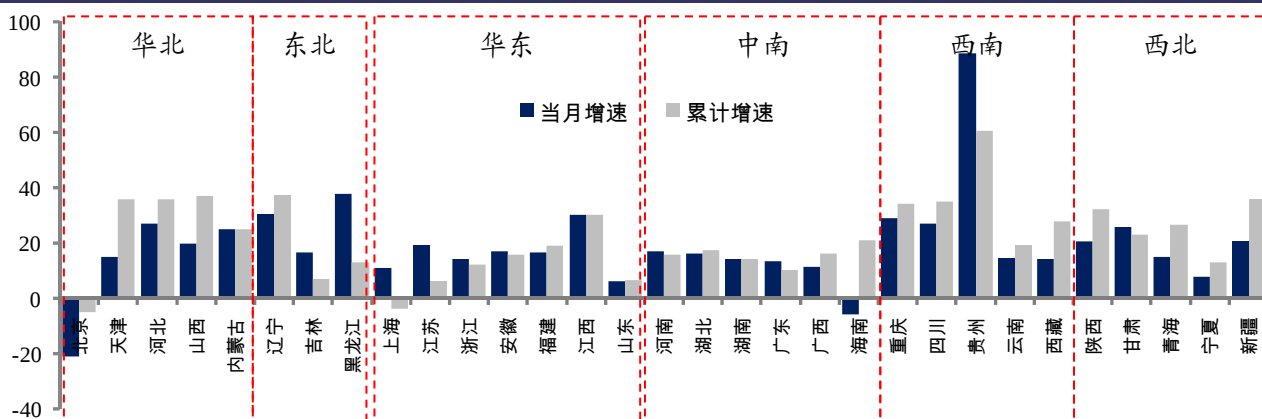
图 2、水泥产量同比增速持续高增长，%



数据来源：wind, 兴业证券研究所

分区域来看，5 月份水泥产量同步增速排序：西南>东北>华北>西北>华东>中南。  
分省份看，河北、辽宁、黑龙江、江西、重庆、四川、贵州等省份单月同比增速接近或超过 30%。

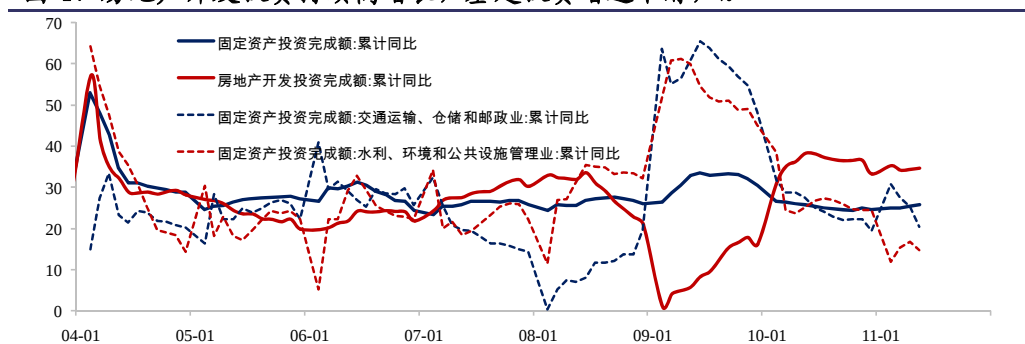
图 3、5 月份水泥产量同比增速排序：西南>东北>华北>西北>华东>中南，%



数据来源：Wind，兴业证券研究所

房地产投资是水泥产量持续高增长的最主要贡献力量。水泥下游需求中，房地产开发投资持续高增长，而以交运、水利环境及公共设施投资为代表的基建投资增速出现下滑。

图 4、房地产开发投资持续高增长，基建投资增速下滑，%



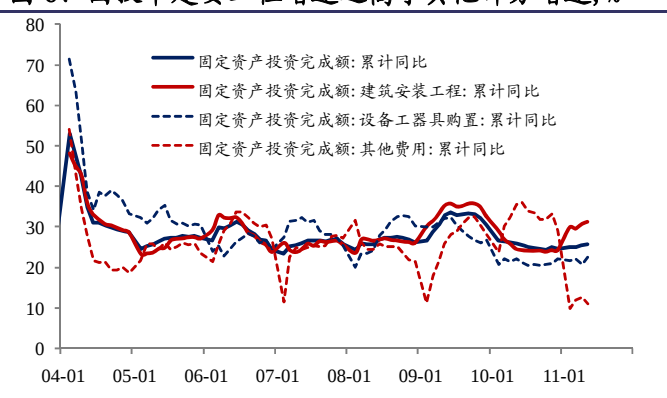
数据来源: wind,兴业证券研究所

图 5、地方投资增速远快于中央投资，%



数据来源: wind,兴业证券研究所

图 6、固投中建安工程增速远高于其他部分增速，%



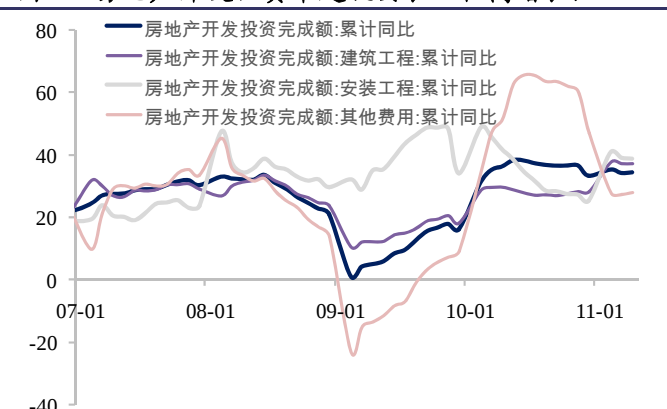
数据来源: wind,兴业证券研究所

图 7、经适房投资加快，但增速仍较小，%



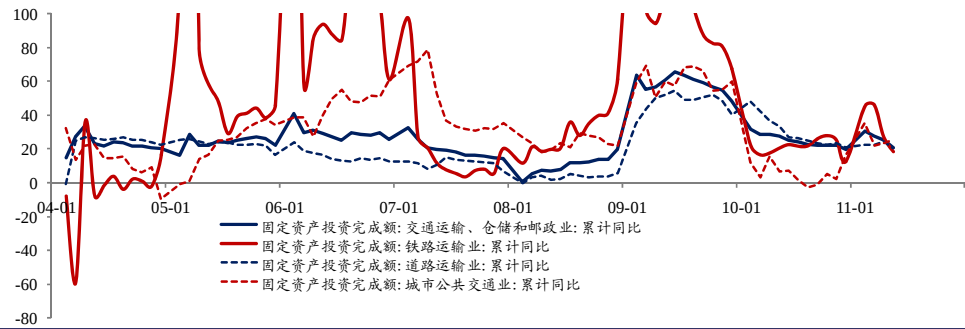
数据来源: wind,兴业证券研究所

图 8、房地产开发投资中建筑安装工程高增长，%



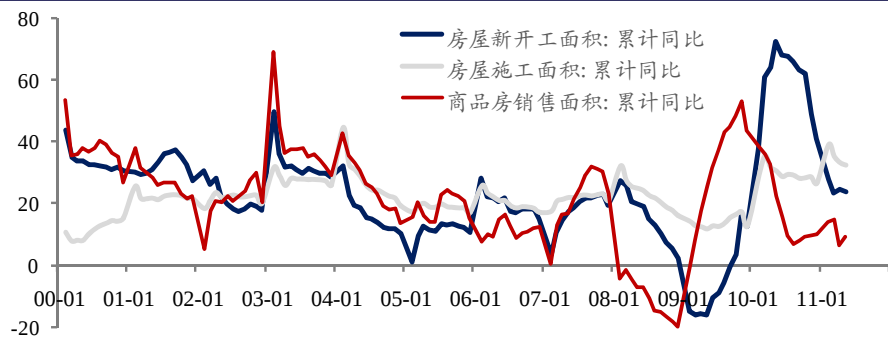
数据来源: wind,兴业证券研究所

图 9、铁路、公路 FAI 增速下滑，公共交通 FAI 增速加快，%



数据来源：wind, 兴业证券研究所

图 10、商品房销售增速反弹，房屋新开工面积增速稳定



数据来源：wind, 兴业证券研究所

### 价格：旺季、电荒推升价格

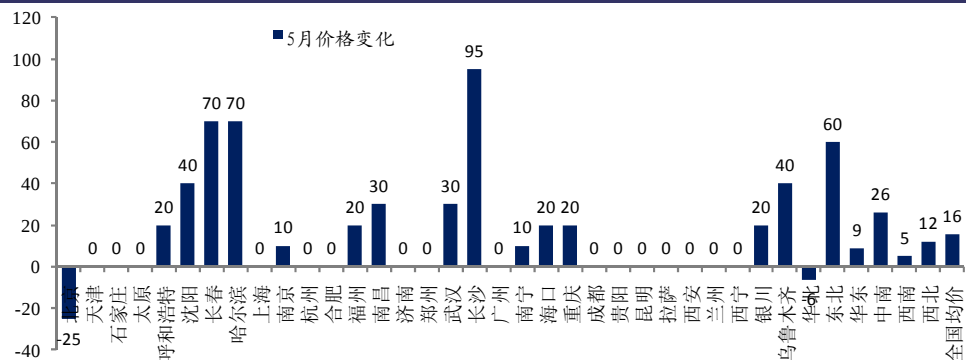
5 月份水泥价格在需求及电荒影响下，全国除少数地区外，出现普涨景象。

受限电导致水泥价格上升的区域主要有：湖南、江苏、重庆、江西。

需求强劲增长而带动水泥价格上升的区域主要有：内蒙古、吉林、黑龙江、福建、江西、新疆、宁夏、广西、湖北。

北京由于前期价格涨幅过大，受到周围低价水泥冲击，价格小幅回调。

图 11、全国各区域 P.042.5 散装水泥价格变化，元/吨

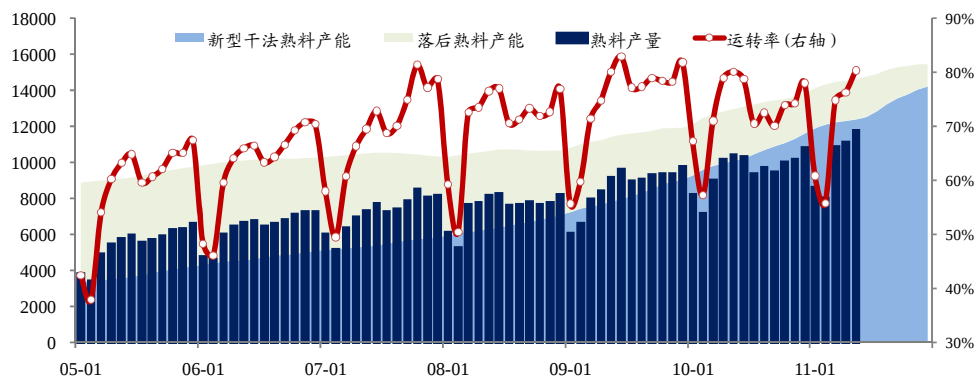


数据来源：数字水泥网、兴业证券研究所

### 产能利用率&库存：熟料窑运转率达到 81%，较 4 月提升，库存续降

5 月份全国熟料产量 1.17 亿吨，创单月产量新高。5 月份全国熟料窑运转率约为 81%，较 4 月份 77% 的运转率水平上升，与去年 5 月份 81% 运转率水平相当。

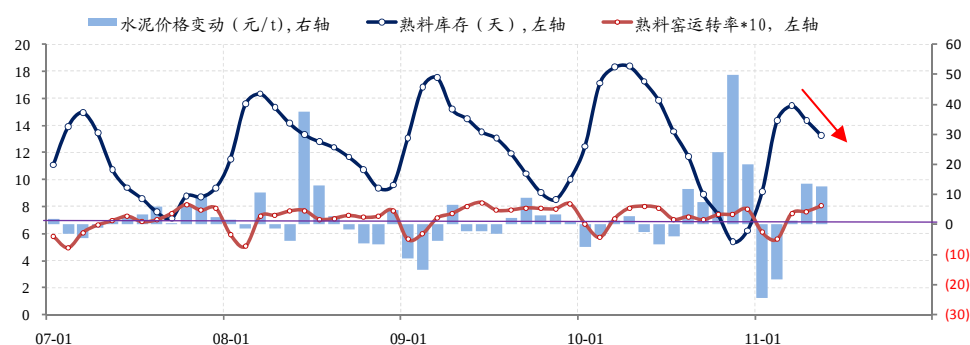
图 12、全国熟料产能、产量、运转率，万吨、%



数据来源：兴业证券研究所

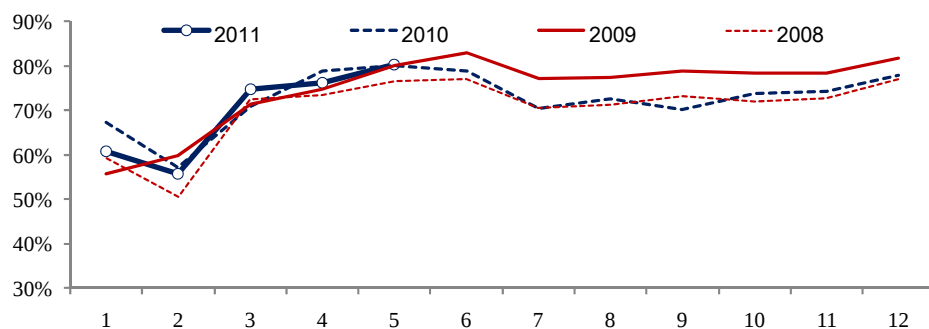
**旺季特征明显：**全国范围来看，已经连续两个月出现水泥价格上涨、熟料库存降低、熟料窑运转率提升的景气特征，且目前熟料库存比往年同期水平更低。

图 13、全国水泥价格继续上升、熟料库存降低、产能利用率达到高位



数据来源：兴业证券研究所

图 14、5 月份全国熟料窑运转率达到高位

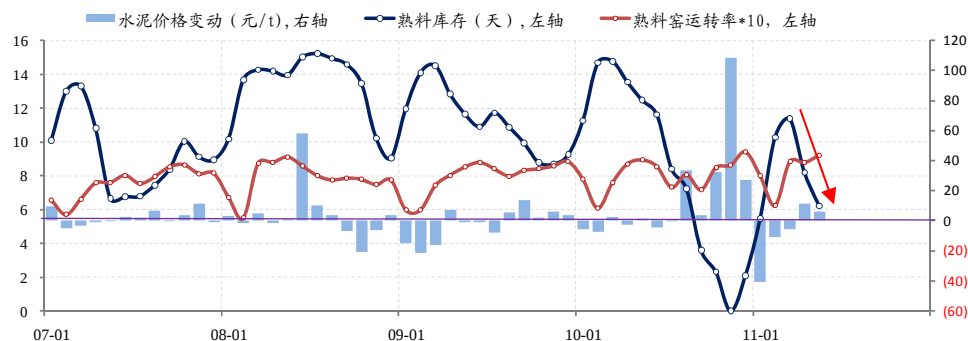


数据来源：兴业证券研究所

**华东地区运行特征：高产能利用率、低库存。**华东地区（沪、苏、浙、皖、赣、闽、鲁）之间水泥、熟料流动量大，但作为一个整体市场，体现出一定的封闭性。

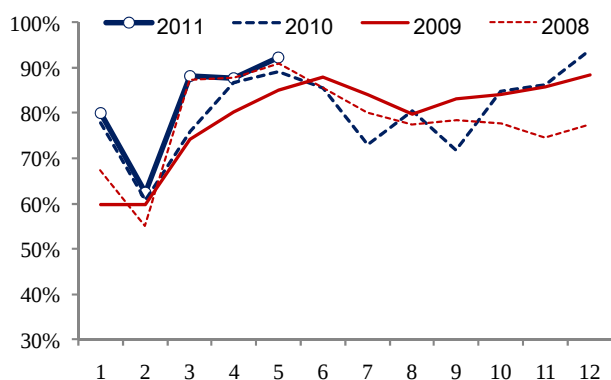
我们测算了华东地区的产能利用率及库存情况。5 月份，华东地区熟料窑运转率达到 91.6%，高于去年同期 90.8% 及 4 月份的 87.5%。如果考虑到江苏、江西部分因为电荒出现的停窑产能，实际可利用产能对应的产能利用率将更高。为了弥补江苏限电的供给减少，安徽、浙江、山东产能利用率已经接近极限。另一方面，熟料库存继续降低，已经到达相对低位。6、7、8 月是华东的雨季，低库存将大大缓解区域产能压力，加上夏季电力紧张可能导致的限电停窑，华东地区的高价延续是大概率事件。

图 15、5 月份华东地区水泥价格上升、熟料库存降低、产能利用率接近极限



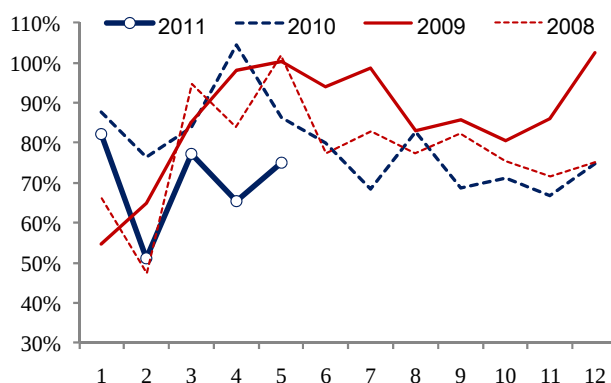
数据来源：兴业证券研究所

图 16、华东地区熟料窑 5 月运转率达到 91.6%



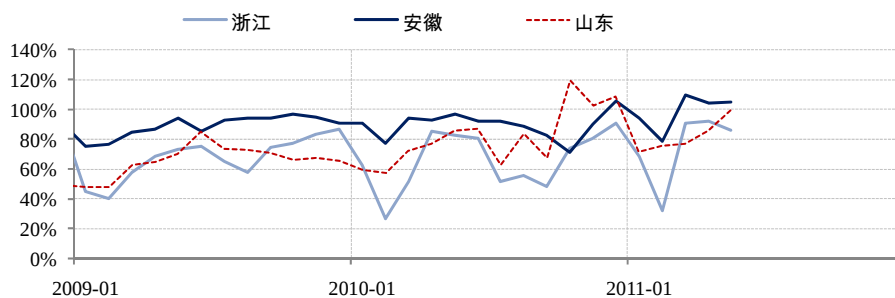
数据来源：兴业证券研究所

图 17、江苏省限电导致熟料窑运转率低于往年水平



数据来源：兴业证券研究所

图 18、5 月份浙江、安徽、山东三省熟料窑运转率接近各自的极限水平

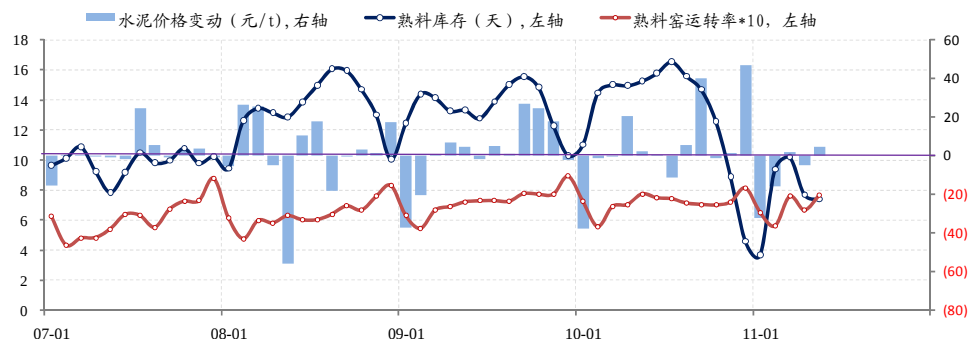


数据来源：兴业证券研究所

珠三角地区（广东、广西、海南）运行特征：旺季来临，景气度小幅提升，处在

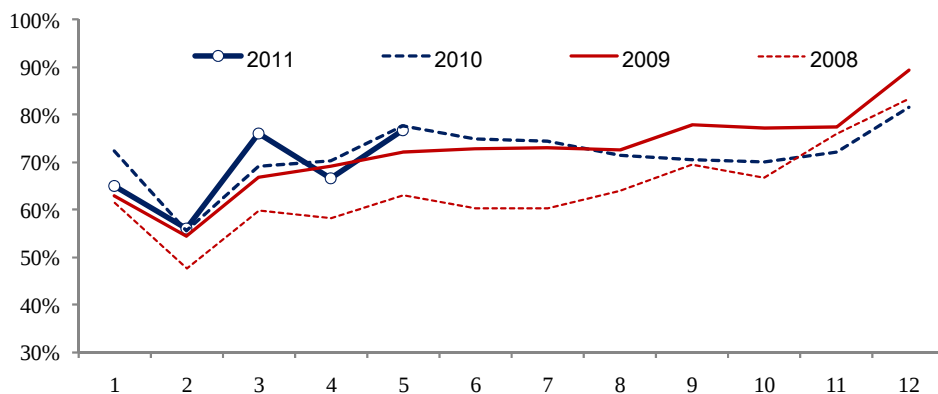
**正常轨道。**5 月份珠三角地区需求渐入佳境，广西省、海南省水泥价格出现小幅上升。行业产能利用率达到 77%，较 4 月有所提升，与去年同期水平相当。测算熟料库存较 4 月略有下降。

图 19、5 月份珠三角地区价格上升、熟料库存小幅降低、产能利用率上升



数据来源：兴业证券研究所

图 20、5 月份珠三角地区熟料窑运转率与去年持平



数据来源：兴业证券研究所

**京津冀地区水泥运行特征：**产能利用率上升、但熟料库存也持续上升、北京价格下调。河北省去年淘汰了接近 1000 万吨的立窑熟料产能（将立窑水泥产能换算为立窑熟料产能），同时新投产了 2068 万吨的新干法熟料产能。在当前京津冀价格水平下，新干法熟料产能都有一定的利润空间，产能利用率提升在预期之内。但是持续上升的熟料库存警示区域景气度可能下滑。

图 21、5 月份京津冀地区价格下调、熟料库存继续攀升、产能利用率上升

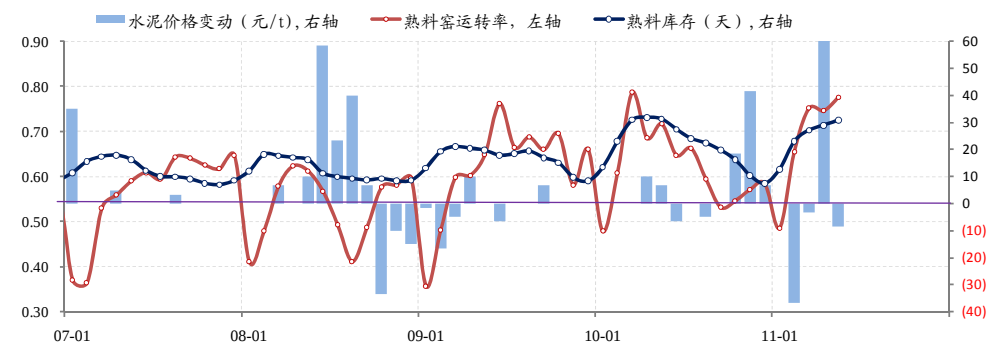


图 22、5 月份京津冀地区熟料窑运转率上升，高于去年同期水平

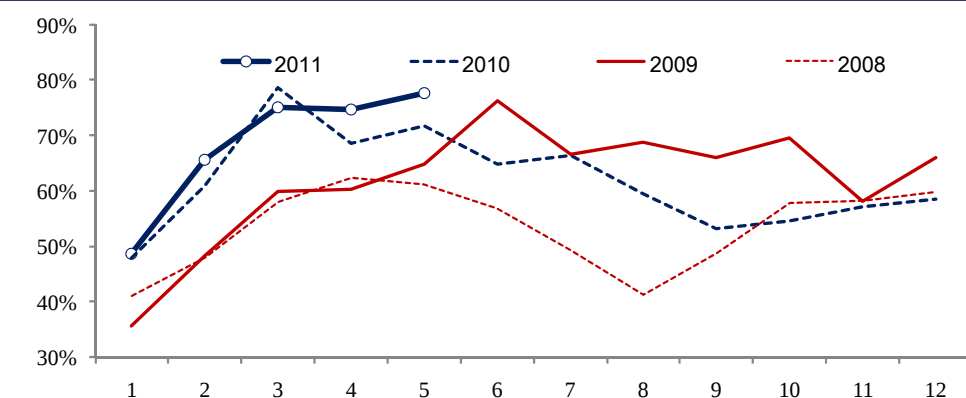


表1、各省市产能利用率、库存及价格

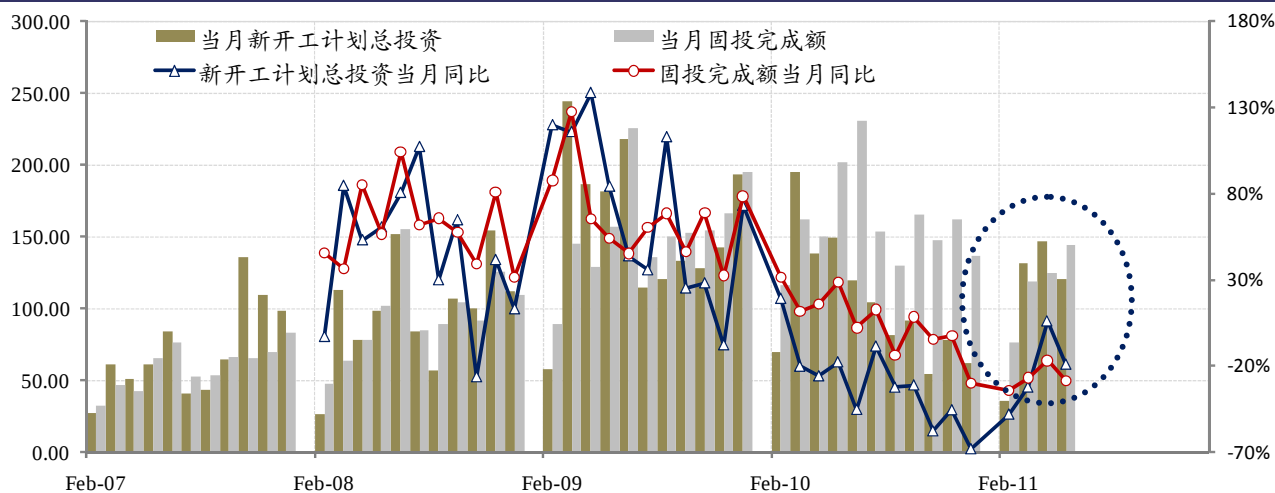
| 单位  | 水泥当月产量增速 | 水泥累计产量增速 | 2011年熟料产能同比增长 | 产能利用率-5月 | 产能利用率-4月 | 产能利用率-去年同期 | 5月份水泥价格 | 价格变动 | 库存变动 | 说明                        |
|-----|----------|----------|---------------|----------|----------|------------|---------|------|------|---------------------------|
|     | %        | %        | %             |          |          |            | 元/吨     | 元/吨  | 天    |                           |
| 北京  | -21.0    | -5.2     | 0.0           | 119%     | 105%     | 111%       | 500     | (25) | 4    |                           |
| 天津  | 15.1     | 36.0     | (12.8)        | 78%      | 68%      | 83%        | 460     | 0    | 0    |                           |
| 河北  | 27.2     | 35.8     | 14.6          | 74%      | 72%      | 68%        | 370     | 0    | 3    |                           |
| 京津冀 | 23.8     | 33.4     | 12.2          | 78%      | 75%      | 72%        | 443     | (8)  | 2    | 产能利用率上升，但库存也上升            |
| 山西  | 19.9     | 37.0     | 36.4          | 58%      | 57%      | 63%        | 380     | 0    | (0)  |                           |
| 内蒙古 | 25.1     | 25.1     | 32.4          | 94%      | 76%      | 83%        | 430     | 20   | 3    |                           |
| 辽宁  | 30.2     | 37.4     | 0.3           | 57%      | 55%      | 73%        | 390     | 40   | (10) | 协同停窑限产，辽宁省小企业众多，联盟容易被打破   |
| 吉林  | 16.6     | 7.1      | 3.7           | 131%     | 127%     | 127%       | 420     | 70   | (2)  | 受益需求旺季及辽宁省协同限产            |
| 黑龙江 | 37.7     | 13.2     | 8.8           | 98%      | 93%      | 76%        | 440     | 70   | (11) | 受益需求旺季及辽宁省协同限产            |
| 东北  | 28.6     | 20.7     | 2.7           | 86%      | 83%      | 89%        | 414     | 58   | (8)  | 产能利用率上升，持续去库存             |
| 上海  | 10.9     | -3.7     | 0.0           | 22%      | 11%      | 32%        | 500     | 0    | (2)  |                           |
| 江苏  | 18.9     | 6.1      | 4.6           | 75%      | 66%      | 86%        | 480     | 10   | (5)  | 限电限制了产能利用率                |
| 浙江  | 14.4     | 12.1     | 3.8           | 86%      | 92%      | 83%        | 480     | 0    | 1    |                           |
| 安徽  | 17.0     | 15.9     | 9.1           | 105%     | 104%     | 97%        | 450     | 0    | (3)  | 产能利用率接近极限                 |
| 福建  | 16.8     | 19.2     | 10.5          | 86%      | 85%      | 100%       | 520     | 20   | (2)  |                           |
| 江西  | 30.1     | 30.4     | 12.2          | 91%      | 85%      | 87%        | 480     | 30   | 3    |                           |
| 山东  | 6.3      | 6.5      | 0.5           | 100%     | 86%      | 86%        | 420     | 0    | 1    | 产能利用率接近极限                 |
| 华东  | 15.4     | 12.3     | 6.1           | 92%      | 88%      | 89%        | 465     | 6    | (2)  | 产能利用率提升，库存继续降低            |
| 河南  | 17.1     | 16.0     | 11.9          | 87%      | 69%      | 73%        | 380     | 0    | 1    |                           |
| 湖北  | 16.0     | 17.4     | 3.5           | 67%      | 76%      | 80%        | 480     | 30   | (2)  |                           |
| 湖南  | 14.3     | 14.1     | 8.3           | 57%      | 60%      | 63%        | 500     | 95   | (1)  | 限电限制了产能利用率                |
| 广东  | 13.4     | 10.2     | (0.5)         | 71%      | 63%      | 75%        | 450     | 0    | (1)  |                           |
| 广西  | 11.6     | 16.2     | 12.4          | 79%      | 68%      | 80%        | 360     | 10   | 0    |                           |
| 海南  | -5.8     | 20.9     | 6.9           | 117%     | 91%      | 89%        | 500     | 20   | 7    |                           |
| 珠三角 | 11.5     | 13.2     | 4.4           | 77%      | 67%      | 78%        | 419     | 5    | (0)  | 产能利用率上升，库存略有下降，处在正常轨道     |
| 重庆  | 29.1     | 34.3     | 26.9          | 69%      | 59%      | 76%        | 360     | 20   | 1    | 产能利用率略有受限电影响              |
| 四川  | 26.9     | 34.9     | 18.6          | 74%      | 74%      | 81%        | 410     | 0    | 0    |                           |
| 贵州  | 88.8     | 60.8     | 32.7          | 74%      | 62%      | 67%        | 300     | 0    | (2)  |                           |
| 云南  | 14.5     | 19.0     | 3.3           | 80%      | 80%      | 74%        | 330     | 0    | (1)  |                           |
| 西藏  | 14.3     | 27.8     | 9.4           |          |          |            | 600     | 0    | 0    |                           |
| 西南  | 34.7     | 35.1     | 19.1          | 75%      | 71%      | 77%        | 364     | 3    | (0)  |                           |
| 陕西  | 20.6     | 32.3     | 25.0          | 89%      | 82%      | 92%        | 310     | 0    | 3    | 库存继续上升，产能利用率仍在高位，企业仍有杀价动力 |
| 甘肃  | 25.9     | 22.8     | 33.2          | 83%      | 79%      | 93%        | 440     | 0    | (2)  |                           |
| 青海  | 15.1     | 26.7     | 29.7          | 90%      | 80%      | 67%        | 435     | 0    | (1)  |                           |
| 宁夏  | 7.8      | 12.9     | 30.5          | 66%      | 70%      | 71%        | 410     | 20   | (2)  |                           |
| 新疆  | 20.7     | 36.0     | 40.5          | 70%      | 72%      | 70%        | 600     | 40   | (2)  |                           |
| 西北  | 19.9     | 29.0     | 31.0          | 81%      | 78%      | 83%        | 419     | 13   | (1)  |                           |
| 全国  | 19.2     | 20.6     | 11.9          | 80%      | 76%      | 80%        | 425     | 13   | (1)  |                           |

数据来源：兴业证券研究所

### 供给端：不宜过分乐观，高景气之下产能释放可能超预期

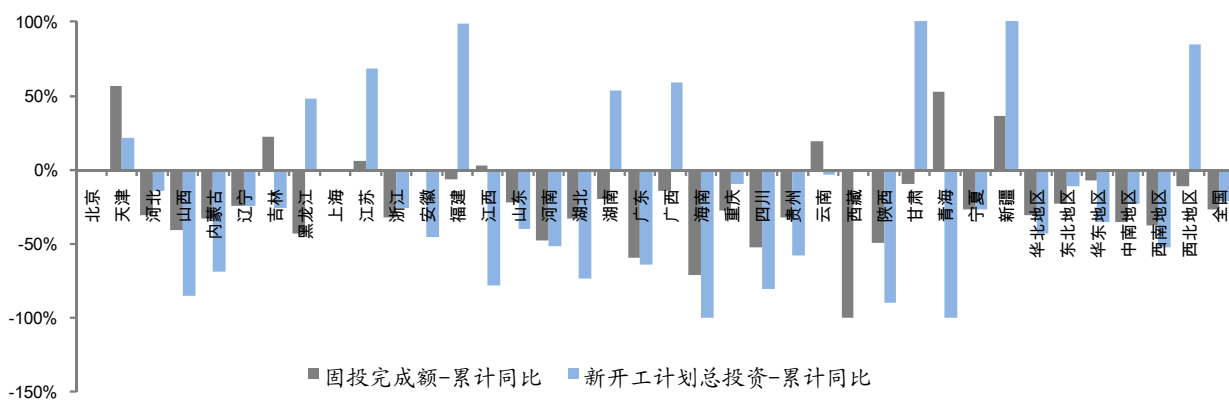
5月水泥固投完成额、新开工计划总投资额分别为144、121亿元，同比增速分别为-28.5%、-19.1%，其中新开工计划总投资同比增速在4月转正后重新为负。我们认为，市场对于水泥供给端的改善预期可能过于乐观。根据我们的搜集和整理，全国范围内仍有250条左右的在建生产线，这与水泥行业施工计划总投资2493亿元是吻合的。在行业高景气的背景下，存量在建生产线加快建设的动力会很强，而相当数目的拟建生产线、借技改名义的新增生产线都存在开工的动力。与市场多数券商观点不同，我们预计今年投产的熟料产能仍能达到2亿吨以上的水平，对应水泥产能在3亿吨以上。

图 22、全国水泥行业固定资产投资完成额&amp;新开工计划总投资额，亿元



数据来源：数字水泥网，兴业证券研究所

图 23、各省水泥固投完成额累计同比&amp;新开工计划总投资累计同比增速



数据来源：数字水泥网，兴业证券研究所

## 2、本期专题：从产能利用率、库存角度解读水泥价格

### 水泥价格之惑

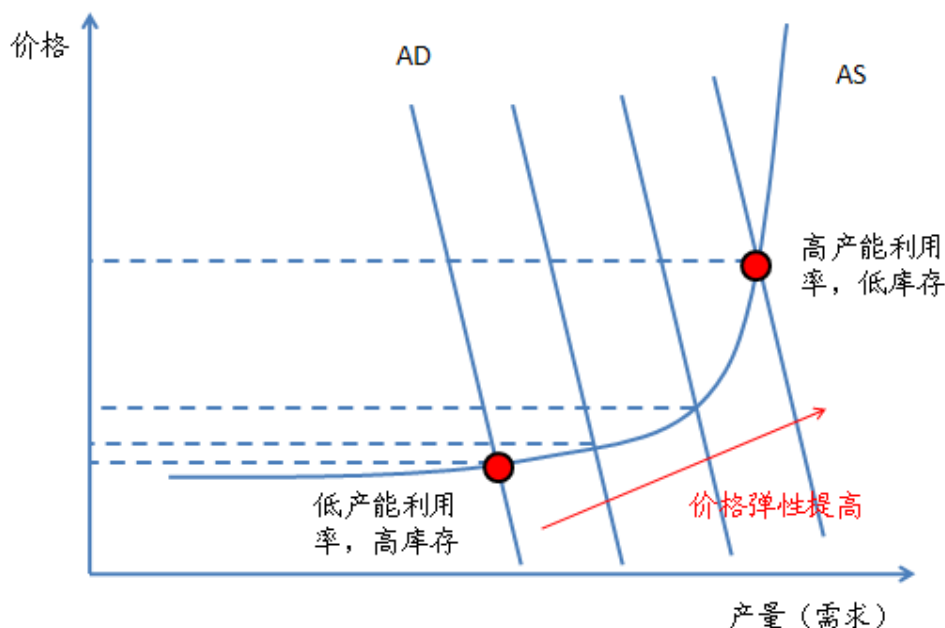
- (1) 为什么一场拉闸限电闹剧竟在几个月内将华东水泥价格翻番？
- (2) 水泥价格为什么能坚挺在高位？
- (3) 周期之惑：景气还能持续多久？拐点何时来临？

### 模型框架

**水泥需求曲线的刚性特征。**水泥需求主要有基建（约占 40%）、房地产（约占 25%）、农村（约占 35%）。由于水泥在工程造价中仅占 3%，基建、房地产对价格是不敏感的，农民自建房对水泥价格有一定的敏感性。总体来说，水泥的需求曲线体现很明显的刚性特征。

**水泥供给特征：**低库存（水泥保存成本高，熟料设计库存能力为对应 10~20 天的产量）、区域性强、生产线开停成本低（只需要几百万，且时间短，这使得联合限产成为可能）。在区域产能利用率不高时，水泥价格随需求变化的波动性很小，但随着区域内产能利用率提高至某一高位时，由于行业本身的区域性及低库存属性，此时会表现出很强的价格弹性，少量的产出缺口带来价格暴涨。

图 24、产能利用率与价格弹性



数据来源：兴业证券研究所

**产能利用率：**在新型干法技术主导的水泥产业体系中，熟料是产业核心。熟料产能有明确的统计数据，而水泥产能（粉磨）除了与熟料产能就地配套外，还包含大量的粉磨站产能，根本无从统计，而且粉磨部分长期表现出低产能利用率。因此，我们以熟料窑运转率作为水泥行业的产能利用率指标。由于不少地区还有一定数量的机立窑产能，我们将该部分水泥产能除以熟料系数（1.35）得到落后熟料产能。我们对全国近千条新型干法生产线的投产日期、落后产能数据进行了整理，以确保得出一个连续的、相对准确的产能利用率数据。

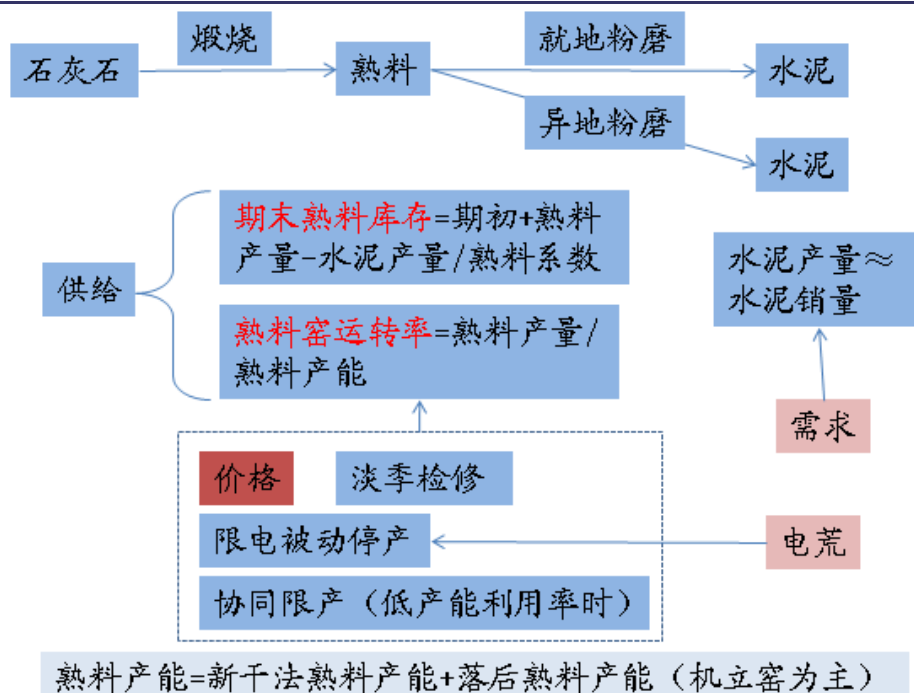
**库存：**选取熟料库存作为行业库存指标。一般来说，熟料的保存时间在 3~6 个月，明显长于水泥，但大多数企业一般只配置对应 10~20 天产量的熟料库存能力，华北、东北地区由于有漫长的淡季（冬季），熟料库存能力较长。

图 25、产能利用率、库存与价格

影响窑运转率的因素主要有：价格、企业行为（主动协同限产、检修）、拉闸限电（被动因素）。出现涨库时，水泥厂将被动停窑

熟料库存可以作为价格的领先指标。库存持续上涨，价格将有向下动力；库存持续下降，水泥厂将考虑提高价格

在产能利用率、库存与价格的模型框架中，需求、电荒是最主要的外生变量

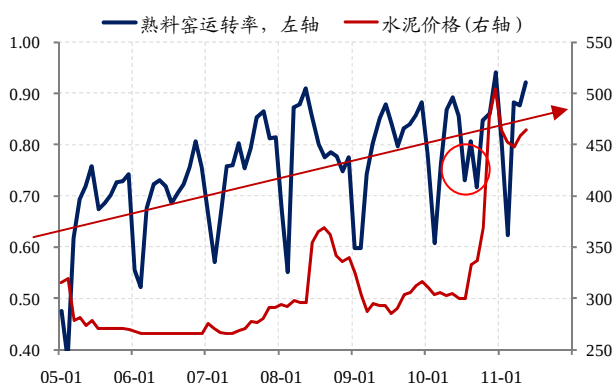


数据来源：兴业证券研究所

### 限电何以致华东价格翻番？

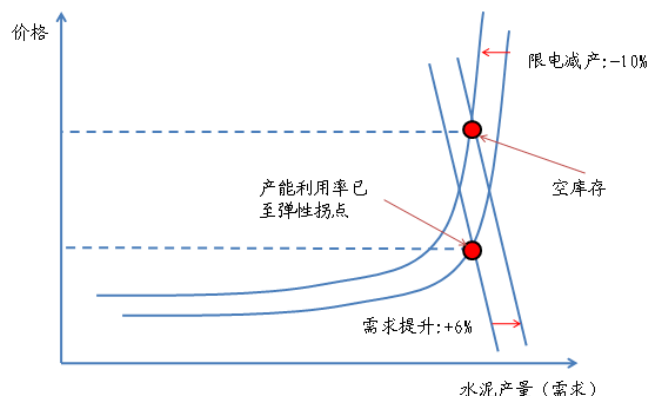
华东水泥市场一直被认为产能过剩区域。2005 年开始，行业开始大力度地淘汰落后产能，同时需求端一直平稳增长。可以观察到，2005 年至今，华东地区的产能利用率中枢一直上移。在 2010 年限电前，产能利用率已经接近了价格的高弹性区。

图 26、限电前华东的产能利用率已达较高水平



数据来源：兴业证券研究所

图 27、限电减产+需求提升，价格接近翻番



数据来源：兴业证券研究所

2010 年 3、4 季度华东地区限电力度非常大，以浙江、江苏、安徽最为典型，山东省也有部分限电，另外河北、山西、河南、广西、海南等诸多地区都出现了拉闸限电情况。我们估计，限电约限制了浙江省 7、8 月份 25% 左右的产能，限制了安徽省 9、10 月份 15%、30% 的产能，限制了江苏省 8、9、10 月份 20% 的产能。需求端恰逢 4 季度旺季。华东地区 10、11 月水泥需求环比分别有 5%、7% 的增长。

图 28、浙江、江苏、安徽省限电致产能利用受限

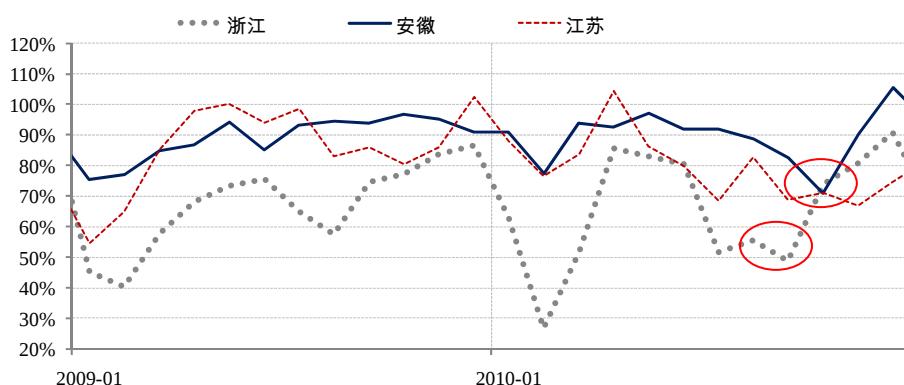
**限电时间及强度**

**浙江省:** 7.21-7.29; 8.21-8.29;

所有水泥企业限电; 之后仍有陆续限电

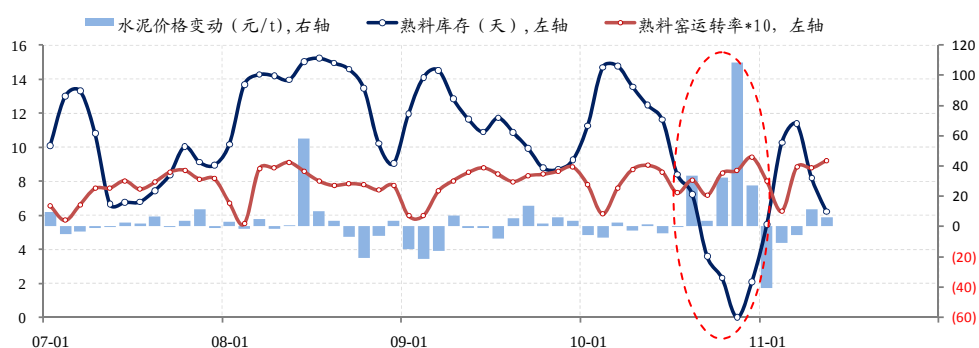
**江苏省:** 8、9、10 月, 全省范围限电

**安徽省:** 9 月开始限电, 强度逐渐加强, 10.17 海螺加入限电行列



数据来源：兴业证券研究所

图 29、“持续限电+需求旺季”逼出零库存，价格飙升

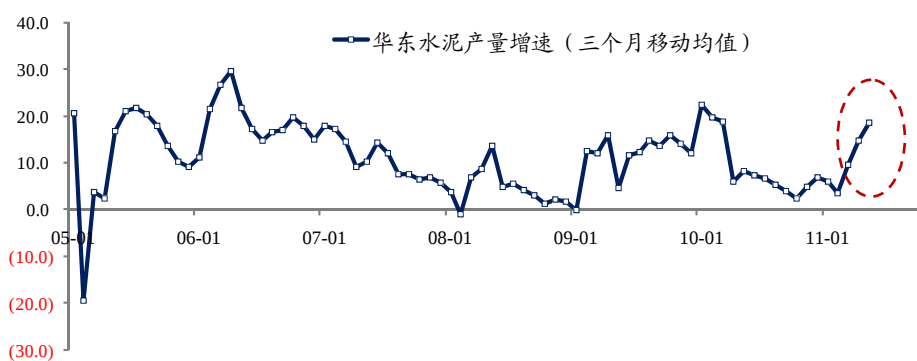


数据来源：兴业证券研究所

**高价格为何可以延续？**

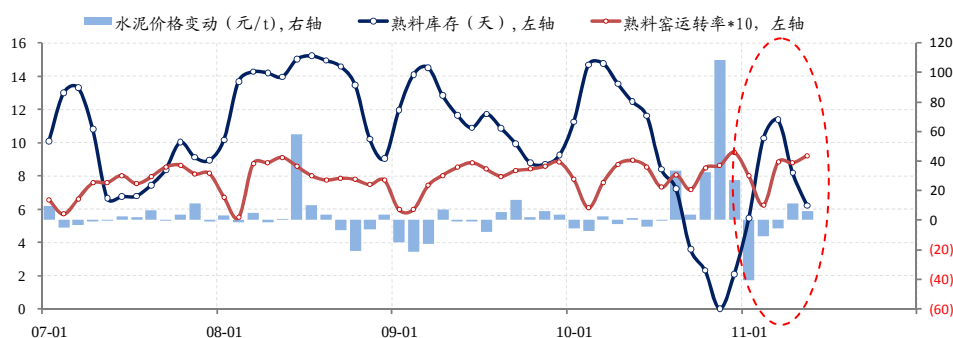
我们认为，华东地区水泥价格淡季小幅下跌后企稳上升主要原因有：**需求强劲、电荒压抑产能，而大企业协同限产对于缓解库存上升速度确实起了作用。**2011 年 1~3 月，由于限电不再、需求下滑，熟料库存持续上升，水泥价格连续三个月出现下跌。但由于大企业的联合停窑限产，缓解了库存上升速度，价格跌幅低于预期。2011 年 4、5 月，由于需求超预期强劲，加上局部区域限电，不仅扭转了库存上升趋势，而且库存出现了连续大幅下降的态势，水泥价格不降反升。

图 30、今年 3 月份以来华东地区水泥需求量强劲，大超预期



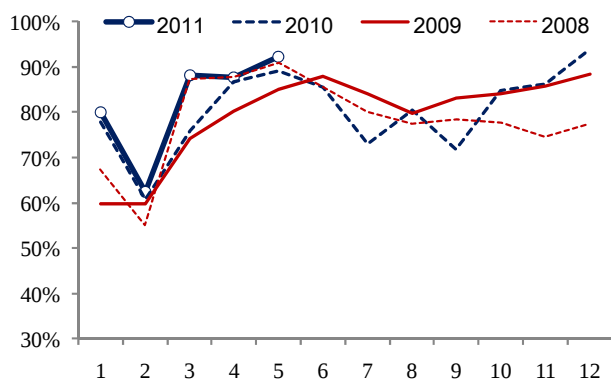
数据来源：兴业证券研究所

图 31、2011.1-3 月，熟料库存上升、价格下跌；4-5 月库存下降、价格上升



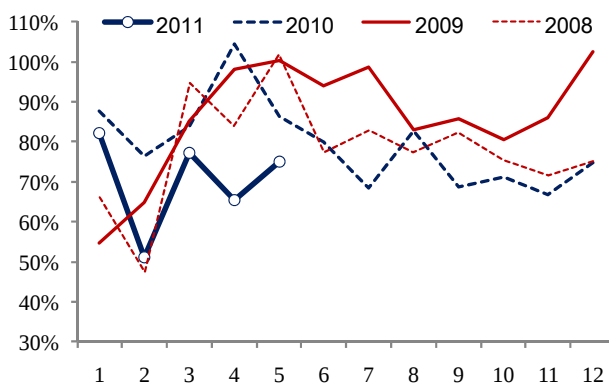
数据来源：兴业证券研究所

图 32、华东地区水泥窑运转率已达同期最高值



数据来源：兴业证券研究所

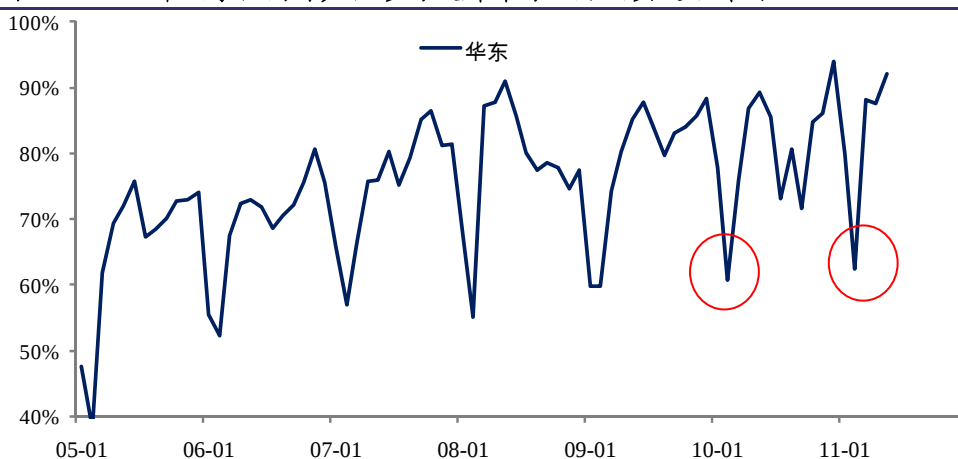
图 33、江苏省限电压抑了相当部分产能



数据来源：兴业证券研究所

虽然 2011 年淡季企业协同停产检修缓解了淡季库存压力，但在高景气时段停窑检修缓解了淡季库存压力，为后面水泥价格企稳奠定了基础

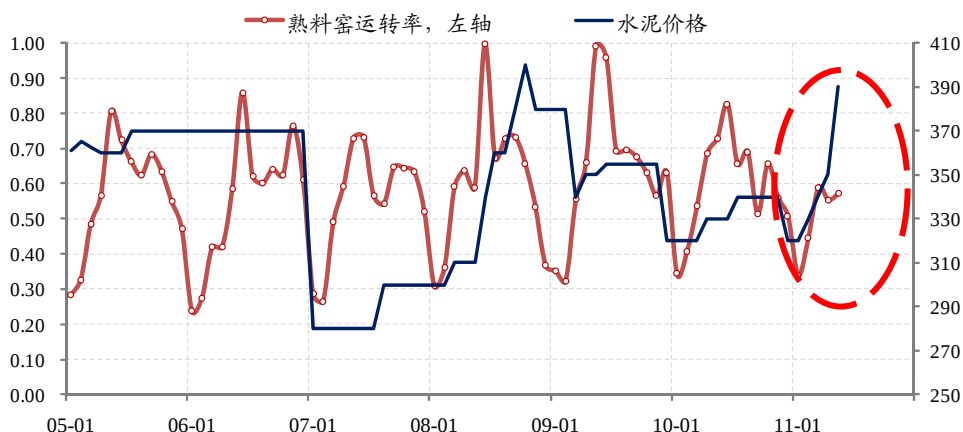
图 34、2011 年淡季协同停产检修对缓解库存压力确实起了作用



数据来源：兴业证券研究所

图 35、产业界的学习效应，辽宁省演绎“限产、保（提）价”故事

辽宁省确实在演绎“限产、提价”的故事，有组织地进行停窑限产，熟料窑运转率不到60%，而价格却不断攀升。但我们认为这种现象并不稳定。在集中度并不高的市场能联合限产提价成功的前提是：**国家限制产能、全国价格普高（没有外来冲击）**。一旦国家放开产能，企业保价的动力和信心都将动摇



数据来源：兴业证券研究所

### 周期之惑：景气还能持续多久？周期拐点何时到来？

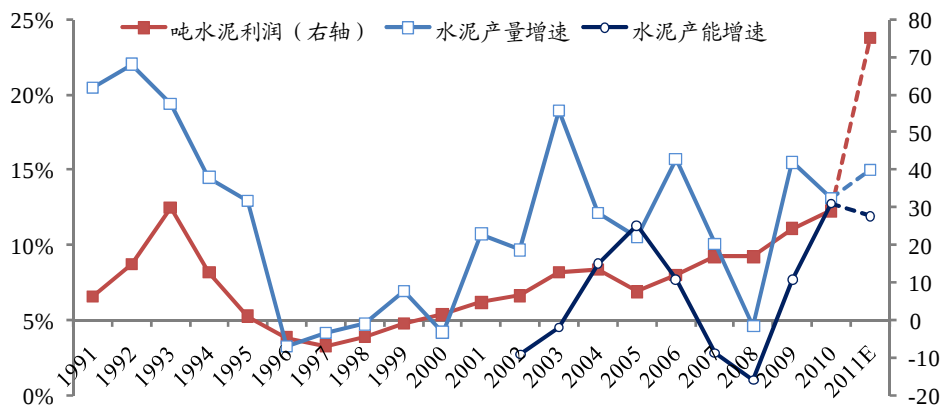
**1993 年，第一次盈利高点。**1991~1993，水泥产量（接近即产即销，表征需求）增速连续 3 年在 20% 的水平，在 1993 年迎来了产能利用率的拐点，达到行业景气顶峰。之后伴随需求的回落和供给的冲击，水泥行业进入了漫长的低迷期。

**2003、2004 年，第二次盈利高点。**又是一次经济过热，以浙江为代表的华东水泥市场迎来了短暂的暴利时光。这一次景气周期遭到了需求和供给的双杀：宏观调控导致 2005 年水泥需求减弱，而 2005 年又迎来了第一波的新型干法产能的释放高峰，暴利终结。

**2005~2010：落后产能的减量对冲新干法产能的增量，行业供给一直低于行业需求的增长，行业盈利稳步提升。**虽然在 2008 年水泥需求遭遇了滑铁卢，但是由于落后产能的淘汰对冲了新干法产能的增量，行业盈利并未下滑。

**2011，第三次盈利高点。**这一次的行业的高盈利突变带有相当的偶然性。2010、2011 年本是这轮新产能投产的高峰期，行业景气度存在下行风险。然而，华东地区高强度的拉闸限电助推水泥价格大幅上涨后，虽经历了淡季小幅回调，随后在强劲需求及电荒的保护下，高价格不降反升。

图 36、水泥行业需求、供给及盈利周期



数据来源：兴业证券研究所

**暴利难以持续。**不可否认，华东地区的水泥竞争格局已经明显好转，但目前超过25%的年化 ROE 水平不是一个稳定的状态。在持续的高利润诱惑之下，简单的政策壁垒是会被打破的。

**拐点何时来临？**由于目前行业供需基本匹配，加之有国家产能限制政策存在，水泥企业保价动力和信心都很强。面对季节性需求波动，企业通过协同限产来缓解库存压力是可能成功保价的，价格会体现出很强的粘性。我们认为打破目前高价的必需催化剂：**需求端大幅下滑或供给端审批放开**。需求端由于有保障房保驾护航，年内硬着陆的概率并不大。我们认为，4 季度旺季水泥价格如果持续上涨将可能成为供给端限制政策放开的催化剂。产能限制政策放开将改变现有企业的预期，大企业保价的动力和信心将削弱，使行业回归到合理盈利水平就成为主导企业的最优选择。

### 3、投资评级及策略

#### ● 维持行业“推荐”评级

虽然我们不认可华东地区目前近似暴利的盈利能力的持续性，但是考虑到国家产能限制政策仍在持续以及未来不错的供需关系，目前的高价格仍将持续。目前水泥股处在 10 倍略高的估值水平，在行业景气拐点信号来临之前，我们维持行业“推荐”的投资评级。

#### ● 投资策略：适度参与东部水泥股，积极布局处于价格洼地水泥股

**适度参与东部水泥股。**华东水泥价格即使在即将到来的雨季也会表现出很强的粘性，华东水泥股 2011 年的业绩兑现应该是大概率事件。随着保障房的这一政治任务逐步推进，市场对需求端的担忧逐渐缓解之后，将给东部水泥股带来一定的估值提升空间。目前时点我们推荐“海螺水泥”、“华新水泥”、“江西水泥”。

**积极布局处于价格洼地水泥股。**首先，价格洼地水泥股具有更高的安全边际；其次，目前的产业环境将加快价格洼地水泥行业走出低谷的速度，一旦区域供需来到价格高弹性区，价格将出现大幅上涨。推荐关注“同力水泥”、“冀东水泥”。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。