

7 月份水泥月报: 产能之惑

推荐 (维持)

2011 年 7 月 29 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
福建水泥	0.62	0.73	推荐

相关报告

水泥制造:《水泥行业落后产能淘汰名单点评》2011-7-12

水泥制造:《6 月份水泥月报: 价格之惑》2011-6-23

水泥制造:《需求强劲, 景气提升》2011-4-6

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012

联系人: 陈文 王挺

021-3856 5950

Email: chenwyf@xyzq.com.cn

投资要点

- **需求: 房地产开发投资带动水泥产量同比持续高增长。**6 月份水泥产量持续高增长, 达到 1.98 亿吨, 单月产量同比增速达到 19.9%, 较 5 月增速略有上升。房地产投资仍然是水泥产量持续高增长的主要贡献力量, 交运投资增速继续下滑, 水利投资增速略有上升。
- **价格: 东北需求强劲, 价格继续上涨; 其余地区下跌。**华北地区在需求下滑及产能释放的双重打击下, 价格出现较大下跌。东北区水泥价格在需求拉动及大企业协同作用下继续上涨。华东、中南受雨水天气干扰, 部分省份出现价格下跌。川渝地区伴随限电结束、产能释放, 价格出现下跌。西北区域水泥价格出现下跌, 产能释放是主要原因。
- **产能利用率&库存:** 6 月份全国熟料产量 1.195 亿吨, 6 月份全国熟料窑运转率约为 82.3%, 较 5 月份 81.4%、去年 6 月份 80% 运转率水平略有上升。华东地区进入雨季, 江苏、浙江两省水泥企业停窑限产力度大于往年, 库存略有下降, 价格保持平稳。
- **供给端变化: 水泥投资反弹。**6 月水泥固投完成额、新开工计划总投资额分别为 190、185 亿元, 同比增速分别为 -17.3%、54.7%。存量的在建生产线并不少, 上半年释放的生产线不多, 下半年生产线投放频率将加快。
- **本期专题: 解析行业产能。**2005 年以来, 落后产能淘汰大大改善了行业产能过剩问题, 目前行业产能过剩是结构性、区域性、阶段性的。基于各区域在建、拟建生产线的统计, 我们判断 2011、2012 年仍有相当数量新线投产。通过测算各区域未来产能利用率的运行趋势, 提醒投资者关注华东、西北供给端存在的风险, 而东北、湖南、湖北、西南、河南是未来我们看好的区域。
- **维持行业“推荐”评级:** 国家限制产能政策仍将持续, 未来两年内行业整体供求关系仍将改善, 我们维持行业“推荐”的投资评级。东北、湖北、湖南区域供需将稳中有升, 西南区域 (尤其是川渝地区)、河南在 2012 年有望迎来业绩拐点, 推荐“亚泰集团”、“华新水泥”、“冀东水泥”、“海螺水泥”, 建议关注“四川双马”、“同力水泥”。
- **风险提示:** 需求端超预期下滑、产能限制政策重新放开、部分高盈利地区落后产能淘汰低于预期

目 录

1、水泥月度数据解读	4 -
需求：房地产投资带动水泥产量同比持续高增长	4 -
价格：东北需求强劲，价格继续上涨；其余地区下跌	6 -
产能利用率&库存：熟料窑运转率小幅上升	7 -
供给端：水泥投资持续反弹	11 -
2、本期专题：产能之惑	13 -
水泥产能之惑	13 -
产能过剩吗？产能审批什么时候会放开？	13 -
落后产能、在建产能究竟还有多少？	14 -
未来各区域产能利用率如何？	17 -
3、投资评级及策略	20 -
图 1、6 月份水泥产量创新高，同比增 19.9%，万吨	4 -
图 2、水泥产量同比增速持续高增长，%	4 -
图 3、6 月份水泥产量同比增速排序：西南>西北>东北>华北>中南>华东，%	4 -
图 4、房地产投资持续高增长，交运投资增速持续下滑，水利投资增速上升，%	5 -
图 5、中央项目投资增速为负，%	5 -
图 6、固投中建安工程增速远高于其他部分增速，%	5 -
图 7、铁路、公路 FAI 增速持续下滑，公共交通 FAI 增速加快，%	5 -
图 8、建筑、安装工程高增长，设备工器具购置投资增速上升很快，%	6 -
图 9、销售面积增速持续反弹，新开工面积增速稳定，施工面积增速略有下滑	6 -
图 10、全国各区域 P.O42.5 散装水泥价格变化，元/吨	7 -
图 11、全国熟料产能、产量、运转率，万吨、%	7 -
图 12、6 月份全国熟料窑运转率继续上升	7 -
图 13、6 月份华东地区水泥价格上升、熟料库存降低、产能利用率下降	8 -
图 14、华东地区熟料窑 6 月运转率达到 83.8%	8 -
图 15、安徽省熟料窑运转率依旧维持高位	8 -
图 16、限产保价主力省份之一：江苏	8 -
图 17、限产保价主力省份之二：浙江	8 -
图 18、山东省熟料窑运转率	9 -
图 19、江西省熟料窑运转率	9 -
图 20、6 月份珠三角地区价格、产能利用率平稳，熟料库存降低	9 -
图 21、6 月份珠三角地区熟料窑运转率略高于去年	9 -
图 22、6 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 23、6 月份京津冀地区熟料窑运转率持续攀升	10 -
图 24、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 25、水泥专用设备产量当月值及增长率，吨，%	12 -
图 26、水泥行业产能利用率不断提升	13 -
图 27、全国水泥行业利润率不断提升	13 -
图 28、华东地区产能利用率测算	14 -
图 29、全国各区域 2010 年熟料产能利用率测算	14 -
图 30、全国各省市落后熟料产能及占比	15 -
图 31、产能利用率与盈利示意图	17 -

表 1、	各省市产能利用率、库存及价格	- 11 -
表 2、	在建、拟建生产线统计（2010.12.31 之后）	- 16 -
表 3、	未来熟料产能变化预测，万吨	- 17 -
表 4、	全国各省市熟料产能预测	- 18 -
表 5、	全国各省市产能利用率预测	- 19 -

1、水泥月度数据解读

需求：房地产投资带动水泥产量同比持续高增长

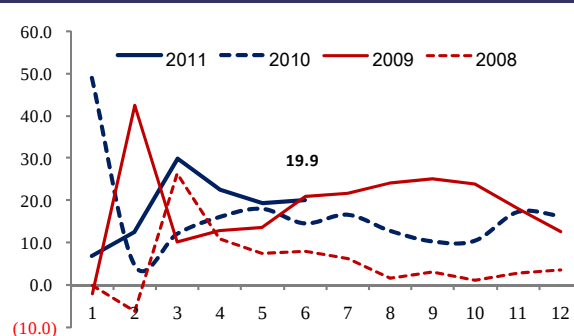
6 月份全国水泥产量持续高增长，达到 1.98 亿吨，单月产量同比增速达到 19.9%，环比 5 月份 1.96 亿吨产量，略有增长。

图 1、6 月份水泥产量创新高，同比增 19.9%，万吨



数据来源：Wind, 兴业证券研究所

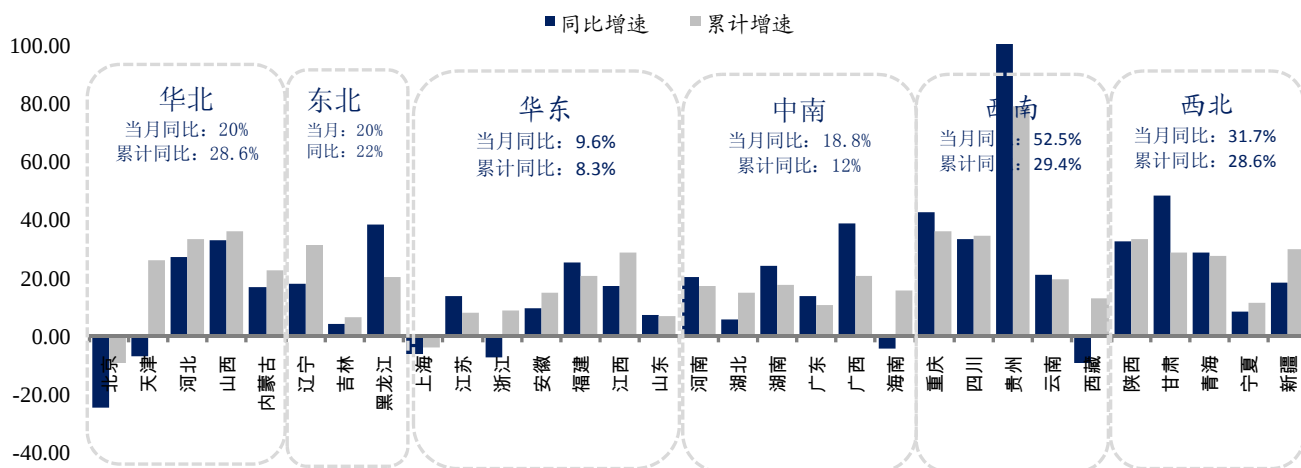
图 2、水泥产量同比增速持续高增长，%



数据来源：wind, 兴业证券研究所

分区域来看，6 月份水泥产量同步增速排序：西南>西北>东北>华北>中南>华东。
分省份看，河北、山西、黑龙江、广西、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃等省份单月同比增速接近或超过 30%。

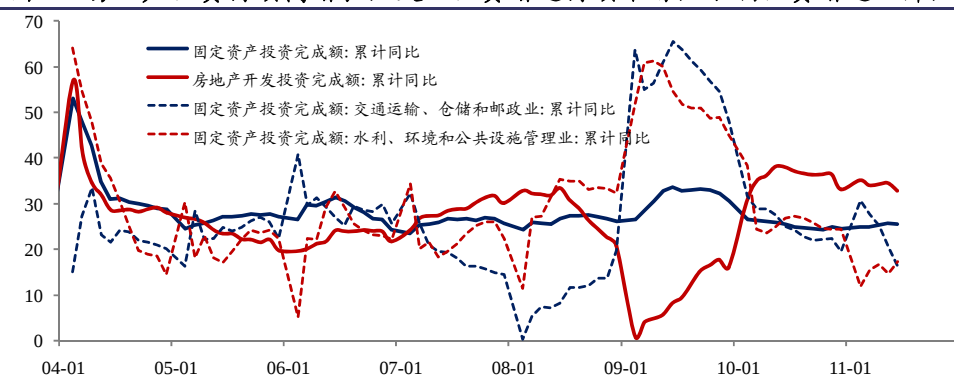
图 3、6 月份水泥产量同比增速排序：西南>西北>东北>华北>中南>华东，%



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、房地产投资持续高增长，交运投资增速持续下滑，水利投资增速上升，%



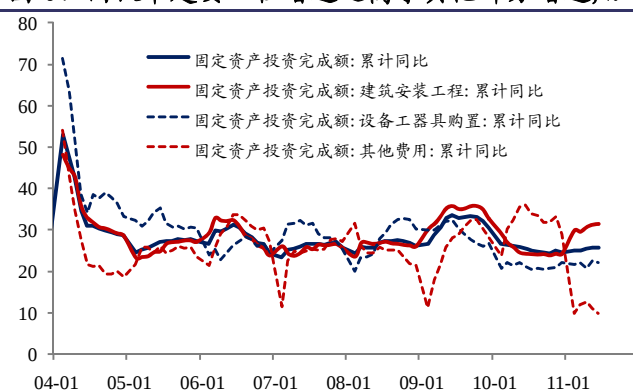
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 5、中央项目投资增速为负，%



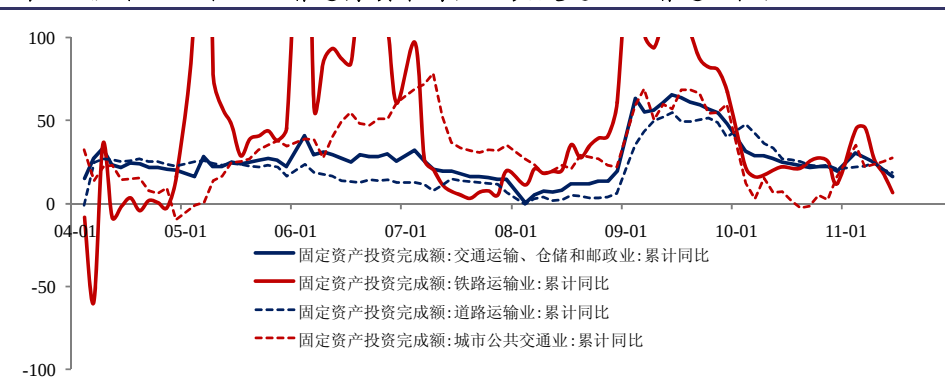
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 6、固投中建安工程增速远高于其他部分增速，%



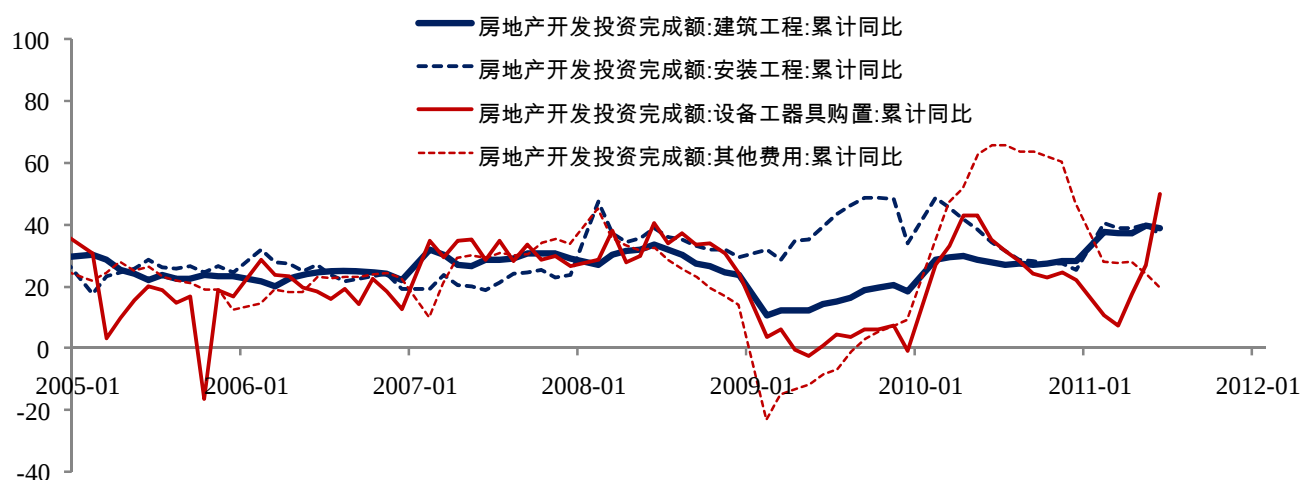
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 7、铁路、公路 FAI 增速持续下滑，公共交通 FAI 增速加快，%



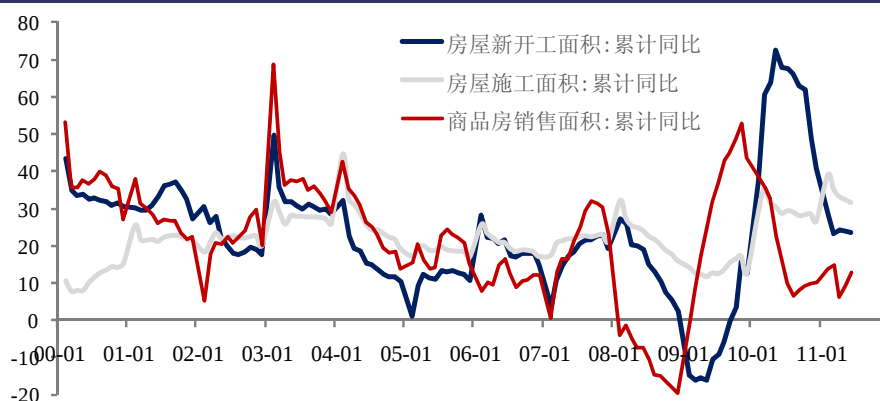
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 8、建筑、安装工程高增长，设备工器具购置投资增速上升很快，%



数据来源：wind, 兴业证券研究所

图 9、销售面积增速持续反弹，新开工面积增速稳定，施工面积增速略有下滑



数据来源：wind, 兴业证券研究所

价格：东北需求强劲，价格继续上涨；其余地区下跌

除东北外，全国 6 月份水泥价格出现普跌，华北地区价格跌幅最大。

华北地区水泥价格跌幅较大，主要原因：紧缩致需求下降，产能释放。天津、北京前期价格涨幅过多，在区域产能释放及需求下滑的双重打击下，价格出现深度回调。

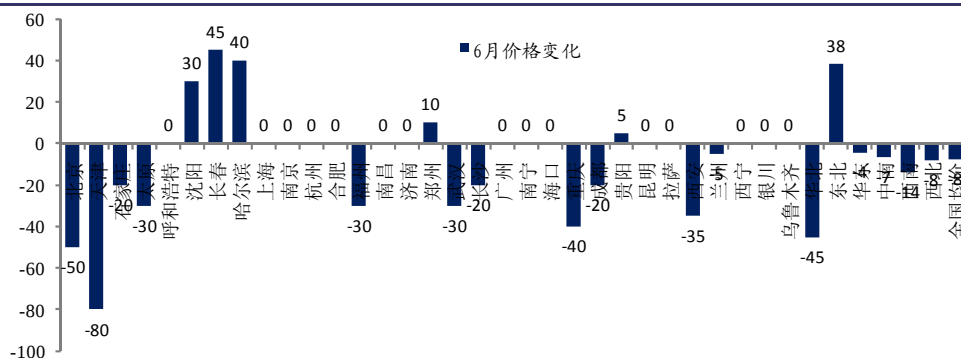
东北地区水泥价格出现大幅上涨，主要原因是需求强劲。

华东地区从 6 月底开始逐渐步入传统雨季，但大企业主导的限产保价使水泥价格总体稳定，只有福州地区出现 30 元/吨的下跌。

中南地区：河南地区出现 10 元/吨的价格上涨，主要原因是局部地区存在主动的停窑限产。湖北、湖南由于雨水天气持续，价格分别出现 30、20 元/吨的跌幅。

西南地区价格下跌主要体现在重庆、四川地区。重庆地区主要是由于限电已结束，库存增加，企业为了跑量纷纷下调价格。四川地区价格下跌仍旧是产能释放所致。

图 10、全国各区域 P.042.5 散装水泥价格变化，元/吨

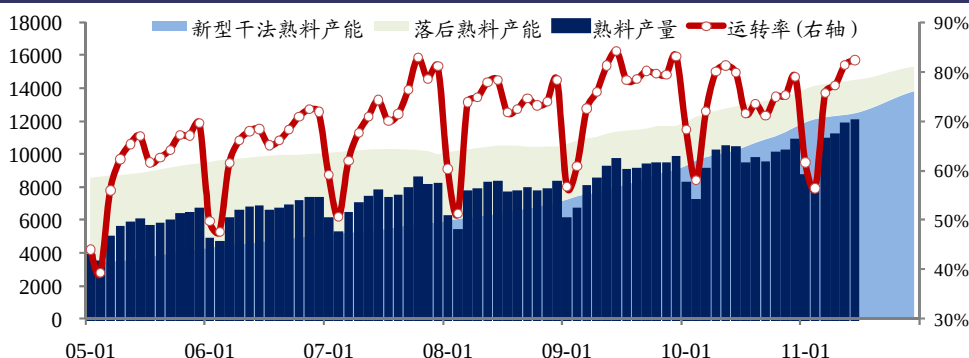


数据来源：数字水泥网、兴业证券研究所

产能利用率&库存：熟料窑运转率小幅上升

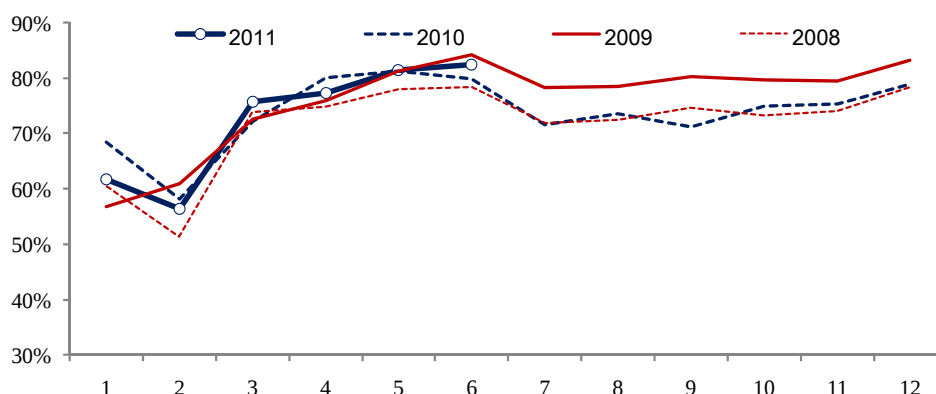
6 月份全国熟料产量 1.195 亿吨，创单月产量新高。6 月份全国熟料窑运转率约为 82.3%，较 5 月份 81.4%、去年 6 月份 80% 运转率水平上升。

图 11、全国熟料产能、产量、运转率，万吨、%



数据来源：wind, 兴业证券研究所

图 12、6 月份全国熟料窑运转率继续上升



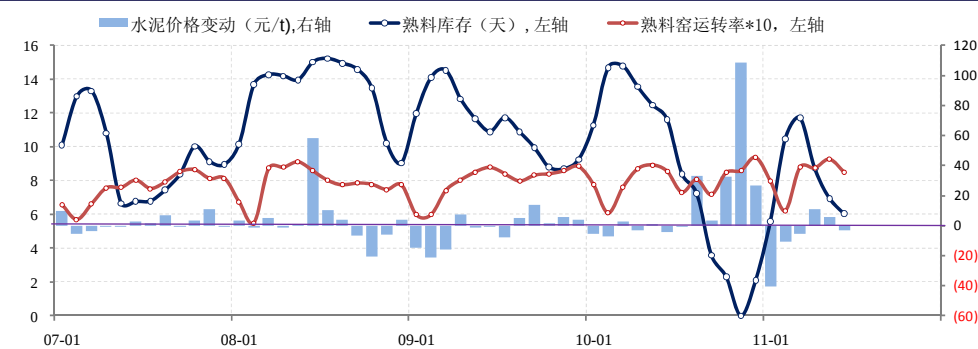
数据来源：兴业证券研究所

华东地区运行特征：限产保价成为主旋律。6 月份，华东地区熟料窑运转率由上月 91.6% 下降至 84.8%，低于去年同期 85.5% 的水平。虽然进入雨季，在限产保价

的作用下，除福建省水泥价格出现小幅下跌外，华东地区其余省份水泥价格基本稳定，这符合我们的预期。整个华东地区熟料库存出现小幅下降，这将有助于后续价格的稳定。

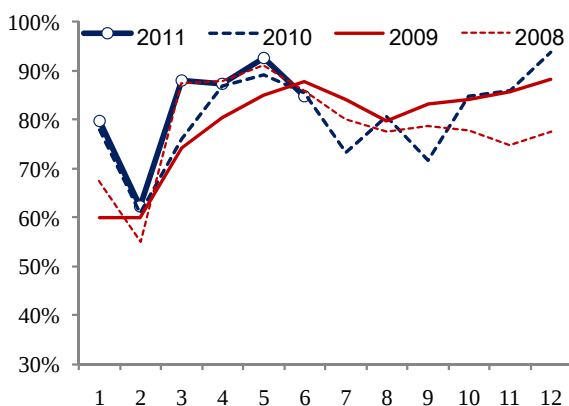
分省份来看，海螺水泥大本营所在的安徽省并没有出现运转率下降，这说明海螺水泥追求高运转率的竞争策略上并没有改变。区域协同更多体现在浙江、江苏两省的水泥企业之间，这两个省份熟料窑运转率同比、环比都出现了下降。

图 13、6 月份华东地区水泥价格上升、熟料库存降低、产能利用率下降



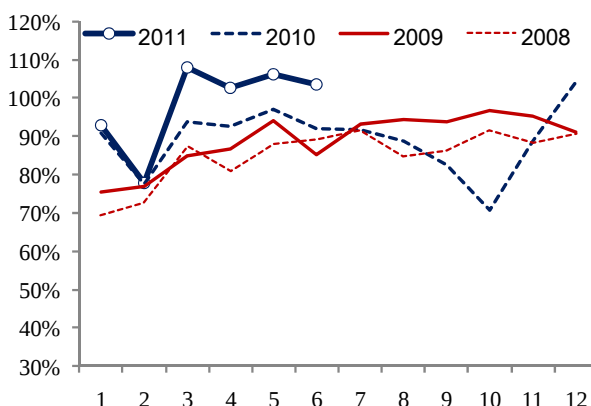
数据来源：兴业证券研究所

图 14、华东地区熟料窑 6 月运转率达到 83.8%



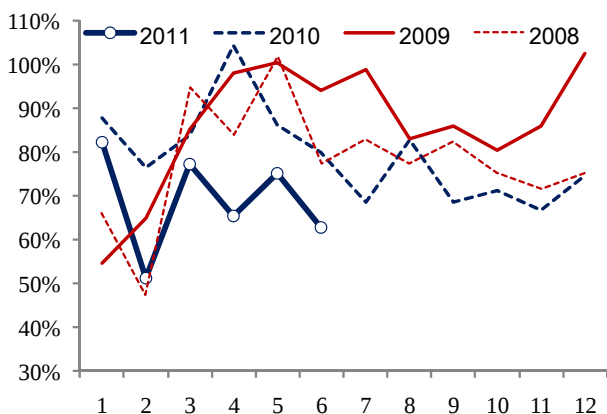
数据来源：兴业证券研究所

图 15、安徽省熟料窑运转率依旧维持高位



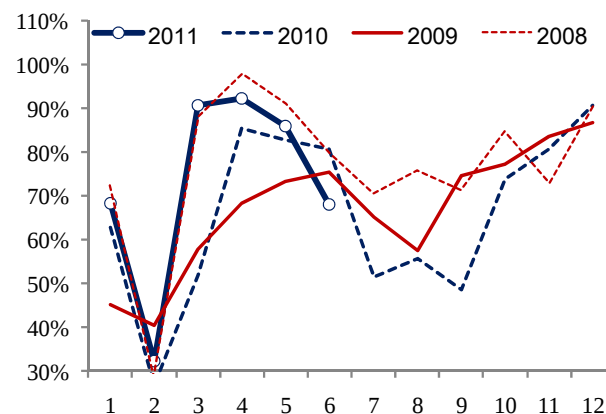
数据来源：兴业证券研究所

图 16、限产保价主力省份之一：江苏



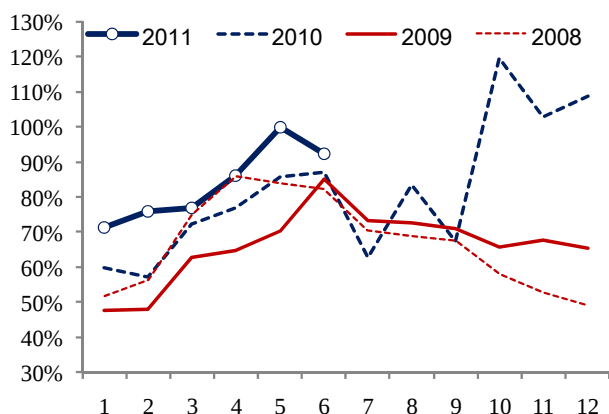
数据来源：兴业证券研究所

图 17、限产保价主力省份之二：浙江



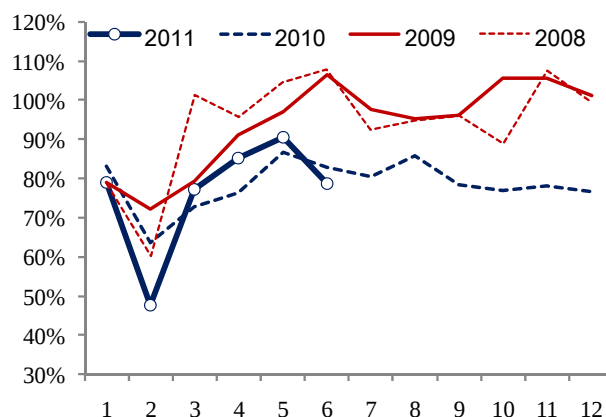
数据来源：兴业证券研究所

图 18、山东省熟料窑运转率



数据来源：兴业证券研究所

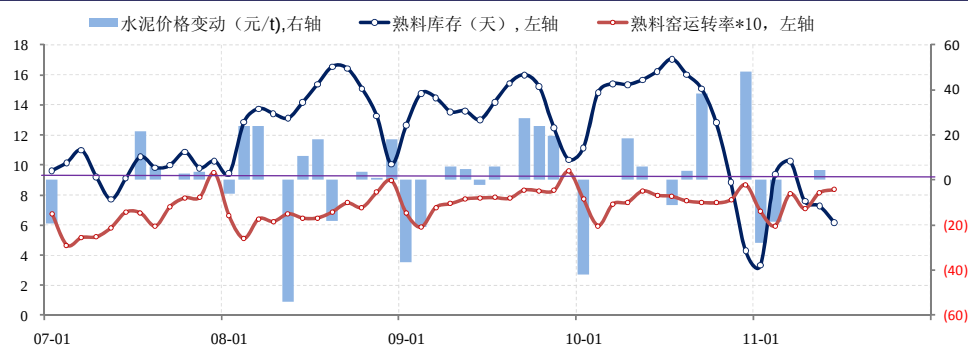
图 19、江西省熟料窑运转率



数据来源：兴业证券研究所

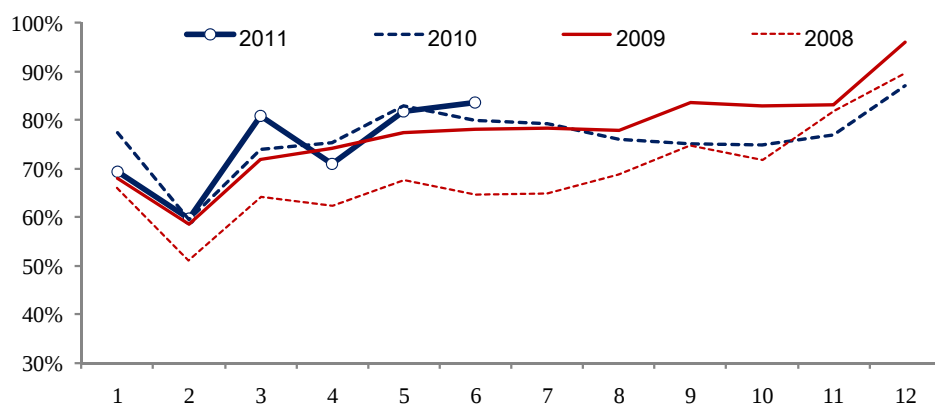
珠三角地区（广东、广西、海南）运行特征：价格、产能利用率平稳，熟料库存降低。6月份珠三角地区熟料窑运转率达到81.7%，较5月81.6%基本持平，略高于去年同期80%的水平。

图 20、6 月份珠三角地区价格、产能利用率平稳，熟料库存降低



数据来源：兴业证券研究所

图 21、6 月份珠三角地区熟料窑运转率略高于去年

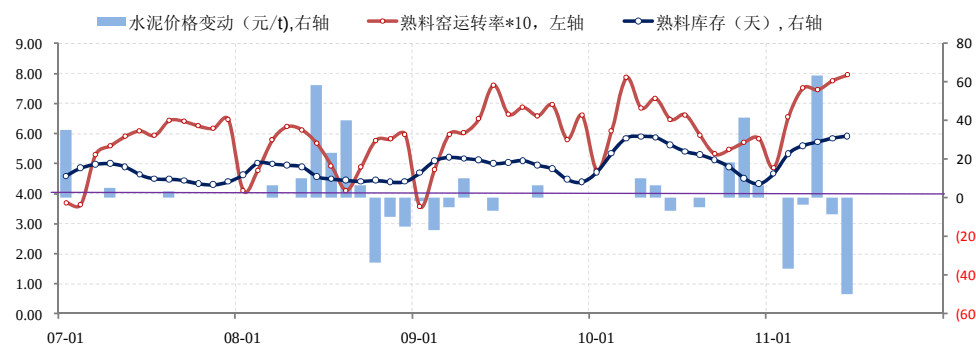


数据来源：兴业证券研究所

京津冀地区水泥运行特征：产能利用率、熟料库存持续上升，价格跌幅较大。持续的产能释放及需求端的下滑导致了熟料库存的持续攀升，京津冀区域水泥价格

出现了大幅下滑。

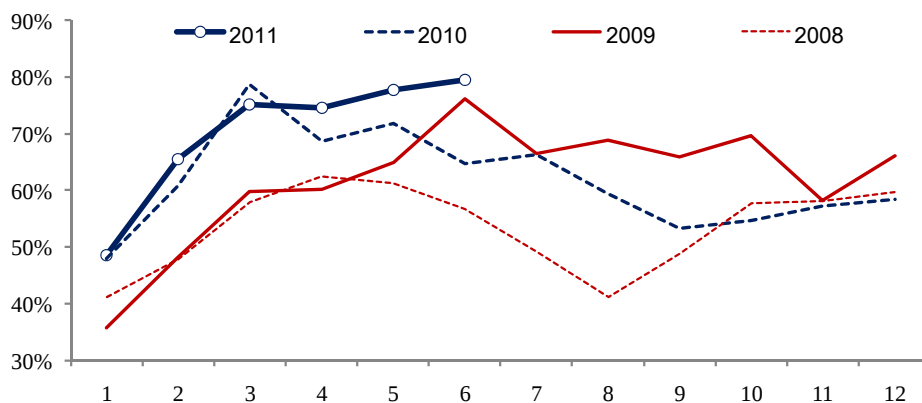
图 22、6 月份京津冀地区价格下调、熟料库存继续攀升、产能利用率上升



数据来源：兴业证券研究所

图 23、6 月份京津冀地区熟料窑运转率持续攀升

我们判断区域运转率大幅高于往年的主要原因是：产能结构的变化（2010、2011 年新型干法产能逐渐释放，2010 年淘汰了大量落后熟料产能）。新型干法产能相对与机立窑等落后产能有更高的运转率要求（两者供给曲线差异大）



数据来源：兴业证券研究所

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-6月	产能利用率-5月	产能利用率-去年同期	6月份水泥价格	价格变动	库存变动	说明
	%	%	%				元/吨	元/吨	天	
北京	-24.9	-9.5	0.0	105%	119%	121%	450	(50)	6	需求下降
天津	-7.1	25.9	(12.8)	74%	78%	94%	380	(80)	0	需求下降
河北	27.2	33.1	14.6	78%	74%	58%	350	(20)	2	产能释放
京津冀	23.5	30.4	12.2	80%	78%	65%	393	(50)	1	产能利用率上升，但库存也上升
山西	32.9	35.9	36.4	71%	59%	87%	350	(30)	(0)	
内蒙古	16.5	22.4	32.4	87%	89%	77%	430	0	1	
辽宁	17.7	30.8	0.3	88%	57%	83%	420	30	(5)	产能利用率上升
吉林	4.2	6.3	3.7	133%	131%	123%	465	45	(6)	
黑龙江	38.3	20.2	8.8	118%	98%	107%	480	40	(12)	需求旺盛
东北	20.4	20.0	2.7	106%	86%	98%	452	37	(7)	产能利用率上升，持续去库存
上海	-6.2	-4.1	0.0	21%	22%	29%	500	0	0	
江苏	13.7	7.7	4.6	63%	75%	80%	480	0	(2)	限产保价
浙江	-7.4	8.5	3.8	68%	86%	81%	480	0	1	需求下滑，限产保价
安徽	9.6	14.7	9.1	104%	106%	92%	450	0	2	产能利用率维持高位
福建	25.3	20.3	10.5	88%	88%	89%	490	(30)	(2)	
江西	17.2	28.4	12.2	86%	91%	83%	480	0	3	
山东	7.0	6.9	0.5	92%	100%	87%	420	0	0	产能利用率略有下滑
华东	9.3	11.8	6.1	85%	93%	85%	462	(3)	(1)	限产保价是主旋律
河南	20.1	16.9	11.9	70%	86%	74%	390	10	(2)	部分地区存在停窑限产
湖北	5.7	14.7	3.5	67%	67%	79%	450	(30)	(0)	雨季对需求影响大
湖南	24.1	17.3	8.3	79%	63%	69%	480	(20)	1	限电取消，价格下降，但仍存在限产保价
广东	13.6	10.6	(0.5)	84%	79%	79%	455	0	1	
广西	38.4	20.5	12.4	82%	79%	82%	360	0	(4)	
海南	-4.5	15.7	6.9	93%	117%	78%	500	0	1	
珠三角	23.2	14.8	4.4	84%	82%	80%	424	0	(1)	产能利用率上升，库存下降，有提价可能
重庆	42.5	35.9	26.9	86%	69%	72%	320	(40)	4	限电取消，价格下降
四川	33.0	34.5	18.6	77%	75%	78%	390	(20)	(1)	产能释放持续，价格继续下跌
贵州	161.0	78.7	32.7	87%	74%	55%	305	5	(2)	需求旺盛，仍处于与产能释放赛跑阶段，价格升幅小
云南	20.9	19.3	3.3	73%	80%	69%	330	0	(1)	
西藏	-9.5	12.9	9.4				600	0	0	
西南	54.9	38.0	19.1	81%	76%	72%	349	(14)	0	
陕西	32.4	33.2	25.0	89%	92%	85%	275	(35)	2	产能释放持续，库存继续上升，价格下降，但接近底部
甘肃	48.1	28.7	33.2	90%	78%	92%	435	(5)	(2)	供给上升较快，但集中度高，价格小幅下跌
青海	28.7	27.3	29.7	113%	90%	76%	435	0	2	
宁夏	8.2	11.5	30.5	62%	66%	64%	410	0	(4)	
新疆	18.3	29.6	40.5	62%	71%	78%	600	0	(5)	需求低于预期，产能利用率低于上月及往年
西北	29.9	29.2	31.0	81%	81%	82%	405	(14)	(3)	
全国	23.5	21.6	11.9	82%	81%	80%	418	(8)	(1)	

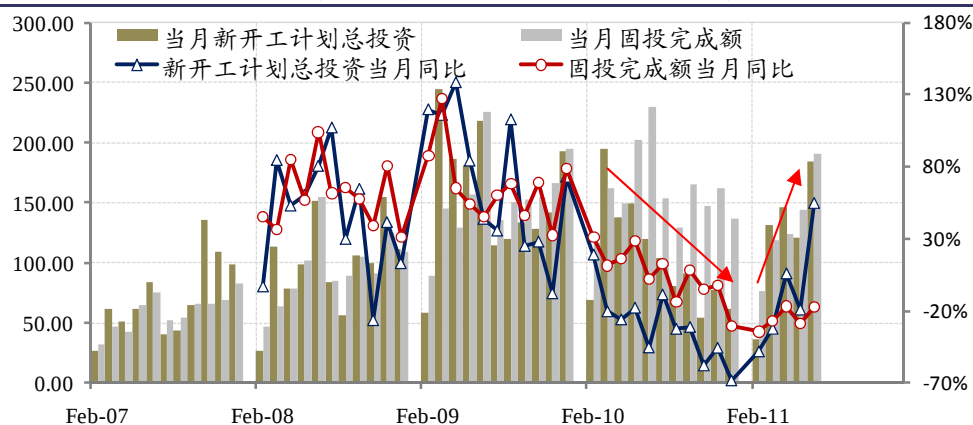
数据来源：兴业证券研究所

供给端：水泥投资持续反弹

虽然国家仍旧未放开新建产能的限制政策，但是6月份全国水泥投资完成额及新开工计划总投资额同比增速出现反弹。我们想提醒投资者的是，我们一直认为市场对于新增产能的预期可能过于乐观。根据我们一直以来的跟踪，2011年全年新增熟料产能有可能落在2.0~2.4亿吨的区间。

图 24、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

6 月水泥固投完成额、新开工计划总投资额分别为 190、185 亿元，同比增速分别为 -17.3%、54.7%



数据来源：数字水泥网，兴业证券研究所

图 25、水泥专用设备产量当月值及增长率，吨，%

6 月份水泥专用设备产量同比增速为-6.2%。



数据来源：Wind, 兴业证券研究所

2、本期专题：产能之惑

水泥产能之惑

本期专题，我们想回答以下几个问题：

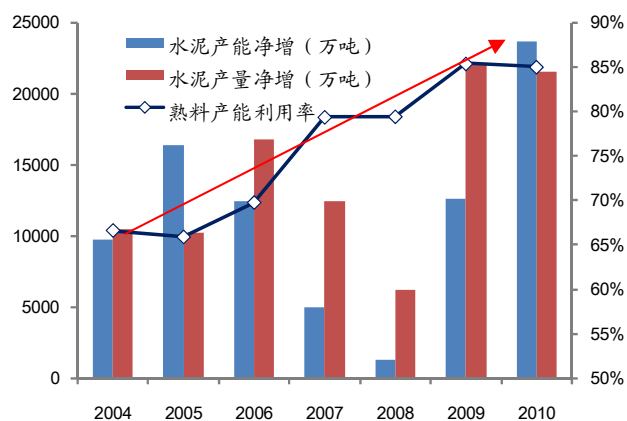
- (1) 如何看待“产能过剩”问题？
- (2) 落后水泥产能、在建产能究竟还有多少？
- (3) 未来各区域产能利用率如何？盈利改善的区域有哪些？

产能过剩吗？产能审批什么时候会放开？

我们的观点是水泥行业的产能过剩是阶段性、区域性、结构性的。

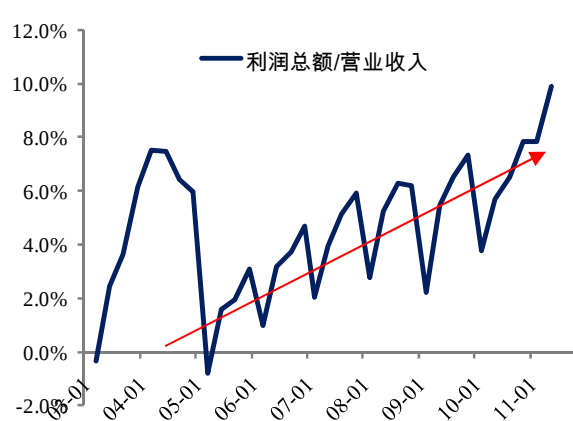
十一五期间，落后产能淘汰使得行业每年净增产能都低于需求增长，行业产能过剩状态得到大幅改善，这体现在水泥行业不断改善的盈利能力上。

图 26、水泥行业产能利用率不断提升



数据来源：兴业证券研究所

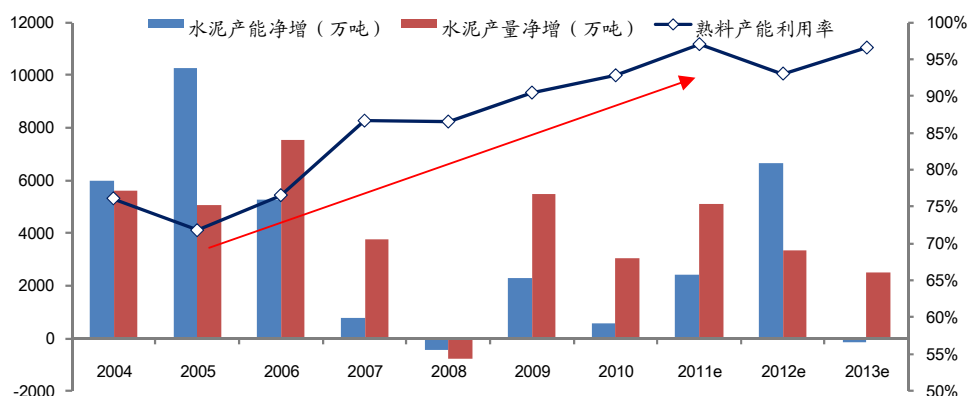
图 27、全国水泥行业利润率不断提升



数据来源：数字水泥, 兴业证券研究所

以华东地区为例，2005 年之后，落后产能淘汰使得区域水泥产能利用率不断上升，由 70% 左右上升至 2009 年 90% 的水平，行业整体处在供需基本匹配的阶段。由于水泥行业独特的低库存、区域性特征，供需匹配时价格会很敏感，供给端或需求端少量的扰动就会带来价格的大幅上涨，这就是我们对去年 4 季度水泥价格暴涨的解释（详细内容可参阅我们上期月报《价格之惑》）。从这个角度说，我们不同意华东地区水泥产能过剩的观点。

图 28、华东地区产能利用率测算

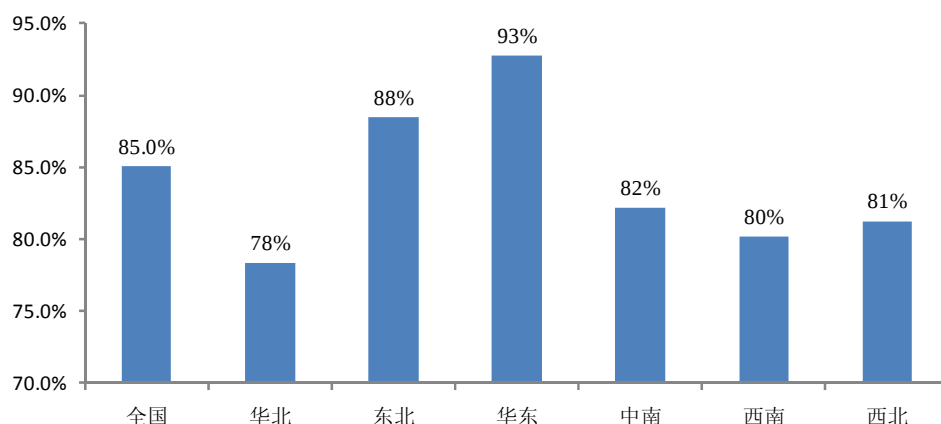


数据来源：兴业证券研究所

注：该产能利用率不是熟料窑运转率，产能以 310d 运转计算

分区域看，东北、华东地区属供需匹配区域。而华北、中南、西南属结构性、阶段性过剩，随着落后产能淘汰、需求稳步增长，产能过剩的问题将迎刃而解。西北区域产能利用率虽然只有 81%，但由于该地区季节性非常强，到旺季时产能利用率很高，并不存在产能过剩问题。

图 29、全国各区域 2010 年熟料产能利用率测算



数据来源：兴业证券研究所

注：该产能利用率不是熟料窑运转率，产能以 310d 运转计算

产能审批什么时候会放开？基于我们的统计，存量的在建线、拟建线数目相当大（参阅后文）。短期内，大范围放开的可能性确实很小。但基于“产能过剩阶段性、区域性过剩”的事实，未来产能审批将择机在不同区域有选择性地放开。未来行业供给端将趋于有序增长。

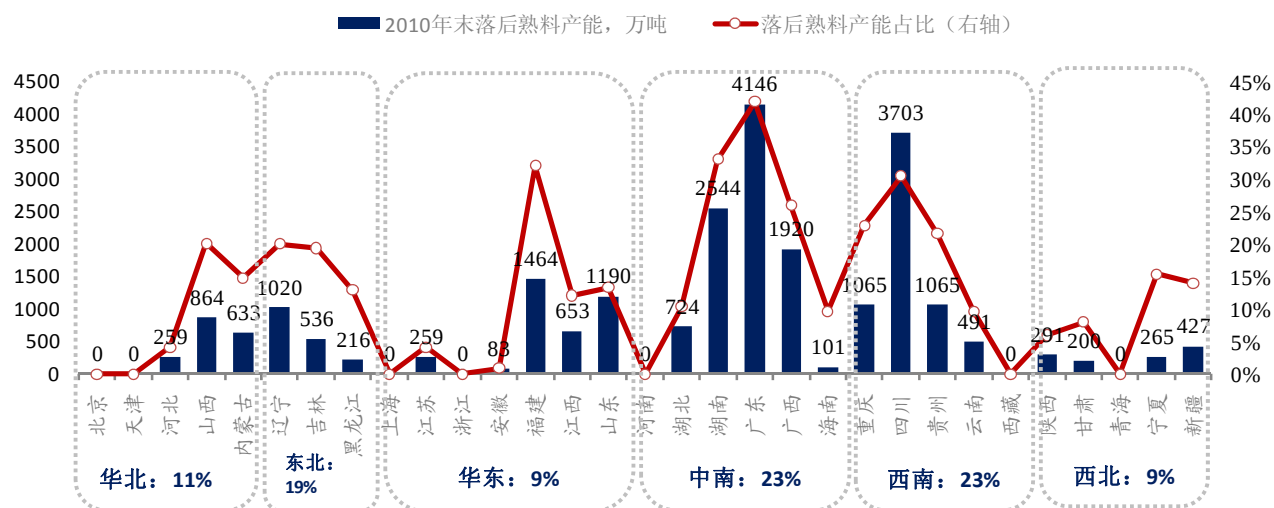
落后产能、在建产能究竟还有多少？

我们对全国各省市的落后产能（仅机立窑、中空窑等包含熟料生产环节的产能）、在建、拟建产能进行了详细的梳理。

市场一直质疑水泥行业落后产能淘汰的力度问题，从我们收集的数据来看，十一五期间落后产能淘汰力度其实很大，目前新型干法产能占比已经接近 85%，北京、

天津、上海、江苏、安徽、浙江、河南等区域落后产能占比已经几乎为 0。截至 2010 年末落后产能占比较大的省份主要有山西、内蒙古、辽宁、福建、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州。未来 2~3 年内，全国范围内基本消灭落后熟料产能是大概率事件。

图 30、全国各省市落后熟料产能及占比



数据来源：兴业证券研究所

基于资料的收集、整理，我们认为 2011、2012 年仍将有相当数量产能投放，这与市场上大多数机构观点不同。目前处在高盈利阶段的华东、西北区域，未来一段时间产能释放的力度其实很大，建议投资者关注供给端的风险。

表2、 在建、拟建生产线统计（2010.12.31 之后）

省份	在建		拟建		合计	
	条数	熟料产能	条数	熟料产能	条数	熟料产能
北京	0	0	0	0	0	0
天津	0	0	0	0	0	0
河北	10	1240	3	248	13	1488
京津冀	10	1240	3	248	13	1488
山西	20	2341	8	1163	28	3503
内蒙古	17	1845	7	989	24	2833
华北	47	5425	18	2399	65	7824
辽宁	6	899	7	1054	13	1953
吉林	2	295	4	527	6	822
黑龙江	3	419	0	0	3	419
东北	11	1612	11	1581	22	3193
上海	0	0	0	0	0	0
江苏	5	930	0	0	5	930
浙江	2	304	0	0	2	304
安徽	18	3333	2	295	20	3627
福建	11	1510	7	946	18	2455
江西	6	970	4	574	10	1544
山东	11	1535	2	310	13	1845
华东	53	8581	15	2124	68	10704
河南	9	1184	5	775	14	1959
湖北	2	202	2	202	4	403
湖南	13	1659	5	667	18	2325
广东	19	3054	11	1814	30	4867
广西	12	1783	8	1225	20	3007
海南	1	372	0	0	1	372
珠三角	32	5208	19	3038	51	8246
中南	56	8252	31	4681	87	12933
重庆	12	1773	3	434	15	2207
四川	25	2908	1	78	26	2985
贵州	21	2303	7	936	28	3240
云南	21	1891	2	233	23	2124
西藏	0	0	0	0	0	0
西南	79	8875	13	1680	92	10556
陕西	11	1600	5	946	16	2545
甘肃	12	1504	4	512	16	2015
青海	4	453	2	155	6	608
宁夏	5	419	0	0	5	419
新疆	45	5206	16	1827	61	7034
西北	77	9181	27	3439	104	12620
合计	323	41926	115	15905	438	57831

数据来源：兴业证券研究所

我们对未来 2 年内水泥行业新增熟料产能进行了测算，2011、2012、2013 年实际发挥作用的净增产能分别为 16654、16337、3498 万吨，这与市场上大多数机构认为行业产能净增为负的观点不同。

表3、未来熟料产能变化预测，万吨

	2010	2011E	2012E	2013E
新干法熟料产能投放	26102	23805	15681	5847
实际新增量	23813	24068	23514	12681
落后熟料产能淘汰	7752	6401	9506	8211
实际减小量	8472	7414	7177	9183
产能净增量	15341	16654	16337	3498

数据来源：兴业证券研究所

注：2010年新干法熟料产能投放与协会公布数据略有不同

实际新增量是指考虑投放时间，只计算在投放年度实际发挥作用的产能

我们假设 2011-2013 年，落后熟料产能淘汰完毕

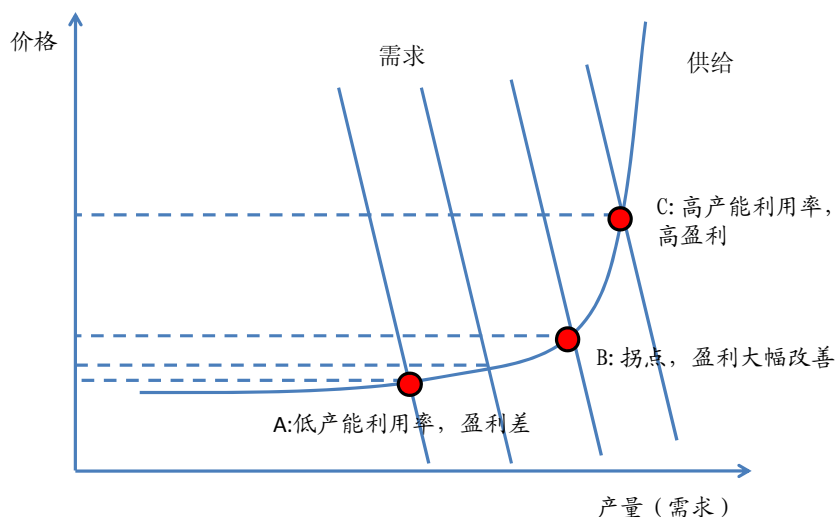
未来各区域产能利用率如何？

图 31、产能利用率与盈利示意图

A 状态：处于消化产能阶段，随着产能利用率提高，价格提升不快，业绩改善幅度小

B 状态：产能利用率与行业盈利的拐点，随着产能利用率提升，价格大幅上涨，盈利大幅改善。对于水泥行业，由于区域各自的产能利用模式不同，不同区域该临界值不同，大致在 90%-95% 的水平。

C 状态：高产能利用率，高盈利。但同时具备高风险特征，



数据来源：兴业证券研究所

我们试图通过测算不同区域未来 3 年的产能利用率情况，参照各自目前的盈利水平，来筛选未来值得提前布局的区域以及布局时点。基于我们的假设（需求增长、落后产能淘汰、新干法产能投放），我们得出以下结论：

华东、珠三角、西北区域盈利处在高位，而未来产能利用率有走低可能，存在景气度下滑风险，对应状态 C。

东北、湖南、湖北区域今年水泥价格的走势与我们的模型测算相符合，今年业绩将大幅改善，且未来一段时间景气度将稳中有升。

西南区域（尤其是四川省）、河南在 2012 年有望迎来业绩拐点，正处于 A 状态到 B 状态的过渡进程中。

表4、全国各省市熟料产能预测

省份	落后产能淘汰			新干法产能投放			产能净增			年末熟料产能			
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
北京	0	0	0	0	0	0	0	0	0	629	629	629	629
天津	0	0	0	0	0	0	0	0	0	205	205	205	205
河北	152	107	0	1194	264	0	1042	157	0	6329	7370	7527	7527
京津冀	152	107	0	1194	264	0	1042	157	0	7163	8204	8361	8361
山西	385	240	240	1156	884	465	771	644	226	4297	5069	5713	5938
内蒙古	122	256	256	1107	660	152	985	405	(104)	4452	5437	5842	5738
华北	659	602	495	3457	1807	617	2798	1205	122	15912	18710	19915	20037
辽宁	382	319	319	0	574	264	(382)	255	(56)	5097	4715	4969	4914
吉林	119	209	209	295	0	0	176	(209)	(209)	2774	2950	2741	2533
黑龙江	216	0	0	295	0	0	79	0	0	1676	1755	1755	1755
东北	717	528	528	589	574	264	(128)	46	(264)	9547	9419	9465	9201
上海	0	0	0	0	0	0	0	0	0	140	140	140	140
江苏	148	111	0	930	0	0	782	(111)	0	6261	7043	6932	6932
浙江	0	0	0	155	149	0	155	149	0	7223	7378	7527	7527
安徽	71	12	0	1705	1194	279	1634	1182	279	9609	11243	12425	12704
福建	67	699	699	1076	140	155	1009	(559)	(544)	4570	5579	5020	4476
江西	376	277	0	443	527	0	67	250	0	5421	5488	5738	5738
山东	592	299	299	1256	155	0	664	(144)	(299)	8956	9619	9475	9176
华东	1254	1398	998	5565	2164	434	4311	766	(564)	42179	46489	47256	46692
河南	0	0	0	719	310	465	719	310	465	8032	8751	9061	9526
湖北	194	265	265	0	78	124	(194)	(188)	(141)	6983	6789	6601	6460
湖南	848	848	848	1085	419	450	237	(430)	(399)	7709	7946	7516	7118
广东	254	1946	1946	1457	1070	496	1203	(877)	(1450)	9897	11100	10223	8773
广西	225	848	848	775	1163	605	550	315	(243)	7413	7963	8278	8035
海南	58	43	0	372	0	0	314	(43)	0	1047	1361	1318	1318
珠三角	537	2837	2794	2604	2232	1101	2067	(605)	(1693)	18356	20423	19819	18126
中南	1579	3950	3907	4408	3038	2139	2829	(912)	(1768)	41080	43909	42998	41230
重庆	354	355	355	1618	155	0	1264	(200)	(355)	4658	5922	5722	5366
四川	1074	1315	1315	2040	713	78	966	(602)	(1237)	12250	13216	12614	11377
贵州	250	408	408	1290	936	518	1040	529	110	4931	5970	6499	6609
云南	76	208	208	977	846	155	901	639	(53)	5101	6001	6640	6588
西藏	0	0	0	0	0	0	0	0	0	217	217	217	217
西南	1754	2285	2285	5924	2651	750	4170	366	(1535)	27156	31326	31692	30157
陕西	165	126	0	1141	450	676	976	324	676	4891	5867	6191	6867
甘肃	104	96	0	574	713	295	470	617	295	2510	2979	3596	3891
青海	0	0	0	453	0	0	453	0	0	719	1172	1172	1172
宁夏	63	202	0	419	0	0	356	(202)	0	1725	2081	1879	1879
新疆	106	321	0	828	4058	285	722	3737	285	3053	3774	7511	7797
西北	438	745	0	3413	5220	1256	2975	4475	1256	12898	15873	20348	21604
全国	6401	9506	8211	23355	15454	5459	16954	5947	(2752)	148772	165726	171673	168921

数据来源：兴业证券研究所

表5、全国各省市产能利用率预测

省份	人均累计水泥产量	城镇化率	水泥产量增长率假设			有效产能增长率			产能利用率预测				利润总额/营业收入
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	
北京	12.7	85%	-3%	-3%	-3%	0%	0%	0%	116%	113%	109%	106%	12.7%
天津	7.3	78%	15%	10%	5%	-13%	0%	0%	90%				5.3%
河北	18.5	43%	15%	15%	10%	18%	13%	2%	82%				11.5%
京津冀	16.1	55%	14%	14%	9%	15%	11%	2%	86%	85%	86%	92%	11.3%
山西	12.3	46%	20%	15%	15%	28%	19%	12%	64%	60%	58%	60%	0.7%
内蒙古	12.4	53%	20%	15%	10%	28%	18%	4%	79%	74%	72%	76%	8.7%
华北	14.7	53%	16%	14%	10%	22%	15%	5%	78%	74%	74%	77%	9.4%
辽宁	16.2	60%	20%	10%	10%	3%	-2%	3%	66%	78%	87%	93%	1.8%
吉林	12.2	53%	10%	10%	10%	4%	5%	-7%	126%	132%	139%	164%	5.1%
黑龙江	8.0	56%	20%	15%	15%	8%	5%	1%	95%	106%	115%	131%	9.5%
东北	12.3	57%	17%	11%	11%	4%	2%	0%	88%	99%	109%	122%	4.9%
上海	7.5	89%	-5%	-5%	-5%	0%	0%	0%	41%	39%	37%	35%	9.2%
江苏	19.8	56%	6%	3%	0%	2%	9%	-1%	90%	94%	89%	90%	11.5%
浙江	24.7	58%	5%	2%	0%	2%	1%	2%	80%	82%	83%	82%	17.9%
安徽	11.4	42%	10%	10%	10%	5%	18%	5%	103%	108%	100%	105%	23.6%
福建	14.0	51%	15%	10%	10%	11%	15%	-11%	98%	101%	96%	119%	7.8%
江西	12.4	43%	20%	10%	10%	9%	5%	2%	90%	98%	103%	112%	15.4%
山东	20.4	48%	5%	0%	0%	-2%	7%	-3%	94%	101%	94%	97%	11.1%
华东	17.3	52%	8%	4%	4%	4%	9%	0%	93%	97%	93%	96%	14.4%
河南	12.4	38%	15%	15%	15%	12%	7%	6%	81%	83%	89%	96%	10.7%
湖北	13.9	46%	10%	10%	10%	6%	-2%	-3%	85%	88%	99%	112%	9.6%
湖南	12.5	43%	15%	10%	10%	10%	2%	-6%	77%	80%	87%	101%	7.3%
广东	15.7	63%	5%	3%	3%	3%	11%	-11%	85%	86%	80%	92%	9.8%
广西	13.2	39%	15%	10%	10%	13%	11%	-2%	84%	85%	85%	95%	15.4%
海南	9.1	49%	20%	15%	15%	1%	29%	-2%	75%	89%	80%	94%	15.7%
珠三角	15.4	55%	9%	6%	6%	7%	12%	-6%	84%	86%	82%	93%	12.1%
中南	13.5	47%	12%	10%	10%	8%	7%	-3%	82%	85%	87%	99%	10.5%
重庆	11.0	52%	30%	20%	10%	28%	12%	-5%	81%	82%	87%	101%	-1.4%
四川	11.9	39%	28%	20%	15%	22%	5%	-7%	83%	86%	98%	121%	4.4%
贵州	7.4	30%	50%	30%	20%	41%	15%	9%	75%	80%	91%	100%	-5.0%
云南	10.4	34%	15%	15%	15%	5%	17%	7%	78%	85%	84%	90%	5.7%
西藏	5.8	24%	10%	10%	10%	11%	0%	0%	106%	105%	115%	127%	20.7%
西南	10.5	38%	28%	21%	15%	22%	10%	-1%	80%	84%	92%	106%	3.0%
陕西	9.8	44%	20%	15%	15%	23%	18%	10%	86%	84%	82%	86%	4.5%
甘肃	9.6	33%	20%	15%	15%	41%	14%	16%	90%	77%	78%	77%	14.3%
青海	10.0	42%	20%	15%	15%	26%	42%	0%	78%	74%	60%	69%	19.5%
宁夏	15.6	46%	10%	15%	20%	32%	14%	-7%	72%	60%	60%	78%	19.9%
新疆	10.5	40%	35%	35%	35%	43%	48%	59%	70%	67%	61%	52%	19.4%
西北	10.3	40%	22%	19%	20%	32%	25%	22%	81%	75%	71%	70%	17.5%
全国	13.9	47%	15%	11%	10%	12%	10%	2%	85%	87%	87%	94%	9.9%

数据来源：兴业证券研究所

注：有效产能增长率考虑了新产能投放时间，并假设落后产能在下半年均匀淘汰

预测水泥需求的难度不亚于判断宏观经济走势，我们参照不同区域人均水泥累计产量、城镇化率这两个指标（表征长期需求），给出 2011-2013 年不同区域水泥行业的需求增速预测

3、投资评级及策略

- **维持行业“推荐”评级**

国家限制产能政策持续，未来两年内行业整体供求关系将稳中有升，我们维持行业“推荐”的投资评级。

- **投资策略：积极布局处于价格洼地的水泥股**

东北、湖北、湖南区域供需仍将向好，西南区域（尤其是四川省）、河南在 2012 年有望迎来业绩拐点，推荐“亚泰集团”、“华新水泥”、“冀东水泥”、“海螺水泥”，建议关注“四川双马”、“同力水泥”。

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 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。