

2011-05-20
策略动态报告

供需偏紧下的中游产业投资机遇

——《工信部 2011 年淘汰落后产能目标任务》的点评

◆事件：工信部下达 2011 年淘汰落后产能目标任务

近期，工业和信息化部分解下达 2011 年淘汰落后产能目标任务。该任务主要将淘汰 18 个落后产能分解下达达到各个地区。分地区看，河北、河南、山东、山西、浙江等省淘汰落后产能任务较重。

◆淘汰总产能超预期，钢铁水泥造纸等行业淘汰力度加大

比较 2009-2011 年淘汰落后产能的数据，主要有以下几个特点：

首先，多数行业的淘汰力度逐年上升，总淘汰量随之递增。与 2010 年相比，2011 年行业超预期较大。数量较大占比较高的炼钢、水泥、玻璃、造纸等淘汰的总量要远超过 2010 年的目标值和实际淘汰值，分别是 2010 年实际淘汰量的 3.0、1.2、2.6、1.6 倍。占比较小的电解铝、电石、铜冶炼、铅冶炼也为原来的 1.6-2.2 倍。

其次，由于节能减排的考核压力和淘汰落后产能受到中央财政补贴，所以从实际淘汰量来看，多为超出目标值，2010 年实际淘汰量的平均值超出目标值 23%。由此我们对 2011 年各行业的淘汰目标执行情况和力度持乐观态度。

第三，分析 2010 年淘汰产能占 2009 年比例和 2011 年淘汰产能占 2010 年比例数据来看，炼钢、电解铝、铜冶炼、铅冶炼、水泥、玻璃、造纸等行业的力度加大；铁合金、锌冶炼、化纤等行业力度稍小于去年。

第四，新增产能方面，炼钢和机制纸的高点已经分别在 04 年和 05 年出现，平板玻璃 08 年达到顶峰，水泥在 09 年出现了一波较大的上升。我们认为对于高耗能重资产的中游产业来说，新增产能总量和增速的最高峰已经过去，未来逐步会向供需平衡以至于偏紧的方向收敛。

第五，从自下而上的行业观点汇总来看，无论是总量还是占比，2011 年炼钢、水泥、造纸行业的淘汰力度超预期。有色金属的淘汰占比虽然较大，但由于淘汰总量较小，所以对该行业影响并不大。

◆政府主导的主动淘汰+电荒被动淘汰提高产业集中度

政府主导的淘汰落后产能不仅加大了经济转型和环境保护的力度，而且还提高了产业集中度，对行业长期健康成长以及优势企业盈利改善将是持续性的利好；而近期电荒所带来的成本增加和限电措施也会进一步加速推动行业落后产能退出市场的速度。

◆供给关系偏紧下的投资机会——钢铁、水泥、造纸

综上所述，从供给关系来看，淘汰落后产能的政策和执行对相关产业是持续性的收缩供给，而从产能过剩到平衡将是一个长期的累积效应；产能供需的平衡不仅要考虑淘汰的产能，还需要考虑需求、新增产能等因素，这些将制约这一产业的集中速度和质量。钢铁、水泥、造纸经历了前期的持续性淘汰，供需关系已经从严重过剩过度到了供需平衡的局面。从淘汰落后产能的初衷出发，其调控目标是提高生产效率、减少资源浪费，而这不仅对产业的持续高效发展有提升作用，而且产业中的优势公司也能从中受益。同时，中短期的限电、金融紧缩，长期的中西部投资开发等对相关落后产业也具有外部的催化作用。

基于以上分析，我们认为水泥、钢铁、造纸等产业将会在目前紧平衡的供需关系中持续提高边际效用，而有色、玻璃、化工等行业也将会受益，但由于目前还未到供需平衡的临界点，受益程度将不如前者。

策略分析师：

薛俊（执业证书编号：S0930510120022）

021-22169045

xuejun1@ebsecn.com

开文明（执业证书编号：S0930510120012）

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

肖超虎（执业证书编号：S0930510120011）

021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930510120014）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

范敏（执业证书编号：S0930510120021）

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

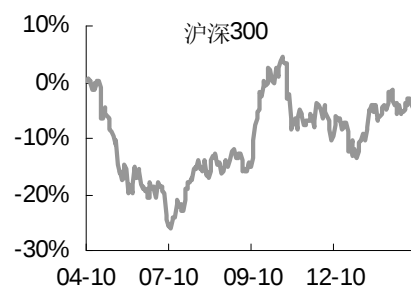
联系人：

刘名斌

021-22169170

liumb@ebsecn.com

大盘表现 (12 个月)



《在扰动中买入，继续看好中游和金融》
..... 2011-05-03

事件---工信部下达 2011 年淘汰落后产能目标任务

近期，工业和信息化部分解下达 2011 年淘汰落后产能目标任务。该任务主要将淘汰 18 个落后产能分解下达到各个地区，分地区看，河北、河南、山东、山西、浙江等省淘汰落后产能任务较重。

淘汰总产能超预期，钢铁水泥造纸等行业淘汰力度加大

比较 2009-2011 年淘汰落后产能的数据，我们发现以下几个特点：

首先，多数行业的淘汰力度逐年上升，总淘汰量随之递增。与 2010 年相比，2011 年淘汰的多数行业超预期。其中数量较大占比较高的炼钢、水泥、玻璃、造纸等淘汰的总量要远超于 2010 年的目标值和实际淘汰值，分别是 2010 年实际淘汰量的 3.0、1.2、2.6、1.6 倍。占比较小的电解铝、电石、铜冶炼、铅冶炼也为原来的 1.6-2.2 倍。

其次，由于受到节能减排的考核压力以及淘汰落后产能受到中央财政补贴，所以从实际淘汰量来看，多为超出目标值，2010 年实际淘汰量的平均值超出目标值 23%。由此我们对 2011 年各行业的淘汰目标执行情况持乐观态度。

第三，分析 2010 年淘汰产能占 2009 年比例和 2011 年淘汰产能占 2010 年比例数据来看，炼钢、电解铝、铜冶炼、铅冶炼、水泥、玻璃、造纸等行业的力度加大；铁合金、锌冶炼、化纤等行业力度稍小于去年。

第四，新增产能方面，炼钢和机制纸的高点已经分别在 04 年和 05 年出现，平板玻璃 08 年达到顶峰，水泥在 09 年出现了一波较大的上升。我们认为对于高耗能重资产的中游产业来说，落后产能淘汰力度的加大、未来需求增速的下滑和制造成本的上升，新增产能增速的高峰已经过去，未来逐步会向供需平衡偏紧的方向收敛。

第五，从自下而上的行业观点汇总来看，无论是总量还是占比，2011 年炼钢、水泥、玻璃和造纸行业的淘汰力度超预期。有色金属的淘汰占比虽然较大，但由于淘汰总量较小，所以对该行业影响并不大。

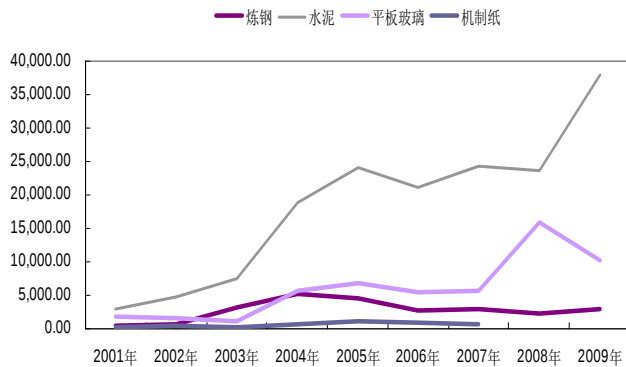
表 1：2011 年淘汰落后产能力度明显加大

	2009 年实际	2010 年目标	2010 年实际	2011 年目标	单位	2011 目标/2010 实际
炼铁	2113	3000	3525	2653	万吨	0.75
炼钢	1691	825	876	2627	万吨	3.00
焦炭	1809.06	2127	2587	1870	万吨	0.72
铁合金	162.1	144	172	185.7	万吨	1.08
电石	46.68	71.8	74.5	137.5	万吨	1.85
电解铝	31.35	33.9	37.1	60	万吨	1.62
铜冶炼		11.7	14.5	29.1	万吨	2.01
铅冶炼		24.3	26.6	58.5	万吨	2.20

锌冶炼		11.3	29.4	33.7	万吨	1.15
水泥	7416	9155	10728	13355	万吨	1.24
玻璃	600	648	994	2600	万重量箱	2.62
造纸	50.7	432	465	744.5	万吨	1.60
酒精	35.5	67.7	68.8	42.7	万吨	0.62
味精	3.5	18.9	19.5	8.3	万吨	0.43
柠檬酸	0.8	1.7	1.7	1.45	万吨	0.85
制革		1200	1436	397	万标张	0.28
印染		31.3	38.1	17.3	亿米	0.45
化纤		55.8	67.4	34.97	万吨	0.52

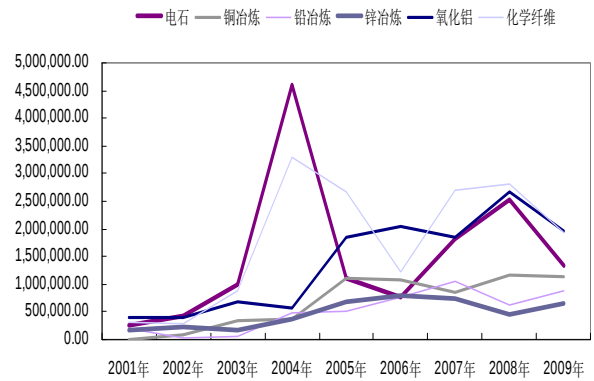
数据来源：工信部，光大证券研究所

图 1：炼钢、建材和造纸的新增产能（万吨/年）



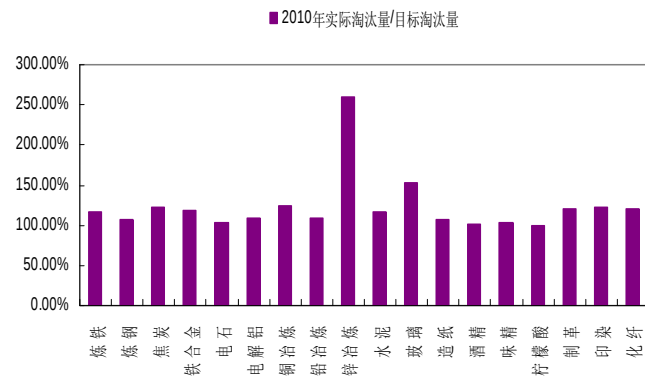
数据来源：工信部，WIND，光大证券研究所

图 2：有色冶炼、化纤和电石的新增产能（万吨/年）

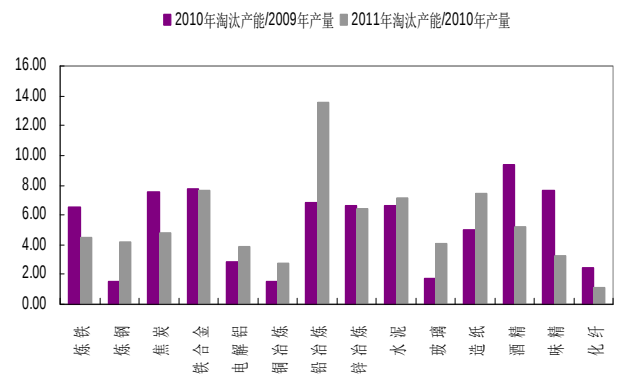


数据来源：工信部，WIND，光大证券研究所

图 3：2010 年实际淘汰量远高于目标淘汰量（单位：%） 图 4：2011 年淘汰产能占比提高（单位：%）



数据来源：工信部，光大证券研究所



数据来源：工信部，WIND，光大证券研究所

政府主导的主动淘汰+电荒被动淘汰提高产业集中度

政府主导的淘汰落后产能不仅加大了经济转型和环境保护的力度，而且还提高了产业集中度，对行业长期健康成长以及优势企业盈利改善将是持续性的利好；而近期电荒所带来的成本增加和限电措施也会进一步加速推动行业落后产能退出市场的速度。

表 2：全国各地提高电价以及缺电状况

时间	省市情况
4 月上旬	16 个省平均上调上网电价约 1.3 分/度。山西、山东等五省、河南等两省分别上调 2.6 分/度、2 分/度、上调 1.5 分/度，有三个省上调 1 分/度，一个省上调 0.9 分/度，还有四个省上调 0.4-0.5 分/度。
5 月中旬	补充上调江西、湖南和贵州三省火电上网电价 3 分/度。
4 月 24 日	浙江全省缺电 200 千瓦-300 万，4 月份电量增长 19% 左右，缺口较大。一季度浙江省用电量同比增长 15%，其中化工有色等高耗能产业增幅达 20%。
4 月 28 日	江苏今夏最大统调缺口在 1100 万千瓦以上，缺口近 16%，占全国用电缺口近三分之一。拟实施的限电方案共涉及工商企业 6.8 万户，限电数量比同期增长 35%。
5 月 10 日	安徽预计上半年全省全社会用电量将保持平稳增长，增长在 14% 左右，在第二季度全省度夏的高峰时电力供应会有一定缺口。
5 月 11 日	河南预计今夏最大供电缺口将达 485 万千瓦，若电煤供应形势恶化或煤质下降影响机组运行，这一缺口还将更大。
5 月 11 日	湖南十家主力统调电厂大部分存煤都在警戒线以下，目前湖南电力缺口为 400 万千瓦每天，日电量缺口 8000 万千瓦时，均占需求量大 29%。
4 月 27 日	广东预计二季度可能出现高达 120 万千瓦的最大缺口数，届时部分地区将启动更为严厉的“开五停二”的二级预案，甚至“开四停三”的一级预案。
5 月 16 日	甘肃省内多家火电厂电煤库存低于警戒线，电荒局面已经有所显现。如大唐连城发电厂电煤库存量只有 2 万多吨，远低于 3.6 万吨警戒线。

数据来源：各大媒体，光大证券研究所

综上所述，从供给关系来看，淘汰落后产能的政策和执行对相关产业是持续性的收缩供给，而从产能过剩到平衡将是一个长期的累积效应；除了淘汰的产能，其供需平衡还需要考虑需求、新增产能等因素；钢铁、水泥、造纸经历了前期的持续性淘汰，供需关系已经从严重过剩过度到了供需平衡的局面。从淘汰落后产能的初衷出发，其调控目标是提高生产效率、减少资源浪费，而这不仅对产业的持续高效发展有提升作用，而且产业中的优势公司也能从中受益。同时，中短期的限电、金融紧缩，长期的中西部投资开发等对相关落后产业也具有外部的催化作用。

基于以上分析，我们认为水泥、钢铁、造纸等产业将会在目前紧平衡的供需关系中持续提高边际效用，而有色、玻璃、化工等行业也将会受益，但由于目前还未到供需平衡的临界点，受益程度将不如前者。

表 3：淘汰落后产能中央财政奖励范围

行业	2011 年	2012 年	2013 年
----	--------	--------	--------

电力			装机容量5万千瓦以上的火电机组
炼铁	200立方米及以上高炉	300立方米及以上高炉	400立方米及以上高炉
炼钢	20吨及以上转炉、电炉	30吨及以上转炉、电炉	30吨及以上转炉、电炉
焦炭	炭化室2.5米及以上小机焦炉	炭化室3.2米及以上小机焦炉	炭化室4.3米(捣固焦炉3.8米)及以上机焦炉
	单炉产能5万吨/年及以上炭化炉(兰炭)	单炉产能7.5万吨/年及以上炭化炉(兰炭)	单炉产能7.5万吨/年及以上炭化炉(兰炭)
	未达到准入条件的热回收焦炉	未达到准入条件的热回收焦炉	产能40万吨及以上的热回收焦炉
铁合金	5000千伏安及以上铁合金矿热电炉	6300千伏安及以上铁合金矿热电炉	6300千伏安及以上铁合金矿热电炉
	1500千伏安以下铁合金硅钙合金电炉和硅钙钡铝合金电炉	1500千伏安及以上铁合金硅钙合金电炉和硅钙钡铝合金电炉	1500千伏安及以上铁合金硅钙合金电炉和硅钙钡铝合金电炉
	电解金属锰5000千伏安及以下的整流变压器生产线	电解金属锰5000千伏安以上的整流变压器生产线	电解金属锰5000千伏安以上的整流变压器生产线
电石	单台变压器容量6300千伏安及以上电石炉	单台变压器容量12500千伏安及以上电石炉	单台变压器容量12500千伏安及以上电石炉
造纸	单条年生产能力5000吨及以上的非木浆生产线	单条年生产能力3.4万吨及以上的非木浆生产线	单条年生产能力3.4万吨及以上的非木浆生产线
	年生产能力5000吨及以上的化学木浆生产线	年生产能力1.7万吨及以上的化学木浆生产线	年生产能力1.7万吨及以上的化学木浆生产线
	单条年生产能力5000吨及以上以废纸为原料的制浆生产线	单条年生产能力1万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线	单条年生产能力1万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线
水泥	窑径2.2米及以上的机械化立窑生产线、窑径2.5米及以上的干法中空窑生产线、1000吨/日以下的干法旋窑	窑径2.8米及以上的机械化立窑生产线、窑径2.5米及以上的干法中空窑生产线、1000吨/日以下的干法旋窑	窑径3米及以上的机械化立窑生产线、窑径2.5米及以上的干法中空窑生产线、1000吨/日以下的干法旋窑
玻璃	30万重量箱及以上平拉(合格法)生产线	60万重量箱及以上平拉(合格法)生产线	60万重量箱及以上平拉(合格法)生产线
电解铝	80千安及以上预焙槽	100千安及以上预焙槽	100千安及以上预焙槽
酒精		年产3万吨及以上的酒精生产企业	年产3万吨及以上的酒精生产企业

味精		年产3万吨及以上的味精生产企业	年产3万吨及以上的味精生产企业
柠檬酸	环保不达标生产企业	年产2万吨及以上的柠檬酸生产企业	年产2万吨及以上的柠檬酸生产企业
铜冶炼	密闭鼓风机、反射炉、电炉炼铜工艺及设备	密闭鼓风机、反射炉、电炉炼铜工艺及设备	密闭鼓风机、反射炉、电炉炼铜工艺及设备
铅冶炼	烧结机炼铅工艺及设备	已配套建设制酸及尾气吸收系统的烧结机炼铅工艺及设备	已配套建设制酸及尾气吸收系统的烧结机炼铅工艺及设备
锌冶炼	单日单罐产量8吨及以下竖罐炼锌工艺及设备	单日单罐产量8吨以上竖罐炼锌工艺及设备	单日单罐产量8吨以上竖罐炼锌工艺及设备
印染	74型生产线(包括前处理、染色或印花、后整理)	74型生产线(包括前处理、染色或印花、后整理)	
	使用年限超过15年的前处理生产线	使用年限超过15年的前处理生产线	使用年限超过15年的前处理生产线
	使用年限超过15年的后整理生产线(包括拉幅、定形设备)	使用年限超过15年的后整理生产线(包括拉幅、定形设备)	使用年限超过15年的后整理生产线(包括拉幅、定形设备)
	使用年限超过15年的印花生产线(包括圆网或平网印花机)	使用年限超过15年的印花生产线(包括圆网或平网印花机)	使用年限超过15年的印花生产线(包括圆网或平网印花机)
	使用年限超过15年的连续染色生产线	使用年限超过15年的连续染色生产线	使用年限超过15年的连续染色生产线
	浴比超过1:10的间歇式染色机	浴比超过1:10的间歇式染色机	浴比超过1:10的间歇式染色机
化纤	5000吨/年及以上粘胶短纤生产线	5000吨/年及以上粘胶短纤生产线	1万吨/年及以上粘胶短纤生产线
	DMF溶剂法氨纶生产线	DMF溶剂法氨纶生产线	
	DMF溶剂法腈纶生产线	DMF溶剂法腈纶生产线	DMF溶剂法腈纶生产线
	采用锭轴长900mm以下半自动卷绕设备的涤纶长丝生产线	采用锭轴长900mm以下半自动卷绕设备的涤纶长丝生产线	采用锭轴长900mm以下半自动卷绕设备的涤纶长丝生产线
	1万吨/年及以上间歇法聚酯聚合生产线	2万吨/年及以上间歇法聚酯聚合生产线	3万吨/年及以上间歇法聚酯聚合生产线
制革	年加工生皮能力1.5万标张牛皮及以上的生产线	年加工生皮能力3万标张牛皮及以上的生产线	年加工生皮能力3万标张牛皮及以上的生产线

	年加工蓝湿皮能力 1.5 万标 张牛皮及以上的生产线	年加工蓝湿皮能力 1.5 万 标张牛皮及以上的生产线	年加工蓝湿皮能力 3 万标 张牛皮及以上的生产线
--	-------------------------------	-------------------------------	-----------------------------

数据来源：工信部，光大证券研究所

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从2009年7月推出月度十大金股以来，取得了154%的累积收益率，相对沪深300的超额收益为156%，获得广大投资者的广泛好评。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，2006年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010年进入光大证券研究所策略团队。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。此前就职于瑞银证券。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007年底进入光大，从事传媒研究2年，2010年初转做策略研究。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

本公司就光大证券研究所的策略组合研究成果向投资者进行特别提醒：本公司已经持有该组合（即月度行业配置）内的相关证券头寸，并将持续根据该组合调整相关证券的头寸并进行交易，特此提醒投资者注意。