

水泥专题报告

华东和中南市场竞争格局好，水泥价格将维持在高位

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **华东和中南地区水泥市场竞争格局优良：**从 CR3 和 CR5 来看，华东（除福建）、中南和东北地区熟料产能集中度较高，西南和华北（山西和内蒙古）集中度较低；从小企业数量和产能占比看，华东、东北、中南（除河南）小企业较少。在长三角地区，因海螺水泥和中国建材产能合计占比为 56%，CR5 为 70%，小企业产能比重小于 10%，市场竞争格局优良，因此市场协同中，中国建材和海螺水泥引领市场，中型企业采取跟随策略，而小企业数量少且产能占比小于 10%，对市场秩序影响较小；其次是湖北的华新水泥和葛洲坝，两广地区的海螺水泥、华润水泥和台泥国际，对于水泥市场具备较强引领作用。
- **地产稳+基建投资将回升，2H18 水泥需求将维持稳定：**东部水泥需求与地产关联度大，西部水泥需求中基建占比高。2018 年上半年，华东（江苏、浙江、安徽）、中南（广东、广西）地区地产投资增速相对较好；西北（除了陕西）、华北（山西和内蒙古）固定资产投资大幅下滑。18 年以来地产新开工增速相对较高，基于贸易战下政策定调基建补短板，我们认为下半年基建投资将回升，因此 2018 年水泥需求将保持稳定。
- **华东和中南协同限产基础好，水泥价格将维持在高位：**水泥协同限产需具备以下条件：1）CR3 或 CR5 至少超过 50%；2）小企业数量少，且产能占比在 20%以下，对市场价格扰动少；3）水泥需求稳定，需求大幅下滑的情况下，企业产能利用率太低将致协同破裂；4）跨区域间水泥价格差价合理，以防外来低价水泥流入；5）区域没有大量新增产能。华东和中南（湖北、两广）地区市场竞争格局好，水泥需求保持稳定，协同限产基础最好，其次是陕西、甘肃和河北协同限产基础较好。2018 年水泥企业协同限产力度加大，2H18 水泥价格将维持在高位。
- **投资建议：**在环保趋严的情况下，水泥行业错峰限产力度加大，由于地产投资需求稳定，预计下半年基建投资也将回升，2H18 水泥需求将保持稳定，首选竞争格局优良的中南和华东地区水泥企业，推荐华新水泥（湖北水泥龙头），建议关注万年青（江西水泥龙头）、塔牌集团（广东水泥龙头）、祁连山（甘肃水泥龙头）、冀东水泥（华北水泥龙头）、天山股份（新疆水泥龙头）、青松建化（新疆水泥龙头）。
- **风险提示：**1）地产投资大幅下行；若地产调控政策持续，房地产投资大幅下行，水泥需求下滑致水泥价格高位下行。2）基建投资回升低于预期；若因地方政府降杠杆持续，基建投资回升低于预期，水泥需求难以回升。3）企业协同限产破裂；因水泥价格处于历史高位，若企业协同限产执行力度低于预期，水泥价格将高位下跌。4）煤炭价格大幅上涨；若环保导致煤炭价格大幅上涨，水泥企业成本大幅增加致利润下滑。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2018-8-28	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
华新水泥	600801	20.46	1.39	3.02	3.37	3.71	14.75	6.77	6.07	5.51	推荐
塔牌集团*	002233	12.99	0.76	1.52	1.71	1.96	17.0	8.5	7.6	6.6	-
万年青*	000789	12.99	0.75	1.52	1.68	1.73	17.2	8.5	7.7	7.5	-
冀东水泥*	000401	11.14	0.08	1.08	1.26	1.48	139.3	10.3	8.9	7.5	-
祁连山*	600720	8.19	0.74	1.00	1.16	1.26	11.1	8.2	7.1	6.5	-
天山股份*	000877	8.85	0.30	0.80	1.01	1.17	29.4	11.1	8.8	7.5	-
青松建化*	600425	3.24	0.04	-	-	-	81.0	-	-	-	-

备注：带*号公司盈利预测取自万得一致预期。

正文目录

一、华东和中南水泥市场竞争格局优良	5
1.1 水泥行业产能集中度情况	5
1.2 小企业产能情况	5
1.3 全国各区域水泥企业熟料产能分布	6
二、地产投资稳叠加基建回升，2H18 水泥需求保持稳定	12
2.1 地产新开工增速高，西部水泥需求看基建	12
2.2 1H18 全国产能利用率略下滑，西南和华南地区水泥需求向好	14
三、华东和中南协同限产基础好，水泥价格将维持高位	15
3.1 华东和中南地产协同限产基础好	15
3.2 2018 年水泥错峰限产力度加大	18
四、投资建议	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1	2018 年 7 月全国各省水泥熟料产能集中度	5
图表 2	2018 年 7 月全国各省小企业数量及熟料产能占比	6
图表 3	华东地区水泥企业熟料产能分布	6
图表 4	华东地区水泥企业熟料产能占比	7
图表 5	华南地区水泥企业熟料产能分布	8
图表 6	华中地区水泥企业数量产能分布	8
图表 7	西南地区水泥企业熟料产能分布	9
图表 8	西南地区水泥企业熟料产能占比	9
图表 9	东北地区水泥企业熟料产能分布	10
图表 10	华北地区水泥企业熟料产能分布	11
图表 11	西北地区水泥企业熟料产能分布	11
图表 12	西北地区水泥企业熟料产能占比	12
图表 13	水泥产量与固投增速	13
图表 14	水泥产量与地产新开工	13
图表 15	全国各省地产投资增速	14
图表 16	全国各省固定资产投资增速	14
图表 17	2018 年上半年水泥产量（单位：万吨）	14
图表 18	全国熟料产能利用率	15
图表 19	华东水泥价格（单位：元/吨）	15
图表 20	华北水泥价格（单位：元/吨）	16
图表 21	东北水泥价格（单位：元/吨）	16
图表 22	中南水泥价格（单位：元/吨）	17
图表 23	西南水泥价格（单位：元/吨）	17
图表 24	西北水泥价格（单位：元/吨）	18
图表 25	北方十五省 2017-2018 冬季错峰停窑时间进一步延长	18
图表 26	2018 年上半年各区域协同限产情况	19

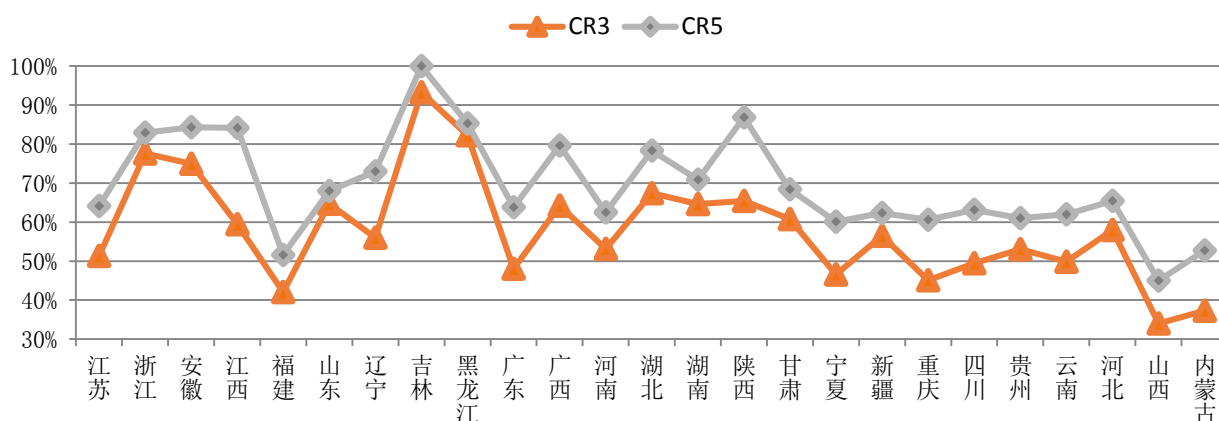
一、华东和中南水泥市场竞争格局优良

1.1 水泥行业产能集中度情况

从全省前三大（CR3）和前五（CR5）水泥熟料产能占全省总产能比重来看，华东（除福建）、中南和东北地区集中度较高，西南和华北（山西和内蒙古）集中度普遍偏低。

华东、中南和东北集中度较高，一方面是基础建设时间较早，水泥行业经过长时间洗牌，过剩产能淘汰较早，如华东地区在 2003–2010 年间，水泥价格长期低于全国平均，另一方面是大企业通过兼并重组，集中度得到较大提升，如中国建材旗下的南方水泥自 2005 年开始在华东和华中（湖南）进行大规模的兼并重组，使得区域集中度快速提升；中国建材旗下的北方水泥自 2010 年在东北的吉林和黑龙江同样进行大规模收购，使得该区域集中度达到较高水平。华新水泥在 2010–2011 年在湖北进行收购。此外西北的陕西集中度较高，是因为海螺水泥 2011 年收购了陕西的宝鸡众喜。

图表1 2018 年 7 月全国各省水泥熟料产能集中度



资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

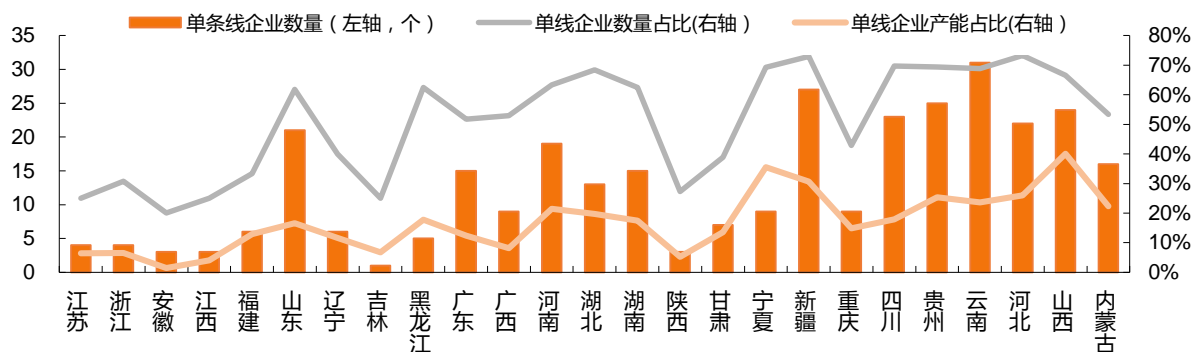
1.2 小企业产能情况

我们用只有一条熟料生产线的企业数量和产能来衡量区域小企业的情况，但单条生产线企业不包含跨区域集团在某个区域只有一条生产线。

从单条生产线企业数量来看，华东（除了山东和福建）和吉林小企业数量最少，小企业数量占比普遍小于 25%。

从单条生产线的企业总产能占比来看，华东、东北、中南（除河南）、西北的陕西和甘肃的小企业产能占比都较低，普遍低于 20%，其中小企业产能占比低于 10% 的有江苏（6%）、浙江（7%）、安徽（1%）、江西（4%）、吉林（7%）、广西（8%）和陕西（5%）。

图表2 2018年7月全国各省小企业数量及熟料产能占比



资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

1.3 全国各区域水泥企业熟料产能分布

■ 华东地区：海螺水泥与中国建材引领市场，行业竞争格局优良

华东地区，总熟料产能为 4.7 亿吨，占全国 27%，17 年水泥产量占全国比重为 32%，是国内第一大水泥市场。华东基础设施建设较早，房地产市场发达，且水路运输便利（水泥陆路经济运输半径在 200 公里，水路运输半径可达 1000 公里），因此大型水泥集团云集，是兵家必争之地。

华东地区特大企业集团产能占比较高，如海螺水泥和中国建材（南方水泥、中联水泥），大中型企业也较多，如山水水泥、红狮水泥、万年青、溧阳金峰、中材股份（中材水泥）、台泥国际和亚洲水泥等。

水泥本是短腿产品，然而长三角地区（江浙沪皖）依靠长江水路运输之便将水泥市场连接，该区域熟料总产能为 2.5 亿吨（占全国产能比重为 14.3%），其中海螺水泥和南方水泥（中国建材子公司）熟料产能占比分别为 34%、22%。在长三角地区，因海螺水泥和中国建材两家熟料产能合计占比为 56%，该区域 CR5 接近 70%，小企业产能比重小于 10%，市场竞争格局优良，因此市场协同中，中国建材和海螺水泥引领市场，中型企业采取跟随策略，而小企业数量少且产能占比小于 10%，对市场秩序影响较小。

图表3 华东地区水泥企业熟料产能分布

单位:万吨	江苏	浙江	安徽	江西	福建	山东	长三角地区	华东
地区合计	5,946	5,890	13,265	6,194	4,994	11,093	25,101	47,382
海螺水泥	310	310	7,911	977		140	8,531	9,647
南方水泥	744	3,488	1,209	1,417	155		5,441	7,012
中联水泥	1,070		248			4,148	1,318	5,465
山水水泥						2,561		2,561
红狮水泥		775		605	667		775	2,046
溧阳金峰	1,240						1,240	1,240
中材水泥			465	217			465	682
天山股份	543						543	543
万年青				1,287				1,287
华润水泥					713			713
福建水泥					722			722

单位:万吨	江苏	浙江	安徽	江西	福建	山东	长三角地区	华东
亚洲水泥				930				930
台泥国际	372						372	372
上峰水泥		78	775				853	853
盘固水泥	155		465				620	620
塔牌集团					279			279
金牛水泥					409			409

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

图表4 华东地区水泥企业熟料产能占比

产能比重	江苏	浙江	安徽	江西	福建	山东	长三角地区	华东
海螺水泥	5%	5%	60%	16%		1%	34%	20%
南方水泥	13%	59%	9%	23%	3%		22%	15%
中联水泥	18%		2%			37%	5%	12%
山水水泥						23%		5%
红狮水泥		13%		10%	13%		3%	4%
溧阳金峰	21%						5%	3%
中材水泥			4%	4%			2%	1%
天山股份	9%						2%	1%
万年青				21%				3%
华润水泥					14%			2%
福建水泥					14%			2%
亚洲水泥				15%				2%
台泥国际	6%						1%	1%
上峰水泥		1%	6%				3%	2%
盘固水泥	3%		4%				2%	1%
塔牌集团					6%			1%
金牛水泥					8%			1%

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

■ 华南地区：海螺华润台泥三足鼎立，市场竞争格局良好

华南地区的两广区域是水泥消费的主要市场，广东和广西因西江使得水泥市场贯通，广西通过西江将水泥输送给供给短缺的广东市场。两广地区水泥熟料总产能为 1.76 亿吨，占全国比重为 10%。

两广市场格局中，华润水泥、海螺水泥和台泥国际三足鼎立，熟料产能分别占区域总产能比重为 25.5%、18.6%和 11.1%，CR3 合计为 55.2%，产能集中度较高。而在粤东地区，因山多使得水泥运输不便，水泥市场较为封闭，塔牌集团话语权较高。

虽然两广小企业数量多，但小企业产能占比不高，10%左右，因此在华润水泥、海螺水泥和台泥国际三大龙头竞和的情况下，水泥市场秩序将会保持较好态势。

图表5 华南地区水泥企业熟料产能分布

单位: 万吨	广东	广西	海南	福建	两广合计	比重(%)
地区合计	9,866	7,733	1,287	4,994	17,599	
华润水泥	1,829	2,657	279	713	4,486	25.5%
海螺水泥	1,705	1,566	—	—	3,271	18.6%
台泥国际	1,209	744	—	—	1,953	11.1%
中材水泥	698	—	—	—	698	4.0%
南方水泥	197	605	—	155	801	4.6%
塔牌集团	853	—	—	279	853	4.8%
光大水泥	620	—	—	—	620	3.5%
鱼峰集团	—	589	—	—	589	3.3%
红狮水泥	—	295	—	667	295	1.7%
华盛天涯	—	—	853	—	—	

资料来源: 卓创水泥, 平安证券研究所

■ 华中地区: 湖北竞争格局较好, 河南产能过剩严重

湖北地区的华新水泥和葛洲坝两大龙头熟料产能合计占 59%, 该区域小企业数量占比高, 但产能占比不高, 为 20%, 且小企业多集中在鄂东, 鄂西地区在华新水泥和葛洲坝的协同下, 市场竞争秩序较好。湖北身处长江中游, 易受长江上游重庆和长江下游华东地区水泥市场影响, 若外来水泥流入减少, 本地水泥市场将维持较好的竞争格局。

河南地区天瑞水泥、中联水泥和同力水泥三大龙头合计产能占比为 53%, 但该区域煤炭资源丰富, 水泥产能过剩严重, 且小企业数量众多, 为 19 家。

图表6 华中地区水泥企业数量产能分布

单位: 万吨	河南	湖北	湖南	华中	河南	湖北	湖南
	产能	产能	产能	产能	比重(%)	比重(%)	比重(%)
地区合计	9,920	6,367	7,449	23,737			
华新水泥	155	2,282	651	3,088	2%	36%	9%
天瑞水泥	2,248	—	—	2,248	23%		
南方水泥	—	—	2,099	2,099			28%
中联水泥	1,783	—	—	1,783	18%		
同力水泥	1,240	—	—	1,240	13%		
海螺水泥	—	—	2,062	2,062			28%
葛洲坝	—	1,494	62	1,556		23%	1%
湖北京兰	—	357	—	357		6%	
孟电集团	620	—	—	620	6%		
亚洲水泥	—	515	—	515		8%	
台泥国际	—	—	270	270			4%
红狮水泥	—	—	388	388			5%
中材水泥	—	—	310	310			4%
灵威水泥	372	—	—	372	4%		

世纪新峰	-	341	-	341		5%	
金隅股份	155	-	155	310	2%		2%

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

■ 西南地区：群雄逐鹿，水泥集中度不高

2008 年四川大地震后，各大水泥企业纷纷进入西南地区扩建产能，2008-2011 年西南地区水泥产能三年了增长 282%，年均复合增速 56%。

四川地区，西南水泥（中国建材子公司）、海螺水泥和峨胜水泥三家产能合计占比 49%；贵州地区，西南水泥、海螺水泥和台泥国际三家合计占比 53%；云南地区，华润水泥、华新水泥（包括拉法基瑞安）三家合计占比 53%。西南地区小企业数量多，其中贵州和云南小企业产能占比都超过 20%，集中度有待改善。

图表7 西南地区水泥企业熟料产能分布

单位：万吨	重庆	四川	贵州	云南	西藏	西南
地区合计	5,162	10,159	8,401	8,967	481	32,688
西南水泥	1,017	3,364	2,173	1,814	-	8,367
拉法基瑞安	319	586	78	326	-	1,308
海螺水泥	567	806	1,727	775	-	3,875
台泥国际	310	453	558	-	-	1,321
峨胜水泥	-	856	-	-	-	856
冀东水泥	481	-	-	-	-	481
红狮水泥	-	543	527	310	-	1,380
东方希望	744	-	-	-	-	744
华新水泥	143	202	-	760	109	1,104
亚洲水泥	-	701	-	-	-	701
星船城	-	688	-	-	-	688
华润水泥	-	-	140	1,882	-	2,021

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

注：华新水泥 2017 年完成收购拉法基瑞安在西南地区产能

图表8 西南地区水泥企业熟料产能占比

产能占比	重庆	四川	贵州	云南	西藏
西南水泥	20%	33%	26%	20%	
拉法基瑞安	6%	6%	1%	4%	
海螺水泥	11%	8%	21%	9%	
台泥国际	6%	4%	7%		
峨胜水泥		8%			

冀东水泥	9%			
红狮水泥		5%	6%	3%
东方希望	14%			
华新水泥	3	2%	8%	23%
亚洲水泥		7%		
星船城		7%		
华润水泥			2%	21%

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

■ 东北地区：产能集中度高，市场需求严重不足

吉林和黑龙江产能集中度高，北方水泥（中国建材子公司）、亚泰集团和冀东水泥三分市场。辽宁市场集中度虽然不如吉林和黑龙江，但亚泰集团、山水水泥、天瑞水泥、北方水泥和大鹰集团五家产能占比 73%。东三省虽然集中度很高，由于市场需求严重不足，水泥市场价高量少，且东北地区因冬季时间长（11 月到次年 3 月），下游施工时间短，水泥产能利用率要远低于南方地区。

图表9 东北地区水泥企业熟料产能分布

单位：万吨	辽宁	吉林	黑龙江	东三省	辽宁	吉林	黑龙江
	产能	产能	产能	产能	比重(%)	比重(%)	比重(%)
地区合计	5,084	2,310	2,217	9,610			
北方水泥	248	636	1,367	2,669	5%	28%	62%
亚泰集团	620	1,054	233	853	12%	46%	10%
天瑞水泥	992	—	—	992	20%		
山水水泥	1,054	—	—	1,054	21%		
冀东水泥	233	341	223	797	5%	15%	10%
大鹰集团	791	—	—	791	16%		
银盛水泥	279	—	—	279	5%		
台泥国际	155	—	—	155	3%		

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

■ 华北地区：河北市场竞争格局转好，山西和内蒙古集中度较低

京津冀地区金隅股份和冀东水泥产能占比分别为 25.7%、27.2%，2016 年金隅股份和冀东水泥的水泥资产合并（产能合计占比近 53%），河北水泥市场集中度提高，市场由竞争转向竞和，水泥价格也是一路攀升。河北小企业数量众多，在环保严监管的态势下，市场秩序改善空间大。

山西地区水泥 CR3 和 CR5 分别为 34%、45%，集中度为全国最低，且小企业数量众多，小企业产能占比为 40%。内蒙古地区 CR3 和 CR5 分别为 37%、53%，集中度也较低。

图表10 华北地区水泥企业熟料产能分布

单位: 万吨	北京 产能	天津 产能	河北 产能	山西 产能	内蒙古 产能	京津冀 产能	河北 比重	山西 比重	内蒙古 比重	京津冀 比重
地区合计	301	155	9,157	6,061	6,256	9,613				
金隅股份	301	—	2,170	109	—	2,471	23.7%	1.8%		25.7%
冀东水泥	—	155	2,455	803	682	2,610	26.8%	13.2%	10.9%	27.2%
中联水泥	—	—	295	140	760	295	3.2%	2.3%	12.1%	3.1%
曲寨集团	—	—	682	—	—	682	7.4%			7.1%
新峰水泥	—	—	391	—	—	391	4.3%			4.1%
湖北京兰	—	—	279	279	—	279	3.0%	4.6%		2.9%
蒙西水泥	—	—	—	—	890				14.2%	
山水水泥	—	—	—	874	533			14.4%	8.5%	
东蒙水泥	—	—	—	—	335				5.4%	
华润水泥	—	—	—	450	—			7.4%		
狮头水泥	—	—	—	31	—			0.5%		

资料来源: 卓创水泥, 平安证券研究所

■ 西北地区: 陕西甘肃集中度高, 新疆产能过剩严重

中材集团(中材股份)是西北地区龙头(2017年中国建材合并中材集团), 旗下天山股份、祁连山、宁夏建材分别是新疆、甘肃和宁夏水泥市场龙头企业。

甘肃地区, 龙头祁连山产能占比40%, 祁连山、海螺水泥和中材水泥(中材集团旗下)三家产能合计占比61%, CR5为68%, 行业竞争格局较好。

新疆地区, 由于2010~2013年熟料产能三年增长2倍多, 年均复合增速47%, 但是需求没能跟上, 产能过剩严重, 2016年熟料产能利用率跌至30%, 水泥价格则从2011年的600元/吨跌至270元左右。天山股份和青松建化两大龙头合计产能占比为51%, 新疆小企业众多, 水泥集中度有待提高。

陕西地区, 因2011年海螺水泥收购宝鸡众喜, 行业集中度大幅提高, 西部水泥、海螺水泥和冀东水泥三家产能占比达65.4%, 小企业产能占比仅为5%, 行业竞争格局良好。

图表11 西北地区水泥企业熟料产能分布

单位: 万吨	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆	西北合计
地区合计	5,664	3,875	1,628	2,075	7,719	20,961
天山股份	—	—	—	—	2,452	2,452
祁连山	—	1,535	357	—	—	1,891
宁夏建材	—	—	—	769	—	769
中材水泥	140	310	—	—	—	450
青松建化	—	—	—	—	1,473	1,473
西部水泥	1,504	31	—	—	233	1,767
海螺水泥	977	512	—	—	78	1,566

冀东水泥	1,225	—	—	—	—	1,225
声威集团	750	—	—	—	—	750
瀛海天祥	—	—	—	198	—	198
明峰萌成	—	—	—	217	—	217
山水水泥	—	—	—	—	155	155
新疆天业	—	—	—	—	434	434
金圆股份	—	—	456	—	—	456
盐湖股份	—	—	313	—	—	313

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

图表12 西北地区水泥企业熟料产能占比

产能比重	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
天山股份					31.8%
祁连山		39.6%	21.9%		
宁夏建材				37.0%	
中材水泥	2.5%	8.0%			
青松建化					19.1%
西部水泥	26.5%	0.8%			3.0%
海螺水泥	17.2%	13.2%			1.0%
冀东水泥	21.6%				
声威集团	13.2%				
瀛海天祥				9.6%	
明峰萌成				10.5%	
山水水泥					2.0%
新疆天业					5.6%
金圆股份			28.0%		
盐湖股份			19.2%		

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

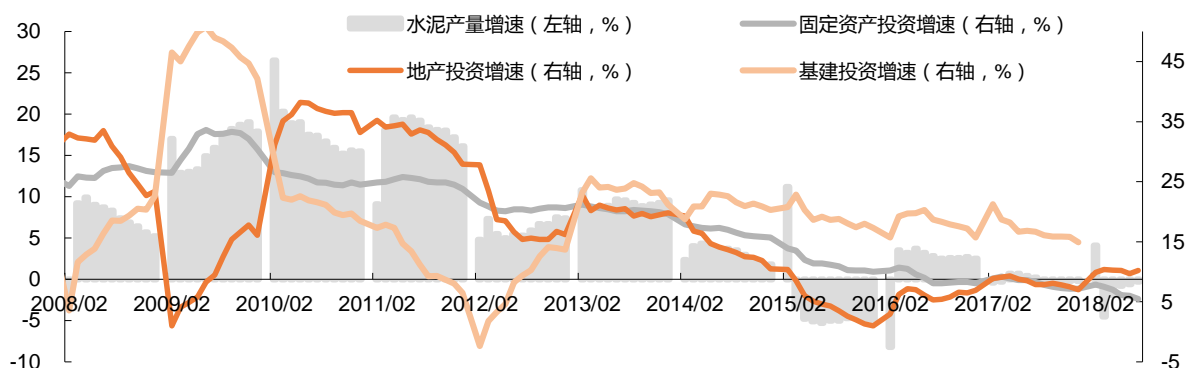
二、 地产投资稳叠加基建回升，2H18 水泥需求保持稳定

2.1 地产新开工增速高，西部水泥需求看基建

■ 地产新开工增速高，18 年下半年基建投资将回升

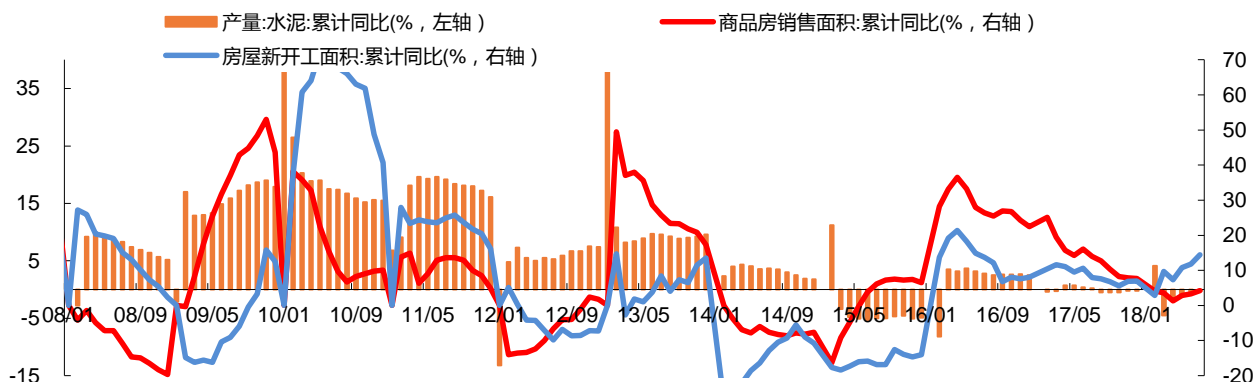
从全国水泥需求看，地产、基建和农村市场约各占三分之一。由于开发商希望通过加快周转来加速回款，18 年以来地产新开工增速相对较高，基于贸易战下政策定调基建补短板，我们认为下半年基建投资将回升，因此 2018 年水泥需求将保持稳定。

图表13 水泥产量与固投增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表14 水泥产量与地产新开工



资料来源: WIND, 平安证券研究所

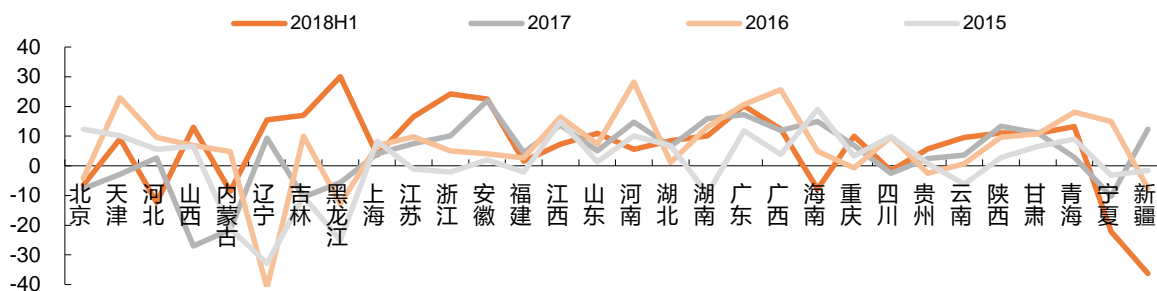
■ 东部水泥需求与地产关联度大，西部水泥需求基建占比高

东部水泥需求与地产关联度大，西部水泥需求中基建占比高。

2018 年上半年，华东（江苏、浙江、安徽）、中南（广东、广西）地区地产投资增速相对较好，东北地区地产投资经过前几年下滑后开始反弹，陕西、甘肃和云南地产投资近几年保持稳定。

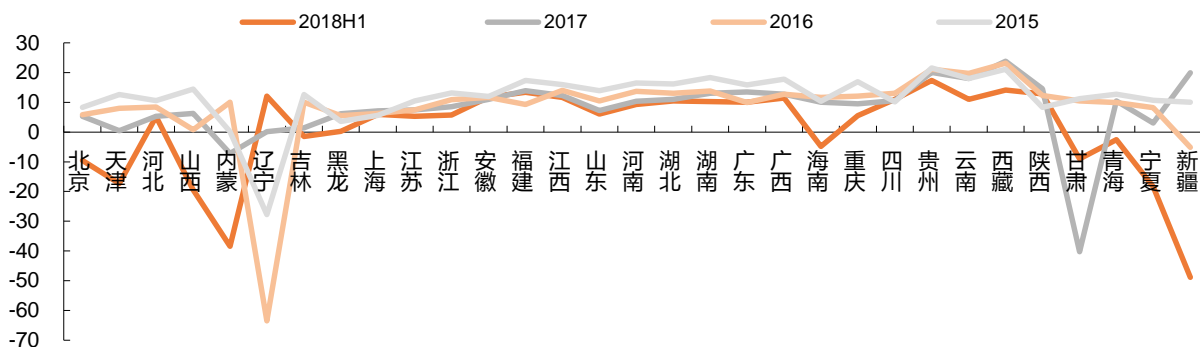
从固定资产投资来看，2018 年上半年西北（除了陕西）、华北（山西和内蒙古）固定资产投资增速大幅下行。而辽宁经过 2015-2016 年固定资产投资连续两年负增长后开始回升，而黑龙江和吉林 2018 年上半年固定资产投资增速分别为 0.3%、-1.5%。

图表15 全国各省地产投资增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表16 全国各省固定资产投资增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 1H18 全国产能利用率略下滑, 西南和华南地区水泥需求向好

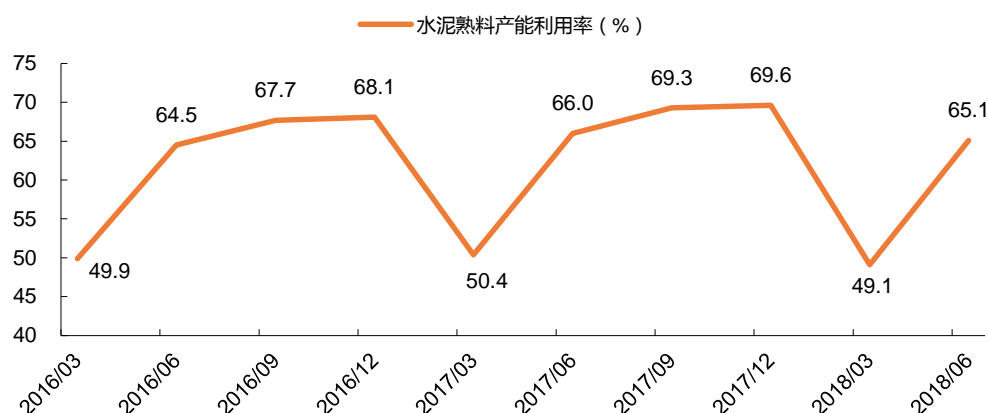
2018 年上半年, 全国水泥产量为 9.97 亿吨, YOY-0.64%, 其中主要增长区域是浙江、福建、广东、广西、贵州、云南, 而东北和西北水泥需求大幅下滑。据数字水泥网, 2018 年上半年全国熟料产能利用率为 65.1%, 较去年同期下滑 0.9 个百分点。

图表17 2018 年上半年水泥产量 (单位: 万吨)

区域	水泥产量	同比增速	占比	主要增长区域
全国	99707.9	-0.64		
华北	6,758	-5.21	6.78	
东北	2,603	-12.85	2.61	
华东	32,196	-1.39	32.29	浙江、福建
中南	29,976	1.34	30.06	广东、广西
西南	21,139	5.59	21.20	贵州、云南
西北	7,036	-11.81	7.06	

资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

图表18 全国熟料产能利用率



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

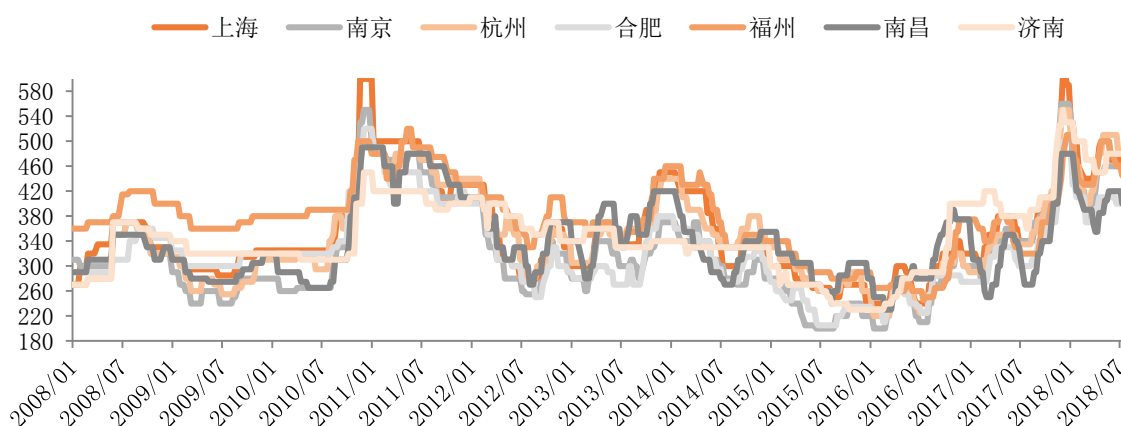
三、华东和中南协同限产基础好，水泥价格将维持高位

3.1 华东和中南地产协同限产基础好

我们认为，水泥协同限产需具备以下条件：1) CR3 或 CR5 至少超过 50%；2) 小企业数量少，且产能占比在 20%以下，对市场价格扰动少；3) 水泥需求稳定，需求大幅下滑的情况下，协同限产有价无量，企业产能利用率太低，协同容易破裂；4) 跨区域间水泥价格差价合理，价差太高容易导致外来水泥流入；5) 区域没有大量新增产能。

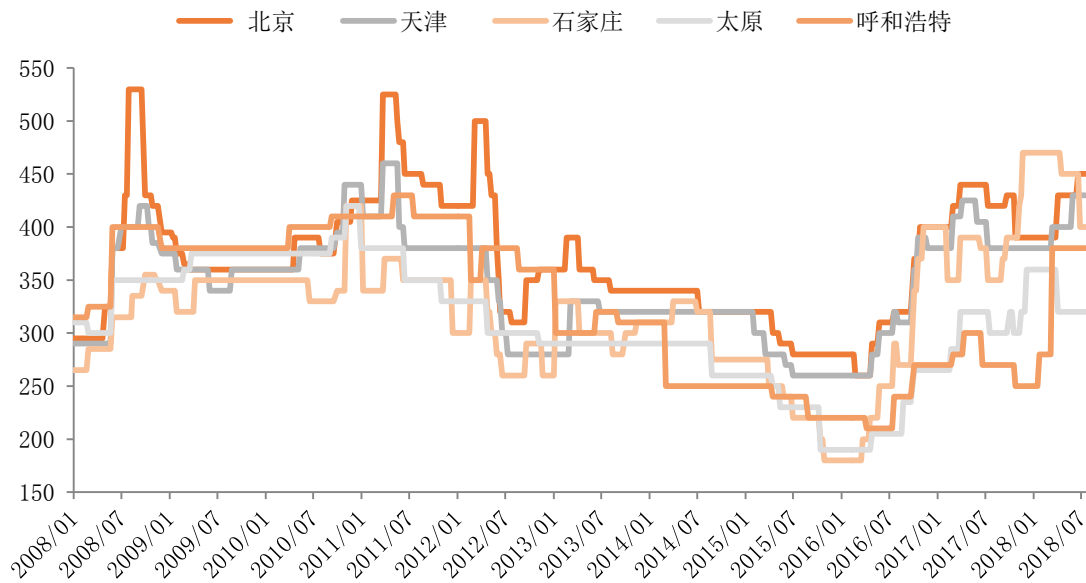
华东和中南（湖北、两广）地区市场竞争格局好，水泥需求保持稳定，协同限产基础最好，其次是陕西、甘肃和河北协同限产基础较好。

图表19 华东水泥价格（单位：元/吨）



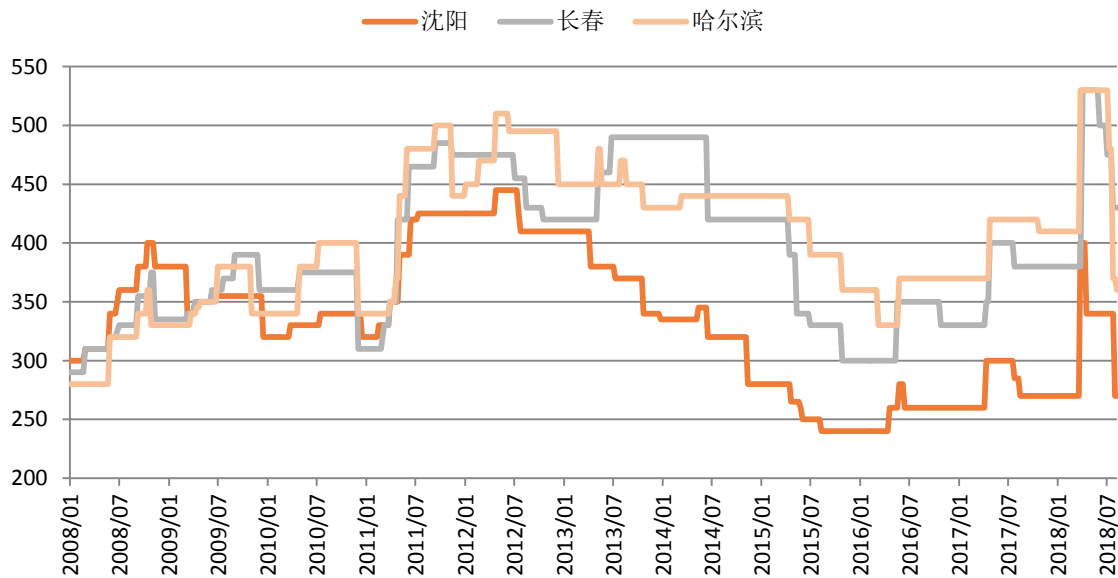
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表20 华北水泥价格（单位：元/吨）



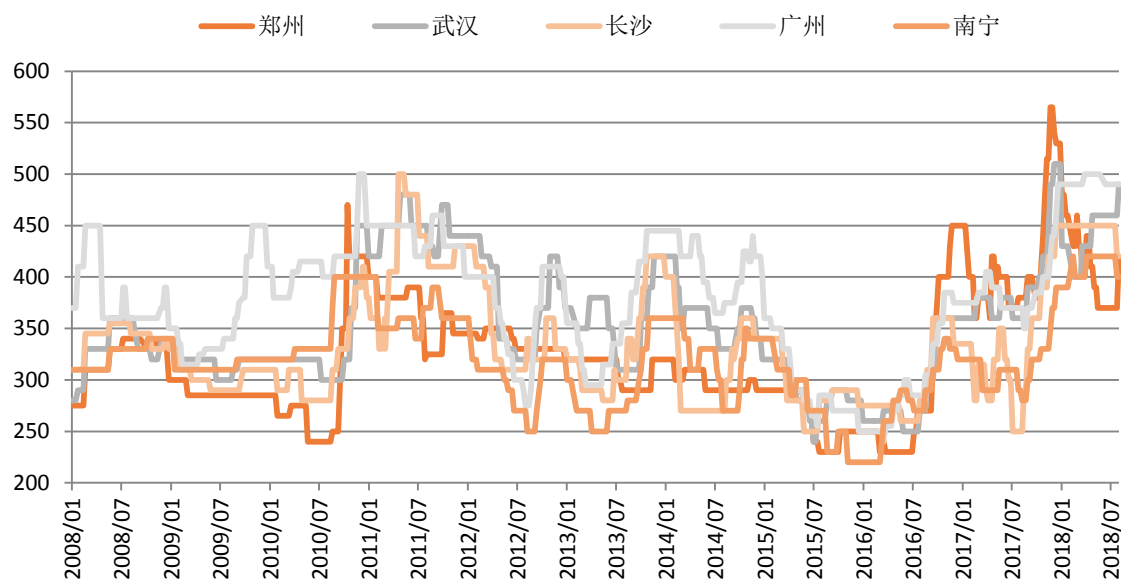
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表21 东北水泥价格（单位：元/吨）



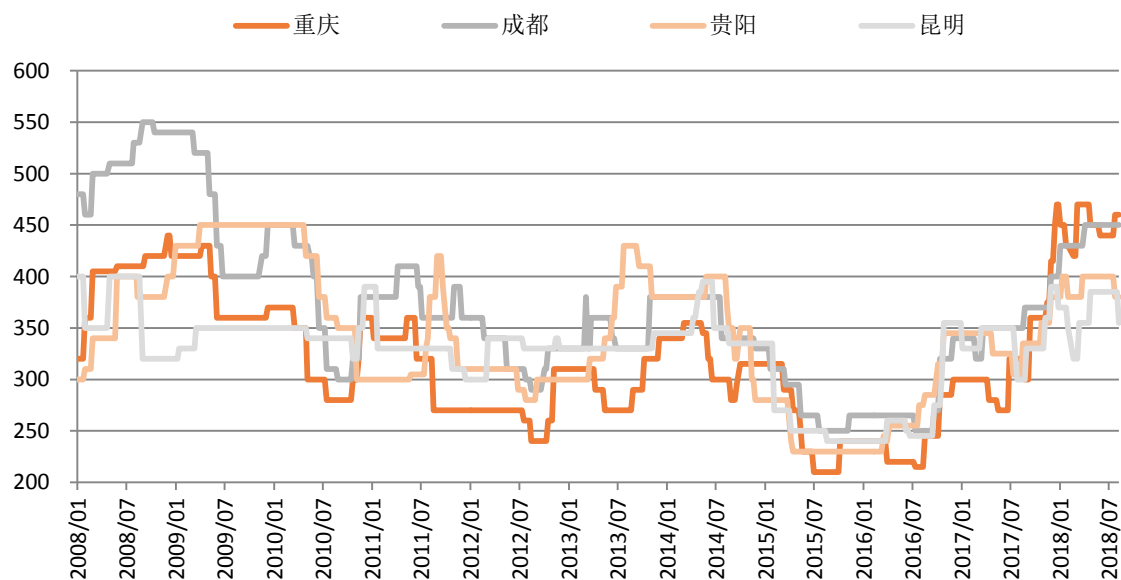
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表22 中南水泥价格（单位：元/吨）



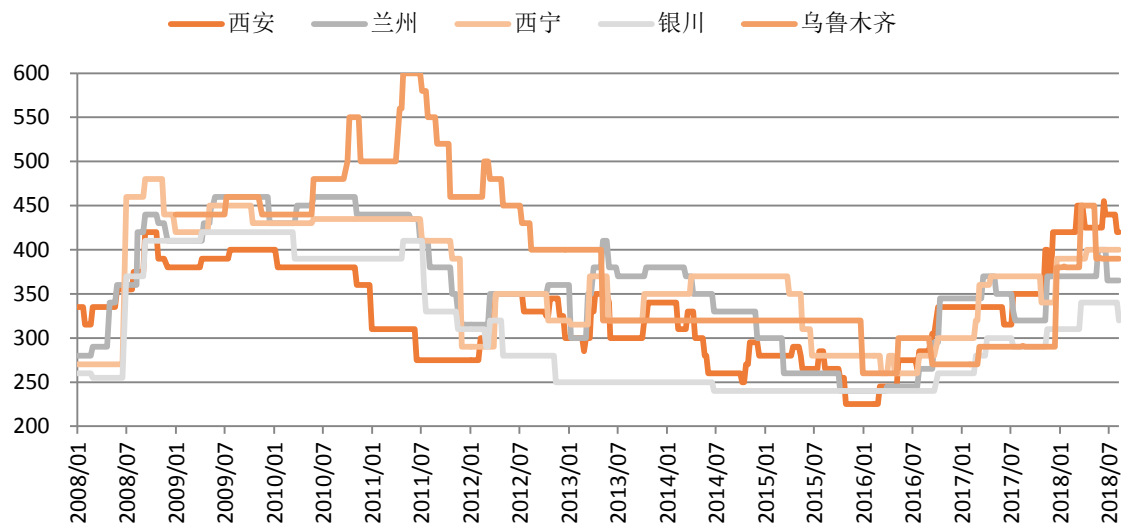
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表23 西南水泥价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表24 西北水泥价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，平安证券研究所

3.2 2018 年水泥错峰限产力度加大

自 2016 年以来，供给侧改革深入推进，水泥行业错峰限产成为常态。2018 年上半年华北、东北区域水泥企业停产时间更长于往年，沿长江流域开展较为严格的治理行动，导致华东长三角地区淡季供应偏紧。因空气污染物排放总量不达标，2018 年 6 月海螺水泥在安徽芜湖区域（14 条生产线）也开始限产，华东和华中地区水泥淡季不淡，水泥价格处于历史高位。

图表25 北方十五省 2017-2018 冬季错峰停窑时间进一步延长

地区	2016-2017 冬季停窑	2017-2018 冬季停窑
辽宁	2016/11/15-2017/03/31	2017/11/01-2018/04/30
吉林	2016/11/15-2017/03/31	2017/11/01-2018/04/30
黑龙江	2016/11/15-2017/03/31	2017/11/01-2018/04/30
北京	2016/11/15-2017/03/15	2017/11/15-2018/03/15
天津	2016/11/15-2017/03/15	2017/11/15-2018/03/15
河北	2016/11/15-2017/03/15	2017/11/15-2018/03/15
山西	2016/12/01-2017/03/31	2017/11/15-2018/03/15
内蒙古	2016/11/15-2017/03/15	2017/11/15-2018/03/15
山东	2016/12/15-2017/03/15	2017/11/15-2018/03/15
河南	2016/11/09-2017/02/09	2017/11/15-2018/03/15
陕西	2016/12/01-2017/03/10	2017/12/01-2018/03/10
甘肃	2016/12/15-2017/03/31	2017/11/01-2018/03/15
青海	2016/12/15-2017/04/01	2017/12/01 开始
宁夏	2016/12/20-2017/03/10	2017/12/10-2018/03/20
新疆	2016/11/01-2017/03/31	2017/11/01-2018/05/16

资料来源：中国水泥网，平安证券研究所

图表26 2018年上半年各区域协同限产情况

区域	地区	限产时间	控制产能
东北	辽宁、吉林、黑龙江	2018年6月1日至9月30日	6月1日至15日错峰停窑15天。7月、8月、9月每个月停窑15天。
	黑龙江	2017年11月1日至2018年4月30日	原计划全线错峰停窑6个月。部分企业4月16日起复产。
	吉林	2017年11月1日至2018年4月30日	原计划全线错峰停窑6个月。长春等地部分企业4月16日起复产。
	辽宁	2017年11月1日至2018年5月31日	大连2017年11月15日至2018年3月31日全线停窑4个半月，还剩15天未执行。其他城市原计划自2017年11月1日至2018年4月30日全线停窑6个月，实际4月1日至16日期间陆续开窑，剩余停窑天数在5月底前补停。全省2017年10月不再安排停窑。
华北	河北	2017年10月12日至2018年3月31日	唐山错峰时间提前到2017年10月12日，邢台、邯郸错峰时间提前到10月17日，错峰结束时间均延长至3月31日；其余城市11月15日起错峰生产4个月。
		2018年5月25日至6月13日	冀中南区域（石家庄、邢台、邯郸）停窑20天。
	山西	2017年11月1日至2018年3月31日	错峰生产5个月。部分企业时间执行时间在11月15日前后。
		2018年4月21日至5月15日	4月21日至5月10日临汾、运城停窑20天。其余地区4月26日至5月15日停窑20天。
		2018年7月5日至8月13日	7月5日-7月24日，共20天，停产地区：太原市、大同市、阳泉市、长治市。7月15日-8月3日，共20天，停产地区：晋城市、朔州市、晋中市、运城市。7月25日-8月13日，共20天，停产地区：忻州市、吕梁市、临汾市。
	内蒙古	2017年11月1日至2017年4月30日	蒙东区域错峰生产6个月，其余区域11月15日至次年3月15日错峰生产4个月。
		2018年5月16日至11月15日	从5月16日起执行夏秋季错峰停产，每隔一月停一次，时间为30天，旺季总体停窑时间为80-100天，直到冬季错峰生产开始。
西北	陕西关中区域	2017年11月15日至2018年3月15日	错峰生产。
		2018年6月1日至8月31日	停窑限产30%，具体停产日期企业自行安排。
	甘肃	2017年11月1日至2018年3月15日	错峰生产。
		2018年5月25日至6月26日	兰州、白银地区企业自主错峰停窑
	新疆	2017年11月1日至2018年5月16日	和田2017年12月1日至2018年3月1日共计3个月；喀什、克州2017年11月16日至2018年3月16日共计4个月；阿克苏、巴州2017年11月1日至2018年4月1日，共计5个月；乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）2017年11月1日至2018年5月16日，共计六个半月；其它地州市2017年11月1日至2018年4月16日，共计5个半月。

	宁夏	2017年12月10日至2018年3月20日	错峰生产。
	青海	2017年12月1日至2018年4月30日	一般水泥生产线12月至次年4月停窑120天。（注：利用电石渣生产水泥的生产线以及利用电石渣生产水泥的生产线12月至次年6月累计停窑120天）
		2018年6-7月	每条熟料线累计停窑30天，每月平均停窑15天。
华东	山东	2018年全年	停窑160天。其中，1月1日至3月15日停窑75天，6月1日至20日停窑20天，8月17日至9月5日停窑20天，11月15日至12月31日停窑45天。
	江苏	2018年全年	原计划：1月1日至3月31日停窑40天，其中，2月15日至3月15日停窑30天，剩余10天企业自主安排检修；8月1日至9月30日停窑10天，10月1日至12月31日停窑10天；全年累计停窑60天。实际执行情况：2-3月停窑30天。6月份除环保停限产外，企业并未进行夏季错峰。
		2018年6月20日至7月20日	镇江熟料线限产50%。
		2018年6月5日至17日	徐州：淮海中联持续停产，徐州中联停窑12天，徐州龙山6月5日至12日停窑。
	江西	2018年全年	每条熟料线全年停窑55天，其中春节期间（2-3月）不少于35天，夏季酷暑不少于10天，环境敏感期不少于10天。6月江西熟料线基本未停。
	安徽	2018年2-3月	环巢湖区域：计划每条熟料线检修15天，但春节期间执行欠佳。
		2018年6月25日至30日	芜湖17条熟料线停窑6天，剩余一条保持生产。
	福建	2018年2-4月	每条熟料线停窑30天。
		2018年7-9月	每条熟料线停窑20天。
华中	河南	2017年11月15日至2018年3月28日	焦作开窑时间推迟至3月20日，安阳开窑时间推迟至3月28日，其余地区停窑至3月15日。
		2018年6月1日至20日	停窑20天。
	湖北	2018年全年	对59条水泥生产线的各自停窑时间做出明确规定，约80%的生产线停窑需超过60天，全年每条窑的停产时间超过70天，非冬季错峰的停产天数达到平均30天以上。一季度停窑30天。二季度实际执行：各条熟料线自主安排停窑8-15天。
	湖南	2018年1-3月	错峰停窑30天。
		2018年5-6月	错峰停窑15天。
西南	四川	2018年全年	全年每条熟料线计划停窑不少于100天（广安停窑125天）。其中，1月份停窑10天，2月份停窑20天，3月停窑10天，4月停窑5天，5月停窑3天。6月停窑7天，7月停窑10天，8月停窑13天。
	重庆	2018年2月5日至3月10日	主城、渝西计划2月5日起停窑35天，渝东北计划停窑25天。实际执行：渝东北部分企业2月中下旬停窑检修15-20天。
		2018年5-6月	5月15日起停窑10天，6月份再停10天。实际执行：5-6月部分单体企业并未停窑。
	云南	2018年一季度	计划停窑检修35-45天，但除西南等部分企业外，同业基本以检修为主，熟料线运转率较高。
	贵州	2018年全年	全年停窑80-120天，其中黔中（贵阳、安顺）停窑120天，其余地区停窑80天。一季度黔中停窑35-45天，其余地区20-30天。二季度黔中停窑30天，但二季度多数熟料线并未停足天数。
华南	广东	2018年2月1日至4月30日	所有熟料生产线分别停窑20天，其中2月1日至2月28日每条生产线分别停窑10天，3月1日至4月30日每条生产线分别停窑10天。
		2018年6-8月	停窑10天。
	广西	2018年2月1日至	每条熟料线停窑20天。实际执行：除海螺外，其余同业执行到位。

		4月30日	
		2018年6-8月	停窑10天。

资料来源：卓创水泥，平安证券研究所

四、投资建议

在环保趋严的情况下，水泥行业错峰限产力度将加大，由于地产投资需求稳定，下半年基建投资也将回升，水泥需求将保持稳定，首选竞争格局优良的华中和华南地区水泥企业，推荐华新水泥（湖北水泥龙头），建议关注万年青（江西水泥龙头）、塔牌集团（广东水泥龙头）、祁连山（甘肃水泥龙头）、冀东水泥（华北水泥龙头）、天山股份（新疆水泥龙头）、青松建化（新疆水泥龙头）。

五、风险提示

- 1) 地产投资大幅下行；若地产调控政策持续，房地产投资大幅下行，水泥需求下滑致水泥价格高位下行。
- 2) 基建投资回升低于预期；若因地方政府降杠杆持续，基建投资回升低于预期，水泥需求难以回升。
- 3) 协同限产破裂；因水泥价格处于历史高位，若企业协同限产执行力度低于预期，水泥价格将高位下跌。
- 4) 煤炭价格大幅上涨；若环保导致煤炭价格大幅上涨，水泥企业成本大幅增加致利润下滑。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033