

历经风雨，多有磨砺，方见彩虹

——水泥行业专题研究报告

行业专题

本报告为近期撰写的水泥行业专题报告之二——华东篇。我们的区域划分中，华东区域包含上海、江苏、浙江、安徽、山东等5省市，是我国水泥行业经营最成熟的区域。2019年华东区域水泥产量5.82亿吨，新型干法熟料产能3.86亿吨，行业占比分别为25%和21%，分列七大区域中第一和第二。

报告回顾了华东区域水泥行业2006-2019年十数年的历史变迁，并建立冲击动能、熟料产能集中度、产能利用率等多指标来分阶段分析华东区域水泥行业3轮景气周期转换及此轮景气持续至今的原因。

◆发展期，高需求高供给，企业竞争为主，景气牛短熊长

2013年以前，华东区域水泥行业处于发展阶段，需求蛋糕持续变大，企业释放产能、充分竞争、扩展市场份额为个体最优策略，且在景气上行时这一动机更加强烈。个体理性的集合带来了群体不理性的结果：新增产能规模大于需求增加的额度，产能利用率逐年下降。集中度在提升，此阶段企业竞争为主，行业自律机制逐步建立并发挥“锦上添花”作用，而“雪中送炭”作用不明显。受供求边际变化引致的景气周期呈牛短熊长特征。

◆过渡期，供求放缓，15年需求降6%，破局，企业走向竞合

2014-2016年，华东区域水泥行业需求增速快速放缓事实上进入平台期。过往数十年行业习惯了需求蛋糕变大背景下有效竞争或做大做强或稳于一隅。突然需求空间固化，在位企业仍沿用习惯的充分竞争来应对，行业自律被破坏，这也是2014年熟料产能利用率反而抬升的原因。区域水泥价格回到10年前的最低点水平，行业经年周期磨底。在这一过程中市场集中度稳定，企业间竞争策略逐渐向企业竞合转变。

◆稳定期，需求平台化，供给主动约束，竞合升级，盈利转化

2017年至今，需求平台化已成为华东区域水泥企业的共识，企业做大规模提高市占率的最优策略逐步为控量保价、提高效益的竞合策略替代，控制新增产能投放已成为企业供给释放的内在约束。集中度高位稳定，寡头竞争格局真正形成并巩固。此时个体理性的集合带来了群体最优：不同于以往高盈利时企业规模新增产能冲动，2017年至今的区域行业景气时长和程度都优于历史，但新增熟料产能规模年均仅百万吨级，冲击动能微乎其微。

◆展望2020年乃至更长时间，区域行业景气应为持续

2020年至今，受新冠肺炎疫情影响，开春需求启动未如往年正常，1季度水泥需求下降20%以上的背景下，区域水泥价格平稳回落并已稳定，等待价格回暖。需求逐月回暖，供给仅两条熟料产线计划投放（均为减量置换产能），产能利用率稳定提高，集中度高位稳定，景气应为持续。更长投资视角，行业发展进入平台期已有经年，企业心态稳定，在位企业最优策略为控量保价、提升效益的竞合策略，寡头竞争格局形成并稳固，产能利用率稳中有升，华东区域水泥行业此轮景气周期将会很长。

可能又有观点担心需求拐点会否很快降临。我们认为：2012年我国定调“稳增长调结构”的宏观框架，“稳”为基础，“调”为目标。在目标实现前，稳增长的基础作用将长时间存在，这也意味水泥行业的需求平台化将长时间存在。

◆风险提示：需求不及预期，新进入者风险

买入（维持）

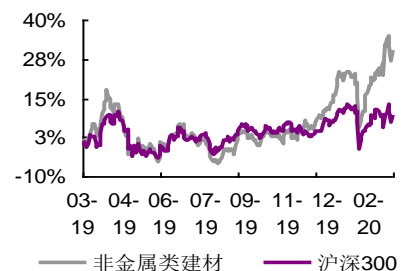
分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）
021-52523816
chenhaowu@ebcn.com

胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）
021-52523817
hutianya@ebcn.com

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

集中度及利用率两维指标分析中长期视角行业景气度 2020-04-06
投资端增速下滑，稳增长重要性凸显——2020年1-2月建材行业需求端数据点评 2020-03-17

目 录

1、 历经风雨，多有磨砺，方见彩虹	3
2、 华东区域水泥行业历年冲击动能测算	6
3、 华东区域中长期视角景气切换及持续特点	8
4、 结论：这一轮景气周期将会很长	12
5、 风险分析	13

水泥产品，原材料石灰石，我国储量丰富。通过一定工艺生产出中间品——熟料，添加不同比例混合材和添加剂研磨成不同标号水泥，最终产品为混合砂石骨料等生成的混凝土。下游应用为基础设施建设、房地产建设和农村建设。在今年国内外新冠肺炎疫情防控大背景下，我国水泥行业上游原材料国内自供，需求对接国内投资，全产业链技术成熟并已为国际领先水平；成本结构中能源成本占大头，煤炭和电力均为国内供应，行业比选中有比较优势。

水泥产品为同质品，碳酸钙化学属性吸水不易保存，因此在一定价格差内具有区域性。我们的分析框架将我国水泥行业分为华东、中南、东南、西南、华北、西北、东北七个区域，后续一一展开，本篇报告研究华东区域。

在我们的区域划分中，华东区域包含上海、江苏、浙江、安徽、山东等 5 省市，是我国水泥行业经营最成熟的区域。2019 年华东区域水泥产量 5.82 亿吨，新型干法熟料产能 3.86 亿吨，行业占比分别为 25.0%和 20.6%，分列七大区域中第一和第二。

1、历经风雨，多有磨砺，方见彩虹

区别于目前行业全局性过剩和区域寡头竞争格局，2006 年前我国水泥行业多数地区产能过剩状态并不严重，少数地区甚至一直供求紧平衡状态。当时水泥行业处于局部过剩阶段，局部过剩就在华东区域，而且还很严重。行业一个名词“浙江现象”就是特指这个时期的华东区域产能严重过剩、经营困难长达数年的历史事件：2003 年前华东区域受益房地产高速成长，水泥需求旺盛，水泥行业景气度高。但房地产经济过热、商品房价格高涨引致我国对房地产行业第一轮严格调控政策，需求增速下降，雪上加霜的是新增产能开始规模投放，2003-2005 年华东区域新型干法熟料产能投放分别为 4300 万吨、7300 万吨和 3600 万吨。供求边际角度，供给升需求降，市场处于充分竞争状况，行业景气大幅向下，产品价格持续下降，行业困顿到 2006 年。

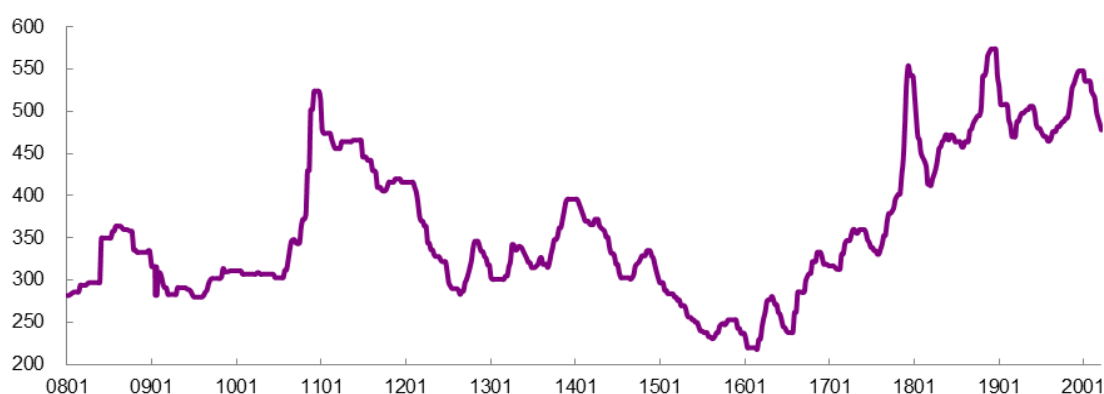
2006 年华东区域房地产复苏，当年水泥需求增速达到 18%，水泥产品价格底部企稳并上升，全年均价 265 元/吨；07-08 年虽华东区域需求增速大幅回落到 5.6%和 1.6%，但受益于全国经济过热背景及产能规模投放高峰已过（2006-2007 年华东区域新干法熟料产能投放大幅下降至 1600 万吨、1500 万吨），产能严重过剩状态一定程度得到缓解，07-08 年水泥产品价格逐年提升（全年均价分别为 276 元/吨和 325 元/吨）。

2008 年初我国经济过热，年中全球经济危机。上半年需求旺盛，下半年需求断崖，影响水泥行业运营第一次呈现“淡季不淡、旺季不旺”特点。虽国家

及时推出“4 万亿刺激”政策强对冲全球金融危机和国内经济下滑风险，但主要的增量在中西部地区。09-10 年华东区域水泥需求增速从 08 年 1.6% 提高到 8.4% 和 7.4%，远低于全行业和其他区域的水泥产量增速；而供给端，由于 07-08 年区域行业景气提升，产能滞后投放：08-09 年分别新增熟料产能 3500 万吨和 2200 万吨，对应产能增速 15.1%、8.3%，两年时间累计投放近 6000 万吨熟料产能冲击市场。2009 年华东区域在其他区域因需求旺盛供不应求不断提价的大环境下，全年均价 296 元/吨，较 08 年下降近 30 元/吨。需要补充的是，中国建材 07-08 年通过规模并购重组的方式迅速在华东区域做大产业规模，行业集中度大幅提高，并最终形成华东区域双寡头竞争格局。但当时处于产业竞争格局的重塑进程，集中度大幅提高并没有对行业景气的维持起到作用。

图 1：华东区域 po42.5 水泥价格走势

单位：元/吨



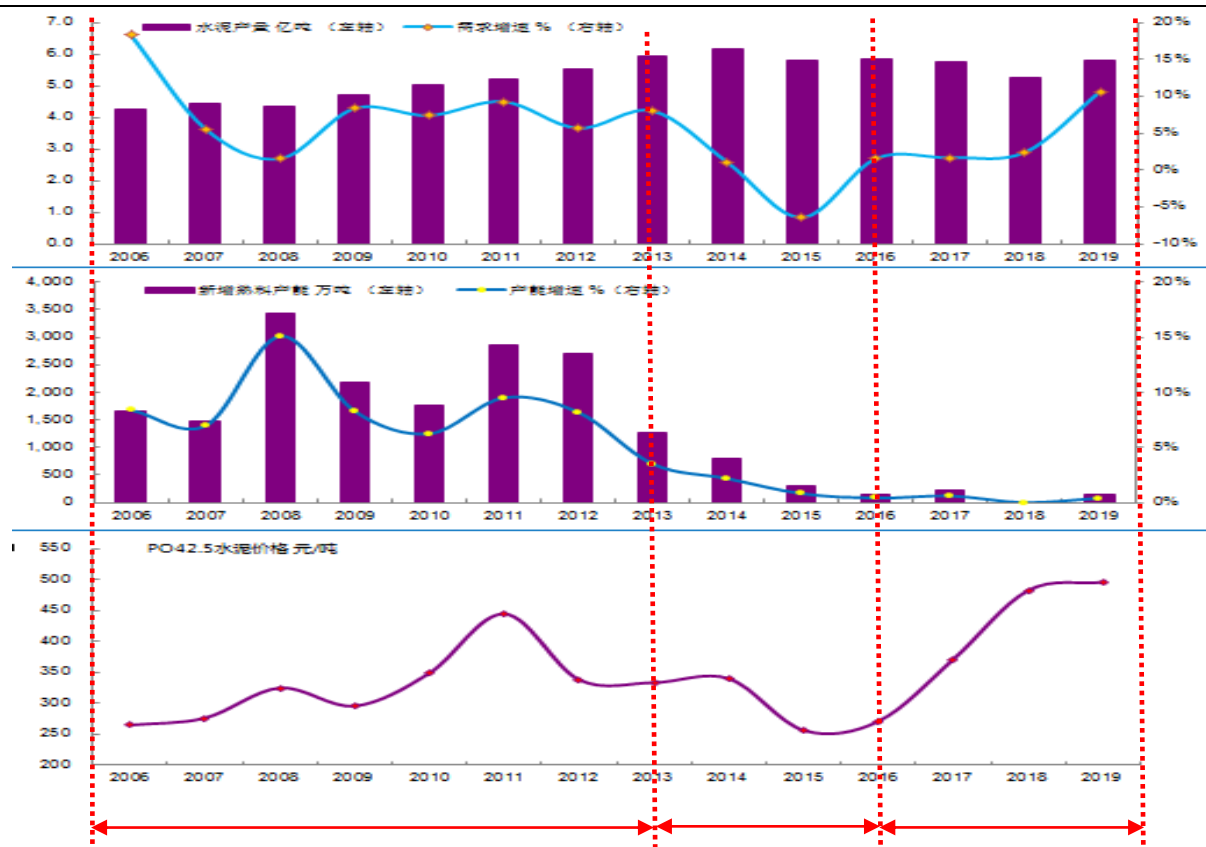
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

2010 年新增熟料产能下降到 1800 万吨，产能增速下降到 6.3%，而需求增速 7.4%，全年水泥价格高于 09 年价格运行；特别是 9 月突发限电影响旺季熟料窑开工率引致华东区域熟料、水泥均供不应求，产品价格从 9 月到年底累计上涨 200 元/吨，2010 年全年均价 349 元/吨，较 09 年提高 55 元/吨。2011 年新增熟料产能 2800 万吨，产能增速 9.5%，需求增速 9.3%，加之中国建材 08 年强势进入华东区域规模并购重组，内部整合见成效，华东区域双寡头竞争格局初显。2011 年华东区域水泥价格高位运行，全年均价 445 元/吨，再次大幅提高近 100 元/吨。

景气拐点发生在 2011 年 4 季度。表象：旺季不旺，价格全年低点；原因：1) 超预期的全行业 2011 年新型干法熟料新增产能仍有 2 亿吨级别，连续三年新增产能的巨量投放；2) 华东区域 2010 年的高盈利状态引发大、中型企业规模产能新增计划（11-12 年华东区新增熟料产能 2900 万吨和 2700 万吨，累计近 6000 万吨）；3) 最重要的，因“7.23 甬温线”特别重大铁路交通事故，11 月起全国高铁项目大面积停建进行各项安全检查，需求断崖。2012 年开春华东

区水泥产品价格持续下跌，全年均价 338 元/吨，较 11 年下跌近 110 元/吨，当年新增产能增速 8.2%，需求增速 5.7%。2013 年我国基础设施建设投资增速回复到 20% 以上，华东区域水泥需求增速提升到 8%，新增熟料产能下降到 1200 万吨，产能增速 3.5%，供求边际好转。产品价格从 13 年下半年开始反弹，累计涨幅 100 元/吨。

图 2：华东区域历史年度水泥产量及产能推进情况一览



华东区域	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
水泥产量 亿吨	4.3	4.5	4.3	4.7	5.0	5.2	5.5	6.0	6.2	5.8	5.9	5.8	5.3	5.8
需求增速	18%	5.6%	1.6%	8.4%	7.4%	9.3%	5.7%	8.0%	1.1%	-6%	1.6%	1.7%	2.5%	11%
新增熟料 万吨	1,646	1,488	3,441	2,170	1,773	2,868	2,713	1,256	806	310	155	233	0	155
产能增速	8.4%	7.0%	15%	8.3%	6.3%	9.5%	8.2%	3.5%	2.2%	0.8%	0.4%	0.6%	0.0%	0.4%
水泥价格 元/吨	265	276	325	296	349	445	338	334	340	256	271	371	483	496

资料来源：水泥地理、数字水泥网、光大证券研究所整理

但这波景气反弹持续时间短，仅半年左右，随后时长 3 年的景气下降。虽然 2014-2015 年华东区域新增熟料产能较前期显著下降到 800 万吨和 300 万吨。但需求边际下降更呈加速，2014-2015 年区域水泥需求增速分别下降为 1.1%、-6.4%。特别是 2015 年水泥需求历史上第一次大幅下降 6%，对行业在位企业心态影响较大，全年水泥均价 256 元/吨，较 2014 年大幅下降近 90 元/

吨，回到 2004-2005 年“浙江现象”时代区域水泥价格水平，全行业经营端亏损。2016 年区域行业困顿持续，虽需求增速 1.6%，由负转正，新增产能仅 155 万吨，产能增速 0.4%，行业供求边际略有好转，但在当年对行业景气度的提升基本没有作用，仅仅起到底部巩固和累积力量的作用。

需要补充的是，自中国建材 07-08 年通过规模并购重组并持续收购新建产能进入华东区域水泥行业后，2010 年后华东区域水泥行业已经进入寡头竞争格局，且市场集中度仍在持续稳定提升。纵观 2010-2016 年华东区域水泥行业两轮景气周期转换历程，以中国建材（旗下南方水泥）为主的区域大中企业主导的行业自律行为在行业景气向上进程中会起到“锦上添花”的作用；但在由于供求边际显著恶化引致的行业景气向下进程中，“雪中送炭”的作用基本不能实现，更多的是不断寻求底部稳定的作用。这一方面是由于石灰石碳酸钙吸水属性使得产品不能长时间库存以作为企业经营调节手段，另一方面也促使行业在位企业不断寻找、提高和升级行业自律的措施和方法。

客观来讲，2016 年全行业和区域供求边际略有好转但不显著，行业持续困顿、周期磨底。我们也可以看到全行业和区域去产能和企业退出，内部挖潜提升运营效率节省成本，企业自律乃至自救诉求强烈等提高企业效率、行业竞合能力的诸多现象和事件。4 季度行业淡旺季切换和国家供给侧改革政策推动下，产品价格出现恢复性上涨，全年水泥均价 271 元/吨，较 2015 年提高 15 元/吨。自此起，华东区域水泥行业景气持续至今，盈利能力逐年提高。2017-2019 年区域行业需求增速 1.7%、2.5%、10.7%，产能增速 0.6%、0.0%、0.4%，供求边际持续向好，寡头竞争格局巩固。水泥均价逐年提高：371 元/吨、483 元/吨、496 元/吨。

2、华东区域水泥行业历年冲击动能测算

建立冲击动能指标区别于传统的新增产能增速，并考虑产能投放滞后一年完全释放市场冲击，公式：当年冲击动能=上一年新增水泥产能/上一年水泥总产量。该指标与产能增速的区别在于将分母的水泥总产能换成水泥总产量，以期能直接与需求增速匹配比较行业供求边际的变化。

如图 3 所示，不同于水泥行业整体和其他区域，华东区域水泥行业新增产能的高峰发生在 2000-2005 年的六年时间里，累计投放水泥产能 2.55 亿吨。峰值在 2003-2005 年，三年时间分别投放 5500 万吨、9500 万吨和 4700 万吨，考虑产能滞后一年影响市场，2004-2006 年冲击动能分别为 20%、29%、13%；因产能持续高规模投放加之需求增速下行，行业经历了有名的“浙江现象”长

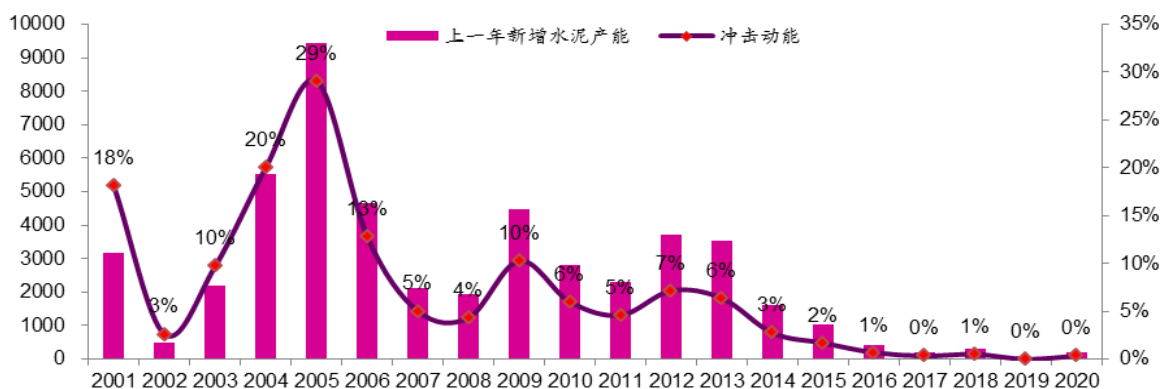
达数年，2006-2007 年需求恢复，景气上行，产能投放持续低位水平，水泥产能年均投放 2000 万吨，2007-2008 年冲击动能下降至 5% 和 4%。

2006-2014 年华东区域水泥行业新增产能规模总体较 2000-2005 年新增产能规模下降一个台阶，九年时间里累计投放水泥产能 2.36 亿吨。虽期间“4 万亿刺激”政策引致水泥行业在 2009-2012 年产能高规模投放，但华东区域产能投放明显较其他区域少，冲击动能也小很多。除了区域内行业企业成熟度高于其他区域外，“4 万亿刺激”的主要施力点在我国中西部和北部地区，华东区域受益程度小，需求增速并没有大幅提高应为主要原因。同时，注意到这段时间产能投放的两个小峰值：2008 年新增水泥产能 4500 万吨，2011-2012 年新增水泥产能 3700 万吨和 3500 万吨，均是对应着华东区域上一轮行业景气高点位置的产能滞后投放。

2015 年至今，华东区域水泥行业新增水泥产能规模再较前期显著下降。每年投放产能仅百万吨级别，冲击动能始终在不到 1% 水平。在这个阶段我们看到一个不同于历史经验的现象：区域水泥行业景气从 2016 年底开始至今，已经持续三年时长且逐年盈利能力提高，但新增产能规模始终停留在可忽略不计的水平。并且据协会统计 2020 年华东区域新增产能也就两条熟料产线，合计水泥产能 450 万吨左右，继续可忽略不计。这个现象值得我们深入思考其原因。

图 3：2001 年以来华东区域新干法水泥产能新增规模及冲击动能测算

单位：万吨



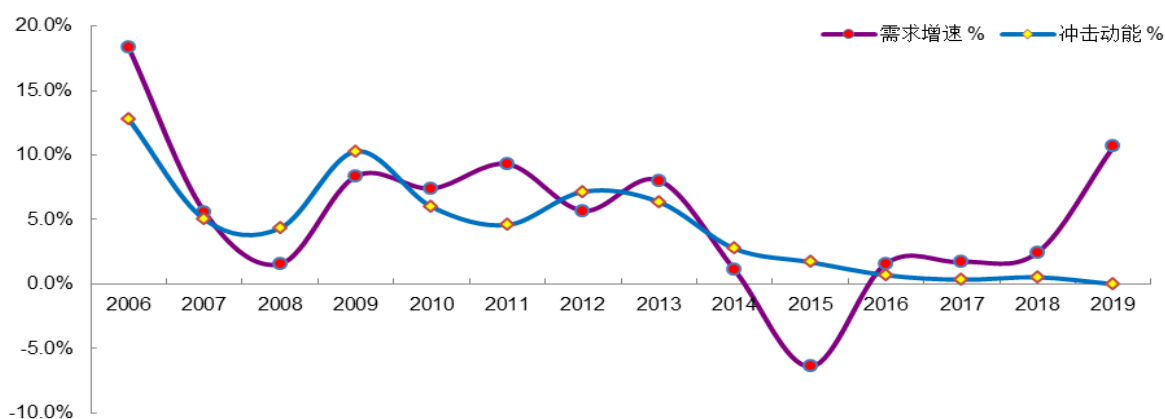
资料来源：数字水泥，水泥地理，光大证券研究所整理

图 4 建立了 2006 年以来华东区域水泥行业冲击动能和需求增速的匹配图谱。因两个指标统一了分母端的计算口径，均为上一年度水泥总产量，方便简单直观比较分析行业供求边际的变化及趋势。之所以只从 2006 年开始建立图谱，是受限于我们的数据追溯能力，我们缺失 06 年以前分省水泥产量数据以整理汇总区域产量数据。

经济含义理解：当年需求增速高于当年冲击动能意味着该年度行业供求边际好转，若连续数年需求增速高于冲击动能意味着行业供求边际持续好转；反之，当年需求增速低于当年冲击动能则意味着该年度行业供求边际恶化，若连续数年需求增速低于冲击动能意味着行业供求边际持续恶化。

图 4 中两指标演化历程很好地匹配了景气周期变化：2006 年至今，华东区域水泥行业历经 3 轮景气转换和 1 轮景气持续至今。对应图谱，我们可以清晰在图谱上找到 2006-2007 年、2010-2011 年和 2013 年三个区域行业景气时点的需求增速高于冲击动能，而对应景气下行的时点 2008-2009 年、2012 年和 2014-2015 年，其冲击动能高于需求增速（2008 年有些特殊，受金融危机影响，当年需求增速前高后低）。2017 年至今的景气持续对应着持续三年的需求增速高于冲击动能，并且 2019 年区域水泥需求增速大幅提高到 11% 水平，而冲击动能为 0，供求边际更趋改善。

图 4：2006 年以来华东区域水泥行业冲击动能和需求增速匹配图谱



资料来源：数字水泥，水泥地理，光大证券研究所整理

展望 2020-2021 年，把住供给端的冲击动能，据协会统计，2019 年华东区域新增 1 条产线水泥产能 200 万吨，2020 年华东区域计划新增 2 条产线水泥产能 400 万吨，冲击动能分别为 0.4% 和 0.7%（2021 年冲击动能测算中，假设 2020 年华东区域水泥产量增速 2%）。也就是说，只要 2020-2021 年华东区域水泥需求增速在这之上，区域行业供求边际仍是在持续改善中，景气度仍将高位维持甚至更好。

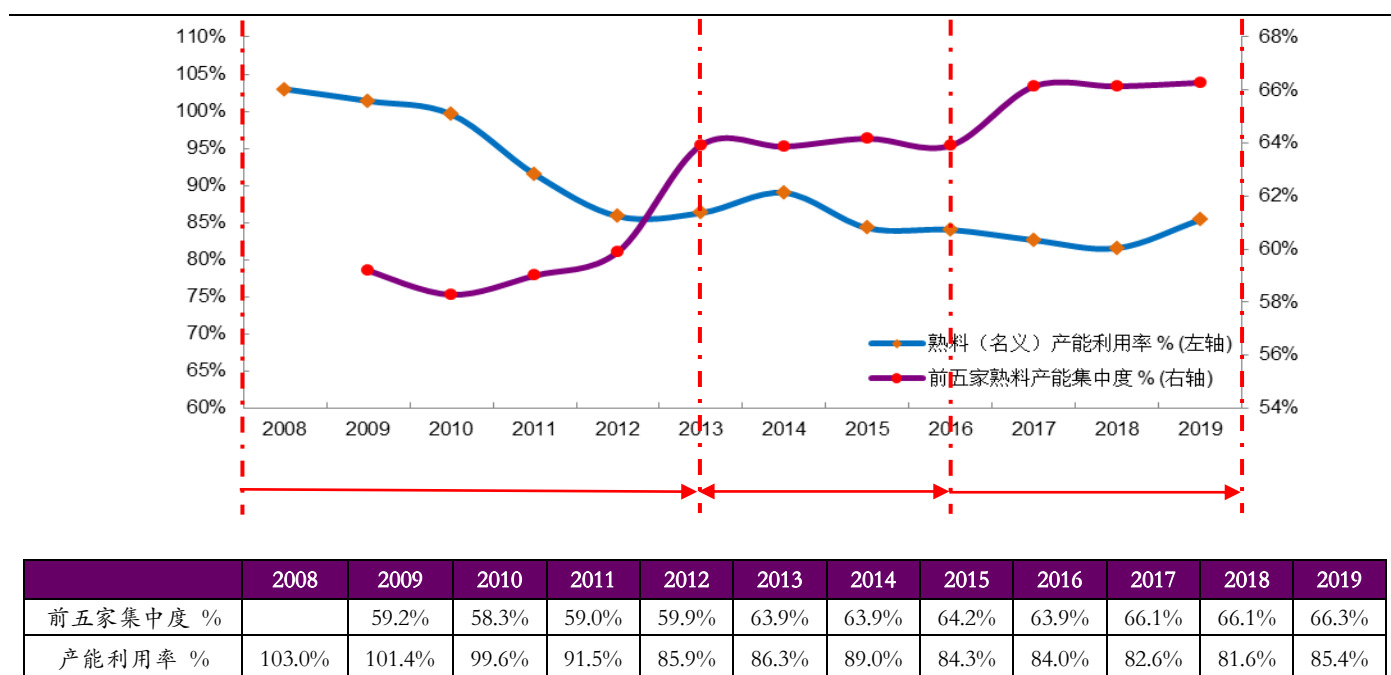
3、华东区域中长期视角景气切换及持续特点

传统产品制造行业，产能利用率刻画供求关系边际变化，集中度刻画市场竞争格局演化。在没有新技术、新产品替代的条件下，供求边际变化决定行业

景气变换及持续程度，竞争格局变化决定景气变化的难易程度，因水泥产品碳酸钙属性不宜保存，决定了供求边际为主，集中度为辅，两者综合分析可以较为准确分析行业景气的变化。

建立熟料（名义）产能利用率指标来更直观刻画行业供求边际变化。之所以定义为熟料（名义）产能利用率，是因为指标分母端为新干法熟料总产能，分子端为含落后产能生产熟料的全口径熟料产量，该指标测算结果会高于熟料实际产能利用率。但这十几年间水泥行业新增产能均为新干法熟料产能，名义利用率的演化趋势与实际利用率演化趋势一致。然后，辅以熟料产能集中度随时间序列演化刻画市场竞争格局由充分竞争至寡头竞争，最终进化为寡头垄断格局。

图 5：华东区域水泥行业熟料（名义）产能利用率及集中度演变一览



资料来源：数字水泥网、水泥地理、光大证券研究所整理

图 5 刻画了从 2008 年至 2019 年华东区域水泥行业熟料（名义）产能利用率和前五家水泥企业熟料产能集中度的演变过程。

自 07-08 年中建材通过规模并购重组进入华东区域水泥行业后，区域行业集中度一直在稳步提高，至 2019 年前五家企业熟料产能集中度已达到 66.3%。但客观来说，在 2016 年以前区域行业历次景气转换进程更多受供求边际变化的影响，寡头竞争格局对行业景气拐点向下时“雪中送炭”作用不强。

结合不同时期的水泥需求和供给的特点，以及景气周期转换的特点，可大致将华东区域水泥行业的经营发展史分为三个阶段：

1、2013 年以前，高需求高供给，企业竞争为主，周期呈牛短熊长特征

虽 07-08 年水泥行业就在争论华东区域水泥需求的拐点论，确实从人均水泥产量、人均熟料产能等指标来看，华东区域水泥产量和产能已经超过了全球经验标准。但中国特色，07-13 年华东区域水泥需求增速基本稳定在 5-10% 的区间中（07 年以前需求增速更是高出一个层级），蛋糕还在做大。在中国建材规模并购重组进入以前，区域水泥行业充分竞争市场格局，各大、中型水泥企业都在持续新增产能以扩大规模挤占更大的市场份额；中建材进入当年产能集中度大幅提高，寡头竞争格局尚处于重塑初期，并且市场蛋糕仍在做大，行业内企业扩充产能提高市占率的冲动仍然强烈。特别是在每轮景气上行的中后期企业新增产能冲动和计划较前期更胜，所以我们可以看到这段时间里每次景气高点后对应着显著高于前期的规模新增产能投放，也高于需求增长的规模，带来了区域行业供求边际的迅速恶化，景气下行（虽也可以说每轮景气下行都有促发事件，但严谨来讲，本质在于供求边际的恶化且持续）。景气周期呈现明显的“牛短熊长”特征。

长视角看这段时间，因需求蛋糕持续做大，企业释放产能扩张市场份额是本能动机，并且在景气上行的时候更加强烈，个体理性的集合带来的是群体不理性的结果：新增产能规模明显大于需求增加的额度，图谱可清晰看到 2013 年以前熟料产能利用率逐年下降；产能（市场）集中度逐年提高，但在行业内企业持续扩产提高自身市占率的大背景下，市场竞争比较激烈。中国建材进入当年产能集中度大幅提高，数字意义上进入寡头竞争格局，但格局转换需要时间，企业竞合还是以竞争为主，行业自律机制逐步建立并发挥一定作用：1）景气上行阶段“锦上添花”作用日渐显现；2）几轮周期底部逐级提高。

2、2014-2016 年，供求放缓，15 年需求降 6%，破局，企业走向竞合

以 2014 年为界，华东区域水泥行业需求增速快速放缓并事实上进入平台期。

2014 年华东区域水泥行业需求增速快速由上一阶段的 5-10% 的增速水平滑落到 1%，一时区域需求“拐点论”盛嚣尘上。这一需求变化使行业在位企业经营心态受到影响，虽当期新增产能规模也大幅减少，但前期供给释放仍具有惯性。综上因素，14 年华东区域行业自律出现松动，当年熟料产量增速显著超出水泥需求增速，使得表观产能利用率提升。2015 年区域水泥需求进一步下降到 -6%，破局。2015 年华东区域水泥价格大幅回落到 10 年以前“浙江现象”时代区域水泥价格水平，全行业经营端亏损。2016 年虽供求边际略有改善，但多数时间仍处持续磨底状态。

这个阶段，市场集中度高位稳定，产能利用率也是斜率趋缓的微弱下降，行业却先是快速景气下行，再经年困顿。关键在于需求蛋糕不再变大了：过往数十年行业内企业习惯了每年需求蛋糕都在变大的背景下通过有效竞争、释放产能、挤占市场份额的传统方式或做大做强或稳于一隅。突然需求空间固化，甚至拐点向下，心态崩坏下行业在位企业最初用习惯的充分竞争来应对，行业自律被破坏，这也是2014年熟料产能利用率反而抬升的原因。华东区域水泥价格回到了10年前的最低点位置，而曙光似乎还遥遥无期。潜移默化中，企业竞争逐渐向企业竞合转变。**标志性事件：2016年水泥行业历史上第一次沿江熟料先提价50元/吨以推动水泥价格上涨。**

3、2017年至今，需求平台化，供给约束，竞合升级，盈利转化

2016年4季度淡旺季切换和供给侧改革政策推动下，产品价格恢复性上涨。2017-2018年区域行业需求增速1.7%、2.5%，需求平台化特征明显。区域水泥企业历经数十年的发展本身成熟度已高，再经过15-16年的周期底部磨砺和思考，企业竞合已成主流，寡头竞争市场格局逐步固化。此轮区域行业景气逐年提升并持续至今。

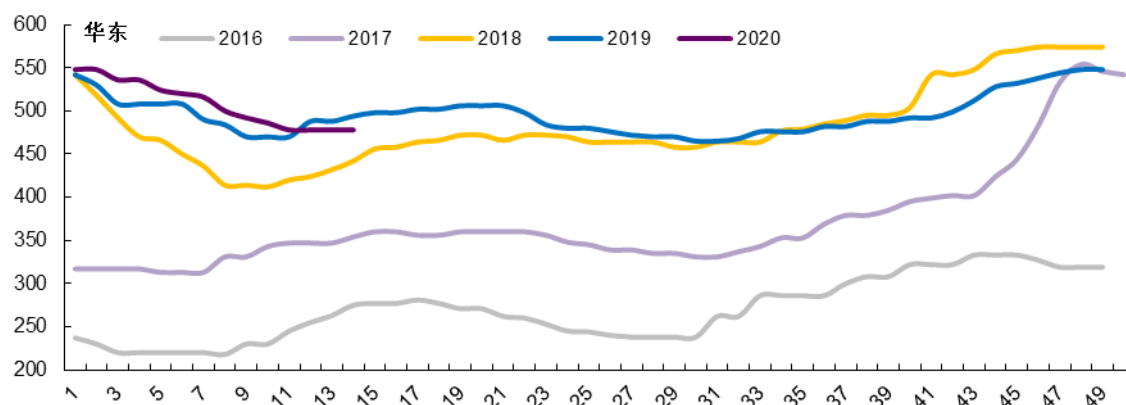
这个阶段，需求平台化成为水泥企业的共识，个体理性的集合构成群体理性：企业做大规模提高市占率的最优策略逐步为控量保价提高效益的竞合策略所替代，控制新增产能投放成为企业供给释放的内在约束，个体最优决策的改变带来了群体最优。我们可以看到一个明显不同于水泥行业历史经验的现象：这一轮景气时长和程度都优于历史，但区域内水泥企业不再像以往在高盈利时冲动规模新增产能。继15-16年因周期底部新增熟料产能仅300万吨和150万吨后，17-19年华东区域新增熟料产能分别为200万吨、0万吨和150万吨，产能增速0.6%、0.0%和0.4%，冲击动能0.3%、0.5%和0.0%。

特别是2019年，华东区域水泥需求增速10.7%，这个增速超出在位企业的预期，熟料产能利用率快速提升到86%。期间两个事件可以佐证我们的分析结论：1、当年新增熟料产线一条，熟料产能150万吨。据协会统计，计划及在建仅浙江两条熟料产线，合计熟料产能300万吨，均为减量置换产能，继续微弱或零冲击动能；2、需求旺盛、利用率提高，行业在位企业很好的控制了价格暴涨的冲动，全年价格运行稳定，水泥均价496元/吨，盈利稳定提升。

2020年至今，受新冠肺炎疫情影响，开春需求启动未如往年正常，在1-3月水泥需求下降20%多的背景下，水泥产品价格平稳回落并已稳定，等待价格回暖。

图 6：2016 年至今华东区域 PO42.5 水泥价格年内运行图谱

频率：周 单位：元/吨



资料来源：数字水泥网、光大证券研究所整理

4、结论：这一轮景气周期将会很长

简单分析，华东区域水泥行业集中度高位稳定，寡头竞争格局形成并稳固；需求平台化，供给主动约束，熟料产能利用率稳中有升；经历几年的高景气度应能保持稳定抑或仍有提升，行业景气周期将较以往大幅延长。

但需要深层次思考，本专题报告通过回顾行业历史，建立冲击动能、产能集中度、产能利用率等多指标来分阶段分析华东区域水泥行业景气周期转换的原因。发现除了集中度和利用率因素外，行业发展到生命周期的哪一阶段是最重要的背景原因：行业仍处发展期阶段时，在位企业最优策略是持续扩充产能、有效竞争提升市场占有率；行业发展进入平台期阶段时，在位企业最优策略控量保价、提升效益的竞合策略。在这一基础上，寡头竞争格局形成并稳固，产能利用率稳中有升，华东区域水泥行业此轮景气周期将会很长。

最后，补充一点。华东区域是我国水泥行业最成熟最具代表性的区域，集合了许多成熟、优秀、竞争力强的水泥企业。他们的优秀体现在很多方面，也体现在优秀的企业会积极主动、高效的应对市场的各种波动和变化。

5、风险分析

需求不及预期：疫情发展超出预期，带来国内外经济生活的全面衰退，国家宏观对冲力度不足，等等原因带来的水泥行业需求端大幅下降。

新进入者风险：进口熟料持续无序冲击市场，行业外部企业大规模进入水泥行业，或是行业下位企业规模新增产能投放，引致行业集中度快速下降。新的进入者或是新的上位者会对已经形成共识的行业竞争秩序构成破坏作用；虽有国家政策限制和协会约束，水泥企业仍规模无序新增产能，引致行业供求边际恶化。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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；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。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

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且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼