

建材行业

2018-8-6

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

华东水泥的变与不变-从自主性限产到政策性限产

报告要点

■ 从自主性限产到政策性限产

- **不变：华东自主性限产仍在继续。**2017 年的夏季错峰限产主要是企业的自律行为，并不具备强约束力。因此我们看到即使限产，2017 年 6 月华东熟料产量依然同增 13%。2018 年夏季错峰仍在执行，但可明显看到供给下降。2018 年 6 月华东熟料产量同降 17%。同样为夏季错峰为何 2018 年的供给约束明显好于 2017 年？其中的不同，即来自于 2018 年的变化。
- **变化：2018 年环保强制限产增多。**2018 年华东熟料产量在 6 月大幅下降，主要是强制性的限产增多，如铜陵海螺停产等。自律限产和强制限产相比具有先天劣势，尤其是在淡季需求下滑时，产量的减少会带来企业单位固定成本摊薄的上升，因此企业对停限产的执行力度通常会打折扣。

今年 6 月以来，江苏、安徽等多地因为空气质量或环保不达标等原因，由政府发文进行了熟料产线的强制限产。由此可以解释为何 2018 年比 2017 年供给约束更强，且安徽、江苏比浙江限制更严（浙江强制性停产较少）。

■ 如何判断下半年的华东供给形势？

- **通过对 2018 年至今的强制停产的原因进行总结，可以发现大致分为 3 类：1) 空气质量控制；2) 环保督查回头看；3) 区域大型活动的进行。通过梳理我们预计未来华东仍将面临较大的供给短缺压力。**
- **空气质量控制。**通过对江浙皖各市 2018 年上半年空气质量治理情况以及 2018 年全年目标进行对比，可以看到江浙皖大多数城市的治理情况均未达到要求，下半年的环保压力较大，或将仍有因环保治理而出现的停产。
- **环保督查回头看。**华东的江苏、江西已经完成了第一轮督察回头看，并且在回头看期间进行了限产。预计第二轮的回头看或将包括湖北，由此带来的限产将会减轻华东地区外部流入的压力，
- **区域大型活动的进行。**从青岛的上合组织峰会到南京的历史文化博览会以及世界羽毛球锦标赛等，在进行期间均进行了限产。往后看，首届中国国际进口博览会等大型活动进行期间，或仍将采取限产措施保障空气质量。
- **投资建议：**今年淡季华东水泥在环保带来的限产收缩下，不仅没有降价，反而因熟料短缺价格逆势上涨。华东中期景气稳健，短期价格弹性已显，继续看好海螺水泥、华新水泥等华东水泥股相对及绝对收益。

风险提示：

1. 华东产能置换导致新增产能增加；
2. 区域需求大幅下滑导致格局破坏。

分析师 范超

☎ (8621) 61118709

✉ fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080001

联系人 李浩

☎ (8621) 61118709

✉ lihao4@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《北方水泥股的业绩弹性有多大？》2018-8-1

《谈乡村振兴战略对建材行业的影响》2018-7-29

《如何看待外部流入对旺季华东水泥价格的影响？》2018-7-29

从自主性限产到政策性限产

不变：华东自主性限产仍在继续。2017年，华东在6-8月的淡季开始尝试进行错峰限产。2017年的夏季错峰限产主要是协会及企业的自律行为，并不具备强约束力。因此我们看到，即使开始限产，2017年6月熟料产量同比仍然增加13%，其中江苏、浙江、安徽分别增长23%、21%、7%。

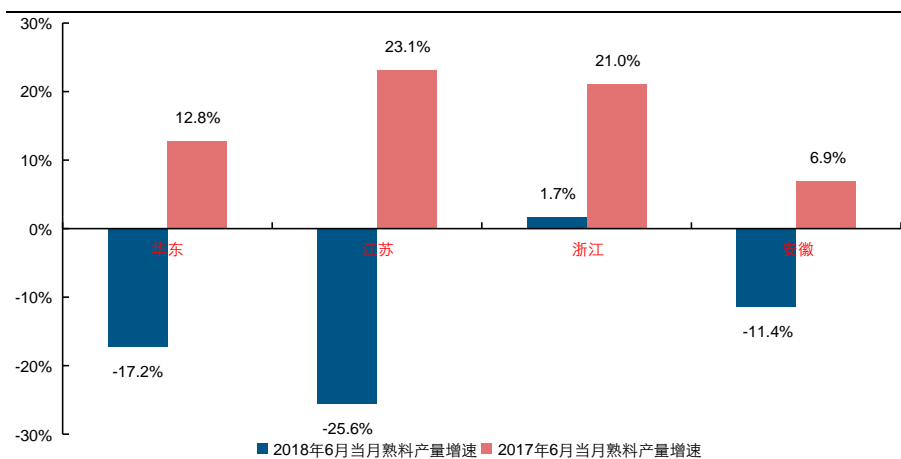
2018年夏季错峰仍在执行，但可以明显看到供给的下降。2018年6月华东熟料产量同降17%，其中江苏、安徽同降26%、11%，浙江同增2%。同样为夏季错峰为何2018年的供给约束明显好于2017年？为何江苏、安徽约束好于浙江？其中的不同，即来自于2018年的变化。

表 1：2017-2018 年华东夏季错峰停限产情况统计

		2017年	2018年
华东	山东	6-7月 济南、淄博、聊城、德州、滨州五市停窑10天，其余地区全线停窑20天。	6-9月 6月1日-20日停窑20天，8月17日-9月5日停窑20天。
	山东	8月 全线停窑10天。	
	江苏	6-7月 每条熟料线自主安排停窑20天。当年执行力度差，停窑率低。	6-9月 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。
	江西	6-8月 每条熟料线自主安排停窑检修10天。	6-8月 夏季酷暑不少于10天，环境敏感期不少于10天。
	福建	6-7月 每条熟料线停窑10天。	7-9月 每条熟料线停窑20天。
浙江	7月 每条熟料线停窑检修10天左右。	6-7月 初步计划停窑20天。	

资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 1：2017、2018 年 6 月华东及江浙皖熟料当月产量增速对比



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

变化：2018 年环保强制限产增多。虽然 2018 年华东的夏季自律错峰在时间上较 2017 年更长，但强度上并没有明显变化。熟料产量在 6 月的大幅下降主要是强制性的限产增多。自律限产和强制限产相比具有先天的劣势，尤其是在淡季需求下滑时，产量的减少会带来企业单位固定成本摊薄的上升，因此企业对停限产的执行力度总是会打折扣。

今年6月以来，江苏、安徽等多地因为空气质量不达标等原因，由政府发文进行了强制限产。由此可以解释为何2018年比2017年供给约束更强，安徽、江苏比浙江更强（浙江强制性停产较少）。

表2：2018年5月以来的华东强制停产统计

省份	城市	停限产要求	原因
江苏	南京	从7月29日至8月7日（共10天），全市水泥企业停产	2018年世界羽毛球锦标赛
江苏	常州	溧阳南方、溧阳东方、常州亚峰等多家水泥企业将全面停产，其他水泥企业则有不同程度的限产，预计8月初开始执行	空气质量控制
安徽	芜湖	6月25日，芜湖共计停产17条熟料生产线，停产6天	二季度空气污染物排放总量不达标
安徽	铜陵	6月12日，铜陵海螺3条产线停产	码头治理
江苏	南京	6月1日至2018年9月30日期间实施错峰生产，要求南京江南水泥、南京溧水天豪水泥、南京石臼湖水泥停产；江苏信宁新型建材、江南-小野田水泥、中国水泥厂、南京中联水泥、溧水天山水泥5家企业6月10日—7月31日停产，其余时间工业生产用电负荷控制在50%以内	夏季臭氧管控
江苏	南京	5月23日至5月29日（共7天），全面实施管控措施，水泥、铸造行业停产	南京历史文化名城博览会
安徽	马鞍山	自2018年3月26日起，至3月31日24时，对马鞍山钢铁、水泥等行业重点企业实行生产调控，按生产线或生产设备停限产30%或错峰生产	空气质量控制
江苏	镇江	6月20-7月20日，熟料线限产50%	环保督查回头看
江西	——	6月计划停窑20天	环保督查回头看

资料来源：数字水泥网，卓创资讯，长江证券研究所

如何判断下半年的华东供给形势？

通过对2018年至今的强制停产的原因进行总结，可以发现大致分为3类：1) 空气质量控制；2) 环保督查回头看；3) 区域大型活动的进行。通过梳理我们预计未来华东仍将面临较大的供给短缺压力。

空气质量控制。近期出台的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》首次将长三角地区纳入环保重点考察范围。我们通过对江浙皖各市2018年上半年空气质量治理情况以及2018年全年目标进行对比，可以看到江浙皖大多数城市的治理情况均未达到要求，下半年的环保压力较大，或将仍有因环保治理而出现的停产。

表3：从2018年上半年安徽各省市空气质量看，下半年空气治理压力较大

排名	城市名称	PM _{2.5} (μg/m ³)		优良天数比例(%)	
		2018年1-6月	2018年目标	2018年1-6月	2018年目标
1	黄山	27	35	97.2	95
2	宣城	50	47	84.5	80
3	六安	49	45	69.1	82
4	安庆	54	50	70.2	78
5	池州	51	47	75.4	78

6	阜阳	58	55	65.2	75
7	合肥	55	52	65.2	75
8	铜陵	55	52	79.0	78
9	淮南	63	55	53.0	75
10	马鞍山	55	48	60.2	78
11	滁州	58	52	58.6	77
12	芜湖	60	49	55.2	78
13	蚌埠	62	55	53.0	75
14	亳州	68	55	46.4	75
15	淮北	64	55	51.9	75
16	宿州	66	55	49.2	75

资料来源：安徽省环保厅，长江证券研究所

表 4：从 2018 年上半年浙江各省市空气质量看，下半年空气治理压力较大

排名	城市名称	PM _{2.5} (μg/m ³)		优良天数比例(%)	
		2018 年 1-6 月	2018 年目标	2018 年 1-6 月	2018 年目标
1	舟山市	27	25	92.8	92.5
2	丽水市	31	—	92.8	—
3	台州市	35	32	89.0	93
4	衢州市	37	40	87.8	85
5	宁波市	38	37	85.6	86
6	温州市	37	37	93.9	90
7	金华市	38	38	82.9	87
8	绍兴市	48	38	72.9	83
9	嘉兴市	48	41	70.2	71
10	湖州市	45	40	66.3	72
11	杭州市	47	46	70.2	90

资料来源：浙江省环保厅，长江证券研究所

表 5：从 2018 年上半年江苏各省市空气质量看，下半年空气治理压力较大

城市	PM _{2.5}				优良天数比率			
	2018 年 1-6 月		2018 年		2018 年 1-6 月		2018 年	
	浓度值	同比变化	与 2017 年	评价	比率	同比变化情	与 2017 年	评价
	(μg/m ³)	情况 (%)	同比降幅 (%)	结果	(%)	况 (百分点)	同比升幅 (百分点)	结果
南京	51.1	11.8	-2.5	不达标	63	-2.7	0.2	不达标
无锡	50.9	2	-2.3	不达标	61.3	-0.6	1.5	不达标
徐州	72.8	0.6	-9.1	不达标	45.3	7.2	11.8	不达标
常州	63.5	17.6	-2.1	不达标	53	-8.3	1.5	不达标
苏州	49.8	5.1	-2.4	不达标	68.5	2.2	0.8	达标
南通	45.8	2	-2.6	不达标	73.5	3.3	0.6	达标

连云港	51.8	4	-2.2	不达标	67.4	-2.8	0.1	不达标
淮安	60.6	8.8	-2	不达标	56.4	0.6	1.5	不达标
盐城	51.7	2.2	-2.3	不达标	62.4	-7.2	0.1	不达标
扬州	57.8	-6.6	-3.7	达标	54.7	2.2	2.5	不达标
镇江	66.1	10.7	-3.6	不达标	53	-2.2	2.5	不达标
泰州	58.5	-2.2	-3.9	不达标	55.8	0.6	1.5	不达标
宿迁	65.9	8.4	-3.6	不达标	52.5	0	2.5	不达标
全省	57.4	4.7	-4.1	不达标	59	-0.6	2	不达标

资料来源：江苏省环保厅，长江证券研究所

环保督查回头看。华东地区的江苏、江西已经完成了第一轮督察回头看，并且在回头看期间进行了相应的限产措施。预计第二轮的回头看省份或将包括湖北，由此带来的限产将会减轻华东地区外部流入的压力；第三轮或将包括华东的熟料产能大省-安徽，若进行大规模限产，将对区域供需格局产生较大影响。

表 6：此前的环保督察轮次及相应省份

督查轮次	时间	省份
环保督查试点	2015 年 12 月 31 日-2016 年 2 月 4 日	河北
第一批环保督察	2016 年 7 月-2016 年 8 月	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏
第二批环保督察	2016 年 11 月-2016 年 12 月	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃
第三批环保督察	2017 年 4 月-2017 年 5 月	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州
第四批环保督察	2017 年 8 月-2017 年 9 月	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆

资料来源：中国政府网，长江证券研究所

区域大型活动的进行。从青岛的上合组织峰会到南京的历史文化博览会以及世界羽毛球锦标赛等，在进行期间均进行了限产。往后看，2018 年 11 月 5 日至 10 日，首届中国国际进口博览会将在上海举办，预计届时会议前后华东地区也会进行限产保障空气质量。

表 7：2018 年后后期将进行的部分大型活动或将带来区域的停限产

省份	城市	活动名称	时间
江苏	南京	世界羽毛球锦标赛	2018年7月28日至8月5日
上海	上海	世界网球大师赛	2018年10月7日至14日
浙江	杭州	西湖博览会	2018年10月20至22日
上海	上海	首届中国国际进口博览会	2018年11月5日至10日
江苏	南京	南京大屠杀公祭日活动	2018年12月13日
浙江	杭州	世界短池游泳锦标赛	2018年12月11日至16日

资料来源：各地政府官网，长江证券研究所

投资建议：6-7 月传统淡季华东水泥在环保带来的限产收缩下，不仅没有降价，反而因熟料短缺价格逆势上涨。对于 2018 年接下来的区域格局，我们预计当前的供给缺口或仍将存在且有扩大的可能，价格上涨有望再超市场预期。**总的来看，华东中期景气稳健，短期价格弹性已显，继续看好海螺水泥、华新水泥等华东水泥股的相对及绝对收益。**

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。