

# 正视水泥供给侧限产“松动”风险

2018 年 09 月 13 日

## 【事项】

- ◆ 近期几则负面消息对水泥市场信心冲击较大，我们总结下来，主要包括以下几点：一是，上周末发改委发函计划调研砂石、水泥、混凝土等建材价格形势，了解价格快速上涨原因；二是，市场传言最新的《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》预计将空气质量改良指标由征求意见稿中的 5% 下降到 3%，且为避免环保一刀切情况，预计取消全年限产比例。三是，今年以来进口熟料增加较快，市场担心会对水泥市场价格造成扰动。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：张加代

证书编号：S1160517070001

联系人：孙翠华

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 相关研究

- 《水泥旺季价格如期上扬》  
2018. 09. 10
- 《水泥上行趋势不变，玻璃旺季行情启动》  
2018. 09. 03
- 《水泥企业中报业绩华丽，关注玻璃旺季需求改善》  
2018. 08. 27
- 《水泥增长确定性较高，玻璃基本面有望好转》  
2018. 08. 20
- 《水泥价格弹性持续存在》  
2018. 08. 13

## 【评论】

### 发改委价格调研不等于反垄断审查。

上周末发改委发函计划调研砂石、水泥、混凝土等建材价格形势，以了解近期价格上涨原因。部分投资者将其解读为水泥价格高位情况下，政府或有限价政策指导。我们认为发改委的价格调研属例行工作，不会对水泥价格造成冲击。一则，发改委价格司对不同行业开展价格调研是每年的正常例行工作，价格调研不是反垄断审查，后续对全国水泥出台限价措施基本没有可能，不需要过度解读。二则，18年水泥价格虽同比有所增长，但全年来看价格走势相对平稳，当前旺季价格虽有上涨，但仍未超过年初高点。且国际上水泥价格通常为80-100美元/吨，国内水泥价格近年来虽有上涨但并不畸高。三则，混凝土中骨料添加重量占比超过70%，水泥仅约20%。今年受矿山整治、河砂湖砂限采影响，骨料价格翻了数倍，相比之下，水泥价格同比20%+的涨幅对推高混凝土价格作用有限。

### 环保“松动”可能性小。

本周初，市场传言最新的《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》预计将空气质量改良指标由征求意见稿中的5%下降到3%，且为避免环保一刀切情况，预计取消全年限产比例。市场将此解读为政策性的环保限产有所松动，水泥供需紧平衡的状态受到威胁。8月末生态环境部召开工作会议，空气质量改良指标由征求意见稿中的5%最终确定为3%，取消限产比例尚未证实。我们认为即使取消限产比例也并不意味着不限产，北方15省采暖季错峰生产仍将持续，且蓝天保卫战行动计划将京津冀及周边、长三角、汾渭平原列为重点区域，对污染物排放提出了更严格的指标。即使取消限产比例，但实质性的限产仍将继续。

且退一步讲，即使政策性的限产有所松动，大企业主导的行业协同限产力度仍然较强。海螺和中国建材成立海中建材后，加强熟料控销，区域协同进一步加强。

### 外来熟料冲击有限。

今年以来，进口熟料量增加明显，月均进口量80-100万吨，预计全年进口量1000万吨左右，17年全年进口量仅87万吨。市场担心进口熟料增加可能会对国内价格体系造成冲击。我们认为，虽然进口量增加较快，但进口量冲击仅约0.4%。进口熟料价格较国内低50-60元/吨，但政府现在要求熟料等粉尘污染较大商品必须岸上卸货，使得进口熟料过驳费用、滞港费用增加，成本提高较多。且随着进口熟料质量、环保、入关监管加强，进口总体量预计可控。

### 短期内基本面支撑较强，具资源、成本优势的区域龙头长期投资价值不减。

进入旺季需求回升，华东、中南、西南地区水泥价格不同程度推涨，出货情况良好，水泥库容比仅50%-55%，后续价格仍有支撑，我们认为四季度盈利预期仍将向好。

长期来看，我们坚持认为水泥行业的投资逻辑正由供给压缩价格上涨带来的ROE快速提升转变为盈利增长放缓盈利周期拉长，由全行业普遍盈利改善转化为分化加大，头部企业优势集聚。在需求增速放缓，行业整体存量甚至缩量，自身具备资源优势及成本优势的区域龙头企业，对抗周期能力较强，市占率有望进一步提升，盈利预期持续稳定。

**相关投资机会。**

持续看好华东、中南地区龙头企业，谨慎看好海螺水泥（600585）、华新水泥（600801），建议关注塔牌集团（002233）、万年青（000789）。

**【风险提示】**

限产执行力度不及预期；  
房地产增速大幅下挫；  
基建投资落地不及预期；  
煤炭价格超预期上涨。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。