

水泥制造

浙江明确 19 年水泥错峰计划，划定省内供给安全边际

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

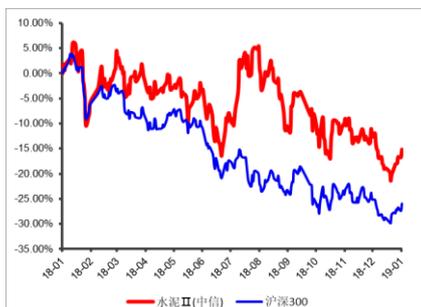
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
海螺水泥	30.3	1.61	2.99	5.79	4.72	18.8	10.14	5.24	6.43		买入

投资要点

- **事件：**根据 1 月 14 日数字水泥网的信息，浙江省水泥协会文件关于印发《2019 年浙江省水泥行业错峰生产实施方案》（以下简称《方案》）中提出，为积极落实大气污染防治工作、缓解浙江省水泥产能过剩矛盾、促进行业节能减排、提质增效，要求 2019 年浙江省境内涉及熟料生产的 36 家企业，50 条生产线，都须分春节、高温梅雨、四季度三个阶段参与执行错峰停窑。每条年错峰停窑时间 65 天，分为三个时段，即：春节、高温梅雨、四季度。其中：春节期间（1.10~3.15）停窑 35 天，梅雨高温季节（6.1~8.31）停窑 20 天，四季度（10.1~12.31）停窑 10 天。
- **点评：**2019 年政策规定错峰时长与 2018 年实际执行情况相当，本次文件的下发能够进一步巩固浙江错峰生产的成果，有望逐渐打消市场对错峰生产可能会大幅放松的担忧。从规划中看，2019 年计划的春节、高温梅雨季节的错峰天数与 2018 年实际执行的情况大致相同，而四季度全省停窑 10 天对产能的影响也与 2018 年四季度由于湖州、杭州、衢州由于事件性停产的效果大体相当。

行业-市场走势对比



相关报告

图表 1: 2019 年浙江省熟料 Q4 产能压缩与 2018 年同期相当

区域	年产能（万吨）	2018年四季度错峰天数	2019年四季度错峰天数
杭州市	1953	15	10
湖州市	1692.6	15	10
嘉兴市	310		10
金华市	1004.4		10
宁波市	77.5		10
衢州市	1708.1	15	10
绍兴市	477.4		10
		2018年	2019年
Q4压缩产能（万吨）		259	233

备注：2018年按照湖州、杭州、衢州停产15天（规划是10-20天）计算

来源：数字水泥网，中泰证券研究所整理

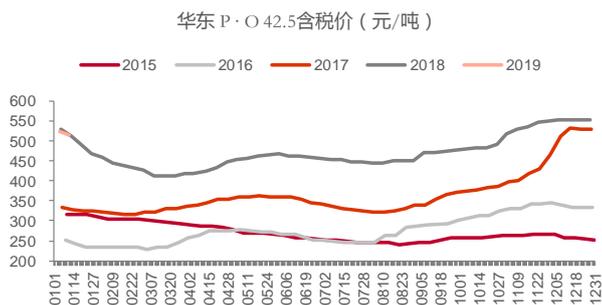
- 《方案》中的政策利好具有成本优势的大企业以及参与协同处置的生产线。《方案》中提出明确了“对于大小窑对接的企业，所供应熟料量可减免相应停窑时间，但减免计算方法要得到自律领导小组认可，报省水泥协会批准”。“大小窑对接”始于 2013 年浙江省，即规模较小、能耗较高、生产技术较落后的企业与先进企业协商后不生产或者少生产，以较低的成本获得先进企业所生产的熟料。从竞争与合作的角度看，由于小企业的生产线

从成本上无法和大企业形成抗争，但受制于固定资产的摊销小企业只要售价高于现金成本就有意愿进行生产，理论上只要价格合适小企业就会开足马力生产，因此若区域内存在较多小企业将会极大阻碍区域水泥价格上涨。而通过“大小窑对接”能够一定程度上缓解产能过剩压力，大企业集中度进一步提高而又抑制了小型熟料生产线的生产能力，对区域内的竞争格局有所优化；另一方面也降低了地区吨水泥的能耗，有利于地区节能减排。据中国水泥协会统计，华东地区在近年来通过大小窑对接减少了 1,100 万吨左右社会低效熟料产能(长三角、湖南、江西)，其中南方水泥、海螺水泥、红狮水泥在其中做了重要贡献。此外，《方案》也对参与协同处置的水泥窑生产线错峰给予优惠，“其错峰生产时间(天数及时段)可根据其所在地区熟料生产情况及核定的危险废弃物年处理量按 2018 年确定的比例执行。”《方案》利好以海螺、红狮、南方为首的在区域内协同处置有优势的大企业。

- 总体来看，我们认为浙江省的错峰生产规划为华东地区水泥行业 2019 年的供给端表现奠定了良好的基调。1) 市场前期普遍预期在环保基调略微放松的背景下，水泥行业的错峰生产会出现大幅放松；而我们一直强调，环保不会“一刀切”，也不会“一刀都不切”，本次浙江省的《方案》依然从政策上对错峰生产进行了较为严格的规定，对供给的限制力度并未出现明显放松。2) 对于错峰生产执行方案的进一步细化，更有利于优化行业竞争格局、提升行业运行效率，有利于大企业在区域内持续巩固竞争地位。当然，错峰生产最终的执行情况，仍然需要进一步的跟踪。
- 投资建议：
- 2019 水泥供需两端的强“韧性”，仍有望推动熟料价格中枢高位运行。“量入为出”的稳库存行为会是房企今年的主基调，新开工或有下行；但是近年期房在销售中过高的占比，叠加库存的低位水平，施工端出现提速拉动竣工回暖是值得期待的，对于水泥的需求具备一定的支撑作用。基建托底经济的意愿较强，回暖的趋势同样存在的。从相关投资的预期来看，2019 年需求侧整体将体现出较强“韧性”。同样我们多次强调水泥作为具备最强产能控制力的周期品，产能端是具备天然韧性的，在此不再赘述。而随着近年水泥企业自律理性安排熟料生产、加大粉磨能力、逐渐减少熟料外售，直面终端需求的行业集中度实质得到了明显提升（小粉磨站因为能到手的熟料有限，因而对于整体价格的扰动难度在增加），主导企业对于水泥价格的掌控力在不停提升。尤其在 2018 年大企业的贸易平台开始发挥作用后，定价的难度实际还在降低。而错峰生产目前还没有出现明显减弱的态势。
- 我们中性预期 2019 年全年水泥价格中枢将维持高位震荡，呈现季节性涨跌。目前市场情绪短期可能仍有扰动，但是与去年不同，当前市场的预期中已经充分考虑了一季度价格回调的因素，股价对熟料价格下调的反映相比去年更为超前。从海螺的股价看，市场对短期叠加和明年供需两侧的担忧已经在逐步消化。我们中性预期海螺 2019 年盈利 250 亿，对应当前 PE 6.4X，动态 PB 约为 1.3X；从中长期看公司的安全边际极高，且预期收益确定性高（高股息率+逆势扩张）；虽然 2019 年行业盈利中枢很难看到再大幅向上的趋势，但是在当前优质资产愈发稀有的背景下，极其值得长期资金进行配置的；而短期资金可以博弈价格下跌落地后较高安全边际上的预期修复。

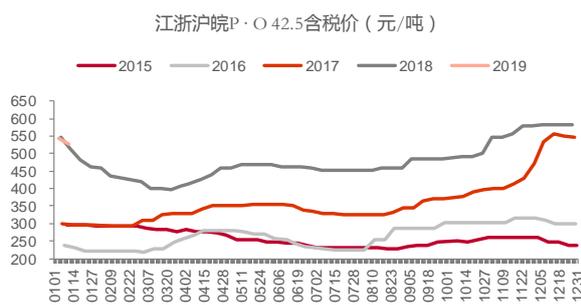
- **风险提示：**房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑，供给侧改革不及预期、政策变动的风险

图表 2: 华东水泥价格 (元)



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 3: 江浙沪皖水泥价格 (元)



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 4: 华东水泥库位 (万吨)



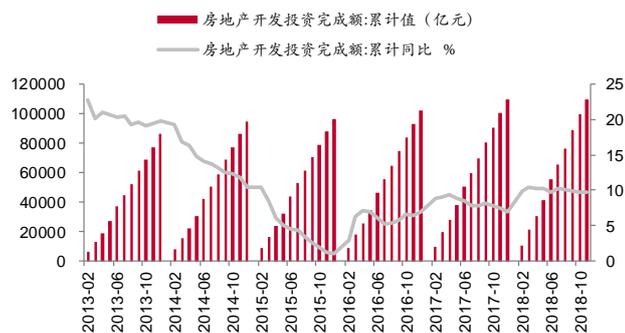
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 5: 长江中下游水泥库位 (万吨)



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 6: 房地产开发投资韧性强



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 房地产企业资金来源保持平稳



来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。