

2017年9月15日

銷售部 - 投資策略

行業點評

建材：建材行業研究方法論三：水泥產能測算及研判

水泥產能換算係數。水泥生產是“生料粉磨-熟料煅燒-水泥粉磨”的“兩磨一燒”過程，其中熟料是生產過程中的半成品。但因熟料生產線的投資成本遠高於水泥粉磨站，產能的主要瓶頸在熟料生產環節，因此我們所討論的“水泥產能”，實際就是熟料產能對應的水泥生產能力。行業平均來看，1噸熟料產能對應1.68噸水泥。

產能資料及來源。水泥產能有較全的公開資料，最權威的管道是數字水泥網（水泥協會）；其次卓創資訊等協力廠商網站亦有提供產能資料，總數上與數位水泥協會資料略有出入，但優點是頻度更高（月度資料），同時也提供了完整的生產線統計列表，便於統計產能結構，因此也是研究的重要依據。

水泥產能週期。水泥生產線從計畫-拿批文-開工建設-投產需要1至2年，計畫構建產能到實際形成供給之間存在明顯時滯，導致當期需求與當期供給的錯配，進而引發產能擴張和減少的波動，因此形成了所謂的“產能週期”。根據水泥協會資料，2010年是本輪產能週期高點，其後是長達6年的產能週期下行期。

水泥的供給彈性。由於水泥生產線不需要連續生產，關停到重新開啟的資金成本和時間成本較低，因此具有明顯的供給彈性。供給彈性提供了水泥行業“錯峰”與“協同”機制的可行性，前者是近2年行業供給收縮主因。

水泥落後產能。根據2013年2月國家發改委發佈的《產業結構調整指導目錄（2011年本）》修正版，水泥落後產能的定義為：窯徑3米及以上水泥機立窯、幹法中空窯（生產高鋁水泥、硫鋁酸鹽水泥等特種水泥除外）、立波爾窯、濕法窯，直徑3米以下水泥粉磨設備。目前行業主流工藝已經是新型幹法，上述落後產能比例非常小。

水泥去產能的可能途徑。2016年5月，國務院辦公廳印發《關於促進建材工業穩增長調結構增效益的指導意見》（34號文），提出“到2020年，再壓減一批水泥熟料，產能利用率回到合理區間”，但沒有給出具體量化指標及措施。

為貫徹落實34號文，2017年7月，中國水泥協會公佈《2020年水泥行業去產能行動計畫》（討論稿），提出2020年行業壓減熟料產能約3.9億噸，產能利用率將由目前的68%提升至約80%，並將3.9億噸的去產能目標按地區、按年份分解到位。

由於協會沒有執法權，壓減熟料產能目標實際執行情況有待觀察；

關於全面停止生產32.5強度水泥產品：按32.5標號水泥占比50%，32.5標號水泥混合材摻量50%，42.5標號水泥混合材摻量25%計算，則完全停止生產32.5標號水泥後，在終端需求相同情況下，熟料的需求量將增加25%，

效果將十分明顯，但目前業內對取消32.5標號水泥標準仍然爭議不斷，此外，若僅修改水泥標準，而不相應修改混凝土和建築標準，混凝土環節仍可通過多摻混合材從而減少對水泥的需求；

此外，由於規模較小的生產線單位能耗等相對較高，後續若能將限制類的2000t/d及以下產能列入淘汰類，則全國水泥產能有望壓減約5%。截至目前，業內有從提升能耗、環保標準、品質和安全方面對落後產能定義擴大進行討論，但政策仍然不明朗。

風險提示：產能去化低於預期；需求超預期下滑。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。