

从海外经验看中国水泥行业的未来

华泰研究

2024 年 4 月 13 日 | 中国内地

深度研究

中国水泥行业需求调整期或已开启

我们研究了欧美日韩等发达国家水泥需求演进的历程，在城镇化进程放缓之后，发达国家的水泥需求普遍经历了较长的调整期。结合中国城镇化速度已较峰值回落及经济结构转型升级的现状，我们认为 2021-2023 年以来需求的调整或有一定延续性。根据不同的城镇化进程和水泥消费强度假设，我们测算了四种情景，在中性假设下，我们预计 2024-2035 年中国水泥需求的年均降幅为 4.7%。

去产量效果渐微，去产能亟待起步

“十三五”期间，以错峰生产为代表的去产量模式，为调节行业供需关系，稳定水泥价格和效益，发挥了较大作用，取得了成功。但 2022-2023 年，去产量仍在加码，但效果却逐渐式微。随着需求进入调整期，市场供需两端变量更难提前把控、区域间互相影响逐步加大，这些都不利于行业通过去产量发挥理想的效果。我们认为供给端的调节需要新的工具，去产能亟待起步，从而更彻底有效地化解过剩矛盾。

日本水泥行业去产能的经验教训值得借鉴

在 1990 年水泥需求见顶后，日本水泥需求至今已经连续回落 30 多年，但通过积极主动的去产能，行业的盈利得以维持相对稳定，2000 年后利润率中枢较 1990 年代有明显提升。四方面的经验和教训我们认为值得借鉴：1. 积极寻求政府引导、发挥市场和政府合力；2. 致力提升集中度，利于寻找行业最大公约数；3. 大企业发挥积极引领作用，带头去产能；4. 坚定去产能决心，避免出现 1990 年初日本水泥行业产能再度扩张的情况。

底线思维下市场短期竞争或更为激烈

在中国水泥行业去产能的机制建立之前，保生存的底线思维可能会加剧市场的竞争，控成本、保份额或成为更为优先的市场经营策略，短期对水泥价格的持续修复构成一定的阻力，水泥价格的中枢可能会进一步向部分高成本企业的现金成本下移。我们认为这将有助于推动行业加快优胜劣汰的步伐，但也将对企业的盈利带来更多挑战。

行业盈利仍在探底

尽管水泥行业的利润总额已经从 2020 年的 1833 亿元回落至 2023 年的 338 亿元，但在行业竞争可能进一步加剧的情况下，我们认为目前仍在探底阶段。我们认为提升行业集中度、利用碳排放配额的价格杠杆等方式，都有助于更好地确立中国水泥行业去产能的路径和节奏，从而带来行业供需关系再平衡更好地契机，但在这些强有力的积极信号出现之前，行业供需关系的挑战可能仍会延续。

风险提示：水泥企业争份额愿望强于预期，去产能机制的建立晚于预期，中长期需求演变路径异于假设。

水泥

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570519110002
SFC No. BHG354

龚劼

gongjie@htsc.com
+(86) 21 2897 2097

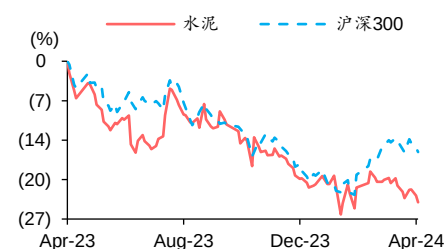
研究员

SAC No. S0570520110001
SFC No. AOH868

王帅

bruce.wang@htsc.com
+(86) 21 2897 2099

行业走势图



资料来源：华泰研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

投资逻辑	3
水泥需求调整期或已开启	4
1949 年以来中国水泥需求演变的三个阶段	4
2021 年以来南方区域市场挑战尤甚	5
发达国家水泥需求调整期开启阶段有哪些特征？	6
未来中国水泥需求的中枢会在哪里？	9
供给端的调节需要新的工具	12
错峰生产发挥理想效果的 5 个前提	12
稳定市场的条件正变得更为苛刻	13
日本水泥行业去产能复盘	15
日本水泥需求发展的背景	15
日本水泥行业去产能的过程和效果	16
第一阶段：《产构法》引入(1984-1991)	16
第二阶段：去产能决心动摇，产能出现反弹(1991-1994)	18
第三阶段：市场整合加速，集中度显著提升(1994-1998)	18
第四阶段：去产能重启，行业盈利中枢修复(1998 年以来)	19
日本的经验和教训	20
中国水泥行业去产能的路径和方向	21
碳排放权交易有望成为“先立后破”的基础	21
行业集中度仍有待提升	21
底线思维或增加短期市场下行压力	22
良好的竞合基础有利于孕育合作	22
风险提示	23

投资逻辑

我们研究了欧美日韩等发达国家水泥需求演进的历程，在城镇化进程放缓之后，发达国家的水泥需求普遍经历了较长的调整期。结合中国城镇化速度已较峰值回落及经济结构转型升级的现状，我们认为 2021-2023 年以来需求的调整或有一定延续性。根据不同的城镇化进程和水泥消费强度假设，我们测算了四种需求情景，在中性假设下，我们预计 2024-2035 年中国水泥需求的年均降幅为 4.7%。

2022-2023 年，水泥行业仍较为积极地践行错峰生产，但其对于供需关系调节和对价格稳定的效果并不理想。随着需求进入调整期，区域市场的供需边际变量更难把控、区域间互相影响逐步加大，这些都不利于行业通过去产量来稳定水泥价格和行业效益。我们认为供给端的调节需要新的工具箱，去产能可能会逐步成为未来更为重要的调节手段。

日本水泥需求在 1990 年见顶后至今已经经历了 30 多年的持续回落，通过积极主动的去产能，行业的盈利得以维持相对稳定。四方面的经验教训值得我们借鉴：1. 积极寻求政府介入、发挥市场和政府合力；2. 致力提升集中度，利于寻找行业最大公约数；3. 大企业发挥积极引领作用，带头去产能；4. 坚定去产能决心，避免出现 1990 年初日本水泥行业产能再度扩张的情况。

尽管中国水泥行业 2023 年的产能利用率低于 60%、2023 年 CR5: 43%、需求在 2021-2023 年均回落 5.5%，去产能有较多困难需要克服，但凭借水泥行业已经较为成熟的竞合经验，我们预计中国水泥行业仍然具备和谐去产能的土壤。

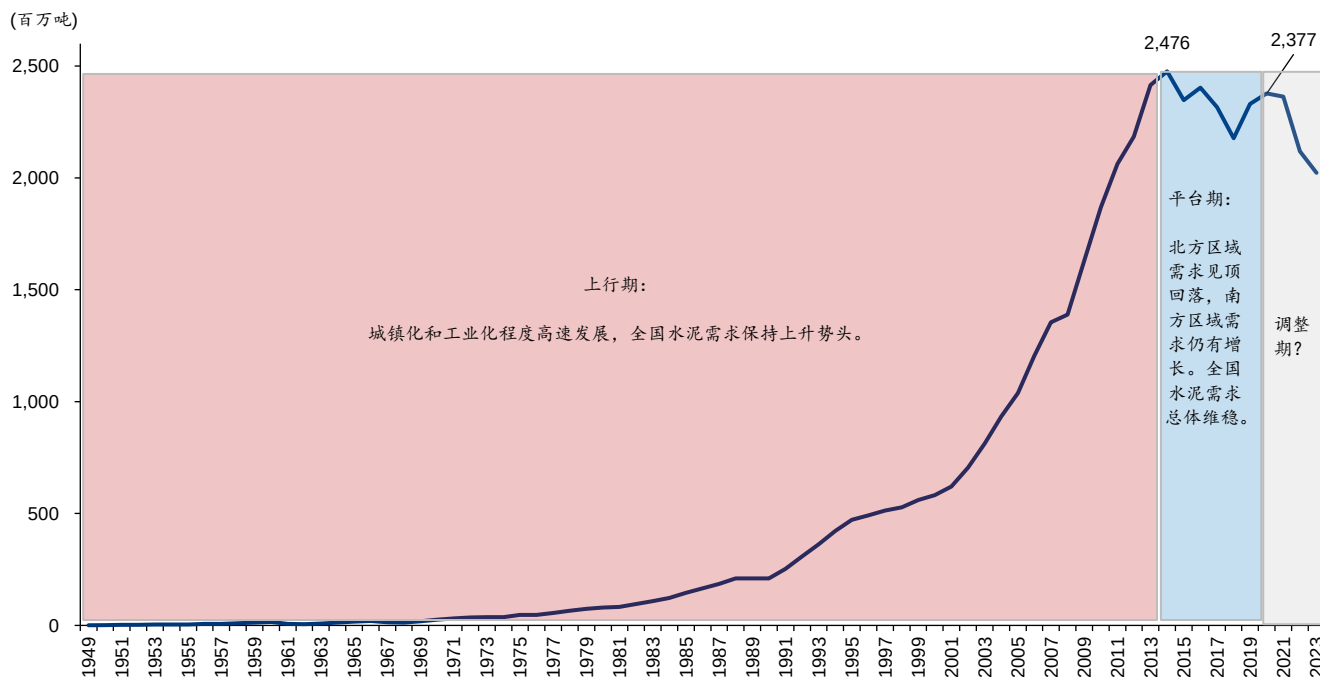
在中国水泥行业去产能的机制建立之前，保生存的底线思维可能会加剧市场短期的竞争，控成本、保份额或成为更为优先的市场经营策略，短期对水泥价格的持续修复构成一定的阻力，水泥价格的中枢可能会进一步向部分高成本企业的现金成本下移。我们认为这将有助于推动行业加快优胜劣汰的步伐，但也将对企业的盈利带来更多挑战。

我们认为提升行业集中度、政府引导建立一定的推动去产能的机制都有助于更好地确立中国水泥行业去产能的路径和节奏，从而带来行业供需关系再平衡更好地契机，但在这些强有力的积极信号出现之前，行业供需关系的挑战可能仍会延续。

水泥需求调整期或已开启

回顾 2021-2023 年，中国的水泥需求累积下降幅度 15.5%。发达国家在水泥需求的调整期开启阶段也普遍出现过与中国过往 3 年类似的下行时长和幅度。结合当前中国经济增长的结构正在经历更深层次的转型、从总量优先到高质量发展的现实，我们认为中国水泥行业可能已经开始进入调整期。

图表1：1949 年以来中国水泥需求演变



资料来源：国家统计局，华泰研究

1949 年以来中国水泥需求演变的三个阶段

复盘中国水泥行业发展的历史，我们将 1949 年以来中国水泥需求的发展分为 3 个阶段：

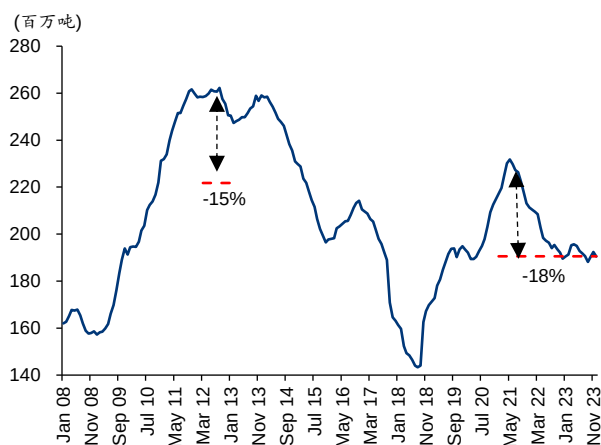
- 1. 1949-2014 年：**水泥需求处于上升期。在此期间，中国水泥工业迎来了持续的发展。伴随固定资产投资的快速增长，全国水泥产量从开国初的 60 万吨发展到 2014 年的 24.8 亿吨，年均复合增速达到 13.6%。
- 2. 2014-2020 年：**水泥需求处于平台期。这一期间最典型特征是区域的南北分化。华北、东北、鲁豫和西北等地处秦岭-淮河一线以北的区域，水泥需求普遍在 2014 年前后达峰。而秦岭-淮河一线以南的诸区域，在经历了 2014-2015 年需求的短暂调整后，重新回到了上升通道。南方区域需求的持续增长基本抵消了北方区域的回落。在此期间，全国水泥产量的年均复合增速为-0.7%，整体上维持平稳。
- 3. 2021 年以来：**随着部分房地产企业的经营风险暴露、房地产市场的降温，水泥需求走弱。2021-2023 年水泥需求累积下降 15.5%。

2021 年以来南方区域市场挑战尤甚

2014-2020 年间，全国水泥需求得以在高位维持稳定，南方各区域市场的需求能够延续小幅增长，是最重要的支撑力。在此期间，南方地区的水泥需求从 2014 年的 14.5 亿吨温和提升至 2020 年的 16.1 亿吨，年均增速 1%；北方地区的水泥需求从 2014 年的 9.3 亿吨降至 2020 年的 7.7 亿吨，年均增速-3%。然而，南方市场 2023 年的全年需求较 2020 年回落了 16%，降幅大于北方地区(2023 年较 2020 回落 13%)，对全国需求的支撑不再。

如果以连续 12 个月年化需求为研究对象，全国水泥的峰值出现在 2021 年 5 月。2021 年 5 月以来，华东、华中、华南和西南这四个南方地区的需求合计降幅为 22%，华北、东北、鲁豫和西北这四个北方地区的需求降幅合计为 18%。而在 2014-2015 年北方市场(华北市场是 2012-2013 年)的调整周期中，南方地区在 31 个月内需求的最大降幅为 5%，远小于北方地区同期 14% 的降幅。

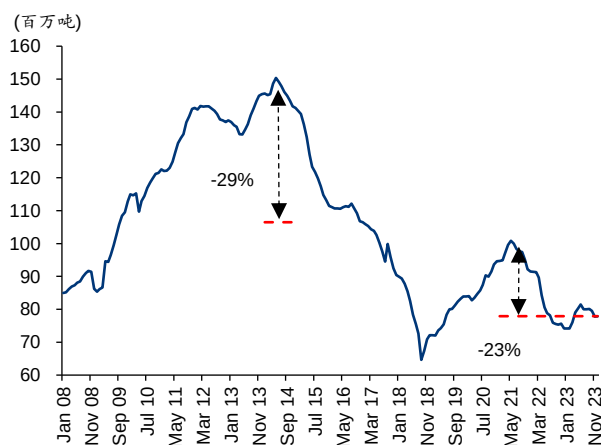
图表2：华北地区水泥产量(年化)



注：包括北京、天津、河北、山西和内蒙古

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

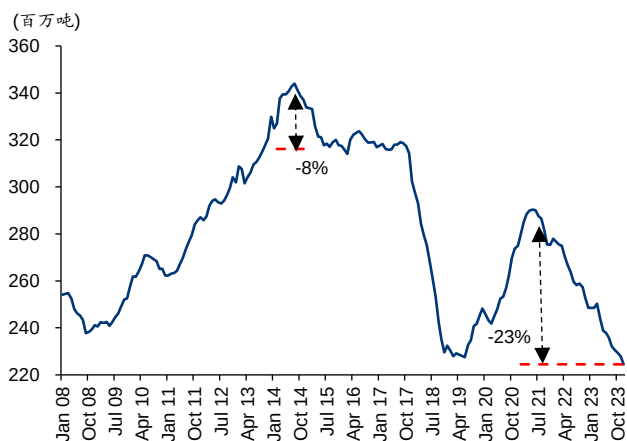
图表3：东北地区水泥产量(年化)



注：包括辽宁、吉林和黑龙江

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

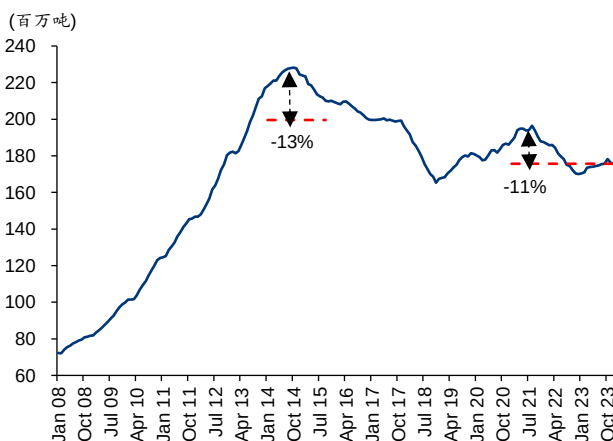
图表4：鲁豫地区水泥产量(年化)



注：包括河南和山东

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

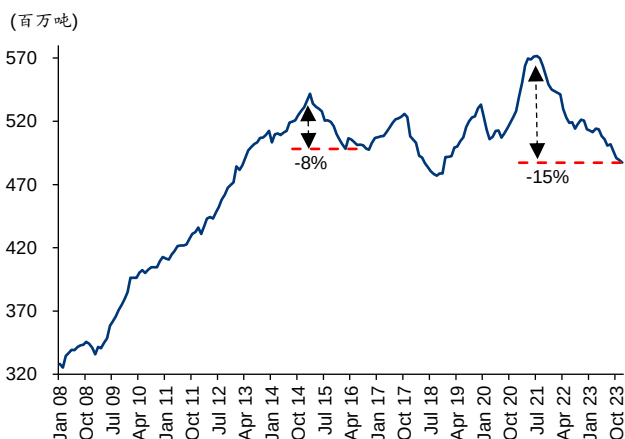
图表5：西北地区水泥产量(年化)



注：包括陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

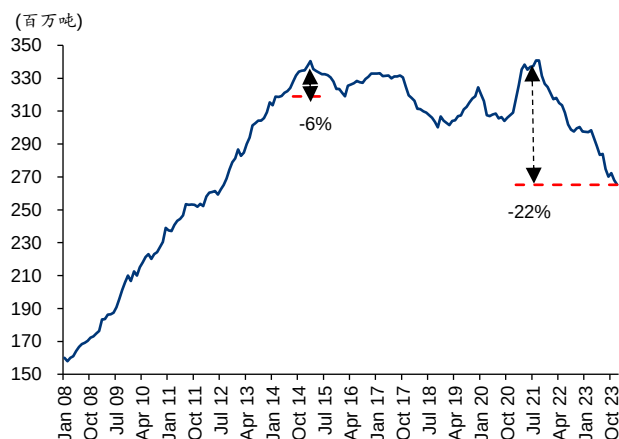
图表6：华东地区水泥产量(年化)



注：包括上海、江苏、浙江、安徽和福建

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

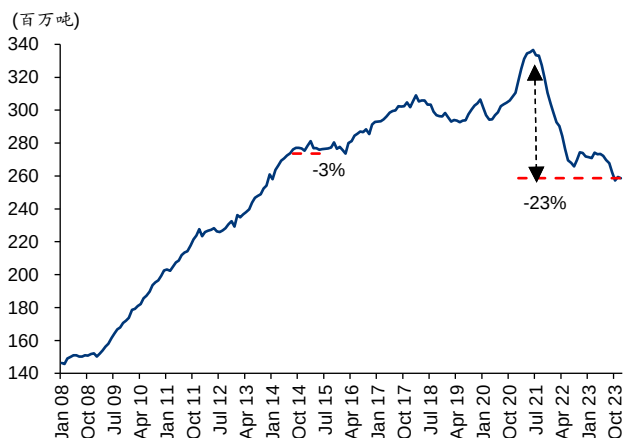
图表7：华中地区水泥产量(年化)



注：包括湖北、湖南和江西

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

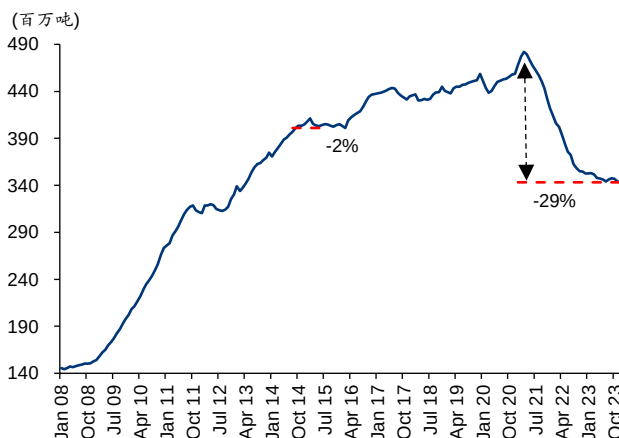
图表8：华南地区水泥产量(年化)



注：包括广东、广西和海南

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

图表9：西南地区水泥产量(年化)



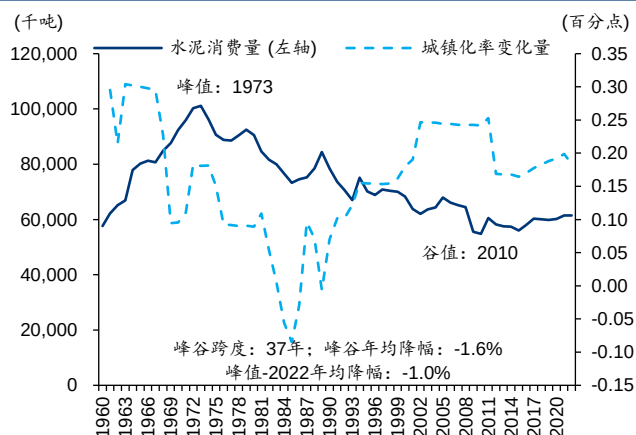
注：包括重庆、四川、贵州、云南和西藏

资料来源：国家统计局，数字水泥网，华泰研究

发达国家水泥需求调整期开启阶段有哪些特征？

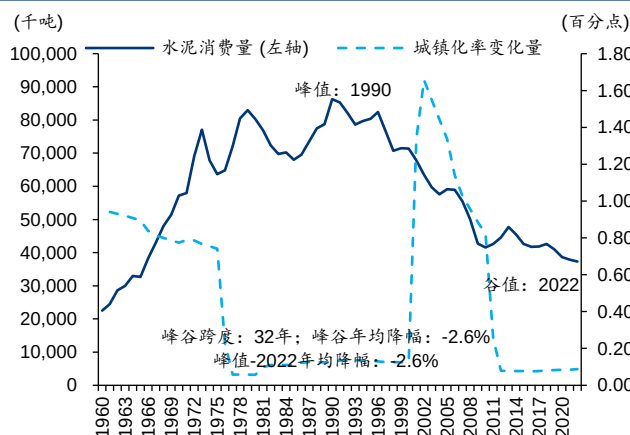
回顾了 1960 年以来主要发达国家历史，我们发现水泥需求在调整期开启阶段往往具备两大表观特征：1. 水泥需求出现连续 3 个日历年的下降；2. 期间需求下行幅度超过 10%。从背后更深层次原因看，我们发现发达国家水泥需求调整期的开启阶段有两大共性：1. 城镇化提升的速度在调整期开启前已经下了一个台阶；2. 外部发展环境较此前发生了较大变化。当然，由于各自经济和社会环境的不同，调整期开启之后，路径、节奏和幅度均存在差异。从主要发达国家的经验看，主要存在 4 种不同的形态：

图表10: 西欧三国水泥需求



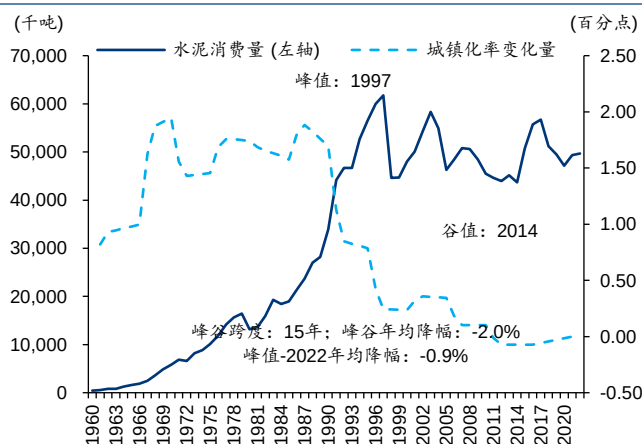
资料来源：日本水泥协会，USGS，华泰研究

图表11: 日本水泥需求



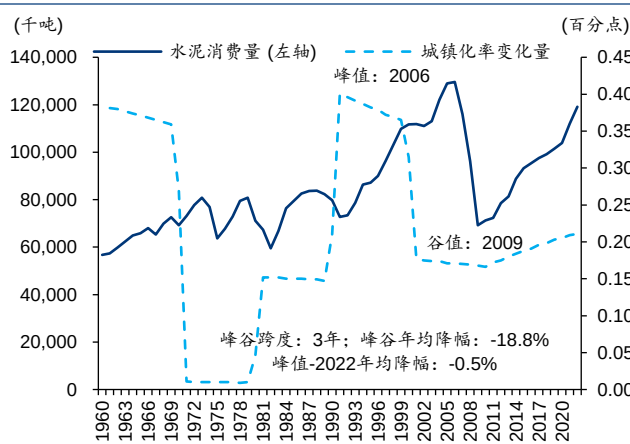
资料来源：韩国水泥协会，华泰研究

图表12: 韩国水泥需求



资料来源：日本水泥协会，USGS，华泰研究

图表13: 美国水泥需求



资料来源：韩国水泥协会，华泰研究

1. 西欧三国：长期但较为缓慢的调整。

德国、法国和英国这三个西欧国家水泥需求变化的历程较为相似，1960年代，西欧三国均处于战后经济高速发展的时代，水泥需求快速提升，1960-1970年均复合增速达到4.8%。进入1960年代末，由于经济发展结构的变化，西欧三国固定资产投资在GDP的占比陆续回落，城镇化进程也有所放缓。1960年代西欧三国城镇化率的年均提升速度可以达到0.24个百分点(1960-1966可以达到0.3个百分点)，但1970-1980年已经放缓至0.13个百分点。

第一次石油危机成为了西欧三国水泥需求调整期开启的催化剂。1973年10月，OPEC组织中的部分石油生产国决定对部分欧美实施石油禁运，触发了石油价格此后螺旋上升，延续到了1980年代初。而西欧三国对石油进口有较大依赖，经济发展受到了较大影响。1973年也成为了西欧三国水泥消费的峰值之年。1974-1977年，三国的水泥消费量连续4年回落，1977年较1973年的累积降幅达到了12.4%。

在调整期开启之后，西欧三国的水泥需求呈现逐级回落的态势，并在2010年触底，此后趋于稳定。峰谷时间间隔为37年，期间年均降幅1.6%。2022年西欧水泥需求较1973年的峰值低39%。

2. 日本：长期但相对较快的调整。

1974 年以前，日本处于工业化和城镇化的高峰期，水泥需求在此阶段高速发展。1961-1973 年，日本水泥需求年均复合增速达到 9.9%。1973 年日本的水泥需求也首度超过美国，成为当时全球水泥产量排名第一的国家。但第一次石油危机触发了日本经济增长降速，日本的水泥需求开始进入平台期。1974-1985 年，日本水泥需求年均下降 1.0%，1985 年较 1974 年高点累积回落了 11.8%。城镇化进程在此阶段也明显放缓，1960-1973 年日本城镇化率年均提升 0.84 个百分点，1974-1985 城镇化提升速度降为年均 0.21 个百分点。

1986 年，为了对冲日元升值对出口的不利影响，日本央行加快了降息的频率。年内 4 次降息推动了资产价格的加速上涨，刺激了建筑投资需求。1986-1990 年，日本建筑投资年均复合增速达到 12.1%，1990 年名义建筑投资 52.2 万亿日元的纪录至今仍未超越。在这一背景下，水泥需求再度出现了强劲上涨，1986-1990 年的年均复合增速达到 4.9%。

1989-1990 年，日本央行进入快速加息周期，最终触发了资产价格、建筑投资和水泥需求的见顶。日本水泥需求自此进入了延续至今的调整期。2000 年后，尽管统计数据显示日本城镇化率提升速度再度加速，但我们认为这主要受日本市町村合并改革影响，城镇的统计口径有所扩大，可能并未伴随着人口迁徙的加速。日本水泥需求也始终处于螺旋下行的态势。

截至 2022 年，日本水泥需求下降的速度仍然没有明显的放缓迹象。截至 2022 年，日本水泥需求调整期已经持续了 32 年，2022 年的水泥需求较 1990 年峰值下降了 57%，年均-2.6%。

3. 韩国：调整开启后遇到了延续时间较长的平台支撑。

1960-1988 年韩国处于快速工业化阶段，以韩元计价的 GDP 在此期间年均增长 9.7%，28 年中有 14 年的 GDP 增速超过两位数，城镇化率年均提升 1.52 个百分点，水泥需求在此期间的年均增速达到了 15.9%。1988-1997 年，在主办汉城奥运会后的 10 年时间内，尽管韩国城镇化的速度较此前有所放缓，但水泥需求仍然维持了快速上升的势头，年均复合增速仍在 9.6%。

1997 年，亚洲金融危机影响了诸多东亚和东南亚国家，韩元也在这一阶段经历了大幅贬值，并蔓延至韩国实体经济。1998 年以韩元计价的 GDP 回落 5%，这也成为了韩国水泥需求进入调整期的导火索。

在经历了 1998 年的快速回落后，水泥需求在 2014 年见底，1998-2014 年水泥需求回落了 29%，年均降幅-2.0%。但受到韩国房地产行业强劲发展的支撑，韩国的建筑业订单 2014 年起重新进入增长通道，水泥需求也在此后享受了持续时间较长的平台期，2015-2022 年，韩国水泥需求年均+1.6%。1998-2022，韩国水泥需求年均仅下降 0.9%。

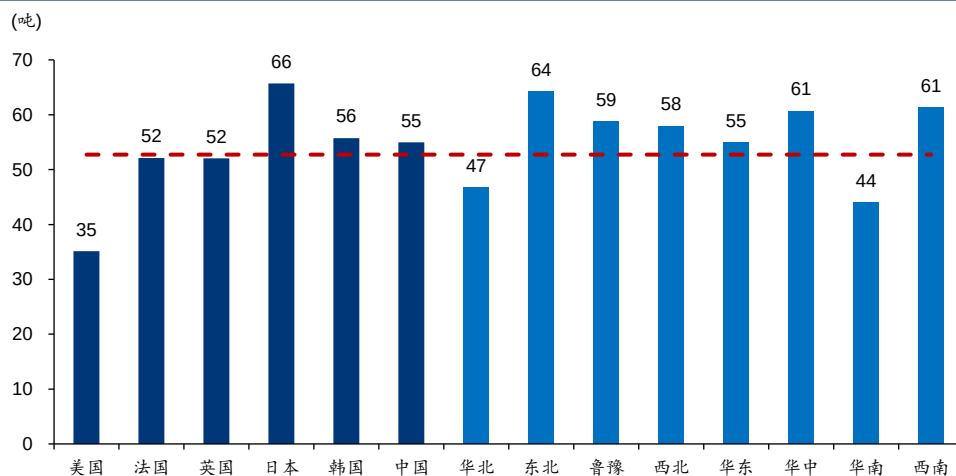
4. 美国：调整持续时间短、幅度快，恢复期较长但幅度温和。

尽管自 2006 年达峰以来，美国水泥需求再未回到过当初的高度。但 2010-2022，美国的水泥需求长期处于恢复的通道中，年均+4.3%。1960 年至今，美国水泥需求上升阶段的时间总体长于下行阶段持续的时间，并且 2022 年需求距离 2006 年峰值并不遥远（2022 年较 2006 年低 8%）。我们认为城镇人口的持续增长是美国水泥需求经历剧烈的市场调整后，仍可维持较长时间恢复期的主要原因。1990-2022 年，当大部分欧美发达国家的城镇人口增量均明显放缓之际（西欧三国、日本和韩国分别为 0.6%/0.6%/0.9%），美国在此期间的城镇人口增量仍可维持年均+1.2%的增长。此外，由于美国房屋建筑中砖混结构房屋较少、木结构房屋占比较高，水泥消费强度总体相对较低。在需求见顶阶段，透支消费的情况较少。

未来中国水泥需求的中枢会在哪里？

从发达国家水泥需求和城镇化进程的演变历程来看，城镇人口的增量与累积水泥消费量有较明显的正相关，中国也同样符合这样的规律。1960-2022 年，美国、法国、英国、日本、韩国和中国分别新增了 1.5 亿、2660 万、1540 万、5610 万、3510 万和 8.3 亿城镇居民，而在此期间上述国家累计消费水泥分别为 52 亿吨、13.8 亿吨、8.03 亿吨、36.9 亿吨、19.6 亿吨和 458 亿吨，期间每增加一位城镇居民所消费的水泥分别为 35 吨、52 吨、52 吨、66 吨、56 吨和 55 吨。除了美国（大部分住宅采用木结构），大部分国家每增加一位城镇居民所消耗的水泥在 50-60 吨。我们认为这在一定程度上反映了，城镇化进程是水泥需求的较大动力。每位城镇居民的住房、教育、医疗、出行等需求推动了水泥消费的增长。

图表14：1960-2022 各国单位城镇人口增量所对应的水泥消费量



资料来源：USGS，韩国水泥协会，日本水泥协会，统计局，华泰研究

从发达国家的经验看，在水泥需求见顶回落，尽管消费总量趋缓，但消费强度（每增加一名城镇人口所消耗的水泥）往往较上行期更高。欧美/日韩调整期的消费强度整体较上行期高 34%/157%，其中韩国由于 2014 年以来水泥需求的强劲韧性，在调整期的消费强度达到了 213 吨/位新增城镇居民。若扣除韩国，上述发达国家调整期的消费强度整体较上行期高 30%。

中国北方区域市场普遍在 2014 年达峰，2014 年以来，北方区域市场的水泥消费强度较 1960-2014 年期间平均水平高 101%。东北水泥产量中有较大部分外输到了东北区域外，对消费强度的计算有较大干扰，若扣除东北，其他北方区域市场 2014 年以来水泥消费强度为 99 吨/位新增城镇居民，较上行期高 83%，高于发达国家在调整期和上行期的强度比。

图表15：全球主要水泥生产国在各个阶段的城镇人口增量和水泥

发达国家		1960-2022			需求上行期			需求调整期		
需求峰值年份		累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量	累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量	累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量
		百万人	百万吨	吨/人	百万人	百万吨	吨/人	百万人	百万吨	吨/人
2006	美国	150	5,282	35	110	3,657	33	41	1,625	40
1974	法国	27	1,384	52	10	346	34	16	1,038	63
1973	英国	15	803	52	2	219	93	13	583	45
1990	日本	56	3,685	66	39	2,334	59	17	1,351	80
1997	韩国	35	1,957	56	29	1,024	25	6	1,233	213
合计		284	13,111	46	191	7,281	38	93	5,830	63
除韩国		248	11,155	45	161	6,557	41	87	4,597	53
除美国		133	7,829	59	81	3,624	45	50	3,905	81
欧美		192	7,469	39	122	4,223	35	70	3,246	46
日韩		91	5,642	62	69	3,059	45	23	2,584	114

中国		1960 至今			1960-需求峰值			需求峰值-至今		
需求峰值年份		累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量	累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量	累计城镇人口增量	累计水泥需求	水泥需求/城镇人口增量
		百万人	百万吨	吨/人	百万人	百万吨	吨/人	百万人	百万吨	吨/人
2014	中国	834	45,803	55	636	27,387	43	153	18,432	120
2011	华北	104	4,849	47	82	2,560	31	22	2,292	103
2013	东北	40	2,593	64	39	1,732	44	1	866	901
2014	鲁豫	112	6,566	59	87	4,348	50	25	2,219	90
2014	西北	57	3,314	58	43	1,818	42	14	1,497	109
中国北方		313	17,322	55	251	10,458	42	62	6,874	111
除东北		273	14,728	54	212	8,726	41	61	6,008	99
2021	华东	186	10,244	55	184	9,733	53	2	514	279
2014	华中	96	5,839	61	78	3,304	42	18	2,536	139
2020	华南	126	5,550	44	124	4,975	40	2	575	267
2020	西南	112	6,849	61	109	6,076	56	3	774	241

注：中国的数据截至 2023 年，中国各区域市场数据截至 2022 年

资料来源：USGS，韩国水泥协会，日本水泥协会，统计局，华泰研究

2035 年中国的城镇化率水平和 2024-2035 年中国水泥消费强度是我们测算过程中的两个重要假设，根据不同的水泥消费强度以及中长期城镇化率假设，我们测算了中国水泥需求中长期的潜在需求水平。在“乐观”、“中性”、“悲观”和“极端悲观”四种情境下，2024-2035 年中国水泥需求的年均降幅分别为-1.5%、-4.7%、-7.1%、-18.3%。

图表16：中长期中国水泥需求测算

	乐观	中性	悲观	极端悲观
假设：				
2035 年人口(百万人)	1,400	1,400	1,400	1,400
2035 年城镇化率(%)	77	77	77	74
2024-2035 年新增城镇人口(百万人)	151	151	151	102
年均新增城镇人口(百万人)	12.6	12.6	12.6	8.5
水泥消费强度(吨/位新增城镇居民)	147	120	103	71
2024-2035 累计水泥需求(百万吨)	22,213	18,179	15,636	7,228
结论				
2024-2035 年均水泥需求(百万吨)	1,851	1,515	1,303	602
2035 年的水泥需求(百万吨)	1,694	1,134	839	179
2035 年人均水泥需求(kg)	1,210	811	600	128
2024-2035 年均降幅	-1.5%	-4.7%	-7.1%	-18.3%

资料来源：联合国，华泰研究预测

在“乐观”情境下，我们假设：1. 2024-2035 年中国的城镇化速度仍能维持 2023 年的水平，2035 年中国的城镇化率将达到 77%。2. 水泥消费强度维持 147 吨/位城镇居民增量，这相当于日韩两国调整期开启以来平均的水泥消费强度。这一强度较 2014 年-2023 年(中国水泥平台期开启以来)的平均消费强度高 22.5%。在此情境下，2024-2035 年的年均水泥需求仍可以维持在 18.5 亿吨，年均降幅 1.5%，至 2035 年水泥需求将回落至 16.9 亿吨。

在“中性”情境下，我们假设：1. 2024-2035 年中国的城镇化速度仍能维持 2023 年的水平，2035 年中国的城镇化率将达到 77%。(与“乐观”的假设一致)；2. 水泥消费强度维持在 120 吨/位城镇居民增量，这等同于 2014-2023 年中国的水泥消费强度，较发达国家调整期的平均消费强度高 90%。在此情境下，2024-2035 年的年均水泥需求 15.2 亿吨，年均降幅 4.7%，至 2035 年水泥需求将回落至 11.3 亿吨。1960-2035 年综合水泥消费强度 65 吨/位新增城镇居民，与日本 1960-2022 年消费强度基本一致。

在“悲观”情境下，我们假设：1. 2024-2035 年中国的城镇化速度仍能维持 2023 年的水平，2035 年中国的城镇化率将达到 77%。(与“乐观”的假设一致)；2. 水泥消费强度在 103 吨/位城镇居民增量，较中国水泥需求上行期的消费强度高 140%，增幅与北方区域(调整期已经开启的区域)一致，这一消费强度较发达国家调整期的平均消费强度高 63%。在此情境下，2024-2035 年的年均水泥需求 13.0 亿吨，年均降幅 7.1%，至 2035 年水泥需求将回落至 8.4 亿吨。

在“极端悲观”情境下，我们假设：1. 2035 年中国的城镇化率将达到 74%，与联合国对中国的预测水平一致；2. 水泥消费强度在 71 吨/位城镇居民增量，较中国水泥需求上行期的消费强度高 65%，增幅与发达国家平均水平一致，此强度仍较发达国家调整期平均强度高 12%。在此情境下，2024-2035 年的年均水泥需求 6.0 亿吨，年均降幅 18.3%，至 2035 年水泥需求将回落至 1.8 亿吨。

供给端的调节需要新的工具

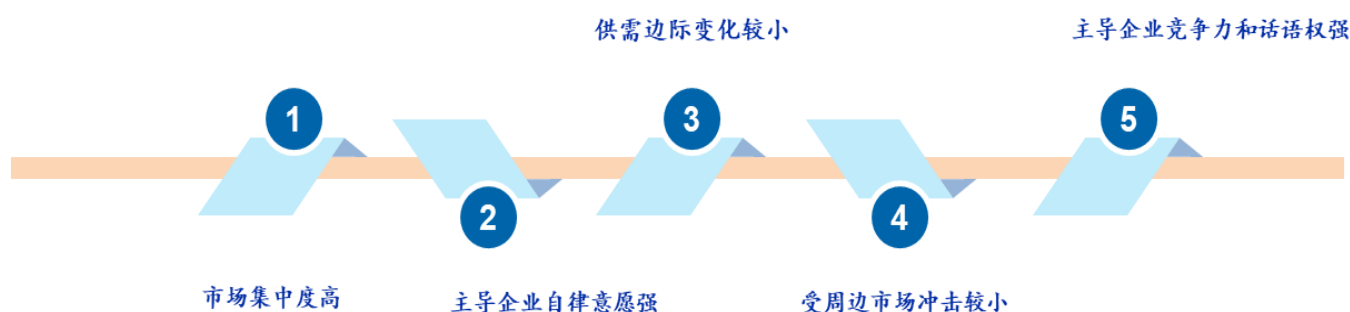
错峰生产在“十三五”期间发挥了重要作用，帮助水泥行业在供给端未完成有效去化的情况下，实现了供需关系的再平衡。但 2022 年以来，错峰生产没能发挥理想的效果。相比于“十三五”时期，未来水泥行业在供需两端面临的变化更多、区域间供需关系的差异更大，错峰生产难以发挥理想效果在很多时候或许不会是意外。我们认为水泥行业供给端的调节需要新的工具，去产能是改善行业盈利中枢、平滑调整期挑战的更有效手段，这也有望成为未来行业合作的新基础。

错峰生产发挥理想效果的 5 个前提

我们认为，保障错峰生产能够发挥理想效果，往往需要 5 个前提：

- 1. 市场集中度高：**较高的集中度更有利于调配区域市场内的供销资源、更有利于形成行业共识，是错峰生产发挥理想效果的最重要前提。“十三五”期间部分规模领先的企业进行了大规模的联合重组，水泥行业的 CR10 从 2015 年的 50.8% 提升到了 2019 年的 55.9%，奠定了良好的基础。
- 2. 主导企业具备引领市场的决心：**主导企业是否有稳定市场的决心，往往决定了错峰生产能否发挥效果的成功。2014-2015 年的华南市场以及“十三五”末的东北市场，错峰生产未能发挥效果的重要原因之一均是当时部分区域内的主导企业缺乏稳定市场的意愿。
- 3. 区域市场供需两端的边际变化都较小：**供需两端边际变化越小，越有利于错峰生产计划的制订更为精准，也更有利于执行中发挥理想的效果。“十三五”中后期的贵州市场成为当时少有的错峰生产未能实现理想效果的区域市场，很大程度可以归咎于当时贵州需求大幅度的回落。2H21 以来，全国各个区域的需求都出现了一定程度调整，而我们认为这也是“十四五”以来错峰生产的效果大打折扣的重要原因。
- 4. 跨区域流动可控：**跨区域流动受限的区域，能够更好的减少区域外企业“搭便车”的情况出现。新疆区域错峰生产的效果大部分时间都好于全国其他大部分区域，我们认为相对更为受限的跨区域流动可能是不可或缺的因素。华东、华中和华南等区域(2023 年占全国水泥需求的 50%)的水运条件普遍较为发达、本地市场受周边市场影响更大，水泥价格对于跨区域流动的边际变化也较为敏感。
- 5. 主导企业的竞争力强且市场影响力较大：**主导企业的影响力大更有利于区域内的其他企业形成向心力，起到事半功倍的效果。如果区域市场缺乏具备较强竞争力的主导企业，在执行的过程中也往往会有更多的波折。

图表 17：错峰生产发挥理想效果的五大前提



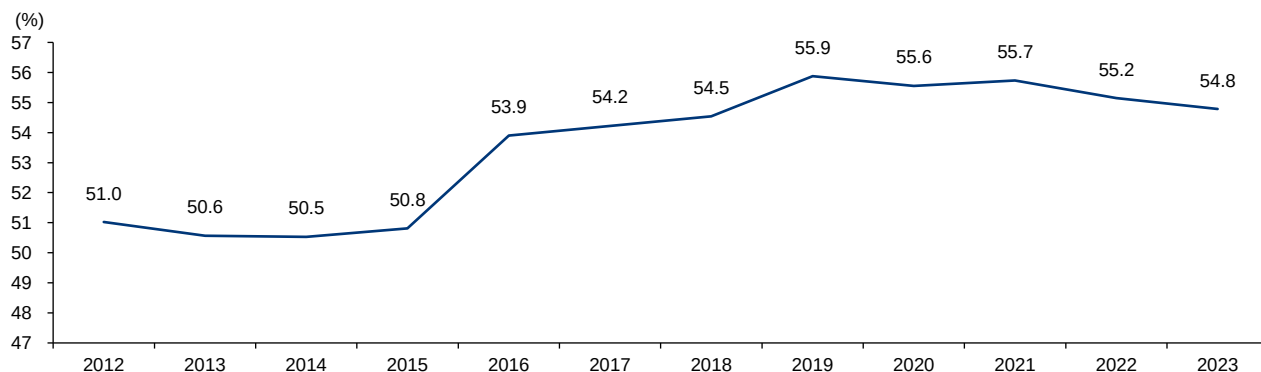
资料来源：华泰研究

稳定市场的条件正变得更为苛刻

“十四五”以来，水泥行业的集中度有所回落(图表 18)，部分南方市场集中度下降显著(图表 19)。在需求调整的同时，大部分区域市场的供给削减速度落后，部分区域的有效供给仍在增加，加大了市场再分配的难度。在需求普遍调整的情况下，以往能扮演蓄水池角色的区域市场对外来进入者的承载能力削弱，跨区域流动的矛盾更加突出。市场客观条件的变化也会反过来影响主导企业稳定市场的意愿、决心和能力，错峰生产发挥理想效果的条件正在变得更为苛刻。

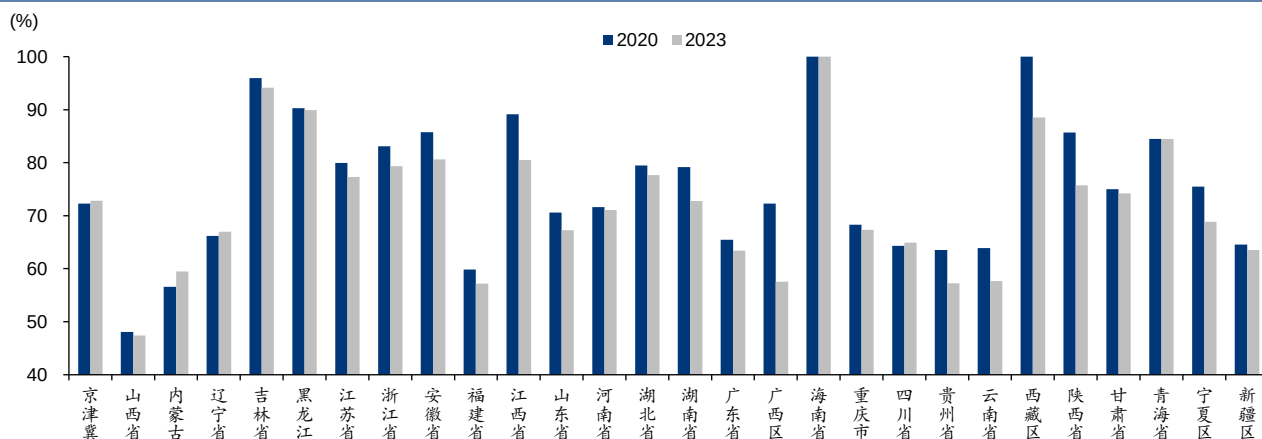
2019 年以来集中度不升反降：得益于部分大企业的联合重组，中国水泥行业在 2016-2019 年享受了集中度快速提升，CR10 从 2015 年的 50.8%提升到了 2019 年的 55.9%。然而，2019 年以来，前十大企业总体较好地执行了“减量优化”的发展理念，而不少中小企业加快了发展的节奏，CR10 呈现逐步回落的态势。分区域看，北方地区的集中度总体维持了平稳，部分区域的市场：京津冀、内蒙古、辽宁的市场集中度有小幅提升，但是大部分南方市场的集中度均有所下降，其中下降速度最快的是广西市场，以熟料产能规模计算的 CR5 从 2020 年的 72%降为 2023 年的 58%。

图表18：2012 年以来按在产产能规模计算的 CR10



资料来源：水泥网，华泰研究

图表19：各省份按在产产能规模计算的 CR5 比较：2023 vs. 2020



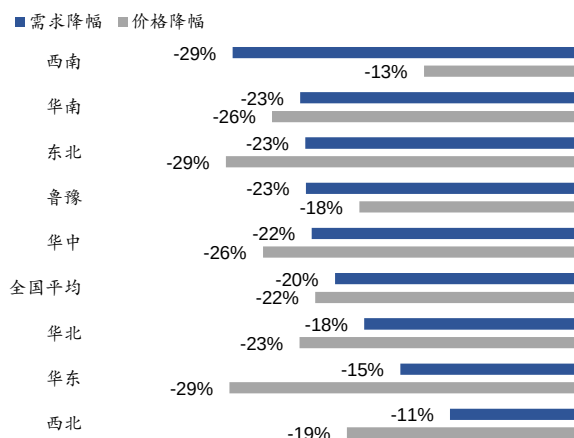
资料来源：数字水泥网，华泰研究

部分市场供需错配加剧：自 2017 年印发《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》以来，水泥行业的产能总体维持了平稳，截至 2023 年末，在产熟料产能较 2017 年略高 0.6%。但由于产能置换带来更多北方地区的产能向南方地区迁徙，叠加 2021-2023 年以来需求的普遍调整，部分区域市场出现了供需两端的逆向而行，华南和西南地区是这方面的典型。相比于 2021 年，截至 2023 年华南和西南地区的产能增长分别为 3800 万吨/年和 500 万吨

1年，而同期两个区域市场的年需求量分别下降了5200万吨和1.15亿吨。错峰生产在供需错配较为稳定的时候，调节的效果往往更好；随着供需错配程度的扩大，市场份额的再分配和再平衡往往面临更多的挑战。

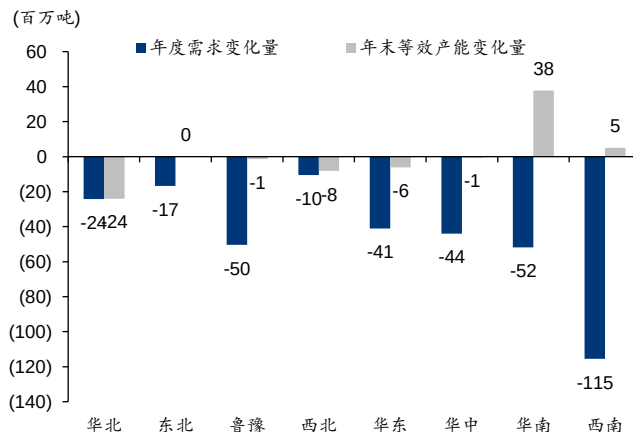
跨区流动对市场扰动增加：“十三五”期间，华东市场扮演了水泥行业蓄水池的角色，往往可以消化其他地区没有完全通过错峰生产平衡的过剩产能。但随着需求的普遍调整，华东市场对跨区域流动的承载能力也随之下降。2020-2023年，华东市场的水泥需求从高点回落幅度为15%，需求的韧性在8个区域市场中仅次于西北市场。但截至2023年末，华东市场价格回落幅度达到29%，是8个区域市场中回落幅度最大的。作为更开放的区域市场，在市场承载能力下降之际，区域内的企业只有更多地通过价格的调节来维护份额的稳定，进一步削弱了错峰生产实施的效果。

图表20：2023年末水泥需求和价格较2021年高点的降幅



资料来源：韩国水泥协会，华泰研究

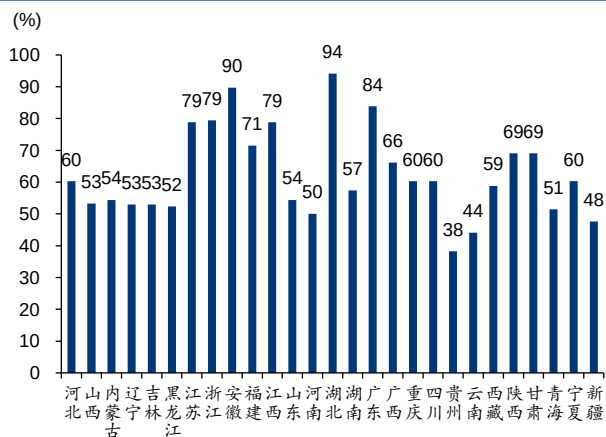
图表21：区域市场供需变化：2023 vs 2020



资料来源：数字水泥网，华泰研究

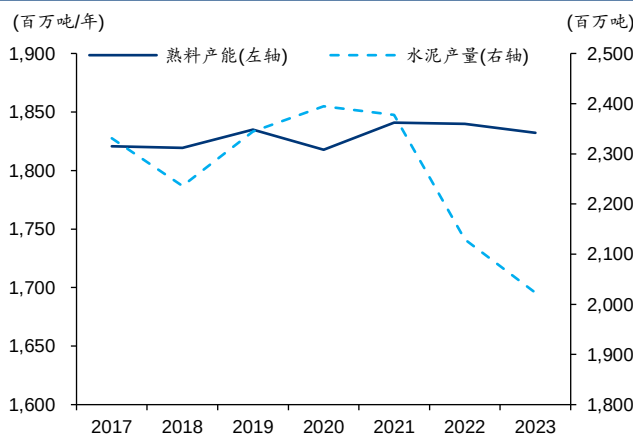
考虑到水泥需求的调整期开启后，需求回落或有一定持续性，如果供给端仅仅维持平稳，供需的错配情况将难以弥合，市场的再平衡可能始终会面临较多矛盾。我们认为加快去产能可能是恢复水泥行业供需平衡和价格弹性必不可少的前提。产能的削减不仅仅有助于缓和产能过剩的矛盾，也有助于企业更好地调配资源，更高效地运营和发展。在全国接近50%的省市产能利用率低于60%的情况下，我们认为行业资源配置进行优化的空间十分充裕，去产能的迫切性和效用都十分显著。

图表22：2023年各省错峰生产计划隐含的运转率



资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表23：2017年以来全国水泥行业供需走势



资料来源：数字水泥网，华泰研究

日本水泥行业去产能复盘

我们认为日本水泥行业在去产能方面的经验和教训具有较强的借鉴意义。在 1990 年需求见顶回落后，日本水泥需求至今已经经历了超过 30 年的调整期，需求调整延续的时间长、累积下行幅度大，需求端的挑战是较为严峻的。而与之对应的是，日本水泥行业的盈利能力体现了较强韧性，行业利润中枢并没有出现持续下行。随着去产能的深入，经营性利润率的中枢呈改善趋势，从 1990-2000 平均 3.4% 上升到 2001-2021 平均 4.4%。

通过对日本水泥行业去产能历程的复盘，我们发现政府和市场都可以在去产能的过程中扮演非常重要的角色，两者的相继发力是日本水泥行业的去产能取得较好效果的关键。日本政府在 80 年代中后期的一系列产业结构调整政策为去产能打下了扎实的基础，而企业在 1990 年代中后期的兼并重组也催化了 2000 年起市场化去产能的加速，使行业在需求长期调整的局面下拥有了更为可持续的应对方案。但是，日本水泥行业去产能也走过了些弯路，1980 年代末政府和市场形成的去产能合力在 1990 年代初没有得到延续。在“平成景气”的刺激下，水泥产能 1991-1999 年不降反升，加大了后续产能去化的负担。

日本水泥需求发展的背景

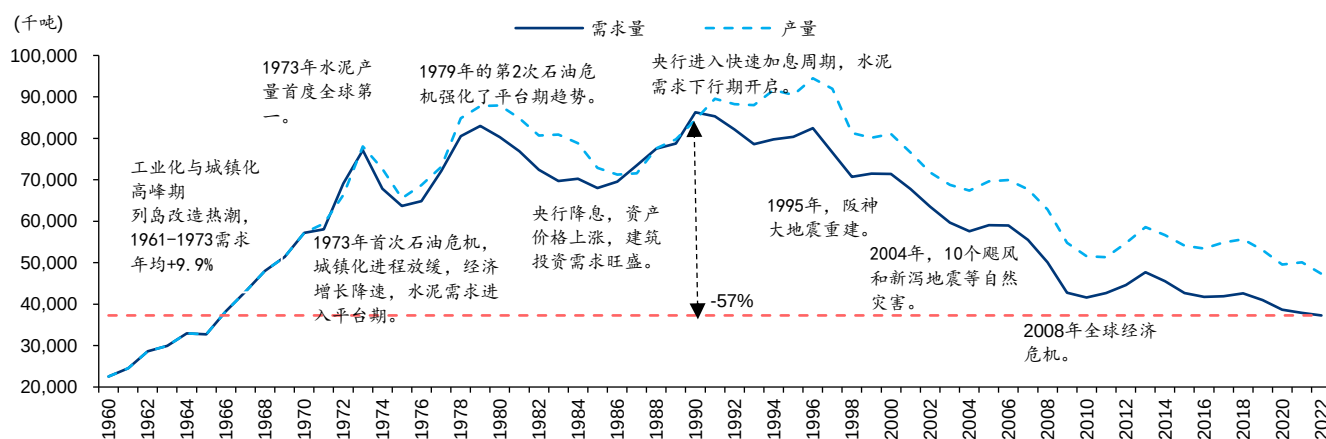
1974 年以前，日本处于工业化和城镇化的高峰期，水泥需求在此阶段同样处于高速发展期，1961-1973 年，日本水泥需求年均复合增速达到 9.9%。1973 年，日本水泥产量达到 7800 万吨，首度超越美国，成为了当时水泥产量排名第一的国家，此后的十年中，日本有 9 个年度保持了这一地位。

1973 年第一次石油危机触发了日本经济增长降速，日本的水泥需求开始进入平台期。1974-1985 年，日本水泥需求年均下降 1.0%，1985 年较 1974 年高点累积回落了 11.8%。城镇化进程在此阶段也明显放缓，1960-1973 年日本城镇化率年均提升 0.84 个百分点，1974-1985 城镇化提升速度降为年均 0.21 个百分点。

1986 年，为了对冲日元升值对出口的不利影响，日本央行加快了降息的频率。年内 4 次降息推动了资产价格的加速上涨，刺激了建筑投资需求。1986-1990 年，日本建筑投资年均复合增速达到 12.1%，1990 年名义建筑投资 52.2 万亿日元的纪录至今仍未被超越。在这一背景下，水泥需求再度出现了强劲上扬，1986-1990 年的年均复合增速达到 4.9%。

1989-1990 年，日本央行进入快速加息周期，最终触发了资产价格、建筑投资和水泥需求的见顶。日本水泥需求自此进入了延续至今的调整期。截至 2022 年，日本水泥需求已较 1990 年下降了 57%，年均复合-2.6%。

图表 24：日本水泥需求发展的背景



资料来源：日本水泥协会，华泰研究

日本水泥行业去产能的过程和效果

日本水泥行业的去产能的历程可以分为四个阶段：1. 1984-1991 年，政府和行业合作去产能，在此阶段产能去化速度最快，为调整期奠定了良好的基础；2. 1991-1994 年，产业政策退出，行业去产能的决心产生动摇，行业的产能出现反弹；3. 1994-1998 年，需求调整，行业的大规模重组加速，日本水泥行业现有的格局大体在这一阶段形成，但这一过程中产能并未实现有效去化，行业盈利水平在这一阶段陷入低谷；4. 1999 年至今，随着大规模联合重组的完成和集中度的提升，日本水泥行业进入和谐去产能阶段，产能去化加速，盈利逐渐恢复，抵御需求波动的能力有所增强。

第一阶段：《产构法》引入(1984-1991)

1978 年，日本政府批准了《特定产业构造改善临时措施改善法》（《产构法》），为特定面临转型压力的行业提供政策支持，以帮助相关产业更平稳地转型。水泥行业最初并未在《产构法》所支持的行业中，但 1979 年第二次石油危机爆发后，日本水泥需求持续受到挑战，1980-1983 出现了连续 4 年的回落，水泥行业的转型也日渐迫切。1984 年 5 月，经过政府批准，水泥行业也被纳入了《产构法》支持的范围。在政府的支持下，水泥企业被允许阶段性豁免于《反垄断法》的约束，在淘汰关停产能方面也可以获得一定的财政奖励。

1984 年 9 月，在政策的支持下，日本当时 22 家水泥企业分别出资，成立了 5 家合营公司。每家合营公司内所有成员公司将产品销售环节交由合营公司统一运营，并向合资公司共享物流和仓储设施，减少行业内企业的竞争。5 大合营公司优化竞争的具体措施包括了：

- 1) 生产优化：把生产集中或委托给生产效率更高的工厂组织安排；
- 2) 物流优化：取消或整合重叠货运路线，合并或重设销售发运站；
- 3) 协同采购：协同、联合购买水泥生产所需原料、辅料和燃料等；
- 4) 其他：品牌和商标优化；经营方针和主营业务结构优化等。

除此之外，水泥企业约定共同关闭产能，以改善过剩现状。此后的 6 年多时间内，全行业累计关闭了近 4000 万吨水泥产能，产能利用率从 1983 年的 67%恢复至 1991 年的 90%，全行业的营业利润率从 1983 年的 0.4%恢复至 1991 年的 6.4%。

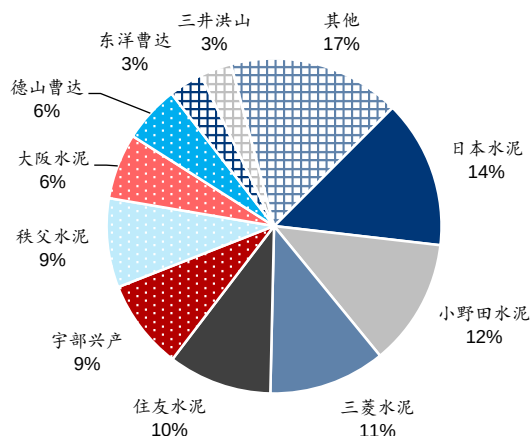
图表25：1984 年成立的 5 大合营公司及 22 家成员企业

序号	合营公司	注册资金	成员企业
1	小野田集团	3 亿日元	小野田(Onoda)、新日铁化学(Shin-Nittetsu)、东洋曹达(Toyo Soda)、三井洪山(Mitsui Kozan)、日立水泥(Hitachi)、三河水泥(Mikawa)
2	日本集团	3 亿日元	日本水泥(Nihon)、大阪水泥(Osaka)、第一水泥(Daiichi)、明星水泥(Myoyo)
3	三菱集团	3 亿日元	三菱(Mitsubishi)、德山曹达(Tokuyama Soda)、东北开发(Tohoku Kaihatsu)
4	住友集团	1.2 亿日元	住友(Sumitomo)、麻生(Aso)、电气化学工业(Denki)、日铁(Nittetsu)、八户(Hachinohe)、菊田(Karita)
5	宇部集团	4 亿日元	宇部兴产(Ube)、秩父水泥(Chichibu)、敦贺水泥(Tsuruga)、琉球水泥(Ryukyu)

注：所列公司均为非上市公司(已被整合、已注销或非公众公司)

资料来源：日本水泥协会，华泰研究

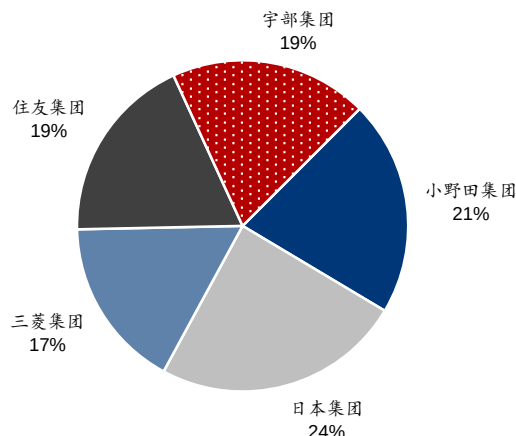
图表26：5大合营公司成立前日本水泥市场格局(1983)



注：所列公司均无彭博代码(已被整合、已注销或非公众公司)

资料来源：日本水泥协会，华泰研究

图表27：5大合营公司成立后日本水泥市场格局(1984)



注：所列公司均无彭博代码(已被整合、已注销或非公众公司)

资料来源：日本水泥协会，华泰研究

图表28：1984-1991年日本水泥去产能明细

	1983年产能(千吨/年)	1991年产能(千吨/年)	削减幅度
小野田集团			
小野田水泥	15,378	9,094	-41%
三河水泥	360	360	0%
日立水泥	1,543	872	-43%
三井洪山	3,827	2,209	-42%
新日铁化学	1,172	794	-32%
东洋曹达	4,134	3,228	-22%
日本集团			
日本水泥	17,967	11,486	-36%
明星水泥	3,150	2,451	-22%
第一水泥	1,449	1,092	-25%
大阪水泥	7,965	5,291	-34%
三菱集团			
三菱水泥	14,120	10,601	-25%
德山曹达	6,886	5,106	-26%
东北开发	0	2,314	
住友集团			
住友水泥	12,558	8,435	-33%
八户水泥	1,310	1,310	0%
麻生水泥	1,672	1,316	-21%
荻田水泥	2,318	998	-57%
日本制铁	1,789	1,507	-16%
电气化学	3,517	2,636	-25%
宇部集团			
宇部兴产	10,887	8,113	-25%
秩父水泥	10,797	5,777	-46%
敦贺水泥	1,893	1,645	-13%
琉球水泥	690	540	-22%
日本全行业	125,382	87,175	-30%

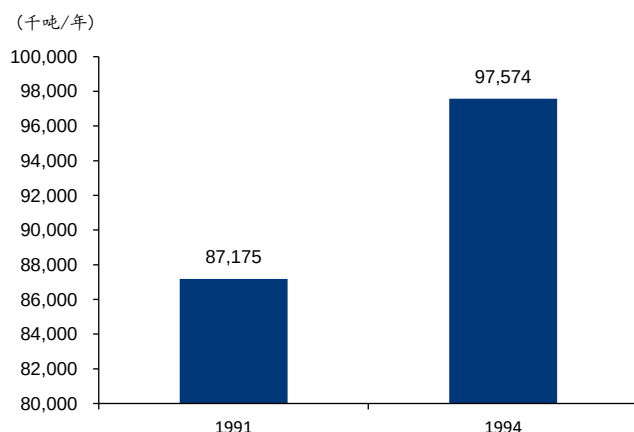
注：所列公司均无彭博代码(已被整合、已注销或非公众公司)

资料来源：日本水泥协会，华泰研究

第二阶段：去产能决心动摇，产能出现反弹(1991-1994)

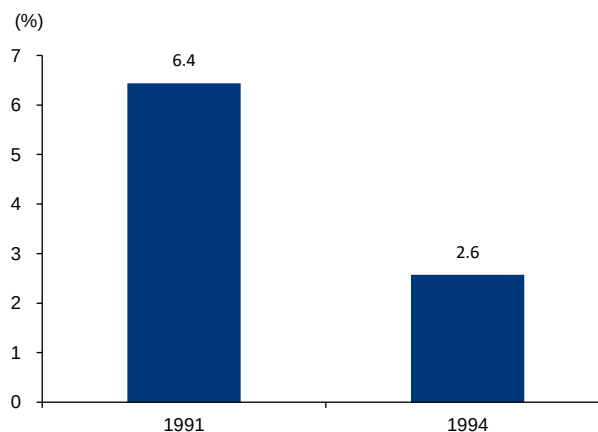
1986-1990 年日本水泥需求的强劲反弹改善了全行业的盈利能力，但也动摇了去产能的决心。1991 年 5 月，日本通产省批准了将水泥行业排除在《产构法》的提议，《产构法》框架下对水泥行业的产能约束解除，日本水泥产能再度出现了反弹。截至 1994 年末，日本水泥产能较 1991 年末增长了 1040 万吨/年，1984-1991 年间去产能的成果被部分侵蚀。除此之外，五大合营公司也自 1991 年起相继解散。其中小野田集团和宇部集团在 1991 年解散，日本集团、三菱集团和住友集团则在 1994 年解散，行业的集中度在此期间明显下降。然而产能的增长并未带来效益的同步提升，日本水泥行业的经营性利润率从 1991 年的 6.4% 下降至 1994 年的 2.6%。1994 年全行业的经营性利润只有 1991 年的 35%。

图表29：1991 年和 1994 年末日本水泥产能对比



资料来源：日本水泥协会，华泰研究

图表30：1991 年和 1994 年日本水泥行业经营性利润率对比



资料来源：日本水泥协会，华泰研究

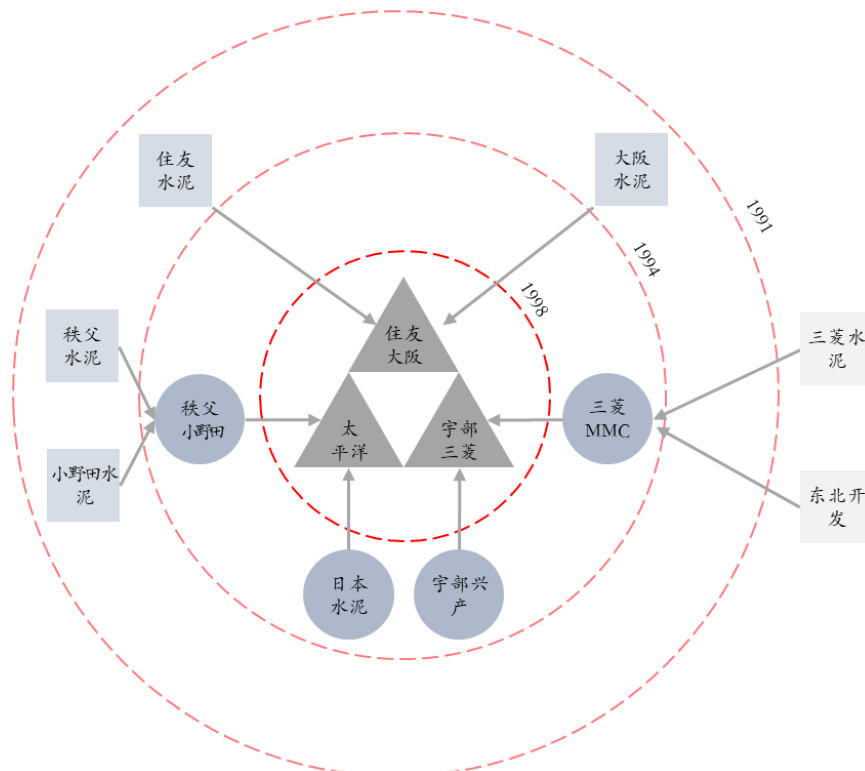
第三阶段：市场整合加速，集中度显著提升(1994-1998)

1994-1998 年是日本水泥行业盈利水平最低的时期之一。1994-1998 年全行业累计的经营性利润率为 2.6%，如果以 5 年的时间跨度来衡量，此后仅有 2008 年全球金融危机前后的 5 年(2007-2011)低于这一水平。在激烈的市场竞争倒逼之下，收购兼并在此阶段显著加速。日本水泥行业现有的格局大致在此阶段成形。

日本现有三大龙头企业的整合历程主要包括：

- 1) 1994 年，秩父水泥和小野田水泥合并，整合为秩父小野田；1998 年，秩父小野田进一步和日本水泥进行了联合重组，最终成为了当前日本水泥产能规模排名第一的太平洋水泥(5233 JP)。
- 2) 1998 年，三菱综合材料(5711 JP)在 1991 年整合了东北水泥的基础上，和宇部兴产成立了共同销售公司，重组后的宇部三菱是当前日本水泥产能规模排名第二的企业。
- 3) 1994 年：住友水泥和大阪水泥进行了整合，合并后的住友大阪水泥(5232 JP)是当前日本水泥产能排名第三的企业。

图表31：日本三大水泥企业 1990 年代以来的整合历程



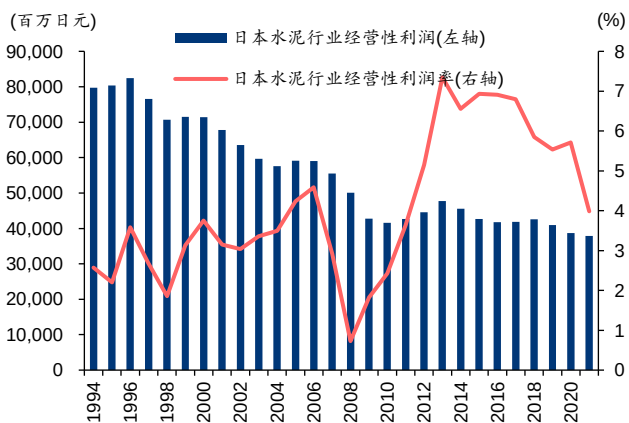
注：除太平洋水泥(5233 JP)，三菱综合材料(5711 JP)，住友大阪(5232 JP)，其余均无彭博代码(已被整合、已注销或非公众公司)
 资料来源：日本水泥协会，华泰研究

截至 1998 年末，通过一系列的兼并重组，日本水泥企业集团的数量由此前的 22 家减少至 11 家，CR3 达到了 80%。水泥产能有所去化（1998 年末产能较 1994 年削减了 1.98%，年均削减 0.5%），但对平衡行业供需关系的作用仍然较为有限。1998 年日本水泥需求较 1994 年下行 11.3%，年均降幅 3.0%。需求和行业盈利能力快速下行，进而推动了行业较大规模的联合重组，仍是这一阶段的主旋律。

第四阶段：去产能重启，行业盈利中枢修复(1998 年以来)

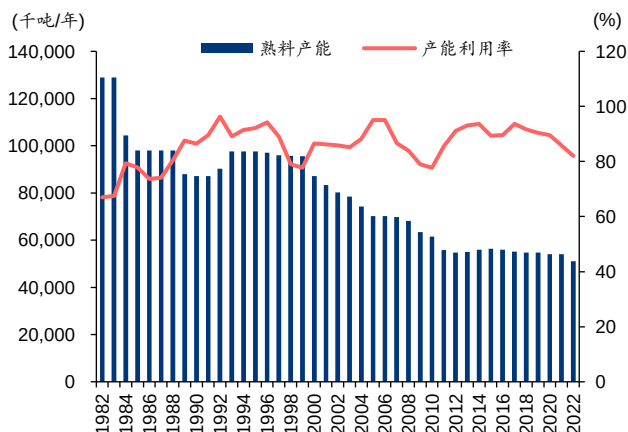
随着大规模联合重组的完成，日本水泥行业的集中度得到了较大的提升。在行业格局稳定后，市场的合力逐步形成，去产能在此阶段重新启动。1998-2022 年，产能的去化和需求的下行基本维持同步(期间国内需求-46%，产能-44%)，产能利用率和行业效益得到了边际修复。在国内需求同期下降 46% 的情况下，行业的经营性利润较 1998 年上升了 83%。

图表32：日本水泥行业经营性利润和经营性利润率



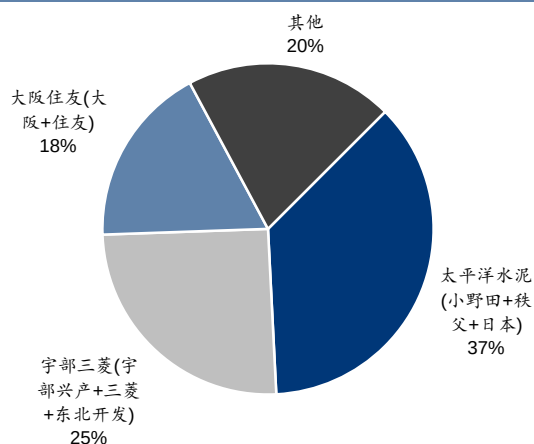
资料来源：日本水泥协会，华泰研究

图表33：日本水泥行业产能和产能利用率



资料来源：日本水泥协会，华泰研究

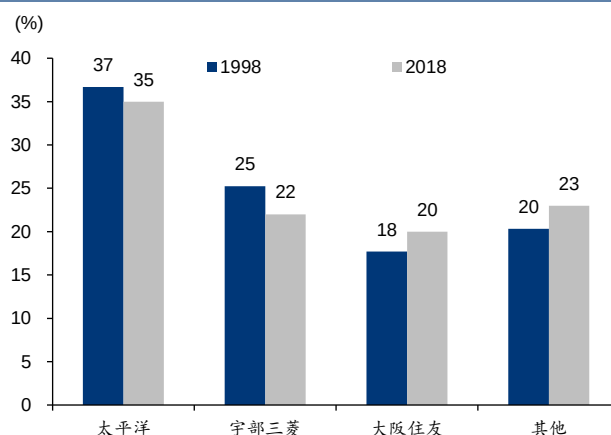
图表34：日大规模充足完成后日本水泥行业格局(1998)



注：太平洋水泥(5233 JP)，三菱综合材料(5711 JP，宇部三菱母公司)，住友大阪(5232 JP)

资料来源：日本水泥协会，华泰研究

图表35：1998年和2018年日本三大水泥企业产能占比



资料来源：日本水泥协会，ICR，华泰研究

日本的经验和教训

我们认为日本水泥行业的去产能总体是成功的，第一阶段去产能工作的完成较好地控制了调整期开启后水泥产能过剩的程度，而此后经过集中度的提升、大企业共识的形成，市场化的去产能和盈利中枢的修复同步。大部分时间内，行业的竞争并未随着需求的调整而更加激烈，行业效益仍然得到了较好地维护。我们认为其中有几点经验和教训值得借鉴：

- 1) 行业需要积极寻求政府的介入，市场与政府的合力能发挥最大的效果。1984-1991 是日本水泥行业历史上去产能最为快速的阶段。
- 2) 市场化的去产能具备较强的持续性，但需要较高的集中度作为前提和保障。日本水泥行业在 1998 年的 CR3 达到了 80%。
- 3) 大企业需要发挥引领作用，1998 年以后，大企业去产能的力度总体略大于小企业。

去产能需要具备清醒的认识和较强的决心，这将有助于规避 1991-1994 年出现的行业格局恶化，去产能开倒车的局面。

中国水泥行业去产能的路径和方向

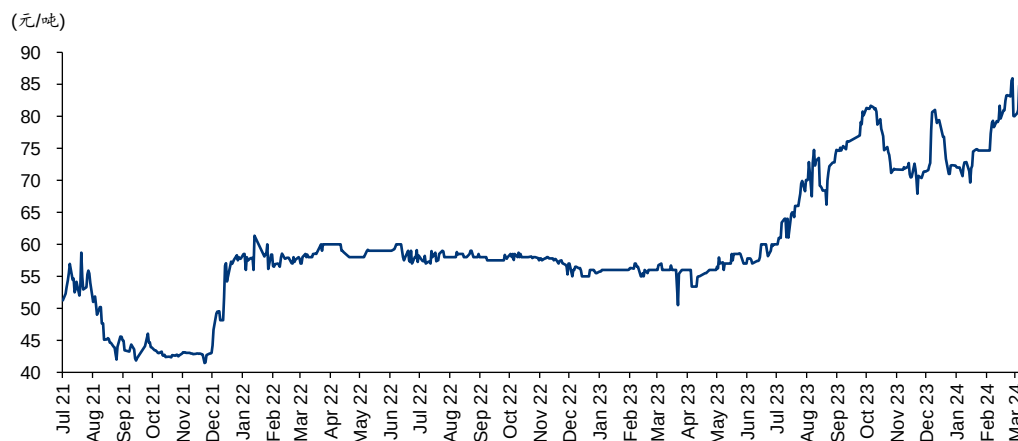
我们认为去产能势必会成为中国水泥行业未来调节供需关系的重要工具，但其路径如何可能仍有较大的不确定性，政府的态度、主导企业的决心以及需求的背景都可能对其路径产生影响。“先立后破”和“先破后立”可能会是其中较为极端的两种路径。在“先立后破”的情境下，去产能的制度和共识能够较早建立并持续执行，行业的盈利总体可以得到维护。而在“先破后立”的情境下，较此前更为激烈的市场竞争会在一段时间内成为主旋律，倒逼更多企业退出，推动行业格局的演进。

碳排放权交易有望成为“先立后破”的基础

从当前的时点来看，我们认为先“立”的条件可能仍需等待。中国水泥行业 2023 年产能利用率不足 60%，如何将去产能任务，分解和分配到相应的企业，并将产能退出的损失和代价分摊给由此获益的企业，是“先立后破”的机制能够成功的关键。

我们认为将水泥行业纳入全国碳排放权交易市场的工作，有望催化去产能机制的形成。借助碳价格的杠杆和碳交易的市场化机制，产能退出的代价和优化竞争格局的效益有望得到更好的衔接。如果假设每吨水泥的基准碳排放配额为 0.5 吨(根据中国建筑材料联合会数据，2020 年中国水泥工业碳排放量 12.3 亿吨，吨水泥碳排放量 0.52 吨)，碳排放权交易价格如维持在 59.6 元/吨(历史平均交易价格)，则碳排放权出售可为企业带来 29.8 元/吨的经济效益。作为对比，2023 年全行业利润总额 337.5 亿元，全行业每生产一吨水泥所带来的平均税前利润为 16.7 元/吨。

图表36：碳市场排放配额(CEA)价格



资料来源：上海环境能源交易所，华泰研究预测

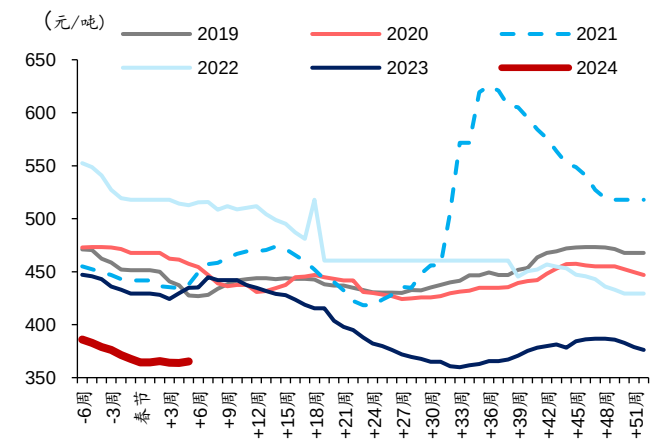
行业集中度仍有待提升

如果碳交易能够使水泥行业产能过剩得到缓解、去产能的起点能够更好地建立，如果在需求持续调整期间，能否实现持续、主动的去产能同样会是“先立后破”的机制能否成功的关键。我们认为，持续主动去产能的实现，需要较高的行业集中度作为保障。日本水泥行业 1998 年的 CR3 达到 80%，行业的共识更容易形成，去产能的过程得以更为和谐。而作为对比，中国水泥行业的集中度仍有待提升。我们推算 2023 年中国水泥行业 CR10 在 54.8%；以省级行政单位内的集中度而言，依然有 11 个省/市/自治区的 CR5 低于 70%。尽管此前水泥行业在维护行业竞合方面体现了较好的默契，去产能共识的和谐形成，可能需要更强的股权纽带加以维系。

底线思维或增加短期市场下行压力

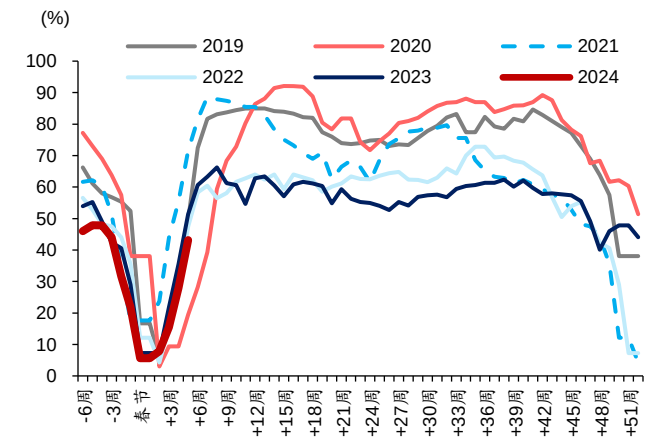
在和谐去产能的机制尚未建立之前、错峰生产的效用或继续减弱之际，我们预计保生存的底线思维可能会对水泥市场产生更多的影响，控本增效、维护市场份额或成为行业更为优先的经营策略，市场的竞争短期可能有所加剧。我们认为这将有助于推动行业加快优胜劣汰的步伐，也可能对水泥价格带来进一步下行的压力。

图表37：全国 PO42.5 水泥价格



资料来源：数字水泥，华泰研究

图表38：全国水泥平均发货率



资料来源：数字水泥，华泰研究

良好的竞合基础有利于孕育合作

2007年以来，随着中国水泥行业在诸多区域市场进行的多轮竞争与合作，行业在寻找最大公约数、谋求行业效益最大化方面有了丰富的经验和扎实的基础，这也是水泥行业在2014-2020年的平台期能够取得瞩目效益的重要支撑。如果将2023年中国水泥行业的现状和1994年（去产能第二阶段尾声，大规模重组开启前）相比，中国水泥行业的供需矛盾更为突出，行业的集中度也相对更为分散，但凭借良好的竞合基础，行业的盈利水平也依然优于日本1994年的水平。尽管随着需求的下行，行业的竞争短期可能趋于激烈，但潜在新合作的孕育可能更值得期待。

图表39：中国水泥行业(2023年)和日本水泥行业(1994年)对比

	日本 1994	中国 2023
集中度(CR5)	50%左右	43%
产能利用率	92%	低于 60%
需求自峰值回落幅度	-8%	-18%
行业税前利润率	2.6%	4.2%
行业合作基础	1984-1994 年有 5 大合营公司的合作经验	2007 年以来行业竞合理念逐步成熟

资料来源：日本水泥协会，数字水泥，国家统计局，华泰研究

风险提示

1. 水泥企业争份额愿望强于预期：如果需求调整期企业争夺份额的愿望强于我们的预期，行业竞争可能会比我们预计地更为激烈。
2. 去产能的机制建立晚于预期：如果持续缺乏和谐去产能的机制，行业可能只有长期通过价格竞争来实现优胜劣汰，在此情境下，行业不仅仅面临体量收缩的挑战，利润率也可能长期受到抑制。
3. 中长期需求演变异于假设：我们结合了欧美日韩等发达国家的经验对中国水泥的中长期水平做了情景假设，而实际情况可能与此会有一定差异。相关假设和测算仅供参考，不代表我们的倾向。

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司