|  |
| --- |
| 宏观研究  **中国式去产能全景图**  **——民生证券研究院联合专题报告** |

**2016年2月04日**

民生证券研究院执行院长、首席宏观研究员 管清友 电话：010-85127430 邮箱：[guanqingyou@mszq.com](mailto:guanqingyou@mszq.com) 执业证号：S0100514090002

宏观朱振鑫/张瑜，策略李少君/周隆刚，煤炭王海伟，钢铁王聪敏，建材严晓情，化工范劲松/沈晓源，有色喻罗毅

**【摘要】**

本文由民生证券研究院宏观、策略、煤炭、钢铁、建材、化工、有色团队联袂打造，一方面自上而下梳理去产能的逻辑、方式和市场影响，另一方面自下而上梳理主要过剩行业去产能的进程、风险和受益公司等，力求为各位投资者提供一份去产能的全景图。

**一、2016年是真正意义的去产能元年，中央施政重心从需求侧向供给侧倾斜，产能调整从控制增量向清理存量过渡**。去产能可能采取的措施：财政直接或间接补贴；清理不良资产；加快兼并重组；提高环保能耗等行业标准；打破刚性兑付；完善破产清算制度；建立产能检测体系等

**二、从历史经验看，去产能期间市场“深蹲起跳”，业绩支撑很重要**。一是关注相关供给侧结构性改革过程中相关政策提振市场情绪带来的交易性机会，二是相关出清较快行业由于业绩改善带来的结构性机会，三是在改革取得阶段性成就时，改良后的旧经济与新经济共振带来的新增长周期催生的系统性行情。

**三、行业全景图：**

**1、钢铁：**我国粗钢产能利用率仅为67.17%，产能仍严重过剩。去产能受益的一是大型钢企，特别在高端领域拥有竞争优势的龙头企业，例如宝钢股份，河钢股份，武钢股份等。二是需求转型的钢企及特钢企业。例如久立特材，抚顺特钢，太钢不锈等。三是寻求转型的钢企：南钢股份，酒钢宏兴，新日恒力。风险压力大的企业：负债率高，流动性差，产品结构不佳，盈利能力弱的企业，例如八一钢铁，重庆钢铁，西宁特钢，韶钢松山。

**2、煤炭：**预计2015年供需差为4.2亿吨左右，在维持社会库存不变的情况下，供需差未来三年（2016年-2018年）将大幅收窄2.7亿吨至1.5亿吨，市场供需格局有望得到重大改善。维持三条投资主线：（1）低估值蓝筹+供给侧改革：中国神华、中煤能源、陕西煤业、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能；（2）转型+主题：瑞茂通、禾嘉股份、新奥股份；（3）煤炭清洁利用：亿能洁能。短期来看，重点产煤区域的龙头企业最为受益。

**3、化工：**（1）钛白粉行业有望逐步回暖，全年涨价或超预期。推荐顺序：佰利联、安纳达、中核钛白。（2）PTA行业集中度高，反弹基础好。推荐顺序：恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。(3) 纯碱行业开工率高，产能收缩，价格有望继续上涨。推荐顺序：山东海化、三友化工、双环科技、湖北宜化。（4）PVC价格处于历史大底，无电石电力配套产能将退出。推荐顺序：中泰化学、英力特、鸿达兴业、君正集团。（5）橡胶正在酝酿新一轮大周期。推荐顺序：齐翔腾达、海南橡胶。

**4、建材**：2015年水泥行业去产能仍未开始。2015年水泥熟料产能约为18.1亿吨，同比2014年增加2.2%，仅仅是增长速度放缓。然而，在水泥需求快速下降的压力下，据数字水泥网数据统计，2015年全国熟料产能利用率仅约为67%，同比2014年下降5%，熟料产能过剩进一步加剧，供需矛盾更加恶化。

**5、电解铝**：在产能出清的过程中，龙头企业将受益于产品价格提升和市场份额扩大，例如中国铝业、神火股份、中孚实业、云铝股份、焦作万方、新疆众和，其中业绩弹性最大的标的为云铝股份。此外，电解铝价格上升将提升存货价值，有利于减轻高存货企业的压力，例如中国铝业。

**【正文】**

**一、去产能的宿命：2016年中国经济第一要务**

2016年是真正意义的去产能元年。堆下的库存早晚要卖，欠下的债务早晚要还，过剩的产能也早晚要去，这是任何一个经济体逃不掉的宿命。而从逻辑上讲，去产能是去库存和去杠杆的基础，只有完成了去产能，一个经济体才可能真正走出危机，中国也不例外。

2008年百年一遇的金融危机之后，我们一直没有履行这个宿命。2009年4万亿大刺激，2010年昙花一现，2011年内外交困，2012年重启中级刺激，2013年陷入类滞胀，2014年陷入衰退式宽松，2015年货币加码刺激。危机后的七年里，我们在需求端想尽了办法，经济却依然拾级而下。2016年，中央真正开始改变思路，从需求侧走向供给侧，从扩需求到去产能。

去产能有两种方式，一种是把需求拉起来，另一种是把供给压下去。90年代去产能是双管齐下，先是朱镕基总理铁腕压供给，然后是全球化红利（2001年入世）和房地产红利（2003年将房地产定位支柱产业）拉需求，随后才有了中国奇迹。但现在呢？拉需求的方法显然已经行不通了。

（1）全球化红利变成了全球再平衡的压力，不光没有加入WTO这样的飞跃，还充斥着TPP和TTIP的压力，再加上劳动力比较优势的丧失，出口已经不可能解决过剩产能；

（2）房地产红利变成了痛苦的去库存，过去十多年全国累计新开工174亿平米，而销售只有117亿平米，其中还有相当一部分是二手房（保守估算有30%左右），供给与销售之间的差额达到惊人的90亿平米。更可怕的是，2014的新开工面积（14亿平米）依然大于销售面积（13亿平米），假设明年新开工继续下滑10%，销售持平，那从2016才可能正式开始去库存，而如果新开工和销售按此增速持续下去，那么库存也需要5-10年来消化。

（3）创新转型能激发新需求，但对旧需求作用甚微。创新转型指向的是新兴服务业和高端制造业，虽然有利于扩大总需求，但并不会带来太多的重化工业、建筑业等传统需求。比如，100块钱的建筑业GDP可能产生50块钱的钢铁需求，而100块服务业GDP可能只产生1块钱的钢铁需求。

**由此可以得出一个结论：未来化解产能过剩只有从供给端压缩产能这一条路。**如果早下决心，还能掌握主动权，留一点干预和回旋的空间。如果拖延太久，又没有需求侧的奇迹发生，那么就会越来越被动，不可控的因素也会越来越多。举个例子，现在外汇储备还有3.3万亿，中美还有正利差，所以央行还能大胆的尝试汇率改革，但如果等外汇储备消耗到0，中美利差倒挂，很多事情就不是央行能控制的了，届时再改革就会失去主动权。在产能这个问题上，逻辑也是一样，越早“破”越有主动权。**正是在这种背景下，中央从2015年底开始调整战略，将工作重心转向供给侧结构性改革，2016年将成为去产能集中发力的开局之年，这不仅是增量的投资放缓，而且是存量的产能去化。**

表1：2015年底以来中央会议多次重点讨论供给侧改革

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 会议 | 时间 | 相关内容 | 措施 |
| 中央财经领导小组会议 | 2015.11.10 | **在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，**着力提高供给体系的质量和效率。 | 针对突出问题、抓住关键点。要促进过剩产能有效化解、降低成本、化解房地产库存、防范化解金融风险。 |
| 中央政治局会议 | 2015.12.15 | **着力加强结构性改革，在适度扩大总需求**的同时，提高供给体系的质量和效率，提高投资有效性，加快培育新的发展动能。 | 深入实施创新驱动战略，积极稳妥推进企业优胜劣汰，帮助企业降低成本，化解房地产库存，扩大有效供给，防范化解金融风险，深化改革开放，切实保障人民群众基本生活，抓好“一带一路”建设，改善国内投资环境。 |
| 中央经济工作会议 | 2015.12.18-21 | **要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。**去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，提高供给体系质量和效率，提高投资有效性。 | 积极稳妥化解产能过剩，帮助企业降低成本，化房地产库存，扩大有效供给，防范化解金融风险。**推进结构性改革，必须依靠全面深化改革，**要加大重要领域和关键环节改革力度，大力推进国有企业改革，加快养老保险制度改革，加快医疗卫生体制改革。 |
| 中央农村工作会议 | 2015.12.24-25 | **着力加强农业供给侧结构性改革，**提高农业供给体系质量和效率，使农产品供给数量充足、品种和质量契合消费者需要，真正形成结构合理、保障有力的农产品有效供给。 | 加快消化过大的农产品库存量，降低成本，增加市场紧缺农产品的生产。要保稻谷、小麦等口粮，保耕地、保产能。发挥多种形式农业适度规模经营在结构性改革中的引领作用，完善粮食等重要农产品价格形成机制和收储政策。 |
| 人民日报 | 2016.01.04 | **周期性问题和结构性问题都存在，但主要是结构性问题** | 当务之急是斩钉截铁处置僵尸企业，坚定不移减少过剩产能，让僵尸入土为安；僵尸企业本来已死在那里，就不要再维持了。旧的不去，新的不来 |

数据来源：民生证券研究院

**二、去产能的路径：如何让僵尸企业入土为安？**

去产能绝不只是“让僵尸企业入土为安”这样的狠话，而是有切实的措施做底气。从国内外的经验来看，以下十种措施值得期待。

**1. 政府提供直接或间接补偿，鼓励企业的去产能行为。**

为鼓励僵尸企业缩减产能，政府可通过融资支持、财政补助、税收优惠等方式向去产能企业提供补偿。目前，政府通过成立专项基金、财政转移支付等方式，可能是一个有效方法。

第一，直接收购落后产能并报废。政企合作预测未来需求，产能过剩部分由政府出资收购并报废。此方法通常适用于农牧渔业以及造船业。

第二，政府提供间接的去产能补偿。日本早年相关法案涉及到的补偿支持措施有：（1）财政补贴，如曾发放高额补偿、工业再配置补助金、萧条产业信用基金。（2）融资支持，政府向主动退出的中小企业提供中转融资。（3）税收优惠。对主动处理过剩设备的企业进行税收优惠及采用特别折旧制度。

**2. 妥善处置银行不良资产，减少金融风险的掣肘**

除失业风险之外，消灭僵尸企业带来的最大风险是金融风险，尤其在中国。过剩企业与银行相互依赖过高。

美国完善的不良资产消化体系包括：（1）政府推动的外部处置。成立了重组信托公司（RTC）与联邦保险公司（FDIC）。（2）银行自主的内部处置，将母银行的不良资产剥离到单独成立的子公司。

中国在90年代去产能的经验有：（1）加大冲销坏账的力度和速度。（2）组建资产管理公司，剥离有毒资产。（3）通过多种手段补充银行资本金。如图：

|  |  |
| --- | --- |
| 图1：特别国债注资商业银行流程 |  |
|  | |

资料来源：民生证券研究院

区域性银行的不良资产更适合由熟悉地方情况的地方AMC来做。扩大试点，逐步铺开，推动地方AMC，扩大资金来源。

**3. 妥善处理就业问题，减少失业风险的掣肘**

消化僵尸企业一定会带来失业，但处理得当，可实现再就业。国际上，从提供资金救助、加强职业培训来解决就业问题。

（1）日本在淘汰落后产能时制定法案涉及提供就业信息服务，就业指导和职业培训，提供补贴，为原企业提供劳动者停业补助和训练费用延长失业保险金支付时间，安排失业人员参加公共事业。

（2）美国在处理历次去产能造成的失业过程中，逐步建立起现代的福利制度和再就业培训体系。美国失业保险制度一方面保障了失业者的基本生活，另一方面增强了失业预防和促进再就业的功能。

（3）韩国在亚洲金融危机之前建立了就业保险制度，主要包括失业保险制度、稳定就业计划和职业技能发展计划三个方面。

**表2：韩国为应对亚洲金融危机提高就业保险制度缴费率**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 1995-1998 | 1999-2002 |
| 失业保险制度（雇佣双方均摊） | 0.3/0.3 | 0.5/0.5 |
| 稳定就业计划（企业） | 0.2 | 0.3 |
| 职业技能发展计划（企业，依规模） | 0.1/0.3/0.5 | 0.1/0.3/0.5/0.7 |

资料来源：《Study on the EIS Premium Rate Adjustment Mechanism》，民生证券研究院

|  |
| --- |
| **图2：美国20世纪80年代以来四次去产能对失业率的冲击** |
|  |

资料来源：WIND，民生证券研究院

|  |
| --- |
| **图3：日本去产能对失业率的冲击** |
|  |

资料来源：WIND，民生证券研究院

**4. 鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。**

中央经济工作会议提出“多兼并重组，少破产清算”。破产清算社会成本较高的情况下，兼并重组能发挥三大作用：一是减少产能存量和调整结构；二是控制增量；三是加强政府的调控能力。兼并重组应以市场为导向。

美国钢铁业历史上经历过两次重大兼并重组。第一次是在20世纪初钢铁行业出现产能过剩，在金融资本的支持下掀起兼并重组浪潮。日韩等国都经历过相似过程。另外，美国在应对21世纪初由于互联网泡沫造成的过度投资和产能过剩时，也主要是通过让企业破产和并购重组等方式缓解这轮高新技术产业产能过剩。

日本在应对20世纪70年代和80年代后期两次造船行业大萧条时期，大力推动行业兼并重组来削减过剩产能。

**表3：2014年全球六大产钢国的钢铁行业集中度对比**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 中国 | 日本 | 美国 | 印度 | 韩国 | 俄罗斯 |
| 粗钢产量(百万吨) | 822.7 | 110.7 | 88.2 | 86.5 | 71.5 | 71.5 |
| 占世界粗钢产量比重 | 49.4% | 6.7% | 5.3% | 5.2% | 4.3% | 4.3% |
| CR1 | 5.7% | 42.9% | 24.3% | 30.5% | 52.7% | 22.5% |
| CR2 | 11.0% | 73.9% | 46.6% | 46.2% | 81.4% | 44.2% |
| CR3 | 15.3% | 80.9% | N/A | 61.0% | 85.7% | 64.1% |
| CR4 | 19.5% | 84.5% | 60.5% | 67.0% | N/A | 82.2% |

资料来源：国际钢铁协会（WSA）《2014年世界主要钢铁企业粗钢产量排名》,《WORLD STEEL IN FIGURES 2015》，网络新闻，民生证券研究院整理

|  |  |
| --- | --- |
| **图4：美国钢铁行业CR4从21世纪初大幅提高** |  |
|  | |

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**5. 完善设备注册制度，建立产能监测体系。**

去僵尸企业首先要明确哪些产能过剩最严重，这必须以完善的设备注册制度和产能监测体系为基础。

（1）美国在二战之后就建立了成熟的工业产能及利用率调查制度，形成了包括生产能力调查、测算、发布在内的工业产出和产能利用监测体系。

（2）日本在1978年制定《稳定特定萧条产业临时措施法》（特安法），其中就规定在纤维行业，采用设备注册制度。

（3）我国在2013年4月发布《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》中，提出“通过5年努力，基本建立过剩行业产能预警体系和监督机制”。但目前并没有完善的设备注册和产能监测体系，而且大部分是各部委各自为战，导致去僵尸企业缺少权威的衡量标准。

**6. 提高技术、环保、能耗等行业标准，坚决关停不达标企业。**

关停僵尸企业必须要设定明确而严格的标准。既可以阻止生产规模较小、效率较低的小企业继续进入，又对不达标的企业进行关停，引导企业预期。

（1）日本在1965年制定《新建石油化工中心企业的标准》，规范了新进入使用化工行业的最低标准，获取了规模效益和降低了产品价格。

（2）美国在应对钢铁产能过剩时，通过1970年的《净化空气法案》和1976年的《资源保护与回收法案》，逐步淘汰技术落后企业。

（3）中国在2013年7月发布《铝行业规范条件》:在布局与规模、产品质量、能源消耗、环境保护等方面提高了准入标准。十三五提出绿色发展理念，借此提高环保标准，把污染严重的僵尸企业列入黑名单。

**7. 把淘汰落后产能与增加新产能捆绑。**

一方面，企业具有对产能进行更新换代、提高生产率的动机。理应方面，对于企业而言，过快过多地淘汰落后产能，会对企业生产能力造成较大冲击。将淘汰落后和增加先进新产能结合，既能避免对企业造成过于剧烈的冲击又能实现产能存量的升级。

（1）日本1964年的《纤维工业设备等临时措施法》就采用了废弃两台旧设备才允许添置一台新设备的原则，1967年的《特定纤维构造改善临时措施法》将废弃过剩设备、促进设备现代化和企业规模适当化作为三大基本内容。

（2）我国在2014年7月也推出了产能置换方案，对钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等行业实施等量或减量置换。

**8. 完善破产清算制度，健全市场退出机制**

通过企业自行注销、进入破产程序以及资本退出机制等市场化退出机制让市场主体自身调整来淘汰或转移过剩产能。

（1）日本通过不断完善破产法便于企业退出，2005年实施的新破产法简化了企业破产程序。

（2）美国破产法中的企业破产制度包括破产清算和破产重整两种模式，破产法的重点从清算逐步转向重整，鼓励更多的企业在申请破产时提交重整计划。

|  |  |
| --- | --- |
| **图5：美国破产企业数在2008-2010年大幅上升** |  |
|  | |

资料来源：www.Trading Econmics.com，民生证券研究院

（3）韩国亚洲金融危机后修改了《公司重组法案》和《并购法》等与破产重组相关的法律，2003年的《破产法》整合了过去公司重组、兼并和破产的相关法案，简化了其流程。

（4）我国还必须加快完善金融法庭体系，提高办案效率。增加金融法庭数量，提高金融法庭办案效率。

**9. 打破刚性兑付，破除“大而不倒”预期**

打破认为最后政府一定会刚兑兜底这种预期必须抓住典型，发挥杀一儆百、引导市场预期的作用。

（1）韩国：90年代韩国去产能时期，金大中总统拿韩国第二大财阀大宇集团开刀，极大的扭转了市场预期。

（2）美国：21世纪美国经历了两次产能过剩，每次都有标志性的企业破产。第一次在本世纪初，互联网泡沫破灭。2002年7月，受财务欺骗丑闻影响，世界通信公司向法院正式提出破产申请。第二次是2008年金融危机后，美国大部分产业出现产能过剩，美国第四大投行雷曼兄弟遭受重大损失，2008年9月15日，雷曼兄弟公司向法庭申请破产保护，大而不倒的神话终结。

**10. 改革官员考核机制，明确去产能目标，破除地方政府的无效保护。**

地方政府对处置僵尸企业不积极有两个原因：第一，会拖累GDP，影响官员的政绩考核。第二，会冲击就业，影响社会稳定。第三，会减少税收，影响地方财力。这导致地方政府有充分动力去补贴僵尸企业。

地方政府是消化僵尸企业最终的执行者，所以要想成功必须充分激发地方政府的动力。第一，推动官员考核机制从GDP导向到效率导向，弱化对GDP的考核，把重点行业去产能的目标明确写入政府工作报告，并要求各地方政府落实量化指标。第二，将过去用来补贴僵尸企业的资金节省出来，用来收购过剩设备报废、补贴下岗职工安置等。第三，加大中央对产能重灾区的财政转移支付，对冲去产能带来的税收下滑。

**三、去产能的影响：从90年代经验看潜在市场走势**

以1992年邓小平南巡为标志，我国进入一轮投资高速增长的周期，重点表现为信贷与固定资产投资持续高速增长。1997年东南亚危机使得中国外部压力加大，前期投资过度扩张产生的问题，包括产能过剩、财政压力加大、企业过度举债、银行坏账率高企等进一步恶化，“去产能”已到了势在必行的地步。

1998年1月13日上海申新纺织九厂压产改革第一锤拉开了去产能改革序幕，时仍国务院总理朱镕基以“壮士断腕”的气魄提出了国有企业三年脱困的目标。改革启动之后，经济不可避免的面临下行压力。在此过程中，货币政策在98年之前坚持“适度从紧”基本原则，财政政策则由紧缩向扩张转变，随着过剩产能的清理，大规模剥离银行不良贷款，房改、税改和汇改培育新的经济增长引擎。2000年11月国家经贸委宣布国企三年脱困目标顺利完成，2001年中国加入WTO,2003年中国经济同比增长9.1%，正式进入一个新增长周期上升阶段。

1. **去产能过程中经济承受增长放缓与通缩风险**

20世纪90年代末的改革是从1998年正式开始的，98年3月《政府工作报告》提出推行重点行业、企业改革并鼓励组建大型企业集团，99年1月，经贸委颁发的《关于做好钢铁工业总量控制的通知》要求压缩钢铁产量10%。随着化解产能的深入，政策不断加码，中国经济承受了经济下行和通缩压力。98和99年GDP增速分别为7.8%、7.6%，较之前经济增速明显下一台阶，CPI则在98年1月至99年6月由0.3%下降至-2.1%。

为对抗通缩及经济下滑，我国实施了总体较为宽松的货币政策和积极的财政政策，98年3月至99年6月，一年期贷款利率由7.92%下降至5.85%，98、99年分别发行以基建为主的1000亿、1100亿长期国债。经济增速持续下滑，物价增速在见底后逐渐回升，但从99年6月至12月，降幅收窄至-1%。由此来看，在20世纪90年代的改革过程中，需求侧政策也发挥了重要作用。

1. **去产能期间市场“深蹲起跳”，业绩支撑很重要**

90年代末，过剩产能主要集中在纺织、家电、煤炭、钢铁、石化等，随着98年去产能的推进，相关行业景气度经历了一个先下后上的过程。从整体工业增加值看，从94年开始持续下滑，到了98年年初开始企稳，99年10月之后开始出现回升趋势。从股市表现来看，98至99年5月中旬，上证综指波动剧烈，总体向下，随着99年“519”行情的启动，上证综指大幅上涨。

从业绩、估值和风险情绪三个方面考量98-99年的股市表现可以看到：1）业绩方面， 98年A股上市公司净利增速由中报的-14.53%下滑至年报的-21.11%，但从99年开始，净利增速由负转正，由中报的-1.46%上涨至29.36%；2）估值方面，在98、99两年中，利率连续4次下调，宽松的货币环境有利于带动了估值的提升；3）风险情绪方面，股市、去产能政策的频频出台以及媒体对股市正面的报道也大大提振了投资者的风险偏好，99年5月16日，国务院批准改革股票发行体制等六项政策，99年《政府工作报告》明确重工业、轻工业等产能过剩行业淘汰标准、目标及政策等，6月15日，人民日报发表特约评论员文章《坚定信心，规范发展》，指出稳定和发展证券市场对推进改革和发展具有重要意义。

|  |
| --- |
| **图6：宽松货币、资本市场制度不断完善及去产能持续加码背景下，股市在99年5月后出现大幅上涨** |
| C:\Users\longking\Documents\Tencent Files\472648733\Image\C2C\_~V8NK5QG(B`5G])UUO%0)0.png |

资料来源：WIND，民生证券研究院

从行业层面上看，过剩产能行业相关股票驱动力中业绩表现至关重要。98至99年，纺织服装、家电、煤炭、钢铁等是主要的产能过剩行业，行业市场走势与大势基本一致，但具体表现则充分体现了业绩支撑的重要性。例如，家电行业净利增速持续低迷，在98-99年改革过程中，过剩产能中其他行业均实现上涨，家电行业则是下跌的；除此之外，在大势回调过程中，煤炭行业下探幅度更大，对应市场表现上煤炭回调过程中跌幅更大。由此来看，有业绩支撑的行业板块相对风险要更小一些，市场表现更佳。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图7：98-99年，煤炭、钢铁行业随大盘一起上涨 |  | 图8：去产能期间，家电行业下跌，纺织业上涨 |
|  |  |  |

资料来源：Wind，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图9：98、99年煤炭、钢铁业净利增速由负转正 |  | 图10： 98-99年家电也净利增速低迷，纺织制造业转暖 |
|  |  |  |

资料来源：Wind，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

1. **市场展望：大趋势v形走势，结构性行情可期**

本次供给侧结构性改革与98年相比，从宏观环境看，都经历着相似的国内经济增速下滑和外部市场的动荡，但产能过剩的行业存在着较为显著的差异。从宏观环境看，两次去产能的背后驱动因素都是经济增速下滑带来产业结构性调整的需求，需求端的疲软催生了较为宽松的利率环境，同时，外部经济环境总体较为疲软。从过剩产能行业看，90年代末主要体现在纺织、家电等生活资料的过剩，而目前主要体现在煤炭、有色、钢铁等生产资料的过剩，这类行业属于中上游资本密集型产业。

结合98年去产能过程，我们认为此轮改革会呈现出以下几点特征：第一，所需耗费的时间会更加漫长，相关行业业绩受去产能冲击到回升时间跨度相对更长；第二，改革过程中需求侧加码政策不会缺席，货币政策与财政政策护航；第三，不同产能过剩行业根据过剩程度与行业资本结构的不同，相对轻资产行业会更早出清；第四，相关支持性配套产业与金融政策会密集出台，推动改革进程同时也提振市场情绪；第五，根据改革进程的推进，股市大概率出现深蹲起跳的走势，改革取得的阶段性成果会催生市场出现可观行情。

在供给侧结构性改革推进的过程中，宏观经济与企业业绩不可避免承压，风险与机遇共存，在此过程中要做好风险控制，自下而上的个股选择将更为重要。随着改革的推进，建议投资者重点把握供给侧结构中的几个投资逻辑，其一是关注相关供给侧结构性改革过程中相关政策提振市场情绪带来的交易性机会，其二是相关出清较快行业由于业绩改善带来的结构性机会，其三是在改革取得阶段性成就时，改良后的旧经济与新经济共振带来的新增长周期催生的系统性行情。

**四、去产能全景图：过剩行业全梳理**

1. **电解铝行业**
2. **产能利用情况**

2015年，全球电解铝产量5789万吨，中国产量为3141万吨，占全球产量54.26%，同比增长8.4%。从1999年到2015年，全球电解铝年复合增长率为5.7%，中国为16.9%，成为全球最大的电解铝生产国。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 图11：2015年中国电解铝产量同比增长8.4% |  | | | 图12：中国是全球最大的电解铝生产国（2014年数据） |
|  | |  |  | | |

资料来源：国家统计局，中国有色金属工业协会，民生证券研究院 资料来源：国家统计局，中国有色金属工业协会，民生证券研究院

2015年12月，国内电解铝企业产能利用率为78.05%，连续下降4个月。历史数据显示电解铝行业产量利用率与GDP增长率高度正相关。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **图**1**3：2015年9-12月电解铝产能利用率连续下降** |  | | | **图14：电解铝产能利用率与GDP增长高度正相关** |
|  | |  |  | | |

资料来源：国家统计局，百川资讯，民生证券研究院 资料来源：国家统计局，百川资讯，民生证券研究院

2014年，铝冶炼与压延加工业亏损总额43亿预估2015年，铝冶炼与压延加工业亏损总额41.4亿，亏损企业数为350家。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **图**1**5：2014、2015年铝冶炼与压延加工业亏损严重** |  | | | **图16：亏损企业数量持续增加** |
|  | |  |  | | |

资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院 资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

2014年，电解铝行业淘汰落后产能任务下达量为42万吨，完成量50.43万吨，完成率120%；但是新增产能164万吨，是淘汰产能的3倍以上。

2015年电解铝新投产产能达到357万吨，其中新疆、山东、内蒙古分别投产139万吨、100万吨和45万吨，这三个地区电费全国最低，有成本优势。据有色金属协会统计，2015年减产规模约500万吨，达到总产能的12%。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **图**1**7：电解铝去产能速度加快，完成率高于100%** |  | | | **图18：电解铝新增产能是淘汰产能的3倍** |
|  | |  |  | | |

资料来源：工业和信息化部，民生证券研究院 资料来源：工业和信息化部，民生证券研究院

判断：由于经济下行压力大，电解铝的需求不足，产能过剩，近年来在持续淘汰落后产能。但是由于部分地区电价较低，部分电解铝厂自供电比例较高，用电成本低（电力成本占电解铝总成本约45%），及时在铝价不断下跌的时候，仍然有较大意愿新增产能。

1. **去产能进程**
2. **东退西进是趋势，电力成本是导向**

2015年电解铝新投产产能357万吨，预计全年新增产能500万吨，与关停的产能大体一致。新增产能集中在新疆、内蒙、宁夏、山东等电力成本较低的地区，“东退西进”是大趋势。

2015年4月28日，工信部发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃行业新增产能，新增必须减少等量的产能。

在电解铝的成本结构中，电力成本大约占45%-50%，是企业生产决策最重要的考量因素。目前电解铝企业的电力来源主要分为国网电、直购电和自备电三种，其中自备电的成本最低，拥有高比例自备电的企业的成本更低。自备电成本比电网电低0.1-0.15元/千万时，西部企业电力成本比东部低0.2元/千万时，按照1吨电解铝消耗13500千万时电计算，西部企业吨铝成本约7500元，远低于目前铝价，西部电解铝厂还有盈利空间，自然也有增产动力。目前全国电解铝企业拥有自备电的比例已经达到60%，西部地区达到80%以上。

1. **人员分流是难题**

截至2015年10月，铝压延加工业企业有1879家，估计从业人员53万，人均产量59万吨。

2015年年底，14家铝行业公司开会讨论联合减产，计划2016年将减产500万吨，按照人均产量计算，预计待分流人员达到8.5万。

从目前产能看，预计需要淘汰的产能总共达1000万吨，待分流人员达17万。

去产能过程中，单纯淘汰落后产能相对容易，但是在经济下行，特别是制造业景气度下行时，人员分流将是制约去产能进程的最大难题。

1. **政府态度是壁垒**

地方政府考虑到GDP考核、税收、就业等因素，对本地企业的保护力度很大，不愿意首先淘汰自己地区的产能，所以中央的减产的行政命令在地方上会大打折扣。我们认为未来淘汰落后产能需要依靠三股力量：1、市场，由于目前铝价下跌严重，到达了很多企业的成本线，这部分企业会被倒闭减产甚至关停，以市场的力量自动缓解产能过剩压力；2、资源集中，由于原材料供给不足（国外铝土矿限制出口），有限资源将向大企业靠拢，行业竞争格局改变，形成寡头垄断局面，小企业因原料不足关停；3、行政手段，用环保法规、行业准入牌照等手段强制淘汰落后产能，限制新产能。

**3. 受益公司和风险**

我国电解铝行业去产能直接利好龙头企业。在产能出清的过程中，龙头企业将受益于产品价格提升和市场份额扩大，例如中国铝业、神火股份、中孚实业、云铝股份、焦作万方、新疆众和，其中业绩弹性最大的标的为云铝股份。此外，电解铝价格上升将提升存货价值，有利于减轻高存货企业的压力，例如中国铝业，其存货价值达236.7亿元。但是我们仍然不能忽视电解铝企业的超高负债率带来的财务压力：神火股份、中孚实业、云铝股份、中国铝业的资产负债率分别为80%、78%、76%、75%。

1. **钢铁行业**
2. **产能利用情况**

我国粗钢产能2015年为12亿吨，粗钢产量为8.06亿吨，粗钢产能利用率仅为67.17%，产能严重过剩。2010年至2014年间，全国累计淘汰粗钢产能9377.15万吨。

|  |
| --- |
| **图19：粗钢产能利用率** |
|  |

资料来源：WIND，民生证券研究院

1. **去产能进程**
2. **去产能目标**

2016年1月22日，在国务院常务会议上，李克强总理要求在近几年淘汰落后钢铁产能9000多万吨的基础上，再压减粗钢产能1亿~1.5亿吨，严控新增产能。根据《关于钢铁行业脱困指导意见》（该意见预计在春节后颁布），该目标将在在2016年-2018年内完成，不分所有制性质，淘汰方式分“强制淘汰”和“引导淘汰”两种方式解决。前者将通过《环保法》等一系列法律法规，以及安全生产、能源利用、技术方式等行业文件来限定。一些不符合相关法律法规和行业政策要求的钢铁企业将被强制关停淘汰出局；而政策引导淘汰的，主要是已经主动退出市场，或者不符合地方发展规划，需要搬迁改造，以及主动进行兼并重组的企业。

**表4：地方钢铁行业去产能目标**

|  |  |
| --- | --- |
|  | 去产能目标 |
| 河北 | 2016年内，将压减炼铁产能1000万吨、炼钢产能800万吨，到2020年之前，将产能控制在2亿吨左右。 |
| 山东 | 十三五期间淘汰炼钢产能380万吨。 |
| 江苏 | 2015年化解过剩产能目标任务，其中炼铁110万吨、炼钢150万吨。 |

资料来源：互联网信息，民生证券研究院

1. **去产能的就业冲击**

目前我国钢铁平均人均年产粗钢约为300吨/人，如果压缩1亿吨产能，将有33.33万人面临失业；压缩1.5亿吨产能，将有50万人面临失业。

另外参考:

中国冶金工业规划研究院院长李新创预计，钢铁行业减产可能造成40万工人失业，上游和下游行业还会有更多从业者受到影响。

1. **受益公司和风险**

我国钢铁公司众多，但是大部分钢企为中小企业，生产能力落后。上市公司的人均粗钢年产量为512吨/人，但是全国范围内人均粗钢年产量仅为300吨/人。小公司的生产效率低，产品多属中低端，研发投入少，研究及创新能力仍然是大型国企领先。

去产能的提出，大型钢企将成为主要受益对象，特别在高端领域拥有竞争优势的龙头企业，例如宝钢股份，河钢股份，武钢股份，华菱钢铁，柳钢股份，包钢股份，南钢股份，首钢股份，安阳钢铁，华菱钢铁，本钢板材等。

此外，对于需求转型的钢企及特钢企业也会成为受益者。例如，久立特材，抚顺特钢，太钢不锈，方大特钢，三钢闽光等。

寻求转型的钢企：南钢股份，酒钢宏兴，新日恒力

风险压力大的企业：负债率高，流动性差，产品结构不佳，盈利能力弱的企业，例如八一钢铁，重庆钢铁，西宁特钢，韶钢松山

1. **煤炭行业**
2. **产能利用情况**
3. **全球煤炭进入下行周期：从“黑金”到“铁锈”**

全球煤炭市场过剩。受全球金融危机、中国经济放缓以及能源结构调整等方面的冲击，产能过剩问题日益突出。截止2014年世界煤炭产量大约82亿吨，需求量为75亿吨，其中，中国煤炭消费量全球份额达到51%，产量达47%，全球最大的煤炭市场。中国煤炭市场低迷导致全球煤炭市场景气度持续下滑。

煤炭作为典型的产能过剩的行业，从2012年下半年结束黄金十年进入下行周期以来，价格不断下探，2015年尤甚，平均价格跌幅近30%，跌幅进一步扩大，价格基本跌回到十年前的水平。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **图 20：全球煤炭供需概括（亿吨）** |  | | **图 21：国内和国际煤价走势** | |
|  | |  | |  | |

资料来源：WIND，民生证券研究院 资料来源：WIND，民生证券研究院

1. **供需失衡，煤炭行业成为“僵尸企业”的重灾区**

供需失衡不断加剧，预计2015年国内煤炭供应量超过需求量4.2亿吨。产能过剩严重，价格不断下行，行业亏损严重，据统计，截止2015年底，行业超过80%的企业出现亏损。2015年前三季度，全国90家大型煤炭企业的利润只有9.7亿元，同比下降97.7%（去年同期盈利427亿元）；由财政部监测的国有及国有控股煤炭企业累计亏损28亿元（去年同期盈利398亿元）。

煤炭行业以国有企业占主导，在煤炭企业上市公司中，国有企业的市值占整个煤炭上市企业市值的90%以上。不少大型煤炭国有煤炭集团负债率基本超过80%以上，是地方GDP的重要来源，在当地吸纳了大量的就业人口，承担了大量的社会负担。部分企业受人员安置和债务问题的掣肘，甚至出现亏损也不停产，煤炭行业可谓是“僵尸企业”的重灾区。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图 22：中国煤炭市场供需格局（亿吨）** |  | |
|  | |

资料来源：WIND，民生证券研究院

1. **煤炭业98年去产能回顾：历时3年，行业景气度迎来反转。**
2. **九十年代煤炭去产能的背景：社会商品全面过剩叠加洪涝灾害**

中国经济在保持较长时间发展之后，到1997年下半年，社会商品出现全面的过剩，特别是亚洲金融危机的冲击，中国经济增速开始放缓，中国GDP增速从1996年的9.6%下降到1997年的8.8 %，1998年GDP增速进一步减缓，加之1998年发生特大洪涝灾害，部分的电厂的负荷率不足30%，导致煤炭需求的下滑，供需失衡问题开始凸显。

1. **煤炭去产能以建立现代企业制度为目标**

1998年年底，国家对煤炭产业结构进行了一次 重大调整，以建立现代企业制度为目标的公司制改革全面展开，压缩过剩产能，帮助煤炭国有企业脱困。

国内原煤生产总量下降，煤炭社会库存大幅度下降，煤炭供需关系出现基本平衡。1998年底，国务院决定关闭非法和布局不合理煤矿，到2000年底，全国已累计关闭各类小煤矿4.7万处、压产3.5亿吨，对落后的产能进行了大规模的出清。据资料，2000年全国生产原煤9.98亿吨，比1997年减少3.27亿吨，下降24.7%。2000年底，全国煤炭社会库存1.4亿吨，比1997年底减少0.6亿吨，其中煤矿库存由1997年底的0.95亿吨减少到2000年底的0.53亿吨。

历时近3年的煤炭行业去产能，整个行业的盈利状况得到大幅改善。2001年煤炭全行业扭转了连续多年的亏损局面，实现利润41.7亿元。其中，国有及国有控股煤炭企业实现利润28.9亿元，同比减亏增盈31.9亿元。

**表 6： 九十年代煤炭行业去产能的相关政策文件**

|  |  |
| --- | --- |
| **相关政策、文件** | **内容** |
| 1998年12月，国务院颁发的国办（1998）43号文即《关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知》。 | 该《通知》要求煤炭行业关井压产。到1999年底，关井2.58 万处，压产2.5亿t，即1999年全国的原煤产量控制目标为11亿t。 |
| 1999年12月，国家经贸委下发《关于下达2000年原煤生产总量控制目标通知》。 | 确定2000年全国原煤产量控制目标为8.7亿t，并要求层层分解指标。 |
| 2001年1月，国家经贸委下发《关于2001年煤炭行业总量调控和关井压产工作的的通知 》。 | 确定2001年全国原煤产量控制目标为为9.5亿t，并提出要关闭国有煤矿的矿办小井和要 继续关井压产。 |
| 2000年国家有关部门制定了做好矿山企业关闭破产的政策规定和 操作办法。 | 国家煤炭工业局提出了破产14个国有重点煤炭企业、关 闭40个国有重点煤矿的“1440”工程。 |
| 2001年6月，国务院办公厅发出《关于做好关闭国有煤矿矿办小井和乡镇煤矿停产整顿 的紧急通知》的25号明电。 | 凡国有煤矿矿区内的小煤矿，一律予以关闭；凡采矿许可 证、煤炭生产许可证、营业执照和矿长资格证（简称“四证”）不全的，一律关闭等。 |
| 2001年9月，国务院办公厅发出《关于进一步做好关闭整顿小煤矿和煤矿安全生产工作的通知》。 | 《通知》在要求加快小煤矿“四个一律关闭”的关闭进度同时，从加强行政监管 方面出台了新措施。 |
| 2001年，国家经贸委发布了《煤炭工业“十五”规划》。 | “十五”时期 要通过实施大集团、科教兴煤、洁净煤技术开发与应用和综合经营四大战略和四类最小井型 规模限制 |

资料来源：民生证券研究院

1. **98年“去产能”冲击有限**

九十年代大规模推进的产能出清导致超过2000万人失业，但在国家强力干预和支持的情况下，对人员安置和债务等问题进行了妥善处理，社会并未出现较大的冲击。对于煤炭行业的企业破产重组方式、人员安置以及债务问题进行了有效化解，随着产能出清和需求端的拉动，煤炭行业自2002年开始进入了“黄金十年”。

**重组方式、人员安置问题：**在98年对煤炭企业破产清算后，主要采取了三种重组方式。一是将经营业绩较好的单位独立出来，成立独立的企业；二是被并入其他企业，吸纳其就业人口；三是由职工出资购买有效资产，组成股份制或股份合作制的中小型企业。

98年破产清算破产企业职工的出路，除以上几个就业的途径，部分年龄较大的，可以提前退休，中央财政先后4次拨付煤炭企业拖欠养老金补贴34.6亿元；还有部分领取一次性补偿金另谋职业。通过以上途径，大量下岗职工完成了再就业。

**债务问题：**据相关资料，在九十年代煤炭去产能过程中，为化解煤炭行业的债务问题，国家积极推进煤炭企业债转股和对资源枯竭矿井实施关闭破产，从源头削减公司债务。到2001年底，国家正式批准了65个煤矿关闭破产项目，核销银行贷款和资产管理公司债权87亿元。国务院已正式批准51户煤炭企业债转股，转股额575亿元。通过实施债转股，国有重点煤矿资产负债率将下降到45％左右，每年减少利息支出约40亿元。

国家整体对于过剩行业的债务处理，主要成立四大资产管理公司AMC剥离银行坏账、核销坏账以及通过多种手段补充银行资本金，减缓坏账风险的冲击。

1. **去产能两大掣肘：人员安置和债务问题**
2. **未来分流人员100万，千亿专项资金提供有力保障**

据华夏能源网的数据，我国煤炭行业的就业人口大约580万人，承载了大量的就业人口，包括相关高耗能行业的就业总人数超过数千万人，是我国制定相关行业重大政策时不得不考虑的问题。

国家发改委等部门正就煤炭去产能征求意见，未来三年，中国将关闭4300家煤矿（总产能约为每年7亿吨），分流人员100万人，即分流整个行业就业人口的17%，将会对企业、乃至整个行业或社会带来冲击。近期，国家千亿企业结构调整专项资金的设立，将主要用于过剩行业（主要是煤炭、钢铁行业）的人员安置问题，这将会大大化解国家在去产能方面的顾虑。

目前行业内人员分流力度较大的企业，例如龙煤集团，要求全面完成3个月分流10万人目标，分流人员占注册员工总数的40%。根据龙煤集团首批的人员分流目标，首批将分流2.25万人，主要去向是省属国有的相关企业。

**表 5：龙煤集团首批人员分流目标表**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 行业 | 总计 | 鸡矿公司 | 鹤矿公司 | 双矿公司 | 七矿公司 |
| 总计 | 22500 | 5500 | 6000 | 5500 | 5500 |
| 农垦 | 4000 | 1000 |  | 1000 | 2000 |
| 森工 | 2500 |  | 1000 | 500 | 1000 |
| 林业 | 6500 | 2000 | 3000 | 500 | 1000 |
| 煤域 | 9500 | 2500 | 2000 | 3500 | 1500 |

数据来源：公开资料，民生证券研究院

1. **行业负债率逐年攀升，化解债务问题是去产能的关键。**

上市煤企的负债率逐年攀升。截止2015年上半年，整个上市煤企负债率平均为53%。虽然负债率整体看似不高，但分化比较严重，部分上市企业甚至达到80%以上（例如山煤国际达到81%，云维股份95%），面临较大的负债压力。随着上市煤企的经营现金流日益趋紧，面对不断上升的负债率，偿债能力有所不足。数据显示，目前煤炭行业平均资产负债率已经达到67.7%，处于16年来最高水平。实际上市公司背靠的集团负债率更高，一般在80%以上，负债率超过90%的煤炭企业也不少见。大型的煤炭企业以间接融资为主，如果强行破产清算，会造成大量的银行坏账，加大地方财政和金融风险。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **图 23:上市煤企负债率走势图（%）** |  | | | **图 24：上市煤企偿债能力走势** |
|  | |  |  | | |

资料来源：WIND，民生证券研究院 资料来源：WIND，民生证券研究院

1. **煤炭行业未来三年关停产能7亿吨，供需格局有望得到大幅改善。**

根据中煤协的数据的，截止2015年底，中国煤矿总产能为57亿吨，正常生产及改造煤矿39亿。根据煤炭行业协会统计未来仍将有5亿吨的在建产能将陆续投产；2015年的煤炭需求大约为35亿吨，受经济结构和能源结构的调整，预计短期内煤炭需求仍将持续萎缩。

国家发改委等部门在就煤炭去产能征求意见中提出,未来三年，中国将关闭4300家煤矿，三年淘汰7亿吨煤炭产能; 国务院日前印发的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》明确要利用3-5年退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，基本实现供需平衡。假设未来三年价格持续低迷，10%的在产产能（3.9亿吨）受市场倒逼退出，加上关停7亿吨（包含有安全隐患、劣质煤矿等），产能将收缩10.9亿吨。即使后续的5亿吨产能陆续投产，仍较目前供应量将收缩5.9亿吨；如果未来三年需求按每年3%的速度缩减，三年需求共减少3.2亿吨左右。我们预计2015年供需差为4.2亿吨左右，随着煤炭去产能进程的推进，在维持社会库存不变的情况下，供需差未来三年（2016年-2018年）将大幅收窄2.7亿吨至1.5亿吨，市场供需格局有望得到重大改善，基本能完成《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中利用3-5年基本实现供需平衡的目标。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图 25:中国煤炭产能分布（吨）** |  | |
|  | |

资料来源：中煤协，民生证券研究院

1. **供给侧改革有望成为煤炭板块上涨的最大逻辑**

七问“权威人士”供给侧改革不久，千亿去产能专项资金来源随即落地和国家层面又出台煤炭去产能的顶层路线图，显示出中央对于供给侧改革的决心和力度；随着后续供给侧改革相关配套政策的出台和去产能目标的细化，供给侧改革有望加速，将持续催化煤炭板块。目前，煤炭股估值（相对于A股的市净率）处在历史低位，尽管预计今年煤炭市场仍将下行，但供给侧改革有望极大扭转煤炭企业盈利持续恶化的预期，供给侧改革有望带来煤炭板块的价值重估，我们认为供给侧改革是煤炭板块上涨的最大逻辑，建议待大盘企稳后积极介入。

短期来讲，煤炭行业的供给侧改革还是以重点产煤区进行试点为主，重点产煤区域的龙头企业有望受益。对于煤炭板块，我们维持三条投资主线：（1）低估值蓝筹+供给侧改革：中国神华、中煤能源、陕西煤业、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能；（2）转型+主题：瑞茂通、禾嘉股份、新奥股份；（3）煤炭清洁利用：亿能洁能。

**表 7: 近期关于供给侧的政策梳理**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **时间** | **来源** | **主要内容** |
| 2015年11月10日 | 习近平 | 主持召开中央财经领导小组第十一次会议，提出供给侧改革的概念 |
| 2015年12月22日 | 中央经济工作会议 | 中央经济工作会议提出五大任务,其中积极稳妥化解产能过剩居于首位。 |
| 2016年1月4日 | “权威人士” | 推进供给侧结构性改革是药方，主次要分明，当前要把改善供给结构作为主攻方向。 |
| 2016年1月12日 | 发改委 | 下一阶段的供给侧结构性改革将以钢铁、煤炭等行业为重点，力争通过一段时间的努力，在化解产能过剩方面取得突破，同时中央将设立专项资金，对地方和企业化解产能过剩进行奖补，这个奖补的资金主要用于人员的安置。 |
| 2016年1月22日 | 财政部 | 发布《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》 |
| 2016年1月26日 | 发改委等部门 | 国家发改委等部门正就煤炭去产能征求意见，国家发改委等部门正就煤炭去产能征求意见，包括暂停审批新建煤矿项目、淘汰落后产能、引导僵尸企业退出等举措。未来三年,中国将关闭4300家煤矿(总产能约为每年7亿吨),分流人员100万人。 |

资料来源：公开资料，民生证券研究院

1. **水泥行业**
2. **产能利用情况：2015年产能过剩进一步加剧，去产能还未开始**

由于2015年房地产投资增速出现断崖式下滑至1%，水泥产量25年来首次出现负增长，15年水泥产量同比减少超5%。然而2015年水泥熟料产能仍同比增长2.2%至18.1亿吨，水泥行业去产能仍未开始。由于受需求下滑和产能增长双重影响，2015年水泥价格达到2008年以来最低点，行业利润率跌至历史谷底，2015年水泥企业的并购重组策略更显谨慎，行业集中度缓慢提升。

1. **水泥产量25年来首次出现负增长**

**2015年房地产投资增速出现断崖式下滑，水泥产量同比2014年减少超5%。**2015年GDP增速从2014年的7.3%下降到6.9%，自上世纪90年代以来首次跌破7%的增速。在宏观经济不景气的背景下，水泥产量步入了负增长的艰难期，2015年水泥产量23.48亿吨，较2014年产量同比降幅达5.7%，25年来首次出现负增长。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **图26：2015年我国GDP增速跌破7%** |  | | **图27：2015年水泥产量25年来首次出现负增长** |
|  |  |  | |

资料来源：Wind，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

1. **2015年水泥熟料产能持续增长，产能过剩加剧**

**水泥行业去产能仍未开始。**2015年水泥熟料产能约为18.1亿吨，同比2014年增加2.2%。从增量角度看， 2015年新增水泥熟料产能约为4712万吨，同比2014年减少了32%，增长速度放缓。然而，在水泥需求快速下降的压力下，据数字水泥网数据统计，2015年全国熟料产能利用率仅约为67%，同比2014年下降5%，熟料产能过剩进一步加剧，供需矛盾更加恶化。从各省来看，山西、新疆、内蒙古、辽宁、河北五省产能利用率均小于50%，产能严重过剩。其中，2015年10个省份落后全国平均产能利用率，安徽等省产能利用率超过了98%，大幅领先全国平均水平。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **图28：2015年水泥熟料总产能持续增长** |  | | **图29：2015年新增新型干法水泥熟料产能持续放缓** |
| 国发38号文 |  |  | |

资料来源：Wind，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

**图30：2015年10个省份产能利用率不及全国平均水平**

|  |
| --- |
| 产能利用率：50% |

资料来源：Wind，数字水泥网，民生证券研究院

1. **去产能进程：政策频出，水泥行业去产能路途漫漫**

2004年后，中央频出政策调整水泥产业结构，然而政策实施效果不及预期。其主要原因是：一、中央政策频出，然而地方政府受GDP考核、增加政府税收和稳定就业的压力，主动去产能动力不足；二、水泥行业整体还在盈利，盈利企业为守住市场份额，不甘主动退出市场。三、亏损的“僵尸企业”面临退市成本大的压力，退市机制不完善。四、产能过剩主要是新型干法产能过剩。

1. **中央政策频出，地方政府难下“断腕”决心**

**受GDP考核、增加政府税收和稳定就业的压力，地方政府去产能动力不足。**自2004年发改委出台《关于钢铁、电解铝、水泥行业项目清理有关意见》鼓励水泥行业淘汰落后产能，政府为调控水泥产业结构，打出了一系列政策组合拳。尽管政策频出，政策实施效果却不符合我们的预期。

严格控制新增产能的国发38号文出台之后，而从图28里可以看到2010年产能增速不降反增，政策产生了利反。有数据统计，自38号文出台至2012年底，新增熟料产能约7亿吨。其主要原因是地方政府面对GDP考核、增加政府税收和稳定就业的压力，地方政府去产能动力不足。

1. **初入寒冬，水泥企业难舍市场份额**

根据数字水泥网预测，尽管2015年水泥行业亏损面超过40%，其中华北全行业亏损，但整个水泥行业还在盈利。煤炭行业毛利率从2008年8月的34%高位已持续下滑至2015年8月的14%，炼钢行业2009年以来更是维持在毛利率仅5%的低位运行。煤炭行业税前利润率从2011 年5月的14%高位一路下滑到2015年10月的不足2%。2015年1~10月炼钢行业全行业亏损，税前利润率约为-1%。

**相比于钢铁、煤炭行业，水泥行业才刚刚过上苦日子。在行业税前利润率为3%的微利背景下，尽管水泥价格持续下滑，部分盈利企业为扩大市场份额宁愿让出利润。而部分亏损的小企业还有现金流，尚未亏损至现金成本，不甘退出市场。**还要注意到，水泥行业盈利情况区域性差异较大，去产能过程要充分考虑到区域特点，针对不同区域量体裁衣制定不同的去产能方案。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **图31：2015年煤炭毛利率大幅下滑，炼钢毛利率持续低位** |  | | **图32：2015年水泥行业税前利润率好于煤炭和钢铁行业** |
|  |  |  | |

资料来源：Wind，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

|  |
| --- |
| **图 33：2015年水泥六大区销售利润率差异较大** |
|  |

资料来源：数字水泥网，民生证券研究院

1. **“僵尸企业”退出机制不完善**

**重资产行业退出成本高。**目前，我国产能过剩行业普遍存在市场退出障碍，可以从企业、银行和地方政府三个方面入手，建立完善的市场退出机制。第一，水泥行业属于重资产行业，退出成本较高，主要面临着专业生产设备收购问题。当前经济低迷，大企业兼并重组策略谨慎，“僵尸”企业退出成本高。可以考虑加快推进退出补贴机制，落实水泥行业失业人员安置。事实上，2016年1月的《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》已明确专项资金用于安置煤炭、钢铁行业下岗失业人员。第二，产能过剩行业是不良贷款的重地。大批企业的退市将对银行资产是一个巨大冲击。

1. **落后产能淘汰空间减小，新型干法水泥产能过剩**

**产能过剩主要是新型干法水泥产能过剩。**根据国发[2009]38和国发[2010]7号对水泥落后产能的界定，立窑及直径在3米以下磨机属于落后产能的设备。十二五期间国务院制定了淘汰水泥产能4.7亿吨的目标，实际超额完成了该目标。而自2012以来，淘汰落后水泥产能的增速持续下滑，按现有落后产能的标准，进一步淘汰落后产能的空间有限，必须提高落后产能的界定标准。目前我国新型干法产能在存量产能中已达到90%以上，产能过剩主要是新型干法产能过剩，在淘汰落后产能的同时，更要严控新型干法产能的增加。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **图34：“十二五”期间淘汰水泥落后产能完成情况（万吨）** |  | | **图35：2015年新增新型干法水泥熟料产能持续放缓** |
|  |  |  | |

资料来源：中国水泥网，民生证券研究院 资料来源：Wind，民生证券研究院

1. **化工行业**
2. **钛白粉价格反弹有较强的持续性**
3. **钛白粉产能高速增长**

国内钛白粉行业近十年以来，以硫酸法为主的工艺和技术日臻完善，单线产能大幅提高，产能/产量高速增长，近8年产能年复合增长率14.8%，产量年复合增长率14.5%。2015年我国总产能357万吨，占世界总产能已超过40%，是全球最大的钛白粉生产消费地区。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图36：国内钛白粉需求主要来自涂料** |  | **图37：国内钛白粉产能、产量高速增长(万吨)** |
|  |  |  |
| 资料来源：民生证券研究院整理 |  | 资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理 |

**表8：国内钛白粉产销平衡表**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** | **2014** | **2015E** |
| **钛白粉产能(万吨)** | 145 | 150 | 198 | 262 | 285 | 310 | 344 | 357 |
| **钛白粉产量(万吨)** | 79 | 105 | 147 | 181 | 189 | 216 | 247 | 235 |
| **国内开工率(%)** | 58 | 71 | 84 | 79 | 69 | 72 | 75 | 67 |
| **进口(万吨)** | 25.1 | 22.6 | 26.9 | 22.9 | 16.3 | 19.4 | 21.5 | 22.6 |
| **出口(万吨)** | 7.5 | 8.1 | 26.6 | 39.8 | 38.5 | 40.3 | 55.2 | 50.6 |
| **表观消费量(万吨)** | 96.6 | 119.5 | 147.3 | 164.1 | 166.8 | 195.1 | 213.3 | 207 |

资料来源：国家统计局、民生证券研究院整理

1. **去产能进程：新增产能趋缓，开工率高**

2012年以来钛白粉跌跌不休，产能增速有所减缓，最近3年产能增速降到了10%以下。2015年新建产能13万吨，增速3.8%，实际投产8万吨。我们估计未来两年新增产能约36万吨，其他规划基本为氯化法，进度缓慢，总的来说产能投放趋缓。

近两年行业名义产能利用率75%，实际有效产能利用率79%，前六大企业开工率高达90%，佰利联更是几乎满产，但中小企业开工率却在5-6成甚至更低。

**表9：未来国内钛白粉新增产能**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **企业** | **产能（万吨）** | **计划投产** | **工艺路线** | **进展** |
| **2015年投产** | | | | |
| 四川龙蟒 | 5 | 2015 | 硫酸法 | 实际未生产 |
| 金浦钛业 | 8 | 2015 | 硫酸法 | 已生产 |
| **小计** | **13** |  |  |  |
| **2016年以后拟投产** | | | | |
| 嘉华钛业 | 10 | 2016 | 硫酸法 |  |
| 山东东佳 | 6 | 2016 | 硫酸法 |  |
| 中核华原 | 20 | 2017 | 硫酸法 |  |
| **小计** | **36** |  |  |  |
| **其他规划** | | | | |
| 漯河兴茂 | 10 |  | 氯化法 | 在建 |
| 济南裕兴 | 20 |  | 氯化法 | 未建 |
| 攀钢钛业 | 10 |  | 氯化法 | 在建 |
| 云南新立 | 32 |  | 氯化法 | 未建 |
| **合计** | **121** |  |  |  |

资料来源：民生证券研究院整理

1. **受益公司**

**综合以上逻辑和数据，我们对钛白粉的判断是：在国外巨头提价、国内出货顺畅、下游库存较低的背景下，国内钛白粉具备持续反弹条件。钛白粉反弹有较强的持续性，预计春节后钛白粉还有1-2次调价，幅度在300~600元。长期来看，钛白粉依旧处于景气底部区域，在需求端渐渐改善，供给端去产能、节能环保等相关政策推动下，行业有望逐步回暖，全年涨价或超预期。股票推荐顺序：佰利联、安纳达、中核钛白。**

**表10：钛白粉行业公司产能/市值弹性**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **代码** | **股票** | **股价(2016-01-15)** | **市值(亿)** | **钛白粉产能(万吨)** | **弹性(万吨/亿市值)** |
| 002601 | 佰利联 | 32.48 | 66.4 | 26 | 0.39 |
| 002136 | 安纳达 | 11.41 | 24.5 | 12 | 0.48 |
| 002145 | 中核钛白 | 12.51 | 67.0 | 20 | 0.30 |
| 000545 | 金浦钛业 | 6.4 | 63.2 | 18 | 0.28 |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **PTA行业集中度高，反弹基础较好**
2. **产能利用情况：产能增速放缓，产能扩张进入尾声**

PTA是聚酯产业链中过剩最严重的环节，2014年再次迎来了产能爆发性增长，新增产能1000万吨，总产能至4320万吨。2015年新增345万吨，增速降至8%，PTA总产能达到4667万吨。我们详细调查了国内拟投、在建、拟建、规划的13个PTA项目共计1990万吨产能(表15)，未来投产可能性较大的仅有890万吨，其中2016年320万吨，2017-2018年570万吨。此外已宣称的其他产能1100万吨，因各种原因有的已无建设意向有的改投其他项目，建设遥遥无期，投产可能性不大。未来三年PTA产能增速将放缓至6%左右。

|  |
| --- |
| **图38：PTA产能扩张逐渐放缓** |
|  |

资料来源：民生证券研究院整理

**表11：2015年国内PTA产能列表**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **企业** | **地点** | **集团** | **生产线** | **产能(万吨)** | **投产时间** | **专利商** |
| 逸盛石化 | 宁波 | 荣盛石化  恒逸石化 | 1#  2#  3#  4# | 65  65  200  220 | 2005.8  2007.3  2011  2014 | 英威达  英威达  日立  日立 |
| 大连 | 1#  2#  3# | 150  70  375 | 2010  2012 | 日立  日立 |
| 洋浦 |  | 210 | 2012 | 日立 |
| 恒力石化 | 大连 | 恒力集团 | 1#  2#  3# | 220  220  220 | 2012  2014  2015 | 英威达 |
| 翔鹭石化 | 厦门 | 东帝士 |  | 165 | 2003 | 日立 |
| 漳州 |  | 150  150  150 | 2014 | 日立 |
| 仪征化纤 | 仪征 | 中石化 | 1#  2# | 33  66 | 1995.8  2003 | 阿莫科  英威达 |
| 扬子石化 | 南京 | 1#  2#  3# | 35  35  60 | 1989  2006  2006 | 阿莫科  英威达  英威达 |
| 上海石化 | 金山 |  | 40 | 1983.12 | 三井 |
| 洛阳石化 | 洛阳 |  | 32.5 | 2000 | 阿莫科 |
| 天津石化 | 天津 |  | 32 | 2000 | 三井 |
| 绍兴远东 | 宁波 | 华联控股 | 1#  2#  3#  4# | 60  60  60  140 | 2005  2006  2006  2006 | 伊斯特曼  英威达 |
| 珠海BP | 珠海 | BP | 1#  2#  3# | 60  110  125 | 2003  2008  2015 | 阿莫科 |
| 海伦石化 | 江阴 | 三房巷集团 | 1#  2# | 120  120 | 2011  2014 | 中纺院 |
| 嘉兴石化 | 嘉兴 | 桐昆股份 |  | 150 | 2012 | 英威达 |
| 虹港石化 | 连云港 | 盛虹集团 | 1# | 150 | 2014 |  |
| 台化兴业 | 宁波 | 台湾化纤 |  | 120 | 2006 |  |
| 蓬威石化 | 重庆 | 东方希望 |  | 90 | 2009 | 中纺院 |
| 汉邦石化 | 江阴 | 澄星集团 |  | 60 | 2010 | 英威达 |
| 亚东石化 | 上海 | 台湾远东 |  | 70 | 2006 | 英威达 |
| 宁波三菱 | 宁波 | 三菱化学 |  | 60 | 2007 | 三菱 |
| 佳龙石化 | 石狮 | 佳龙集团 |  | 60 | 2010 | 英威达 |
| 辽阳石化 | 辽阳 | 中石油 | 1#  2# | 27  53 | 1996.9  2007 | 杜邦  英威达 |
| 乌鲁木齐石化 | 乌鲁木齐 | 中石油 |  | 9 | 1995 | 杜邦 |
| **合计** |  |  |  | **4667.5** |  |  |

黄底红字为长期停工产能，下划线为100万以下小厂产能。资料来源：民生证券研究院整理

**表12：未来PTA新增产能**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **项目** | **产能(万吨)** | **计划投产** |
| **2016年拟投产** |  |  |
| 江阴汉邦二期 | 220 | 已建，2016.3 |
| 四川晟达 | 100 | 已建，2016Q2 |
| **小计** | **320** |  |
| **17-18年投产** |  |  |
| 嘉兴石化二期 | 120 | 在建，2017投产 |
| 宝塔石化 | 120 | 2016年建，2017-2018投产 |
| 宁波逸盛 | 330 | 2016年建，2017-2018投产 |
| **小计** | **570** |  |
| **其他宣称产能** |  |  |
| 中泰新材 | 120 | 未建 |
| 洛阳龙宇 | 100 | 未建 |
| 乌石化 | 100 | 已无意向 |
| 福建佳龙二期 | 110 | 已无意向 |
| 远东仪化石化 | 200 | 已无意向 |
| 其他扩建项目 | 470 | 仅宣称 |
| **小计** | **1100** |  |
| **合计** | **1990** |  |

资料来源：民生证券研究院整理

1. **去产能进程：问题产能加速退出，实际开工率高，未来供需有望保持平衡**

2015年PTA总产能4665万吨，减去问题产能1265万吨后，实际有效产能3400万吨，再减去轮检产能(300~500万吨)，当前PTA开工产能约3070万吨，名义开工率66%，以有效产能3400万吨计，实际开工率高达90%。

截至2015年底聚酯总产能4850万吨，聚酯工厂全年开工率在70~80%之间（平均75%），对应PTA需求量为2920~3330万吨（平均3130万吨），也就是说供需仍旧处在平衡状态。聚酯工厂和PTA工厂的PTA库存均在4天左右，仍维持相对低位。**我们认为2016年PTA有望保持供需平衡。**

**图39：聚酯产业链负荷率**

|  |
| --- |
|  |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

**表13：PTA问题产能加速退出**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **地区** | **生产线** | **产能(万吨)** | **原因** |
| **确定退出产能** |  |  |  |  |
| 逸盛石化 | 宁波 | 2# | 65 | 老小装置，不再启用 |
| 翔鹭石化 | 厦门 |  | 165 | 老装置，不再启用 |
| 扬子石化 | 南京 | 1# | 35 | 老装置，不再启用 |
| 绍兴远东 | 宁波 | 1-4# | 320 | 装置无竞争力，已破产，银行托管 |
| 珠海BP | 珠海 | 1# | 60 | 老装置，不再启用 |
| 蓬威石化 | 重庆 |  | 90 | 已停产2年 |
| 辽阳石化 | 辽阳 | 1-2# | 80 | 长期停工 |
| **小计** |  |  | 815 |  |
| **因事故停产** |  |  |  |  |
| 翔鹭石化 | 漳州 | 1-3# | 450 | 腾龙芳烃爆炸，待重组 |
| **合计** |  |  | 1265 |  |

资料来源：民生证券研究院整理

1. **受益公司**

**综合以上逻辑和数据，我们对PTA的判断是：短期价格与价差受原油跌势拖累严重，2016年PTA供需能维持基本平衡，亏损不会成为常态，PTA短期继续弱势，春节后补库存行情下会出现显著反弹，全年4000~5000元/吨震荡走高。股票推荐顺序：恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。**

**表14：PTA行业公司产能/市值弹性**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **代码** | **股票** | **股价(2016-01-15)** | **市值(亿)** | **PTA产能(万吨)** | **弹性(万吨/亿市值)** |
| 000703 | 恒逸石化 | 8.95 | 116.9 | 615 | 5.26 |
| 002493 | 荣盛石化 | 11.39 | 253.3 | 596 | 2.35 |
| 601233 | 桐昆股份 | 9.48 | 91.3 | 150 | 1.64 |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **纯碱行业开工率高，产能收缩，价格有望继续上涨**
2. **产能利用情况：纯碱行业开工率在80%以上，价格已经开始反弹**

纯碱行业开工率较高，在80%以上，因此供给侧的波动容易造成产品价格的上涨。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图40：纯碱近年的价格变化** |  | **图**41**：纯碱的开工率** |
|  |  |  |
| 资料来源：wind资讯，民生证券研究院 |  | 资料来源：wind资讯，民生证券研究院 |

1. **去产能进程：产能2015年负增长，预计2016年继续减少**

截至2015年底国内纯碱产能2916万吨，比2014年净减少187万吨。2016年福建天辰耀隆搬迁改造40万吨/年纯碱装置投入运行，江苏中盐昆山公司60万吨/年纯碱装置搬迁改造和江西晶昊盐业公司新建30万吨/年纯碱装置预计2016年将投入运行。2016年将新增130万产能。而青岛碱业（80万吨）以及华尔润（75万吨）产能确定退出，总体上2016年整体产能约2893万吨。

**表15：2014~2105年纯碱退出产能**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **企业** | **产能** | **备注** |  |
| 石家庄双联 | 40 | 装置已拆 | 退出 |
| 陕西汉中南化 | 30 | 关停退出 | 退出 |
| 湖南智成化工 | 20 | 长期停车 | 2016年无复产计划 |
| 乌海化工 | 10 | 长期停车 | 2016年无复产计划 |
| 新疆哈密 | 50 | 长期停车 | 2016年无复产计划 |
| 自贡鸿鹤 | 16 | 长期停车 | 2016年无复产计划 |
| 乐山科尔 | 10 | 长期停车 | 2016年无复产计划 |
| **合计** | **176** |  |  |

资料来源：百川资讯，民生证券研究院

**表16：2016年纯碱新增和出清产能**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **企业** | **去产能** | **备注** | **企业** | **新增产能** |
| 青岛碱业 | 80 | 搬迁（已停） | 江苏中盐昆山 | 60 |
| 华尔润 | 75 | 倒闭停产 | 天辰耀隆 | 40 |
| 中石化连云港 | 130 | 搬迁（2017年） | 江西晶昊 | 30 |
| 江苏德邦 | 75 | 搬迁（2017年） |  |  |
| **合计** | **155** | **2016年** | **合计** | **130** |

资料来源：百川资讯，民生证券研究院

|  |
| --- |
| **图42：国内纯碱产能、产量及增速** |
|  |

资料来源：民生证券研究院整理

当前纯碱市场已经显现了两个趋势。一是产能集中化和装置大型化趋势。10家年产能100万吨及以上纯碱企业，共计年产能为1750万吨，CR10大于50%。二是僵尸企业的将越来越难以生存，2015年已有多家企业停产，未来规模小且环保压力大的企业将加速关停。

1. **受益公司**

**综合以上逻辑和数据，我们对纯碱走势的总体判断是：在目前环保和去产能的压力下，纯碱未来的产能将缓慢下降，同时在稳增长的政策下，下游需求端将逐渐实现增长，在出口依旧强劲的情况下，2016年纯碱有望成为大宗化学品中率先反弹的产品之一。股票推荐顺序：山东海化、三友化工、双环科技、湖北宜化。**

**表17：纯碱行业公司产能/市值弹性**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **代码** | **股票** | **股价(2016-01-15)** | **市值(亿)** | **纯碱产能(万吨)** | **弹性(万吨/亿市值)** |
| 000822 | 山东海化 | 5.68 | 50.8 | 330 | 6.49 |
| 600409 | 三友化工 | 7.19 | 133.0 | 300 | 2.25 |
| 000707 | 双环科技 | 5.99 | 27.8 | 100 | 3.60 |
| 000422 | 湖北宜化 | 6.6 | 59.3 | 200 | 3.38 |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **PVC价格处于历史大底，无电石电力配套产能将退出**
2. **产能利用情况：总体产能依然过剩，但无电力电石配套产能已失去竞争力**

国内PVC截至2014年底产能为2631万吨，2014年产量1630万吨，开工率62%。2015年数据还未统计出，但用10个月的情况估算，基本持平。PVC进出口量基本持平，因此表观消费量与产量相差不大。

**图43：PVC产能、产量和表观消费量**

|  |
| --- |
|  |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

虽然从总体上看PVC产能过剩的情况依然比较严重，但是PVC产业链较长，过去几年很多企业积极向上游延伸产业链，配套电石、自备电厂甚至自己开矿采煤发电。自备电厂的审批非常难，因此PVC企业的核心竞争力之一在于电石和电力的自给率。据我们了解和估算，目前没有电石和电力配套的PVC产能应该在500-1000万吨之间，这部分产能应该在较长时间内没有重新开动的可能，扣除掉这部分产能，**PVC行业的有效开工率其实在75%以上甚至更高，实际上龙头企业的开工率均在90%以上。**

**图44：PVC行业开工率**

|  |
| --- |
|  |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **去产能进程：需求仍有增长，产能增速大幅放缓**

我们用表观消费量来表征PVC的需求，09-11年加上13年增速依然都在10%以上，14年和15年增速下滑较快，但也依然是正的。而产能增长从2011年起就一直低于10%，15年产能净减少41万吨，占比1.56%。

**图45：PVC产能、表观消费量及增速**

|  |
| --- |
|  |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **受益公司**

**结论：综合以上逻辑及数据，PVC价格处于历史大底，产能开始净减少，扣除无电力电石配套的产能后实际有效开工率应该在75%以上甚至更高。2015年市场化的行业出清和行业整合已经开始推进，随着国家层面供给侧结构性改革的推进，以及房地产去库存后可能带来的房地产投资改善和新开工提升，PVC行业将逐渐走出底部，企业盈利好转。股票推荐顺序：中泰化学、英力特、鸿达兴业、君正集团。**

**表18：PVC行业公司产能/市值弹性**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **代码** | **股票** | **股价(2016-01-15)** | **市值(亿)** | **PVC产能(万吨)** | **弹性(万吨/亿市值)** |
| 002092 | 中泰化学 | 6.65 | 92.5 | 150 | 1.62 |
| 000635 | 英力特 | 10.28 | 31.2 | 26 | 0.83 |
| 002002 | 鸿达兴业 | 16.68 | 162.1 | 30 | 0.19 |
| 601216 | 君正集团 | 8.19 | 345.5 | 30 | 0.09 |

资料来源：Wind资讯、民生证券研究院整理

1. **橡胶正在酝酿新一轮大周期**
2. **橡胶供应增速高峰在2015年，未来供应增长放缓**

按照平均7年的成长期来算，2012-2015年是天然橡胶供应的高峰，特别是2015年，我们确实也观察到过去3年天然橡胶价格的走势远远弱于大多数大宗商品。

虽然总体来说，在全球需求低迷的大背景下，天然橡胶供应依然过剩，但**2015年的供应高峰过后，我们可以预见下一轮新的大向上周期将在未来1-2年内酝酿。**

1. **受益公司**

**综合以上逻辑和数据，我们对天然橡胶价格走势的总体判断是：目前价格已经超跌，严重低于成本最低的泰国成本，随着联储加息落地和中间商补库存的需求短期（3-6个月）会有反弹；中期（6-18个月）依然处于底部盘整；长期（18个月以上）酝酿新一轮大的长达7年的向上周期。股票推荐顺序：齐翔腾达、海南橡胶。**

**各行业小结：**

**表19：各行业去产能核心信息汇总**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 全年产量 | 全年累计产量同比 | 产能利用率（%） | 全球产量占比 | 就业冲击 | 去产能进度 |
| 电解铝 | 3141万吨 | 8.40% | 78.05% | 54.26% | 从目前产能看，预计需要淘汰的产能总共达1000万吨，待分流人员达17万。 | 电解铝行业2015年减产规模达到500万吨，占全部产能12%以上，去产能开始。 |
| 钢铁 | 8.06亿吨 | -2.30% | 67.17% | 50.37% | 目前我国钢铁平均人均年产粗钢约为300吨/人，如果压缩1亿吨产能，将有33.33万人面临失业；压缩1.5亿吨产能，将有50万人面临失业 | 2010年至2014年间，全国累计淘汰粗钢产能9377.15万吨。2015年钢铁产量同比下降2.3%，去产能已经开始。 |
| 煤炭 | 36.8亿吨 | -3.5% | 70% | 47% | 未来三年，中国将关闭4300家煤矿（总产能约为每年7亿吨），分流人员100万人，即分流整个行业就业人口的17% | 预计2015年供需差为4.2亿吨左右，供需差未来三年（2016年-2018年）预计将大幅收窄2.7亿吨至1.5亿吨，去产能进程持续推进。 |
| 水泥 | 23.48亿吨 | -4.90% | 67% | 59.25% |  | 2015年水泥产量首现负增长，行业集中度缓慢提升，中国建材、中材集团、金隅股份等实现战略重组，中央政策频出，去产能步伐加快。 |
| 化工-钛白粉 | 235万吨 | -4.85% | 79% | >40% |  | 新增产能投放趋缓，产能增速降到了10%以下；节能环保政策下中小企业退出，僵尸企业被淘汰，行业集中度提高，去产能初见成效。 |
| 化工-PTA | 2022万吨 | -5.28% | 75% |  |  | 产能扩张进入尾声，未来三年增速将放缓至6%，行业集中度高，问题产能加速退出，2016年PTA有望达到供需平衡 |
| 化工-纯碱 | 2916万吨 | -6.8% | >80% |  |  | 产能2015年负增长，在环保和去产能压力下会持续减少；下游需求已触底，出口保持强劲，有望率先反弹。 |
| 化工-PVC | 1630万吨 | -0.82% | 75% |  |  | 产能增速大幅放缓，低于10%，2015年产能净减少41万吨，行业出清和整合开始推进。 |
| 化工-橡胶 | 426万吨  （2015年1-10月） | -1.8% | 70% |  |  | 橡胶供应增速高峰在2015年，未来供应增长放缓，国内现价已超跌，远低于全球最低的泰国成本。 |

数据来源：Wind，新闻资料，民生证券研究院

**作者简介**

**管清友，**民生证券研究院执行院长。中国社会科学院经济学博士，清华大学博士后。曾任清华大学国情研究中心助理研究员、中海油宏观经济研究处处长、调研处处长。兼任澳门城市大学经济研究所高级研究员、中国经济体制改革研究会特约研究员、长策智库全球宏观经济研究员、新华都商学院研究员、海洋安全与合作研究院高级研究员等职务。著有《后天有多远？——通货危机、石油泡沫和气候变化》、《刀锋上起舞——直面危机的中国经济》等。

**朱振鑫**，民生证券研究院高级宏观研究员、腾讯财经等专栏作家。毕业于社科院世界经济与政治研究所，金融风险管理师（FRM），专长于世界经济和国际金融研究，译有《交易快手》、《曾经的辉煌》等财经畅销书。

**张瑜**，民生证券研究院宏观研究员。毕业于中国人民大学汉青研究院，数量经济学硕士。曾在国内外金融机构实习。目前主要从事大类资产配置、大宗商品、经济周期方面研究。

**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证研究参考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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**免责声明**

本研究参考仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究参考而视其为客户。

本研究参考是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本研究参考所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本研究参考当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本研究参考所刊载的意见、推测不一致的研究参考，但本公司没有义务和责任及时更新本研究参考所涉及的内容并通知客户。

本研究参考所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本研究参考所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本研究参考而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本研究参考充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本研究参考的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本研究参考涉及的证券或参与本研究参考所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本研究参考所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本研究参考涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本研究参考涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本研究参考，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本研究参考提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本研究参考。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本研究参考中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。