

[2009.03.30]

2月全国及31省区水泥盈利拆解

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读： 前2个月全国及31省区水泥盈利：行业毛利率和利润率下降

投资要点：

- 继2008年9-11月利润首现同比下降后，水泥行业利润再现负增长。2009年前2个月水泥行业实现利润11.9亿元、同比下降4.4%，同期水泥产量同增17%，以产量衡量的吨利润7.5元、同比下降18%。
- 水泥行业毛利率、利润率同环比下降。09年前2个月水泥行业毛利率12.9%，比上年同期下降1.5个百分点，比08年9-11月环比下降0.45个百分点。利润率同比下降0.54个百分点、环比下降3.7个百分点。
- 同期全国固定资产投资、水泥行业投资大幅增加。2009年前2个月全国固定资产投资同增27%，其中制造业同增25%，交通运输业同增64%，房地产投资同增5%。同期水泥行业固定资产投资同增88%。
- 盈利下降原因如下：（1）毛利率由水泥与煤炭价格、开工率决定，淡季开工率下降造成盈利环比下降；（2）自2008年8月至今6个月以来水泥价格下降比煤炭下降影响大；（3）产能增加比需求释放快和多。
- 事实上自2008年9-11月投资和盈利数据亦呈现上述趋势，水泥供需关系恶化导致的边际下降是本质原因。同样如我们《基建投资在时间和空间上之于水泥盈利》所述，目前基建改善盈利临界点仍未到达。
- 西北各区同比盈利数据相对最好。09年前2个月陕西、青海、宁夏、新疆毛利率同比提升4.5、17.1、21.4、7.3个百分点，甘肃下降1.8个百分点。甘肃、宁夏、新疆毛利率环比下降14、10、3个百分点。
- 华东、华南同比盈利数据较弱。09年前2个月江苏、浙江、安徽毛利率同比下降1.1、2.0、2.4个百分点，广东、广西同比下降7.5、5.1个百分点。湖北毛利率同比增加0.4个百分点、环比下降5.5个百分点。
- 利润亏损越早和越多的地区水泥价格越有反弹要求。如山西、广东、福建、云南水泥行业连续6个月亏损，价格在完全成本线下。随固定资产投资加速，该类区域水泥价格有最先反弹至成本线附近要求。
- 预期各水泥公司1季度业绩将大体呈现上述格局。预期1季度业绩西北区水泥公司相对最好、华北/东/南水泥相对较弱。预期2季度之后随基建投资逐步过渡到临界点，水泥行业盈利水平届时将有环比提升。
- 维持上半年西北、下半年复苏和淘汰配置逻辑。因上半年西北产能增加少而使得水泥价格相对稳定，重点配置西北水泥、相对重点是赛马实业。“潜力”组合重点关注亚泰集团。下半年配置风险充分释放景气开始复苏和淘汰落后产能重的区域，冀东水泥是首配。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

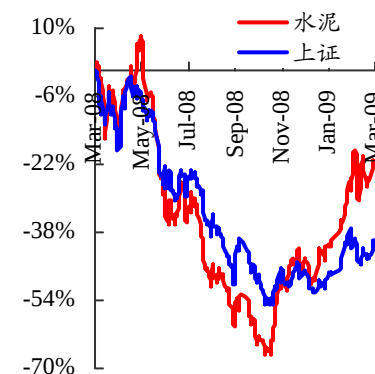
细分行业评级

水泥制造业 增持

重点推荐上市公司

600585	海螺水泥	增持
000401	冀东水泥	增持
600801	华新水泥	谨慎增持
600449	赛马实业	谨慎增持
000877	天山股份	谨慎增持
600425	青松建化	谨慎增持
000789	江西水泥	中性
600720	祁连山	谨慎增持
002233	塔牌集团	中性

行业指数走势



相关报告

- 冀东水泥传统旺季降价的8个思考 (2009.03.24)
- 本周水泥价格未有旺季提价 (2009.03.17)
- 基建投资在时间和空间之于水泥盈利 (2009.03.13)
- 雪灾和春节之于1季度水泥需求 (2009.02.20)
- 水泥年度策略：稳，见未来 (2009.12.04)
- 98财政政策下水泥盈利及股价表现 (2008.11.27)
- 水泥股估值进入熊市倒数第二阶段 (2008.10.20)

表 1: 2008 年以来全国及 31 省区类单季度水泥毛利率

毛利率%	08 年前 2 月	2008 年 3-5 月	2008 年 6-8 月	2008 年 9-11 月	09 年前 2 月	同比增长 (百分点)
全国	14.3	15.6	17.0	13.3	12.9	-1.5
北京市	12.0	17.6	10.1	16.5	5.9	-6.1
天津市	13.0	11.9	9.8	9.7	8.7	-4.3
河北省	14.5	16.7	18.2	17.8	16.2	1.8
山西省	17.8	9.7	18.1	17.0	8.2	-9.6
内蒙古	13.9	19.6	16.9	23.8	8.2	-5.7
辽宁省	10.9	14.3	13.8	15.0	6.1	-4.8
吉林省	9.4	16.1	22.4	0.6	8.9	-0.5
黑龙江	5.6	11.3	15.4	8.8	8.5	2.9
上海市	-0.8	8.9	8.8	8.1	7.2	8.0
江苏省	11.8	11.2	13.7	13.1	10.7	-1.1
浙江省	6.1	10.5	10.7	6.6	4.1	-2.0
安徽省	14.1	19.4	18.1	13.8	11.7	-2.4
福建省	12.2	10.6	8.3	8.0	9.2	-3.0
江西省	14.0	16.8	15.2	16.2	14.8	0.8
山东省	12.0	11.7	20.9	7.9	11.8	-0.2
河南省	18.4	19.9	18.5	15.3	16.3	-2.1
湖北省	13.1	17.6	12.6	19.0	13.5	0.4
湖南省	17.8	16.7	14.5	21.0	13.2	-4.5
广东省	17.9	14.0	12.4	6.3	10.4	-7.5
广西区	23.3	15.9	11.6	11.1	18.2	-5.1
海南省	29.8	31.1	22.0	18.7	15.7	-14.2
重庆市	21.9	20.4	25.8	15.2	19.1	-2.8
四川省	19.9	24.2	19.7	20.3	19.7	-0.2
贵州省	18.7	20.9	18.7	17.4	14.7	-4.0
云南省	13.7	16.9	11.5	10.2	11.1	-2.6
西藏区	8.0	30.8	28.8	14.2		
陕西省	13.9	17.7	28.2	2.4	18.4	4.5
甘肃省	21.3	23.9	34.0	33.2	19.5	-1.8
青海省	12.5	19.6	30.2	28.4	29.6	17.1
宁夏区	4.2	22.5	33.1	35.1	25.6	21.4
新疆区	18.4	26.1	29.4	28.5	25.7	7.3

数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究所

表 2: 2008 年以来全国及 31 省区类单季度水泥利润率

利润率%	08 年前 2 月	2008 年 3-5 月	2008 年 6-8 月	2008 年 9-11 月	09 年前 2 月	同比增长 (百分点)
全国	2.8	6.2	7.6	5.9	2.2	-0.5
北京市	-7.0	7.9	2.9	7.3	-13.3	-6.3
天津市	-3.0	1.9	-0.5	-1.1	-11.5	-8.5
河北省	0.7	6.6	9.6	9.5	1.7	1.0
山西省	-16.3	-5.5	-1.1	-0.7	-7.9	8.4
内蒙古	-4.6	9.3	12.3	5.4	-4.5	0.1

辽宁省	-8.5	1.4	6.1	3.8	-7.4	1.1
吉林省	-5.8	2.6	7.8	8.4	-0.9	5.0
黑龙江	-13.8	1.2	8.3	4.0	-11.2	2.7
上海市	-9.7	3.0	3.5	8.2	-3.8	6.0
江苏省	2.5	5.1	6.1	3.7	3.6	1.2
浙江省	-3.8	2.6	5.4	1.3	-5.6	-1.8
安徽省	1.7	9.6	10.1	6.3	-0.4	-2.0
福建省	2.6	2.4	0.1	-0.3	-1.2	-3.8
江西省	5.0	8.0	5.3	5.6	3.1	-1.9
山东省	4.3	6.1	8.7	7.0	5.9	1.5
河南省	7.7	10.4	10.6	7.1	6.2	-1.6
湖北省	-2.4	7.7	6.2	4.6	-0.9	1.4
湖南省	1.4	6.2	5.1	5.5	2.4	1.0
广东省	8.9	4.9	2.2	-0.0	-0.6	-9.5
广西区	11.3	6.3	6.1	4.4	5.3	-5.9
海南省	20.4	22.8	13.8	12.0	5.4	-15.0
重庆市	10.3	8.2	10.4	11.4	9.0	-1.3
四川省	9.8	13.2	12.2	17.8	10.7	1.0
贵州省	4.1	6.0	9.3	3.5	0.6	-3.5
云南省	-0.7	0.8	-1.0	-2.4	-0.7	-0.1
西藏区	-16.8	7.7	15.4	14.1		16.8
陕西省	-7.4	4.9	3.7	10.6	5.1	12.5
甘肃省	-6.4	7.0	15.8	12.4	4.0	10.5
青海省	-8.7	9.2	20.3	25.8	2.4	11.1
宁夏区	-32.3	5.8	20.9	27.7	-15.9	16.5
新疆区	-1.8	9.9	26.2	16.0	-27.2	-25.4

数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究所

表 3: 2008 年以来全国及 31 省区类单季度水泥利润

累计利润-亿元	08 年前 2 月	2008 年 3-5 月	2008 年 6-8 月	2008 年 9-11 月	09 年前 2 月	同比增长%
全国	12.4	71.5	98.0	79.2	11.9	-4.4
北京市	-0.2	0.8	0.2	0.5	-0.3	-17.0
天津市	-0.0	0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-232.1
河北省	0.1	5.1	7.5	8.3	0.4	304.4
山西省	-0.6	-0.6	-0.2	-0.1	-0.3	56.5
内蒙古	-0.2	2.5	4.8	2.3	-0.4	-72.9
辽宁省	-0.5	0.4	3.1	1.5	-0.9	-69.3
吉林省	-0.5	0.7	3.0	3.1	-0.1	83.7
黑龙江	-0.2	0.2	1.6	0.8	-0.4	-49.3
上海市	-0.3	0.2	0.4	0.9	-0.1	49.8
江苏省	1.2	5.7	6.5	4.3	2.0	65.5
浙江省	-1.4	2.3	4.8	1.2	-1.7	-17.6
安徽省	0.5	5.9	6.4	5.1	-0.1	-118.8
福建省	0.5	0.9	0.0	-0.1	-0.3	-154.7

江西省	0.9	3.4	2.5	2.8	0.7	-17.8
山东省	2.5	8.8	14.8	9.7	3.7	52.1
河南省	2.6	7.6	9.3	6.3	2.6	-0.7
湖北省	-0.4	3.9	3.7	2.5	-0.2	48.6
湖南省	0.2	2.8	2.8	3.2	0.6	139.0
广东省	3.6	3.7	1.6	-0.0	-0.2	-105.9
广西区	1.7	2.0	1.9	1.8	1.0	-38.6
海南省	0.5	1.2	0.8	0.7	0.2	-61.7
重庆市	1.2	1.8	2.5	3.1	1.2	-1.0
四川省	2.4	7.3	7.1	10.8	4.2	76.3
贵州省	0.1	0.8	1.4	0.5	0.0	-70.3
云南省	-0.1	0.2	-0.2	-0.6	-0.1	-54.8
西藏区	-0.0	0.2	0.4	0.2	-0.0	-49.7
陕西省	-0.5	1.1	1.2	2.5	0.6	223.4
甘肃省	-0.2	0.7	2.2	1.8	0.2	188.3
青海省	-0.0	0.3	0.9	1.1	0.0	148.0
宁夏区	-0.2	0.3	1.8	2.2	-0.1	41.9
新疆区	0.1	1.3	5.1	2.9	-0.4	-772.5

数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究所

表 4：水泥产量累计同比增速（按 2009 年 2 月从大到小排序%）

	2008-02	2008-03	2008-04	2008-05	2008-06	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009-02
宁夏	13.3	60.6	27.3	25.9	26.61	14.8	12.8	9.11	8.11	7.4	99.94
新疆	36.8	59.6	46.4	33.3	25.41	14.4	10	11.49	11.9	10.07	73.92
贵州	-27.9	-16	-9.8	-6.5	-2.6	0.1	1.6	1.67	2.19	3.81	65.40
黑龙	-4.4	32.8	40.3	31.6	28.36	26	26.5	25.28	26.28	24.09	53.19
江西	-11.8	6.1	7.3	9.8	9.26	9.3	9.4	8.53	7.02	6.91	49.79
湖南	-10.8	-7.1	-6.9	3.4	4.71	5.3	5.6	5.66	6.16	6.96	47.03
内蒙	36.1	44.9	38.9	31.8	36.5	26.2	22.4	17.33	18.95	23.35	45.84
湖北	-15	4.8	9.7	10.2	12.05	16	15.5	14.99	15.18	15.91	41.27
青海	62.8	74.8	42.8	23.8	12.24	4.5	3.6	7.38	5.96	5.02	41.09
辽宁	5.9	14.7	18.7	18.8	18.65	16.9	18	13.91	12.12	9.08	38.41
安徽	-10.4	5.4	9.2	8.4	9.46	12.8	14.4	15.7	15.58	15.8	37.40
四川	6.2	11.5	16.1	11.1	8.92	7.9	7.2	5.93	5.61	4.28	32.82
甘肃	1.9	-3.7	12.5	10.1	8.28	9.1	8.4	7.96	6.79	6.54	29.93
陕西	-13.7	16.6	18	15.4	16.16	20.6	20.8	22.12	19.03	19.81	29.90
云南	5.3	11	9.8	10.1	9.61	9.4	9.5	9.47	10.26	13.57	25.08
广西	4.2	21	27.8	29.8	26.25	22.9	23.5	19.44	21.59	20.54	24.31
海南	-15.3	9.8	12.4	10.3	11.8	12.3	13.2	13.55	15.28	15.41	23.56
全国	-2.8	9.2	9.9	9	8.72	7.4	6.9	6.37	5.73	5.2	17.03
重庆	-7.1	0.9	4.2	2.9	6.43	9.2	10.5	10.76	10.42	9.17	14.60
江苏	-6	12.7	11.1	12.6	12.49	12.9	11.8	10.97	8.19	4.25	13.34
河南	16.8	18.9	21.6	18.7	18.31	17.9	16.1	16.61	13.86	14.01	11.63
福建	11	21.8	18.8	15.8	15.14	13.6	10.4	7.45	4.85	1.7	8.41

河北	18.9	20.5	20.1	12	8.81	0.1	-2.2	-2.79	-3.03	-1.66	5.98
山东	-4.1	1.8	-1	-2.8	-2.53	-3.8	-4.1	-3.92	-3.46	-4.03	5.35
广东	-9.4	-0.8	-1	-1	-2.2	-2.9	-2.4	-2.61	-2.18	-1.83	0.46
浙江	-12.7	6.6	4.1	2.2	0.67	-0.6	-0.6	-0.88	-2.29	-2.11	-9.07
山西	-15.2	7.4	9	4.5	0.25	-7.9	-8.5	-8.48	-9.22	-10.39	-9.79
上海	-12.2	7.2	5.7	2.4	-0.93	-1.7	-2.7	-1.7	-2.2	-2.64	-13.90
吉林	13.1	8.6	8	6.2	8.16	4.1	7.8	8.19	6.84	-0.97	-18.48
天津	11	51.4	41.3	38.7	35.38	21.9	12	9.94	10.58	4.25	-25.02
北京	-28.8	-8.4	-0.4	0.2	0.51	-20.1	-28	-28	-26.35	-25.07	-37.25
西藏	48.1	-6.9	-2.1	-1.9	-0.68	0.9	3.8	6.9	6.96	4.62	-100.00

数据来源：CEI，国泰君安证券研究所

作者简介:

韩其成: 建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。
2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008 年新财富最佳分析师非金属建材第三名, 入围建筑与工程行业。2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com