

分析师： 邹戈、李兴 (8621)63211389 zouzs@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

浙江产能严重过剩，市场回暖仍看房地产

报告要点

■ 浙江水泥市场面临最大问题是产能严重过剩

浙江目前水泥产能约为 1.4 亿吨，2008 年全省水泥产量为 1 亿吨，供需缺口 4000 万吨，开工率仅为 70%，产能严重过剩。

■ 水泥需求萎靡，未来增长仍看房地产

浙江水泥产量 2003 年以来，增速一直在下滑，2008 年同比负增长；浙江省消耗水泥的基建项目份额较少，且近两年来基建投资向涉及改善民生的项目倾斜，拉动水泥需求有限；水泥需求的回暖仍看房地产，不过目前浙江房地产新开工项目很少，短期内转暖的可能性较小。

■ 水泥价格目前处于底部，但未来上涨压力较大

2009 年 3 月以来，杭州市高标号水泥价格连续下调 4 次，目前省内大部分水泥企业都处在盈亏平衡点以下，价格基本上已经达到底部；目前价格停止下调主要是靠企业停产限产实现的，一旦水泥价格上涨，开工率势必提高抑制价格上涨。

■ 维持对水泥行业“中性”评级

2009 年以来水泥市场区域差异很大，西北仍然是一枝独秀，以浙江为代表的华东市场目前仍在底部徘徊，中部有转暖的迹象，基于水泥市场的全面转暖仍存在时间和空间的不确定性，维持对行业的“中性”评级。

近期我们调研了浙江三狮集团，与公司高管就浙江水泥市场现状和未来进行了交流，并形成以下看法：

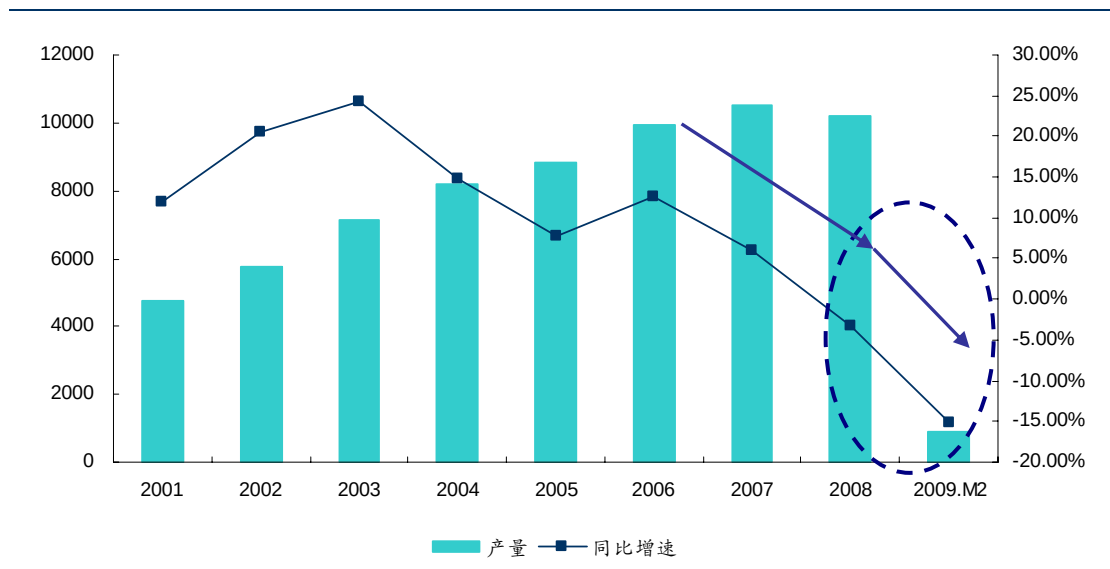
浙江水泥市场面临最大问题是产能严重过剩

- 据悉，浙江目前水泥产能约为 1.4 亿吨，且绝大部分为新型干法，未来没有落后产能淘汰；2008 年全省水泥产销量约为 1 亿吨；2008 年全省供需缺口为 4000 万吨，开工率约为 70%；
- 2009 年一季度开工率约为 60%，产能严重过剩困扰着浙江的水泥企业；

水泥需求萎靡，未来增长仍取决于房地产

浙江水泥需求在 2003 年达到巅峰，2004 年宏观调控以来增速一直在下滑，尤其是 2008 年金融危机以后，增速在加速下滑，同比负增长。

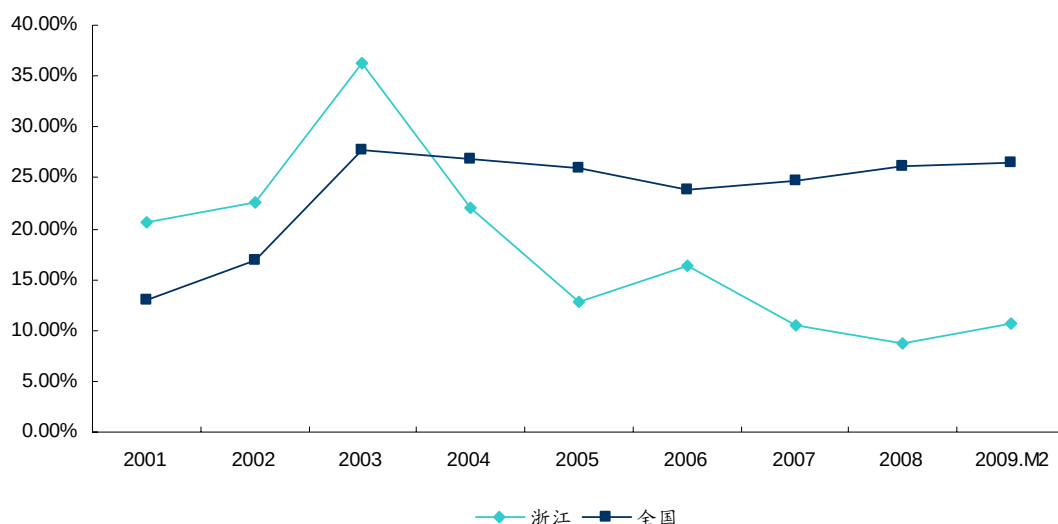
图 1：浙江水泥产量增速 2003 年以来逐年下滑



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

和水泥需求相对应，浙江固定资产投资自 2003 年到高峰以来，增速一直低于全国平均水平，而且逐年下滑，基本和水泥产量增速变化趋势相符合。

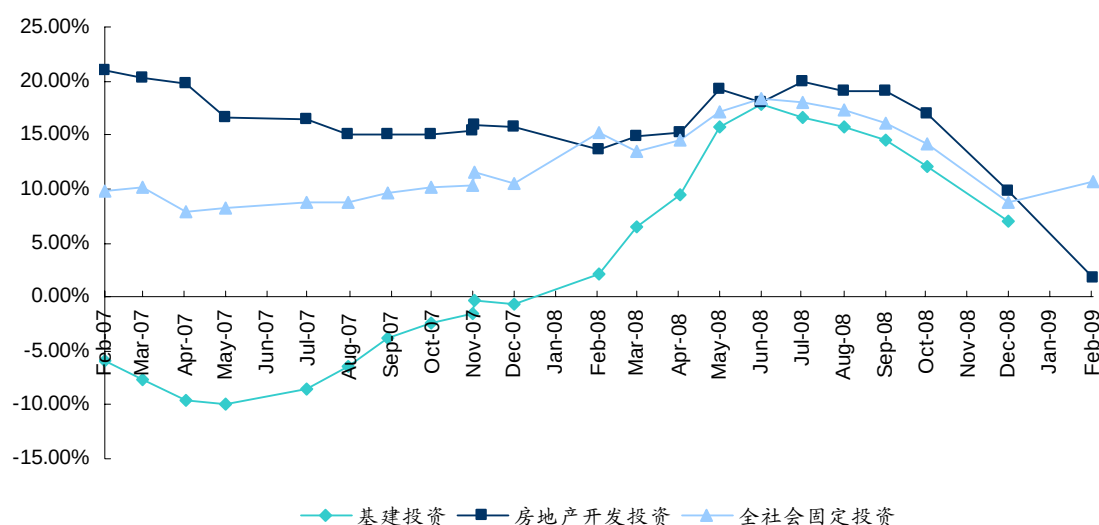
图 2：浙江固定资产投资增速 2003 年以后逐年下滑



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

从近两年的月度分项数据来看，2008 年 6 月以前房地产投资和基础设施投资一抑一扬，固定资产投资保持缓慢上升的趋势；但是 2008 年 6 月以后房地产投资和基础设施建设投资增速同时下滑，导致固定资产投资增速也一路下滑；那么固定资产投资在全国基建大干快上的情况下能不能拉动浙江水泥需求？

图 3: 浙江房地产投资和基础设施投资在 2008 年 6 月以后同时下滑



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

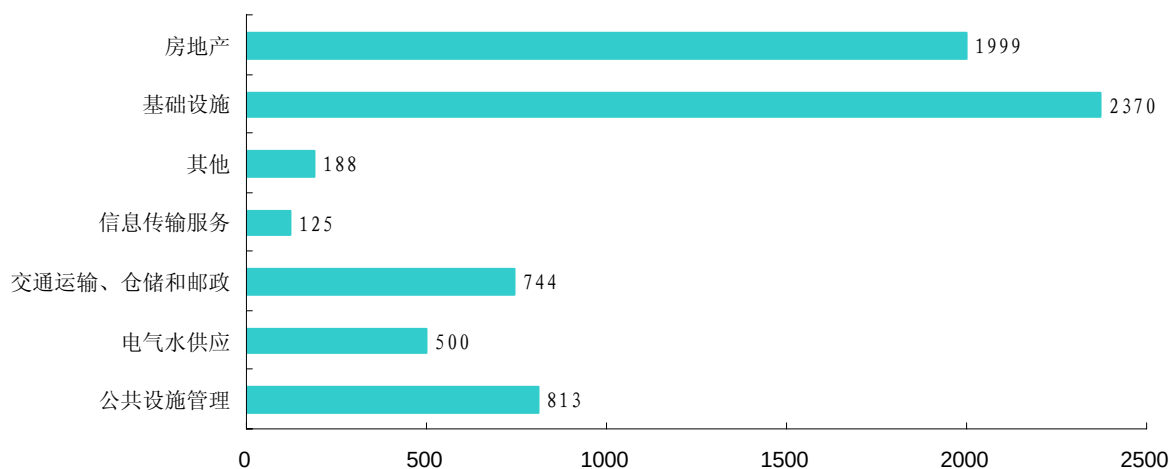
基于以下几点，我们认为浙江基建投资对水泥消费拉动作用有限：

- ✧ 消耗水泥的基建项目份额太少：基建项目中消耗水泥较多的两项为交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，这两项 2008 年投资额为 1557 亿元，低于房地产投资 1999 亿元；
- ✧ 基建投资向改善民生项目倾斜：由于浙江的交通运输系统比较完备，近两年交通运输、仓储和邮政业投资增速最低（4.68%）；而涉及改善民生的水利环境和公共设施管理投资、卫生设施和合文化艺术以及电信网络项目等投资增速最快；

- ✧ 2008 年是实行“三千亿”计划的第一年，完成投资 1410 亿元，占 5 年投资总额的 22%，其中与基础设施建设关联的基础网络工程完成投资 700 亿，占 5 年投资总额的 20%，而去年基础设施投资增长率为 7%；2009 年计划完成投资 1510 亿元，占 5 年投资总额的 23%，和去年相当，预计 09 年的基建投资增长率和去年相当。
- ✧ 调研了解到，目前浙江省基础建设里面主要是沪杭高铁（158.5 公里）、金温工程（187.7 公里）、地铁和经济适用房在建（2008 年经济适用房新开工建设 300 万平米，占房地产施工面积 1.57%），对水泥需求量有限，未来大批量消耗水泥的基建项目不多。

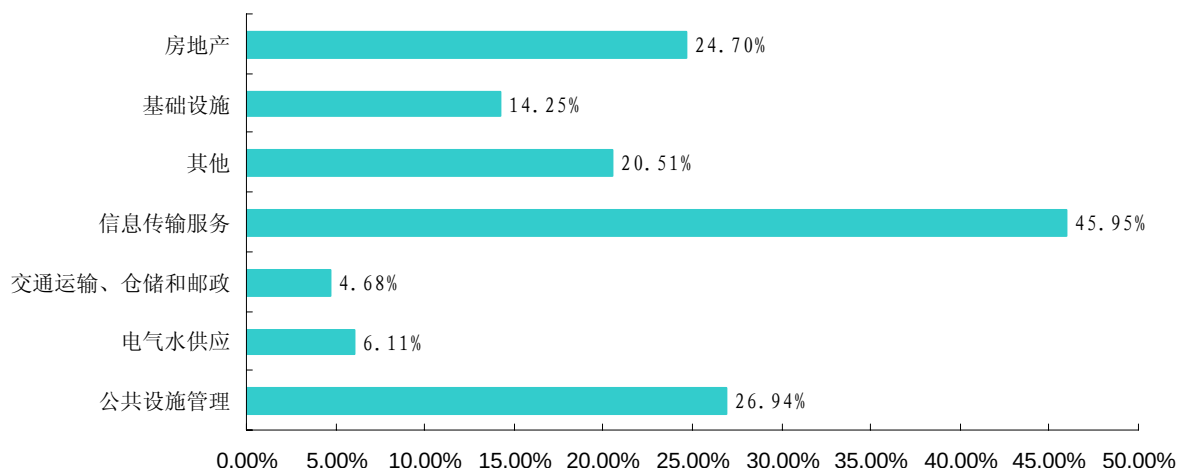
在基建投资拉升水泥需求作用有限的情况下，**未来需求反转仍看房地产投资**；调研了解到，目前浙江房地产新开工项目很少，短期内转暖的可能性较小。

图 4：2008 年基础设施建设各子项目投资和房地产投资（单位：亿元）



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图 5：近两年基础设施建设各子项目投资增速和房地产投资增速



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

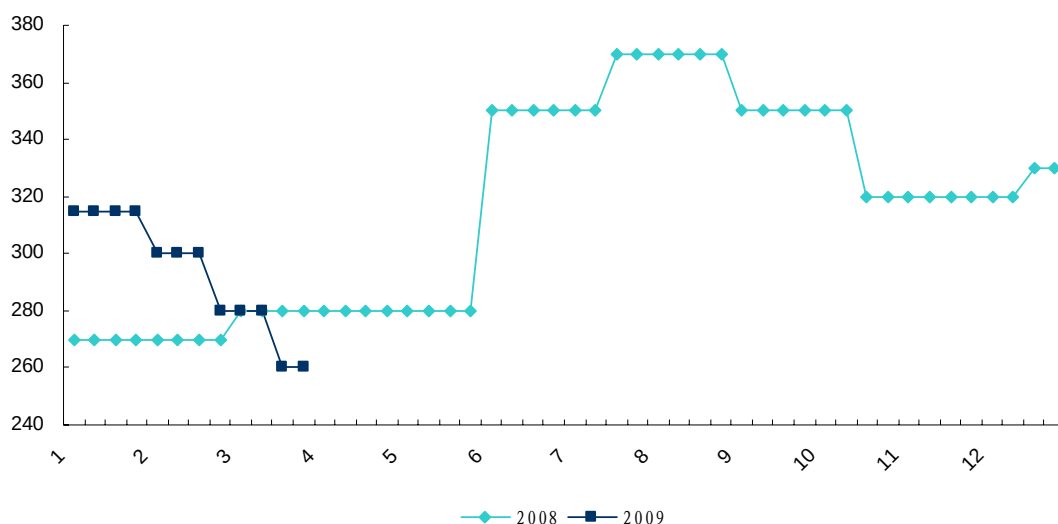
水泥价格目前处于底部，但未来上涨压力较大

2009 年 3 月份以来，杭州市高标号水泥价格下调 4 次，目前省内大部分水泥企业都处在盈亏平衡点以下，三狮集团

的完全成本约为 270 元/吨（目前杭州高标号散装水泥价格 260 元/吨），海螺水泥由于具有煤炭资源优势，成本大概为 255 元/吨；价格基本上已经达到底部。

目前价格虽然已处在底部盘整，但是主要靠企业停产限产实现的；2006 年底浙江省成了水泥行业自律协会，通过协调停产限产来保住价格；其中，2008 年三狮集团曾大面积停产 3 次。

图 6：2009 年浙江 PO42.5 水泥价格不断下调



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

尽管价格以处在底部，我们判断未来浙江省水泥价格上涨压力较大：

- ✧ 海螺没有加入自律协会，而且自律协会对水泥小厂商的约束也不大，一旦水泥价格上涨，开工率势必提高，抑制价格上涨。
- ✧ 海螺在浙江的战略就是抢占市场，且由于资源价格（煤炭）低廉，盈亏平衡点比浙江其他水泥企业要低；海螺在安徽地区的产能有大部分是销往长三角市场和出口（目前安徽新建产能就是为了出口），每年 10 月份海螺能完成全年出口任务，剩余 2 个月的产能会集中销往长三角市场，不排除未来海螺为了消化产能而打价格战。

维持对水泥行业“中性”评级

2009 年以来水泥市场区域差异很大，西北仍然是一枝独秀，以浙江为代表的华东市场目前仍在底部徘徊，中部有转暖的迹象，基于水泥市场的转暖仍存在时间和空间的不确定性，维持对行业的“中性”评级。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			评级	
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
600585	海螺水泥	35.78	1.55	1.91	2.41	23.08	18.73	14.85	谨慎推荐	谨慎推荐
600801	华新水泥	22.86	1.18	1.32	1.48	19.37	17.32	15.45	谨慎推荐	谨慎推荐
000401	冀东水泥	14.59	0.39	0.65	0.98	37.41	22.45	14.89	谨慎推荐	谨慎推荐
600449	赛马实业	25.89	1.18	1.44	1.90	21.94	17.98	13.63	推荐	推荐
600720	祁连山	12.01	0.45	0.70	0.96	26.69	17.16	12.51	推荐	推荐
000877	天山股份	14.90	0.62	0.97	1.07	24.03	15.36	13.93	推荐	推荐
002233	塔牌集团	13.39	0.54	0.72	1.03	24.80	18.60	13.00	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邹戈，管理学硕士，上海交通大学安泰经济与管理学院财务与会计系毕业，从事建材行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。