

水泥制造

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

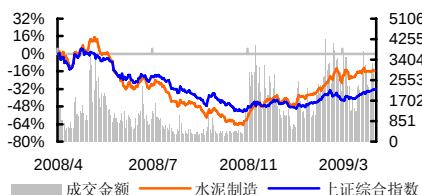
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	22
总市值(亿元)	1565
占 A 股比例(%)	0.44%
平均市盈率(倍)	23.8

行业表现

(%)	1M	3M	6M
水泥制造	4.80	56.58	66.88
上证综合指数	16.82	32.90	5.49



相关报告

行业将向“去产能”阶段转移

09/03/10

水泥行业 09 年年度投资策略报告-长线买点到来

08/12/23

水泥行业 2009 年 2 季度投资策略

看好

预期反映充分 等待业绩回暖

总体上我们认为, 年度策略报告中行业将逐渐复苏的观点已逐渐为市场接受, 但市场对行业复苏的复杂性预期不足, 对复苏的时间预期偏高。短期板块可能因为这些预期的暂时不能达到出现调整, 但这种波动仍应该被理解为在周期底部的正常波动。

投资要点:

- **周期底部已现, 不确定性在于复苏的时间和幅度。**我们年度策略报告中 08 年 4 季度是水泥行业本轮周期底部的判断已被证实。目前笔者不能完全确定的是在本轮周期中, 大量过剩产能需要多长时间得以消化从而保证水泥行业的获利能力随着需求的恢复逐步上升。我们认为影响这一进程的主要有 4 万亿投资落实进度、水泥行业投资增速和房地产开工恢复速度。我们更倾向于认为上半年水泥行业处于“去产能化”阶段, 从 3 季度开始我们将看到投资者期望的明显复苏的迹象;
- **短期内, 成本因素的变化可能是 2 季度不符合目前市场预期的主要因素。**短期内美元的快速贬值导致大宗原材料价格快速反弹, 从而可能导致的煤炭价格回升, 总体上我们认为这可能将只是 2-3 个月的短期现象, 但这仍为我们对 2 季度水泥行业利润的判断增加了更大的不确定性;
- **水泥行业股价的下一波机会将由业绩的真实复苏推动。**我们认为从 11 月份以来的水泥板块的整体性机会是源于对宏观经济和水泥行业需求确定性增强而带来的估值水平的提升, 目前这一阶段在水泥行业整体动态估值达到 20 倍以上的时候已经逐步结束, 下一步水泥行业的机会将来自于随着业绩恢复增长而带来的机会。在这种分析下我们认为更可能的情况是从 3 季度下旬开始水泥板块将存在跨年度行情;
- **区域选择以行业反转作为选择的主要逻辑线。**既然在估值恢复之后, 推动股价上涨依赖于业绩的不断增长, 因此在这一轮水泥配置中我们更倾向于配置行业景气度能保持较长时间景气度和行业最坏情况已经或者将在上半年出现, 下半年反转可能性较大的区域。我们对这些区域的排序为西南、华南、华东、华中、华北。强烈推荐海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、*ST 双马, 建议关注塔牌集团。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	投资评级
600585	海螺水泥	1.48	1.58	2.20	23.3	21.8	15.6	强烈推荐
000401	冀东水泥	0.38	0.52	0.88	36.6	26.7	15.8	强烈推荐
600801	华新水泥	1.14	1.17	1.57	19.7	19.2	14.3	强烈推荐
000935	*ST 双马	0.17	0.48	0.70	53.4	18.7	12.8	强烈推荐
000877	天山股份	0.62	0.83	1.03	23.9	17.7	14.3	推荐
600449	赛马实业	1.40	1.45	1.80	18.8	18.2	14.6	推荐
002233	塔牌集团	0.49	0.59	0.75	26.9	22.2	17.5	推荐

目 录

一、水泥行业需求谷底已现.....	3
1.1 需求之底已较为明显.....	3
1.2 毛利率之底有待进一步观察.....	4
二、目前处于“去产能化”阶段.....	5
2.1 “去库存化”在今年 2 月份结束.....	5
2.2 目前价格的压力源于过剩产能.....	5
2.2 水泥行业固投居高不下或会延长“去产能化”的时间.....	6
三、主要公司盈利预测.....	7
3.1 海螺水泥--强烈推荐.....	7
3.2 华新水泥--强烈推荐.....	8
3.3 冀东水泥--强烈推荐.....	10
3.4 *ST 双马--强烈推荐.....	11

图表目录

表 1 4 万亿财政支出的水泥需求预测.....	4
表 2 海螺水泥盈利预测.....	8
表 3 华新水泥盈利预测.....	10
表 4 冀东水泥盈利预测.....	11
表 5 *ST 双马利润表预测.....	12
图 1 水泥逐月销量.....	3
图 2 全国 P.O.42.5 级水泥均价和煤炭价格.....	4
图 3 水泥行业产成品库存.....	5
图 4 水泥行业新增产能.....	6
图 5 水泥行业固定资产投资.....	6
图 6 海螺水泥历年熟料产能变化.....	7
图 7 华新水泥历年熟料产能及增速.....	9
图 8 预计华新水泥 09 年熟料产能的省际构成.....	9
图 9 冀东水泥熟料产能及增速.....	10
图 10 *ST 双马历年收入及毛利率变化.....	12

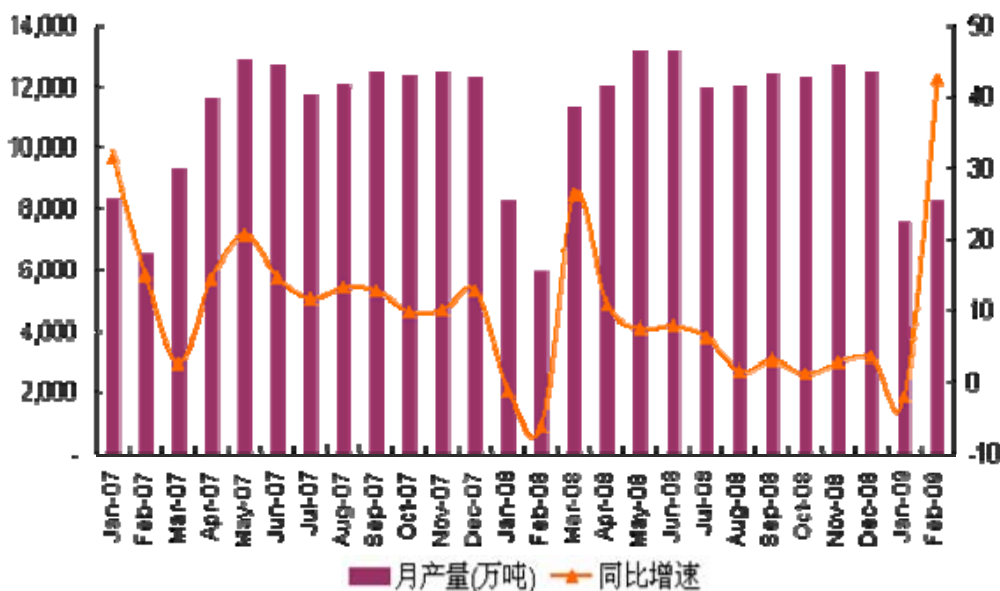
一、水泥行业需求谷底已现

我们对水泥行业阶段的判断主要考虑两个指标的变化情况：产品需求和毛利率。在年度策略报告中，我们对这两个因素的预测是，产品需求在 08 年 4 季度或者 09 年 1 季度见底，而毛利率则可能在 12 月份见底并逐季回升。

1.1 需求之底已较为明显

从我国分月水泥销量来看，去年 4 季度以后，水泥需求增速明显低于原来旺季的增速。8-11 月份水泥需求增速均低于 3%，12 月份需求增速恢复到 3% 以上。09 年 1-2 月份水泥需求增速高达 17.7%，我们认为这个增速有春节和去年雪灾等多重因素的影响，增速偏高。预计上半年我国水泥需求增速在 1%-2% 之间。

图 1 水泥逐月销量



资料来源：数字水泥网

根据中投证券宏观研究小组的分析，目前执行的宽松货币政策和财政政策的实施效果将在下半年显现的更为明显。我们预计未来两年这 4 万亿投资中将有 2.3 万亿元投公路港航、铁路基建、灾后重建和廉租房建设等四个方面，带动约 2.9 亿吨的水泥需求。同时，4 万亿投资中属于新增部分的投资约占 62.5% 即 2.5 万亿左右，根据此比例计算未来两年新增的水泥总需求为 1.8 亿吨，09-10 年每年可额外拉动水泥需求 0.7-1.0 亿吨。虽然目前还很难判断需求回升的幅度，但 08 年 4 季度是本次水泥需求增速的最低点已经基本上可以确定。

表 1 4 万亿财政支出的水泥需求预测

	其中固定资产投资(亿元)		水泥需求系数 (万吨/亿元)	带动水泥需求(万吨)	
	09E	10E		09E	10E
铁路/公路	6000	8000	1.4	8400	11200
灾区重建	3000	3000	1.2	3600	3600
廉租房	1400	1400	0.8	1120	1120
合计	10400	12400	-	13120	15920

资料来源：发改委，中投证券研究所

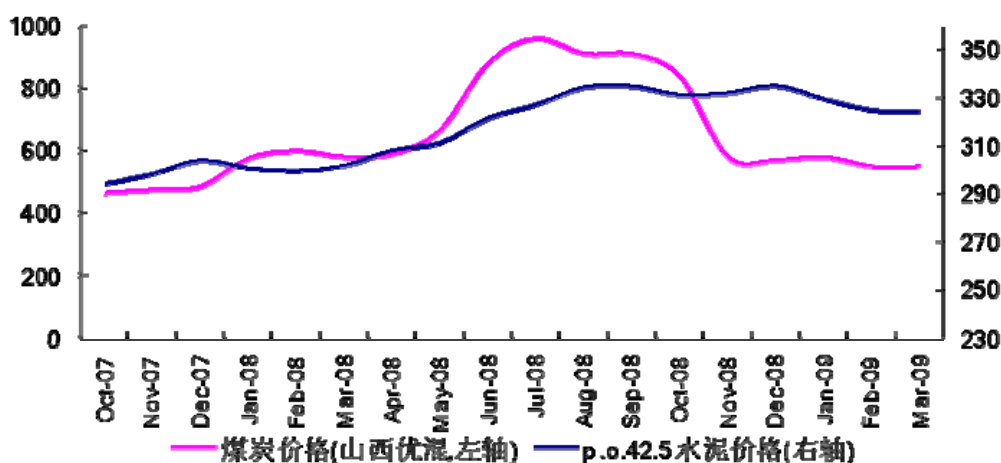
1.2 毛利率之底有待进一步观察

09 年 1 季度水泥和煤炭价格的走势与我们之前的判断有些出入。我们之前作出水泥行业毛利率可能在 12 月份见底的判断是基于 09 年上半年煤炭价格下跌的速度快于水泥价格下跌速度的假设作出的。

而在经历了 08 年 10 到 11 月份的快速下跌以后，09 年以来，煤炭价格几乎保持不变。而相比较的是，在经历了 12 月份，水泥价格的小幅度反弹以后，09 年 1、2 月份水泥价格出现了较为明显的下跌，因此我们目前还很难判断 1 季度水泥行业毛利率是否能出现回升。

对毛利率底部判断的风险同样来自煤炭价格。近期美元的快速贬值，出现了大宗商品价格的明显反弹。而且随着工业生产的逐步恢复，秦皇岛煤炭库存也出现了明显的下降，煤炭价格有出现反弹的可能性。这将有可能导致水泥行业的毛利率水平在 2 季度出现环比的下降。

图 2 全国 P.O.42.5 级水泥均价和煤炭价格



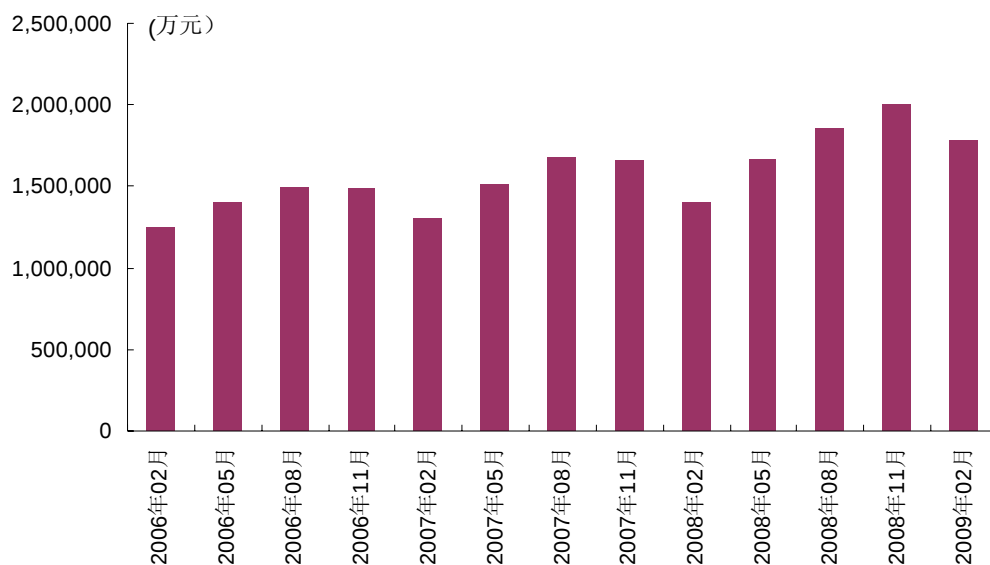
资料来源：数字水泥网

二、目前处于“去产能化”阶段

2.1 “去库存化”在今年 2 月份结束

与全国其他行业一样，在去年 4 季度初国内需求大幅度下滑的背景下，水泥行业也库存水平也大幅度增加，11 月份全国水泥行业库存水平同比增幅高达将近 25%。于是水泥行业进入了“去库存化”阶段，各水泥企业为了尽快消耗库存，采取了低价促销的策略。在经历了 3 个月的去库存化以后，到 2 月份全国水泥行业库存已经达到较为合理的水平。

图 3 水泥行业产成品库存



资料来源：数字水泥网

2.2 目前价格的压力源于过剩产能

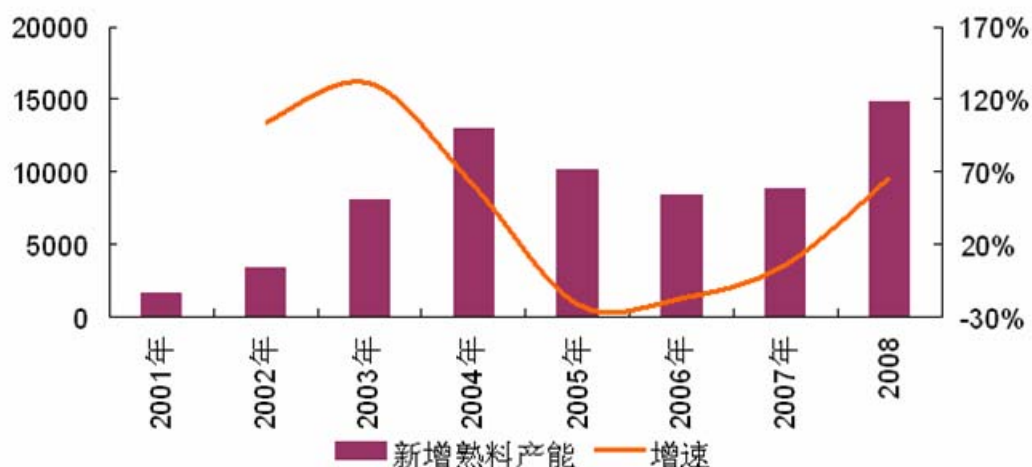
在去库存化基本结束以后，3 月份需求逐步进入旺季的情况下，仍然未能如市场所预期那样的出现价格明显回升。主要的原因就是去年，特别是去年下半年投产的大量产能，在需求增速放缓的背景下产生了大量的过剩产能。

按照数字水泥网的统计，我国 08 年共投产 120 条新型干法熟料生产线，新增熟料产能 14334.4 万吨，同比增长 60.3%。增加的熟料产能对应水泥的产量为 18634.72 万吨，相当于 08 年水泥产量的 13.42%。

而在前文中我们曾详细讨论过上半年的水泥需求增速可能仅为 1-2%。所以从去年 4 季度起我国水泥行业的产能利用率由之前的 78%快速下降到目前的 62%左右。

而考虑到我国水泥行业仍处于落后产能的淘汰阶段，因此产能过剩导致的行业低谷的到来必然是这一进程无形的加快。因此，我们将目前水泥行业所处的阶段定义为“去产能化”阶段。我们预计这一阶段将持续 2 个季度左右，从 3 季度起，水泥行业产能过剩的压力将可能得到缓解。

图 4 水泥行业新增产能



资料来源：数字水泥网

2.2 水泥行业固投居高不下或会延长“去产能化”的时间

我们预计在水泥行业盈利能力明显下降的情况下，将会出现两种状况：1、新建产能速度的明显放缓；2、落后产能淘汰的加快。这两个趋势将会加快“去产能化”阶段的完成。

但是根据数字水泥协会的统计，11月份以后水泥行业投资依然居高不下。特别是今年1、2月份水泥固定资产投资增速更是高达88%以上。我们暂时还是认为这是去年高速增长的固定资产投资的惯性使然。但如果这一高速增长持续到2季度下旬，则本次“去产能化”阶段的时间跨度将有可能超出我们的预期。

图 5 水泥行业固定资产投资



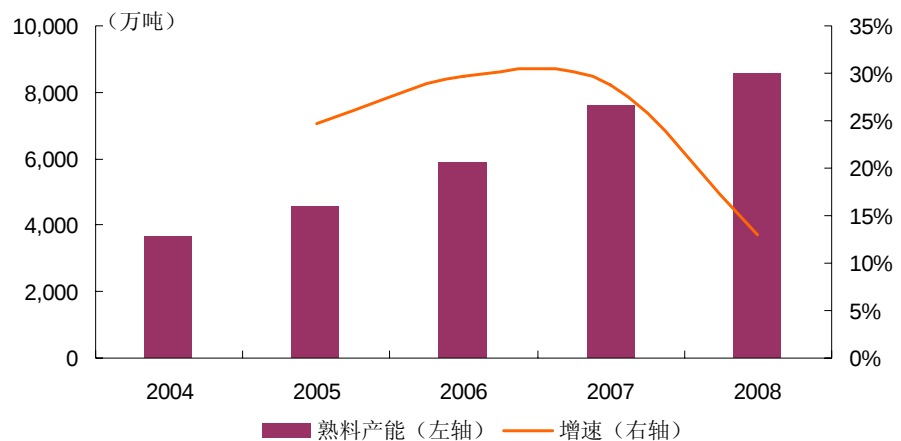
资料来源：数字水泥网

三、主要公司盈利预测

3.1 海螺水泥--强烈推荐

自建新线仍是公司目前阶段扩张战略的主要实施方式。08年公司产能继续快速增长,截至2008年底,公司熟料产能达8,586万吨,水泥产能达9,460万吨。08年公司实现水泥和熟料合计净销量为10,206万吨,同比增长17.96%,同时08年公司水泥售价同比高出20元/吨左右,两因素共同推动公司全年实现销售收入242.3亿元,同比增长29.0%。由于公司业已形成了成熟的生产线建设及区域市场管理模式,在国内水泥行业竞争格局仍然较为分散的局面下,预计公司在今后两年仍将以自建生产线的方式继续扩大在目标市场的生产规模。

图6 海螺水泥历年熟料产能变化



资料来源：公司资料，中投证券研究所

预计公司09年的资本支出在70亿元左右,新增熟料产能2000万吨,届时公司的熟料产能规模将达到10500万吨。从新增产能的地域分布上看,09年投产的生产线将主要集中在西部地区,其中在甘肃平凉及陕北的布局主要着眼于当地能源开发带来的相应水泥需求,在贵州和川渝的布局则偏重于这些省区内的新兴发展城市。这些区域的布局将为未来海螺成为全国水泥龙头奠定良好的基础。

公司盈利能力有望从09年3季度开始有较明显的恢复。08年3季度开始煤炭价格的快速上升对公司盈利能力开始形成较大的负面影响;08年4季度公司煤价虽有所回落,但国际金融危机带来的需求下滑因素对水泥价格也形成较大负面压力,4季度公司的毛利率继续回落至20.9%。进入09年后,由于之前高价煤炭库存已在08年得到消化,煤炭价格的大幅回落将大大减轻公司进入09年后的成本压力;从需求面上分析,我们预计国家4万亿财政刺激效应将在09年下半年开始逐步显现,公司有望在逐步好转的供需关系形势下迎来盈利能力的明显复苏。

预计公司09-10年的销量分别为12200和14500万吨,实现销售收入262.3

和 323.4 亿元。预计公司 09-10 年分别实现归属于母公司的净利润 27.9 和 38.9 亿元，对应的 EPS 分别为 1.58 和 2.20 元。

表 2 海螺水泥盈利预测

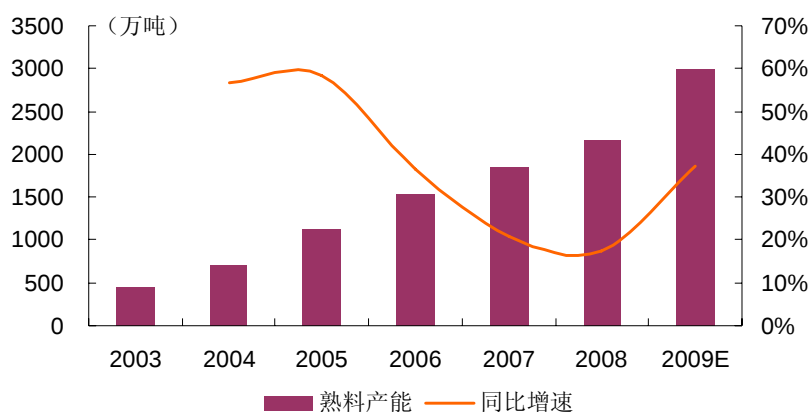
利润表	单位：百万元			
会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	18776	24228	26230	32335
营业成本	12926	18192	19664	23464
营业税金及附加	134	148	177	221
营业费用	1219	1366	1574	1940
管理费用	721	841	919	1163
财务费用	607	751	623	793
资产减值损失	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	57	0	0
投资净收益	4	60	0	0
营业利润	3171	2987	3273	4753
营业外收入	324	267	328	404
营业外支出	10	9	0	0
利润总额	3485	3246	3601	5157
所得税	781	566	720	1135
净利润	2704	2680	2881	4023
少数股东损益	210	73	90	129
归属母公司净利润	2494	2607	2791	3894
EBITDA	4927	5053	5595	7712
EPS（元）	1.41	1.47	1.58	2.20

资料来源：中投证券研究所

3.2 华新水泥--强烈推荐

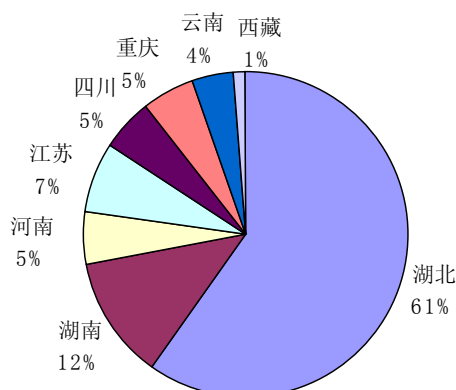
公司 09 年产能将进入快速投放阶段。2008 年公司水泥和熟料销售总量 2788 万吨，较上年增长 20.1%。截止 08 年底公司的熟料产能达到 2050 万吨，预计 09 年将在此基础上再增 960 万吨，09 年底公司的熟料产能将达到 3010 万吨，同比增长 45%左右。新增产能主要分布在湖北、湖南和重庆及川东地区，届时公司多年谋划的“十”字型扩张战略将得到有力体现。公司产能在地域分布上将形成以长江流域为“十”字型战略中的横轴，以京广线区域为纵轴，以华中地区为发展重点，同时兼顾考虑西部省份等周边地区。

图 7 华新水泥历年熟料产能及增速



资料来源：公司公告

图 8 预计华新水泥 09 年熟料产能的省际构成



资料来源：中投证券研究所

盈利能力短期有压力，中长期内公司所在区域仍值得期待。08 年公司单吨水泥平均售价虽然较同期上涨了 26.96 元/吨达到 290.17 元/吨，但全年水泥业务的毛利率仍较上年下降了 3.5 个百分点，仅为 20.2%。我们预计中部省区基础设施项目的需求拉动效应可能要迟至 09 年下半年才能有明显成效，公司盈利能力届时方能有较明显的恢复。从中长期看，以人均累计水泥消费量的指标衡量，中部省区的水泥消费水平较东部沿海仍有较大差距，公司所在区域有望在下轮经济增长中有显著受益。

随着产能规模的快速扩大及国内经济刺激方案的需求效应逐渐显现，公司“十”字战略将在 09 年下半年显现效益。预计公司 09-10 年的水泥销量将分别为 3350、4100 万吨；公司 09-10 年的归属母公司净利润预计分别为 4.71、6.34 亿元，对应 EPS 为 1.17、1.57 元。

表 3 华新水泥盈利预测

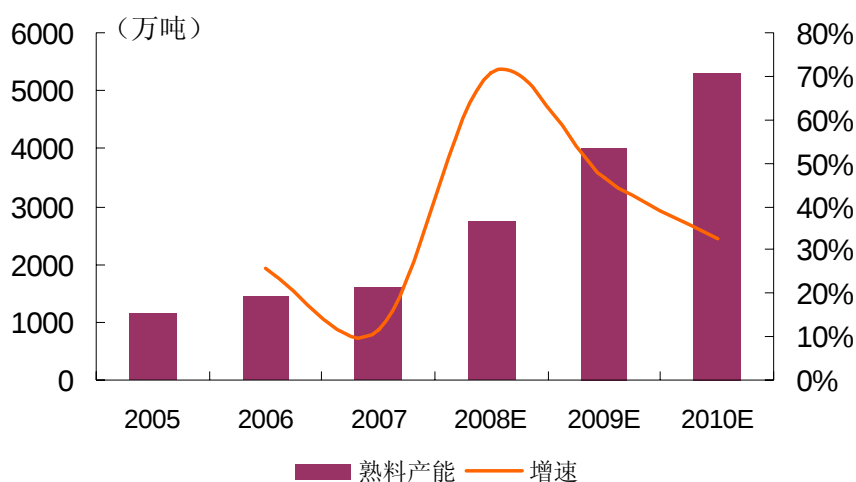
利润表	单位: 百万元			
会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	4770	6349	7213	9009
营业成本	3637	5031	5602	6911
营业税金及附加	65	79	89	112
营业费用	324	340	433	541
管理费用	209	252	289	360
财务费用	183	215	274	361
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	355	432	526	724
营业外收入	107	140	151	189
营业外支出	13	10	15	20
利润总额	449	562	663	893
所得税	109	41	119	161
净利润	339	521	544	733
少数股东损益	49	65	73	98
归属母公司净利润	290	457	471	634
EBITDA	932	1123	1473	1954
EPS (元)	0.88	1.13	1.17	1.57

资料来源: 中投证券研究所

3.3 冀东水泥--强烈推荐

公司 09-10 年产能规模将实现快速扩张。继公司 08 年在唐山本部 3 条 5000t/d 生产线及西北 2 条 5000t/d 生产线投产后, 公司 09-10 年将有更多生产线投产, 预计到 2009 年底公司的熟料产能将达到 4000 万吨左右, 较 08 年水平增长约 45%。到 2010 年底公司的熟料产能有望再增加 1300 万吨, 达到 5000 万吨以上。

图 9 冀东水泥熟料产能及增速



资料来源: 公司公告

区域领先战略有利于逐步提高公司在水泥区域市场的占有率和盈利能力。公司 08-10 年的此轮产能扩张仍以“三北”战略为主，并注重这些新建生产线的选点布局与该区域内公司的既有生产线形成呼应和合力，以加强在区域内的市场领先地位。以内蒙古中西部市场为例，公司 08-09 年在当地将陆续投建 3 条生产线计 330 万吨的熟料产能，这些生产线与公司在当地原有的武川生产线合计产能将达到 500 万吨，从而在较短时间内建立起对区域水泥市场的控制力。公司在山西市场的选点布局和建设规划也遵循的是这种区域领先的市场策略，这将有利于避免产能盲目扩张所带来的恶性竞争和管理成本大幅攀升现象。

预计公司 09-10 年的水泥销量（不含合营公司）将分别为 3000、4500 万吨；公司 09-10 年的归属母公司净利润预计分别为 6.3、10.7 亿元，对应 EPS 为 0.52、0.88 元。

表 4 冀东水泥盈利预测

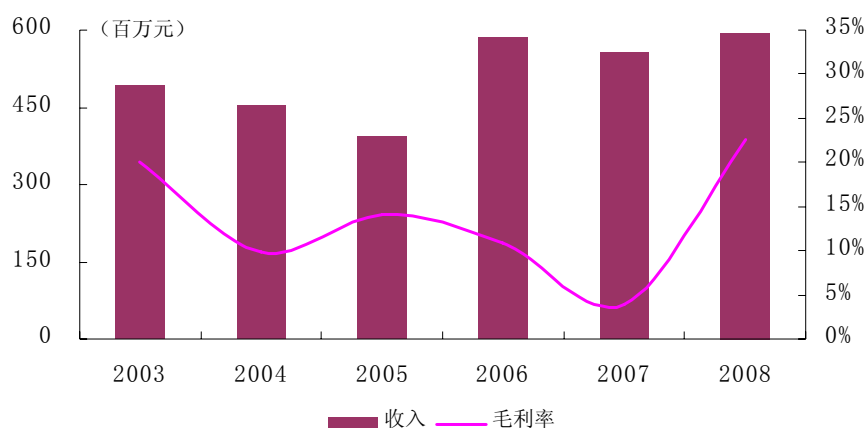
利润表	单位：百万元			
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3860	5134	6900	10485
营业成本	2823	3879	5236	7912
营业税金及附加	34	43	60	91
营业费用	199	231	317	488
管理费用	243	298	417	634
财务费用	201	250	287	341
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	65	90	100
营业利润	365	498	672	1118
营业外收入	154	144	193	294
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	506	641	865	1412
所得税	85	96	145	237
净利润	421	545	720	1175
少数股东损益	53	87	90	102
归属母公司净利润	368	459	630	1072
EBITDA	949	1220	1626	2302
EPS（元）	0.30	0.38	0.52	0.88

资料来源：中投证券研究所

3.4 *ST 双马--强烈推荐

08 年公司经营虽受地震影响仍亮点突出。受 5.12 地震影响，公司本部生产线经历了半年左右的停顿，08 年公司总体销售水泥 161.9 万吨，同比减少 24.2%；但公司 08 年仍实现了盈利能力的整体复苏，毛利率达到 22.6%，水泥销售的单吨毛利在 75 元/吨左右，为近年来的最高水平，若撇除因地震而导致的公司资产运营效率有所降低这一因素，公司 08 年的实际毛利率水平应较报表数据更为优异。公司经营情况的全面好转一方面归结于大股东拉法基入主以来对公司在生产经营及管理方面的全面整改，同时公司也受益于四川地区良好的水泥需求形势。

图 10 *ST 双马历年收入及毛利率变化



资料来源：公司资料

未来两年四川水泥供需将出现较大缺口。在我国西部大开发的金融信贷支持、税收减免和土地及矿产资源优惠政策下，四川省的固定资产投资和水泥需求增速近年来一直高于全国平均水平。此外，汶川地震后受灾地区农村房屋、城镇房屋、基础设施和工业厂房的恢复建设共需水泥约 1 亿吨，而按照目前区域的生产线投资进度，预计 2009-2010 年四川省水泥供需将出现较大的缺口。

拉法基都江堰的注入完成将使公司成为该区域内的龙头企业。08 年底公司股东大会通过了对大股东增发 3.68 亿股以收购拉法基都江堰公司 50% 股权的收购计划，收购完成后双马和拉法基都江堰合计占有成都经济圈 20% 以上的市场份额。随着都江堰 3 线和公司本部新线的陆续建成，这一占有率将有望提高到 25% 以上。而且并购完成后双马在四川自北向南的良好布局将使公司充分受益于该区域旺盛的需求。

收购拉法基都江堰公司最终完成后，公司到 2010 年的水泥产能将达到 1000 万吨左右，较目前 200 万吨的规模增长显著。在四川水泥市场的良好供求关系下，公司盈利增长前景较为确定。由于拉法基都江堰公司与 *ST 双马属同一大股东控制下的企业，预计都江堰公司可在 09 年全年并入公司合并报表。预计 2009-2010 年公司的每股收益分别 0.48 和 0.70 元，维持强烈推荐的投资评级。

表 5 *ST 双马利润表预测

单位：万元

会计年度	2008	2009E	2010E
营业收入	59,540	201,665	274,769
营业成本	46,082	119,822	162,074
营业税金及附加	405	504	687
营业费用	706	1,588	2,164
管理费用	4,248	9,532	12,988
财务费用	3,727	4,202	7,465
资产减值损失	4,527	-	-
投资收益	3,669	-	-

营业利润	3,515	66,017	89,391
营业外收入	5,659	3,025	4,122
营业外支出	865	-	-
利润总额	8,309	69,042	93,513
所得税	2,116	10,360	13,228
净利润	6,193	58,681	80,285
少数股东损益	835	25,514	32,186
归属于母公司净利润	5,358	33,168	48,099
EPS（元）	0.17	0.48	0.70

资料来源：中投证券研究所。注：09、10 年公司的总股本按 6.87 亿股计算。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑及建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑及建材行业分析师, 管理学硕士。3 年行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、鲁阳股份、成霖股份、海螺型材、中材国际、中国中铁、中国铁建、中海油服、海油工程。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434