

区域分化明显，等待投资拉动

水泥行业 2009 年 4 月份月报

建材

上次评级

领先大市-B

领先大市-B

报告日期
2009-04-06

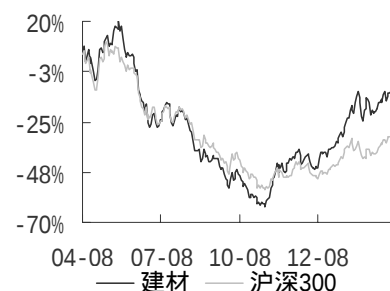
报告关键点：

- 📖 水泥需求的区域化差异明显
- 📖 水泥投资高增长，供给压力仍存在
- 📖 水泥价格走势谨慎乐观

报告摘要：

- 水泥需求的区域化差异显著：1~2月份我国共完成城镇固定资产投资10275.79亿元，同比增长26.50%，增速相比2008年有所加速。东部地区除东北地区外，华东和中南地区固定资产投资增速明显落后于全国平均水平，西南、西北和东北地区的固定资产投资增速超过50%。1~2月水泥产量1.59亿吨，同比增长17.03%。其中2月份水泥产量为8290万吨，同比增长42.49%。预计3月份开始，水泥产量的增速会有明显回落。另外，根据我们对投资变化的判断以及去年水泥月产量的状况，今年水泥产量增速前低后高的可能性较大，主要还是基于对下半年宏观经济能有明显复苏的判断。中南、西南和西北区域的水泥产量增速明显高于全国水平，反映了当地较为旺盛的水泥需求。
- 水泥投资高增长，供给压力仍存在：虽然水泥需求仍保持较为旺盛，但水泥产业的压力来自供给层面。由于2008年我国东西部水泥企业较大的景气度差异，导致了新增水泥投资在往中西部转移。东部经济交往发达的长三角区域水泥投资出现负增长，而中西部区域由于较大的新型干法水泥发展空间及市场需求的预期较好而投资明显攀升。从今年前两个月数据来看，川渝、湖南、贵州、海南的水泥行业投资增速保持在200%以上。考虑到新建生产线的周期，这部分新增产能在今年下半年和明年上半年发挥产能的可能性较大。我们估计这种投资的结构性差异将贯穿2009年全年。此外，落后产能淘汰、区域内的产业整合也会对区域供给产生一定影响。
- 水泥价格走势谨慎乐观：我们分析了当前水泥涨价的阻力。4月份，水泥消费将处在明显的旺季，我们对水泥价格走势仍持谨慎乐观的态度。如果重点工程陆续启动、固定资产投资增速回升带动水泥需求回升的话，供给的压力可以明显缓解，水泥还是存在涨价的基础，尤其是当前价格明显偏低、企业处于微利的华东区域市场。西南、西北和东北市场的价格我们仍然看好。需求的快速启动导致供需矛盾依然突出，水泥价格维持高位甚至继续上涨的可能性较大。
- 关注盈利改善与确定性增长：3月份，水泥股出现明显的滞涨，主要还是缺乏利好的刺激。经过前期估值水平的上升，现在水泥股股价的驱动力将主要来自盈利的兑现。而从刺激因素看，水泥涨价是最有效的。我们对4月份水泥企业盈利的改善持乐观的态度，再考虑政府基建投资的最早受益，我们维持水泥行业“领先大市-B”的投资评级。从区域分化看，西部区域水泥企业一季度量价同比都有较高增长，一季报盈利超预期的可能性较大，我们仍然最看好祁连山、赛马实业。东部地区水泥企业由于一季度价格低迷，一季度盈利压力较大，但是，东部区域水泥企业的产能规模都较大，一旦固定资产投资增速能有明显反弹并带动水泥价格上涨，企业盈利的恢复将更为明显，我们持谨慎乐观的态度。海螺水泥区域水泥价格最低，随着需求的恢复，价格上涨的动力最大，也是长期最看好的水泥股。黑吉两省固定资产投资规模较大，区域整合取得较大进展且重点工程受益最大的亚泰集团存在一定的交易性机会。

12 个月行业表现



研究员

石磊

021-68765916

王天睿

021-68765363

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

- 水泥：水泥消费步入季节性旺季
2009-03-02
- 水泥：水泥消费旺季或提早到来
2009-02-23
- 建材：傲立寒冬，迎接春天
2008-12-22

水泥产量高增长，区域分化明显

今年 1-2 月份我国水泥产量保持了较高的增长，但区域分化非常明显，这显示了各区域受宏观经济增速放缓的影响差异较大。4 月份，通常是各地水泥需求较旺的季节，我们认为，水泥消费量还会有增加，但增速会有所放缓。水泥需求的区域性和结构性差异仍会存在。水泥产业的景气度复苏还有赖于东部区域水泥需求的明显改善，这很大程度上取决于东部重点基建工程的启动和当地城市基础设施建设的拉动。

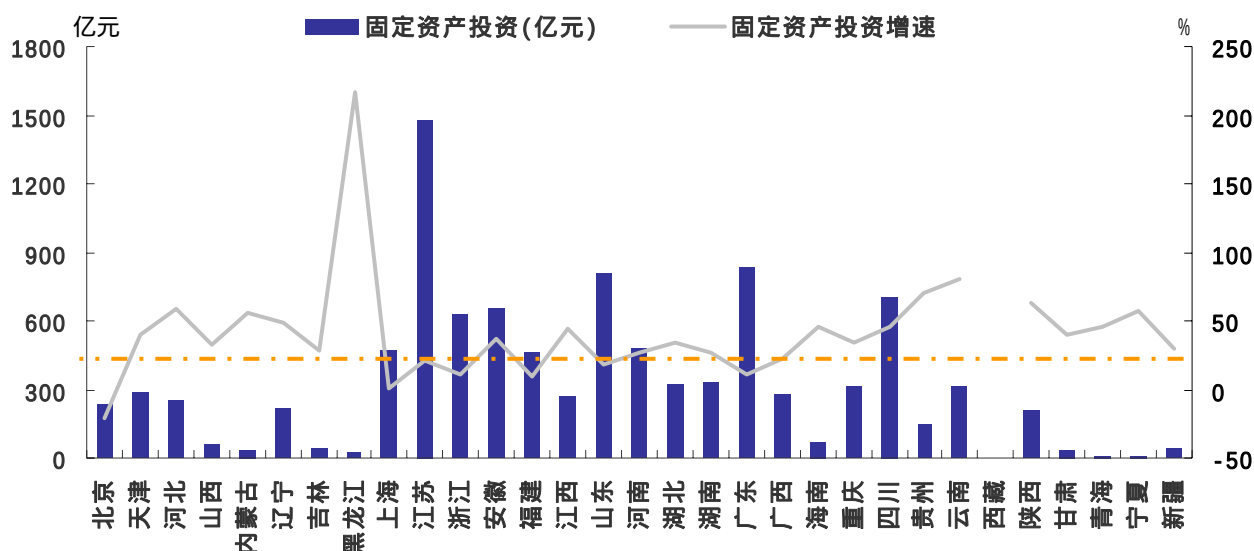
固定资产投资保持高增长

从水泥需求的驱动指标固定资产投资来看，1~2 月份我国共完成城镇固定资产投资 10275.79 亿元，同比增长 26.50%，增速相比 2008 年有所加速。

固定资产投资呈现差异化

但从各区域固定资产投资的增速来看（参见图 1），东部地区除东北地区外，华东和中南地区固定资产投资增速明显落后于全国平均水平，西南、西北和东北地区的固定资产投资增速超过 50%（详细数据可以参见我们每周发布的数据周报）。这很大程度上与区域经济的结构化差异有关。政府加大基础设施建设的投资力度，无疑对于西部相对落后的地区拉动最为明显。

图 1：2009 年 2 月底各省市固定资产投资完成额及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

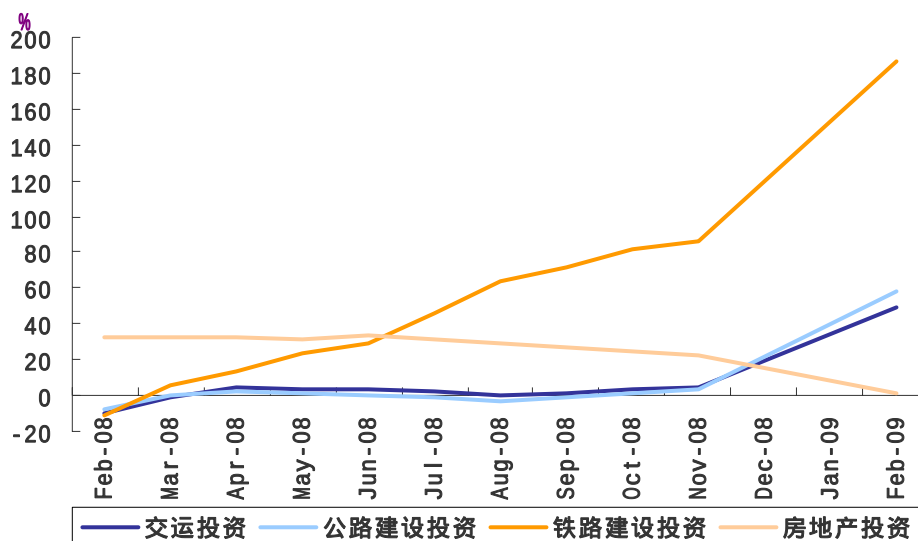
下游投资产业化显著

从图 2 中投资的下游产业来看，自去年 11 月国家宣布加大财政支出来刺激经济以来，各产业的投资走势分别明显。铁路建设投资增速从去年中期开始明显提速，今年前 2 个月铁路建设投资增速近 200%。最为明显的是交运行业的建设投资，从去年 11 月份开始明显回升，尤其以公路建设和城市公共交通建设最为明显。同比出现明显回落的是房地产开发投资，今年前 2 个月的投资增速只有 1%，自去年中期开始就明显步入了下降通道。

从区域分化看，房地产行业的景气度回落影响最大的是东部地区，而基建受益最明显的是西部地区。东部地区的基建主要以高速铁路、城市基础设施建设等为主，从我们了解的情况看，由于一季度是施工的淡季，再加上天气因素的影响，很多重点工程尚未开工，再加上很多项目前期准备工作（如勘查设计、土地拆迁等）没有准备好，明显影响了工程的启动，因此，东部地区重点工程对水泥需求的拉动还不明显，目前更多地还是依靠城市基建的支撑。我们估计这种状况在上半年会逐渐好转，国家加大基建投入对东部区域水泥的拉动或许在下半年才更为明显。此外，房地产行业景气度

的回升则有待观察。西部区域本身房地产相比东部区域较为落后，国家此前规划了较多的重点工程，资金到位后工程陆续启动，对水泥需求的拉动较为明显。

图 2：截至 2009 年 2 月部分产业固定资产投资完成额及增速



数据来源：国家统计局、交通部、铁道部，安信证券研究中心

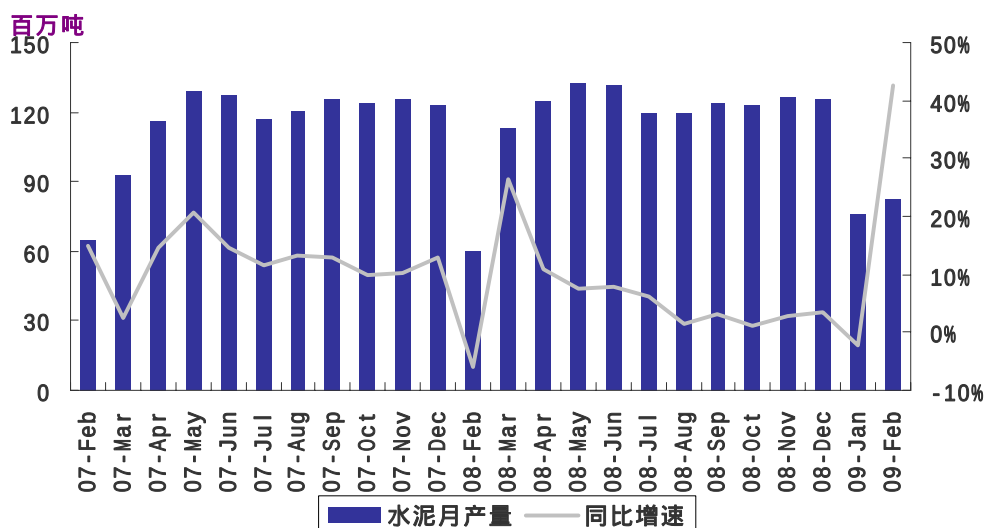
水泥产量增速明显回升

与固定资产投资保持高增长对应的是，今年前两个月我国水泥产量增速出现了明显攀升。

多因素致产量增速明显回升

1~2 月水泥产量份水泥产量 1.59 亿吨，同比增长 17.03%。其中 2 月份水泥产量为 8290 万吨，同比增长 42.49%。水泥产量的高增长与去年南方地区冰冻雨雪灾害导致的基数较低有较大关系。此外，今年北方多数地区处于暖冬天气，施工周期的延长也使得水泥需求量同比明显增加。我们认为，这种高增长不具有持续性。预计 3 月份开始，水泥产量的增速会有明显回落。另外，根据我们对投资变化的判断以及去年水泥月产量的状况，今年水泥产量增速前低后高的可能性较大，主要还是基于对下半年宏观经济能有明显复苏的判断。

图 3：我国水泥月产量及增速

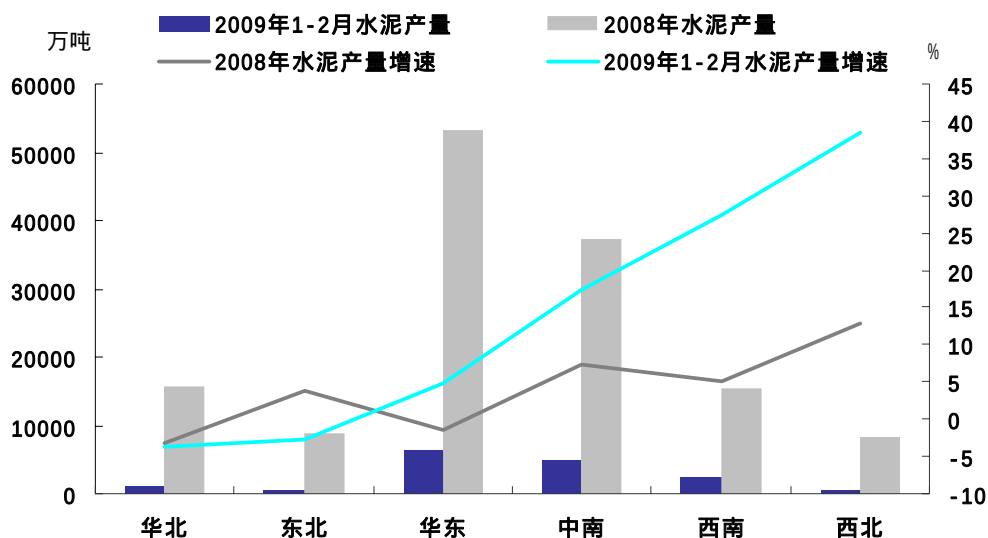


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

区域水泥需求分化明显

从图 4 可以看到，全国各区域水泥需求的差异仍然较为明显。中南、西南和西北区域的水泥产量增速明显高于全国水平，反映了当地较为旺盛的水泥需求。东部地区的水泥需求与其投资增速较为一致，落后全国水平。如前所述，4 月份估计这种差异仍会存在，但随着经济的复苏，我们估计这种状况会有逐步改善。

图 4：2008 年及 2009 年前两个月全国各区域水泥产量及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

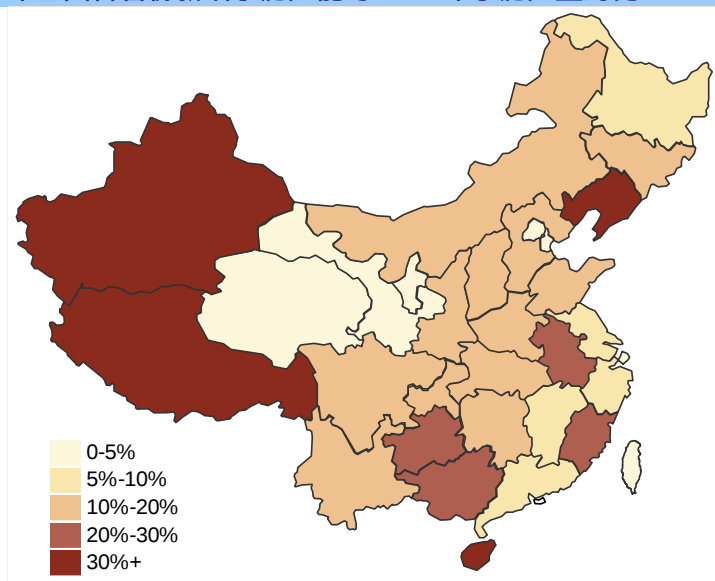
水泥投资高增长，供给压力仍然存在

虽然水泥需求仍保持较为旺盛，但水泥产业的最大压力来自供给层面。水泥行业的新增投资及落后产能淘汰的进度以及区域产业的整合对供给都有影响。

水泥投资高增长，中西部压力加大

从 2008 年我国各省市新增水泥产能看，增量较大的是西藏、新疆、辽宁和海南省，新增水泥产能超过 30%。甘、青、宁区域新增产能最少，中部大部分省份新增产能比例超过了 10%（参见图 5）。

图 5：2008 年全国各省份新增水泥产能与 2008 年水泥产量对比

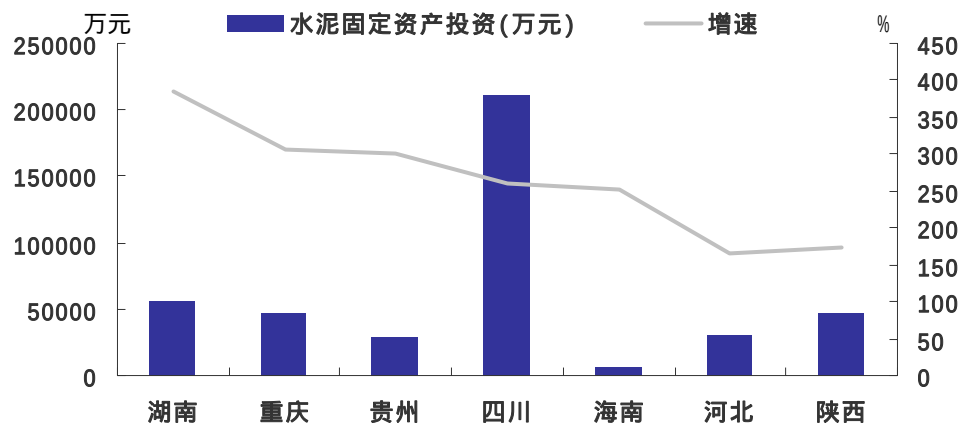


数据来源：数字水泥，安信证券研究中心

我们认为，导致水泥产能投放步入新一轮高峰的主要因素还在于部分区域落后水泥产能的比重较大，国家强制淘汰落后水泥产能的政策为新建水泥产能提供了市场空间。另一方面，国内水泥产业的集中度明显偏低，部分区域较高的水泥盈利水平吸引了产业投资。在国内产业整合完成之前，对于大型水泥企业而言，不断通过新建生产线及区域并购的方式来扩大其市场占有率对于其在将来的产业整合中占据一席之地犹为重要。

由于 2008 年我国东西部水泥企业较大的景气度差异，导致了新增水泥投资在往中西部转移。东部经济交往发达的长三角区域水泥投资出现负增长，而中西部区域由于较大的新型干法水泥发展空间及市场需求的预期较好而投资明显攀升。从图 6 来看，川渝、湖南、贵州、海南的水泥行业投资增速保持在 200% 以上。考虑到新建生产线的周期，这部分新增产能在今年下半年和明年上半年发挥产能的可能性较大。我们估计这种投资的结构差异将贯穿 2009 年全年。

图 6：截至 2009 年 2 月全国水泥投资增速较高的省份投资额及增速



数据来源：数字水泥，安信证券研究中心

关注落后产能淘汰

落后产能淘汰将在今年进入攻坚阶段。2007-2008 年淘汰的落后产能很大程度上存在一定的水分。今年这种因素的影响将大大减少。我们认为，各地落后产能淘汰的进展仍是调节各地水泥供需矛盾的重要因素。中西部区域今年下半年新增产能陆续释放，落后产能能够及时淘汰让出市场空间较为关键。

区域产业整合值得关注

另外一个可能对区域供给影响较大的因素在于区域内产业整合的实施，当然，这也是一个较为漫长的过程。区域内大型水泥企业通过并购的方式来整合区域市场，不但提高了其在区域内的话语权，更为重要的是，可以通过关闭过剩产能来达到区域内水泥供需新的平衡，从而有利于水泥价格的稳定，甚至水泥价格的上涨。

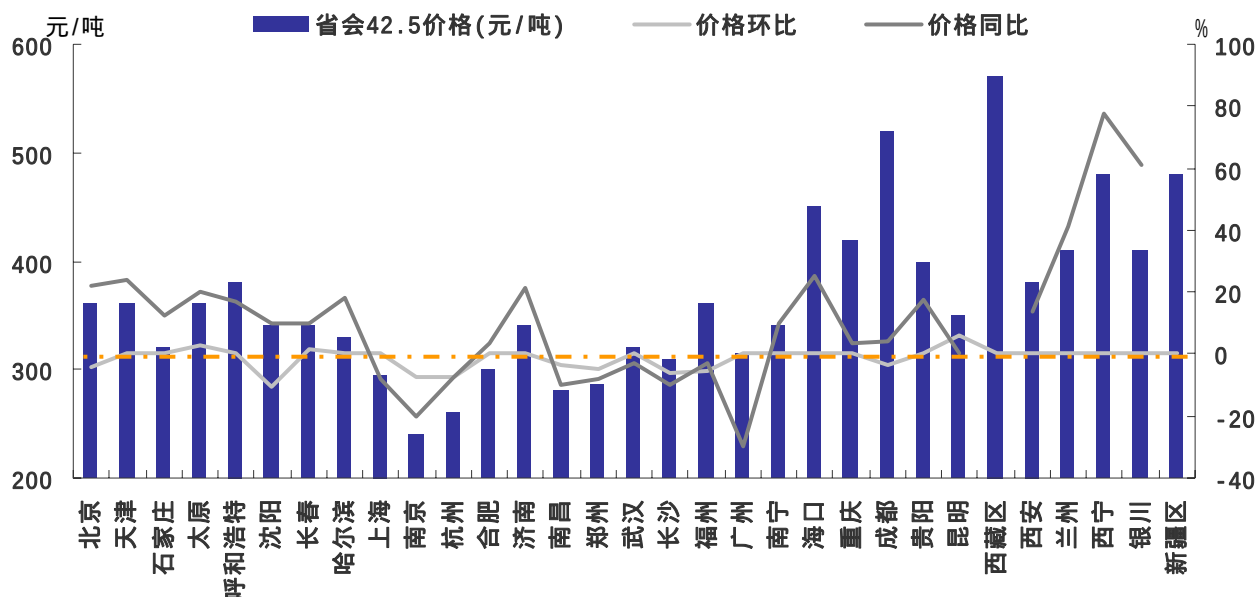
水泥涨价的动力与阻力

3 月份，全国各区域市场水泥价格走势分化明显。由于各区域市场水泥的供需矛盾不同，水泥涨价存在一定的动力与阻力。

水泥价格走势呈现“冰火两重天”

从图 7 中 3 月底我国各省会城市水泥价格及同比、环比涨幅数据可以看到，由于供过于求且水泥需求尚未启动，3 月份华东、华中和华南区域市场水泥价格出现持续下跌。其中，华中区域市场（南昌、郑州、武汉、长沙）同比和环比跌幅最大，分别达到 7.72% 和 3.63%，这也是 2008 年全国新增熟料产能最大的区域，供给的压力非常突出。此外，华东和华南区域水泥价格同比小幅下跌 2.38% 和 1.68%。除西南和西北区域外，3 月份其他区域水泥价格环比都有小幅回落。3 月份，西北区域水泥价格同比上涨 50.26%，是水泥涨价最多的区域。

图 7：2009 年 3 月底省会城市 P.042.5 散装水泥价格及同比、环比涨幅



数据来源：数字水泥，安信证券研究中心

水泥涨价的动力与阻力

3 月份水泥价格的走势反映了水泥涨价的动力与阻力。从水泥涨价动力来看，部分区域固定资产投资保持高增长，水泥需求旺盛，而 2008 年区域新增产能较少，水泥存在明显的供不应求，较为明显的是甘肃、青海和宁夏区域，水泥价格同比大幅上涨。

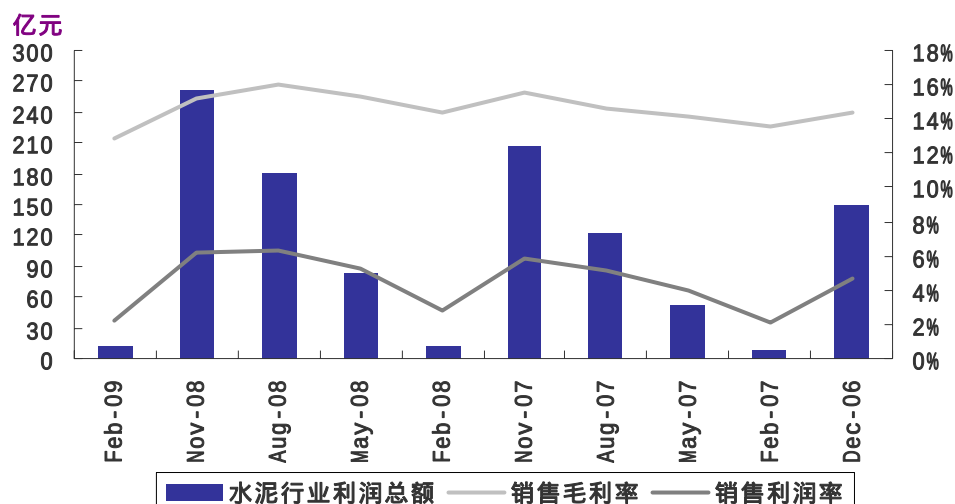
从水泥涨价的阻力来看，第一，基建投资的拉动在 3 月份还不明显，很多重点工程尚未启动，新增产能的释放导致供给压力凸现，比如华北、华东；第二，成本压力不再，去年水泥价格的上涨很大程度上是成本推动型的价格上涨。煤炭价格的持续攀升导致企业生产成本压力增加，水泥企业间较为默契，通过涨价来转移成本。今年煤价压力已经不存在，从去年四季度煤价的持续回落导致水泥企业的成本压力大大缓解，在需求不旺的背景下，维持现有价格甚至小幅下调，水泥企业的盈利能力并没有明显恶化；第三，今年 1-2 月份停产的部分水泥产能在 3 月份需求旺季开工生产，使得市场的供给量明显放大；第四，水泥企业抢占市场份额的需要。在当前能够盈利的价格下，新投产水泥企业实现销量、降低库存的唯一手段就是低价的竞争；第五，天气因素的影响，雨雪天气导致工程施工受到影响，水泥企业出现涨库，在降低库存的压力下，水泥价格上涨难度较大。

4 月份，水泥消费将处在明显的旺季，我们对水泥价格走势仍持谨慎乐观的态度。如果重点工程陆续启动、固定资产投资增速回升带动水泥需求回升的话，供给的压力可以明显缓解，水泥还是存在涨价的基础，尤其是当前价格明显偏低、企业处于微利的华东区域市场。西南、西北和东北市场的价格我们仍然看好。需求的快速启动导致供需矛盾依然突出，水泥价格维持高位甚至继续上涨的可能性较大。

投资策略：关注盈利能力改善与确定性增长

由于东部市场的低迷，水泥行业的盈利能力继续回落。截至今年 2 月份，水泥行业实现利润总额 11.87 亿元，同比下降 5.7%。水泥企业的综合销售毛利率回落至 12.87%，为近三年来的最低点。从销售利润率指标看，今年前两个月的销售利润率为 2.23%，同比及环比明显回落（参见图 8）。由于二季度是水泥消费的旺季，煤炭价格也有回落，我们估计到 5 月份，水泥企业的盈利水平环比会有改善。

图 8：截至 2009 年 2 月全国水泥投资增速较高的省份投资额及增速



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

3 月份，水泥股出现明显的滞涨，主要还是缺乏利好的刺激。经过前期估值水平的上升，现在水泥股股价的驱动力将主要来自盈利的兑现。而从刺激因素看，水泥涨价是最有效的。我们对 4 月份水泥企业盈利的改善持乐观的态度，再考虑政府基建投资的最早受益，我们维持水泥行业“领先大市-B”的投资评级。从区域分化看，西部区域水泥企业一季度量价同比都有较高增长，一季报盈利超预期的可能性较大，我们仍然最看好祁连山、赛马实业。东部地区水泥企业由于一季度价格低迷，一季度盈利压力较大，但是，东部区域水泥企业的产能规模都较大，一旦固定资产投资增速能有明显反弹并带动水泥价格上涨，企业盈利的恢复将更为明显，我们持谨慎乐观的态度。海螺水泥区域水泥价格最低，随着需求的恢复，价格上涨的动力最大，也是长期最看好的水泥股。黑吉两省固定资产投资规模较大，区域整合取得较大进展且重点工程受益最大的亚泰集团存在一定的交易性机会。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-04-06

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E				
建材																
600585	海螺水泥	买入-B	增持-A	1.41	1.48	1.90	25	24	18	22.5%	11.0%	13.0%	35.13	42.00	20070813	-36%
600801	华新水泥	增持-A	增持-A	0.72	1.14	1.41	32	20	16	17.3%	11.3%	10.0%	22.86	29.00	20070807	-5%
600720	祁连山	买入-A	买入-B	0.01	0.45	0.69	843	26	17	0.6%	16.0%	20.0%	11.63	15.00	20081222	67%
000401	冀东水泥	买入-B	增持-A	0.30	0.40	0.58	47	35	24	13.8%	9.0%	11.0%	14.16	15.00	20070813	-7%
600449	赛马实业		增持-A	0.60	1.40	1.70	45	19	16	12.5%	14.0%	15.0%	25.62	32.00	20081222	44%

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034