

水泥制造

王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn



水泥行业

踏准“估值轮动”，关注大水泥

——水泥行业下一阶段投资策略

推荐（上调）

2009年5月4日

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
海螺水泥	1.86	2.50	推荐
华新水泥	1.40	2.00	推荐
冀东水泥	0.53	0.81	推荐
祁连山	0.70	0.76	推荐
赛马实业	1.82	2.32	推荐

行业走势



相关报告

水泥制造：《业绩基本符合预期》2009-4-27

水泥制造：《公司所在市场表现平淡》2009-4-23

水泥制造：《淡季不淡，业绩表现靓丽》2009-4-23

投资要点

● **东、西部水泥行业冰火两重天。**（1）财政刺激政策开始显现效应，水泥需求回升明显，但区域间水泥需求差异明显，受工业经济及房地产行业的下滑，三大经济区（长三角、珠三角及环渤海）的水泥需求表现疲弱；（2）水泥价格也是表现为西强、东弱，西北、西南水泥价格维持高位，同比涨幅明显，而长三角、珠三角的水泥价格迭创新低，已跌破08年的低位水平；（3）东、西部水泥行业盈利出现明显分化，西部水泥盈利同比大幅增长，而东部、南部水泥企业盈利表现不佳。

● **下一阶段水泥市场展望。**（1）从水泥价格来看，西部水泥价格仍将维持高位，由于煤价同比回落明显，西部水泥基本处于暴利状态，尽管西部水泥供需仍紧张，水泥价格仍有小幅上涨可能，但由于行业暴利而大幅提升价格，相反东、南部水泥行业已经逐渐走出低谷，水泥价格开始显现上涨苗头，我们认为其后市水泥价格上涨的空间大。（2）从行业盈利来看，由煤价的回落及水泥价格高位运行，西部水泥行业业绩继续保持快速增长，东、南部的水泥行业随着水泥价格的回升，盈利状况也有望探底回升。

● **把握“估值轮动”与“估值提升”机会。**“估值轮动”：08年10月底大幅上涨主要是政策预期所推动，由于主流水泥公司经营上没有实质性转好，使得估值继续提升受到压制。在此背景下，水泥板块机会在于估值的轮动，也就是当市场整体估值提升使得二者溢价减少时，在水泥行业相关利好刺激下，水泥板块有望启动补涨行情。“估值提升”：我们认为水泥板块估值溢价要想继续得到提升，主流水泥公司的经营能否改善成为关键，如果主流的水泥公司经营能出现探底回升，则水泥板块估值有望再上一台阶。

● **上调行业至“推荐”评级。**我们认为随着水泥股估值与市场估值溢价的减少，在水泥价格回升及政策预期推动的背景下，水泥板块有望启动补涨行情，我们上调水泥行业至“推荐”评级。对于补涨行情过去之后，我们密切关注主流水泥公司的经营能否切实改善，这将是决定下一阶段水泥板块估值能否提升的关键。

● **东、西部水泥股投资思路：**西部水泥企业09年盈利仍将保持高速增长，西部水泥股在09年底之前仍可以持有；对于东部的水泥企业，尽管短期仍处于行业底部，但近期该区域的水泥价格开始显现上涨苗头，如果其从底部回升的趋势能够确认，那么这种类型公司的业绩弹性将更大。

● **我们建议关注三大大水泥：**海螺水泥、冀东水泥及华新水泥。

目 录

1 东、西部水泥市场冰火两重天	- 3 -
1.1 经济刺激政策显效应，三大经济区水泥需求仍低迷	- 3 -
1.2 西部水泥价格维持高位，东、南部水泥价格迭创新低	- 5 -
1.3 东、西部水泥行业的盈利能力出现明显分化	- 8 -
1.4 上市公司与行业情况吻合，东、西部也出现明显分化	- 9 -
2 下一阶段水泥市场走势展望	- 9 -
2.1 东、南部水泥行业已见底，水泥价格上涨空间大于西部	- 9 -
2.2 西部盈利保持快速增长，东、南部盈利则有望逐渐回升	- 10 -
3 估值讨论：把握“估值轮动”与“估值提升”机会	- 11 -
4 投资策略：上调行业至“推荐”评级，关注三大水泥股	- 12 -
4.1 水泥板块将启动补涨行情，上调行业至“推荐”评级。	- 12 -
4.2 关于东部、西部水泥行业的投资思路	- 13 -
图 1：我国水泥月产量及增速	- 3 -
图 2：我国铁路、道路、交运及房地产投资同比增长情况	- 3 -
图 3：我国分区域房地产投资占固定资产投资比重的情况	- 5 -
图 4：我国分区域房地产投资增速情况	- 5 -
图 5：华东地区各省市水泥月价格	- 6 -
图 6：中南地区各省市水泥月价格	- 6 -
图 7：华北地区各省市水泥月价格	- 6 -
图 8：东北地区各省市水泥月价格	- 7 -
图 9：西北地区各省市水泥月价格	- 7 -
图 10：西南地区各省市水泥月价格	- 7 -
图 11：水泥行业分区域毛利率情况	- 8 -
图 12：分季度水泥行业分区域利润总额同比增长情况	- 8 -
图 13：全国水泥行业的月度吨净利润走势	- 10 -
图 14：分地区水泥用煤价格走势	- 10 -
图 15：华北地区水泥价格煤炭成本差	- 11 -
图 16：东北地区水泥煤炭成本差	- 11 -
图 17：华东地区水泥价格煤炭成本差	- 11 -
图 18：中南地区水泥煤炭成本差	- 11 -
图 19：西南地区水泥价格煤炭成本差	- 11 -
图 20：西北地区水泥煤炭成本差	- 11 -
图 21：五大水泥股动态 PE 相对沪深 300 动态 PE 的溢/折价	- 12 -
表 1：2009 年 1-3 月份全国各省市水泥产量及同比情况	- 4 -
表 2：2009 年一季度上市公司收入及净利润同比增长情况	- 9 -
表 3：重点跟踪水泥股的估值水平	- 13 -

1 东、西部水泥市场冰火两重天

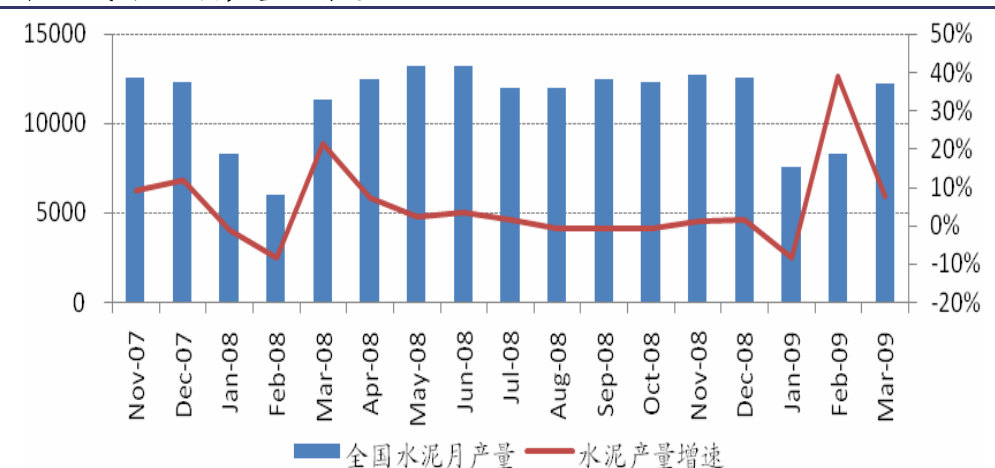
1.1 经济刺激政策显效应，三大经济区水泥需求仍低迷

● 经济刺激政策显效应，水泥需求回升明显

根据国家统计局数据，09年1-3月份，累计水泥产量为2.81亿吨，同比增长12.92%，高于去年同期3.7个百分点，全国水泥需求回升明显。我们认为主要是由于国家财政政策刺激政策开始逐步落实，对水泥需求形成拉动的缘故，如09年1-3月份，全国除房地产投资增速同比下滑外，铁路、道路及交运投资增速都出现大幅增长。

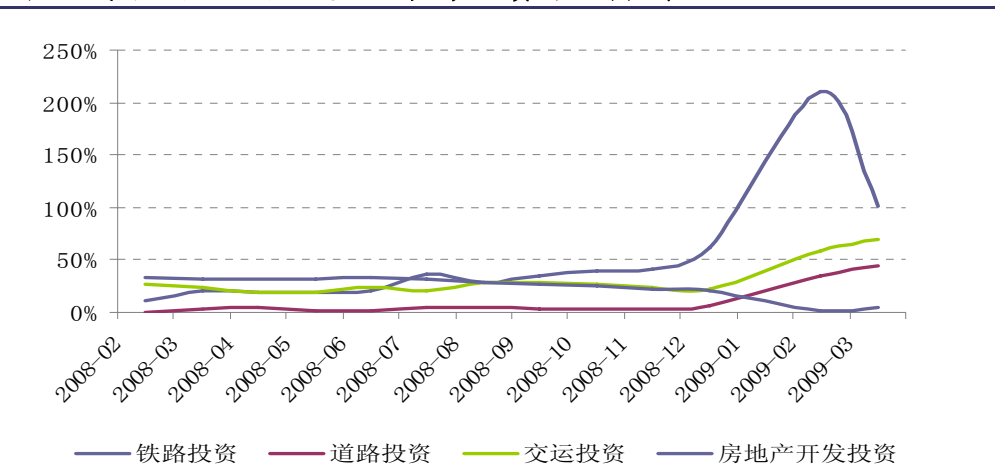
其中，3月份水泥产量为1.22亿吨，同比增长10.09%，增速比上月增速回落28.94个百分点，主要是由于去年同期是春节且南方遭遇雪灾导致2月份基数偏低。

图1：我国水泥月产量及增速



数据来源：兴业证券研发中心

图2：我国铁路、道路、交运及房地产投资同比增长情况



数据来源：兴业证券研发中心

● 受工业及房地产下滑影响，三大经济区的水泥需求表现疲弱

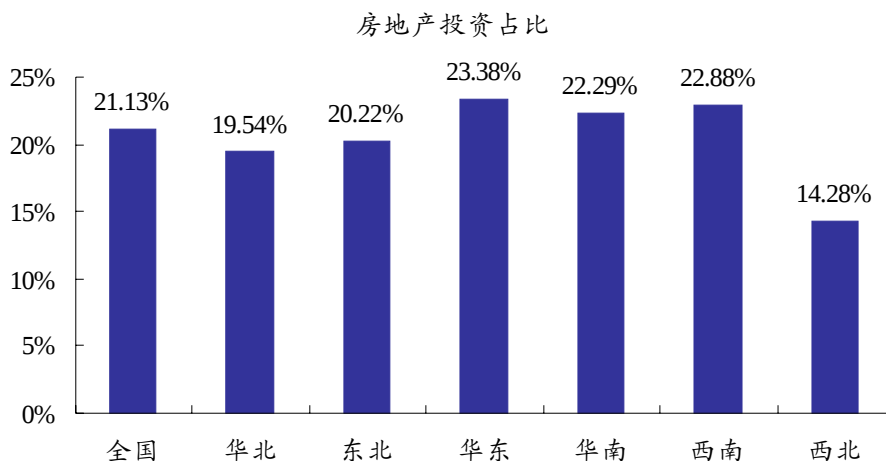
从 2009 年 1-3 月份分区域水泥产量来看，西南、西北及东北（除吉林）水泥需求增长都不错，而长三角、珠三角及环渤海三大经济区的水泥需求表现疲弱，我们认为主要是由于受经济危机影响，工业经济及房地产出现一定程度下滑，而三大经济区的工业发达且房地产投资占固定资产投资比重较大的缘故。

表 1：2009 年 1-3 月份全国各省市水泥产量及同比情况

地 区	3 月水泥产量			累计水泥产量	
	本月产量 (万吨)	较上月 增长 (%)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)
全国	12206.74	47.25	10.09	28049.19	12.92
华北	1307.92			2499.39	3.32
北京	84.41	282.47	-1.31	139.55	-19.52
天津	52.16	186.59	3.08	96.21	-1.09
河北	773.88	81.01	-4.34	1505.72	-1.96
山西	183.25	156.65	14.21	311.91	4.72
内蒙古	214.22	66.05	34.18	445.99	34.43
东北	1171.35		29		26.77
辽宁	293.82	77.79	32.29	529.19	29.11
吉林	271.8	119.70	17.48	391.73	2.57
黑龙江	157.1	151.67	37.81	277.76	48.64
华东	3065.42			10738.18	4.91
上海	53.91	54.92	-13.47	127.29	-12.46
江苏	1118.55	28.20	-8.97	2817.65	3.66
浙江	759.22	78.91	-14.02	1715.57	-12.76
安徽	525.93	44.95	16.34	1245.67	27.62
福建	436.37	38.69	10.89	1100.51	7.25
江西	435.43	11.43	8.2	1160.14	19.78
山东	1130.76	38.62	-3.7	2571.35	1.25
中南	4406.26			8159.12	23.34
河南	900.14	33.46	6.62	2208.53	9.23
湖北	562.53	12.79	17.27	1319.81	33.29
湖南	528.4	23.84	41.19	1321.24	43.17
广东	758.82	45.77	7.82	1902.48	2.06
广西	458.14	35.65	39.51	1256.08	30.03
海南	64.77	58.51	20.97	150.97	22.28
西南	2372.66			4099.69	32.64
重庆	285.2	43.34	20.36	722.4	16.35
四川	757.97	49.00	42.23	1809.39	35.56
贵州	201.24	29.12	34.62	487.35	49.22
云南	422.38	37.50	38.5	1066.99	28.93
西藏	13.55		44.47	13.55	33.14
西北	735.79			1318.12	30.72
陕西	366.31	82.78	15.28	723	22.79
甘肃	142.55	63.35	22.66	259.2	26.31
青海	45.65	80.62	25.06	81.19	31.61
宁夏	76.87	267.41	36.42	104.13	48.4
新疆	104.41	234.93	9.95	150.6	24.51

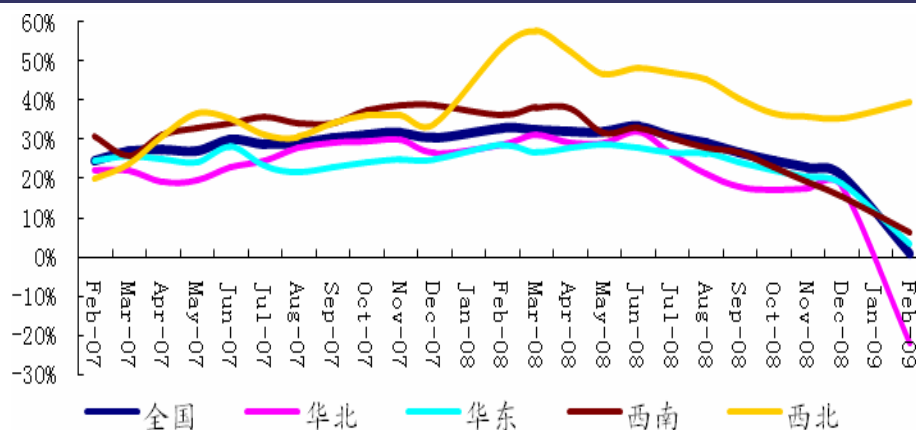
数据来源：兴业证券研发中心

图 3：我国分区域房地产投资占固定资产投资比重的情况



数据来源：兴业证券研发中心

图 4：我国分区域房地产投资增速情况

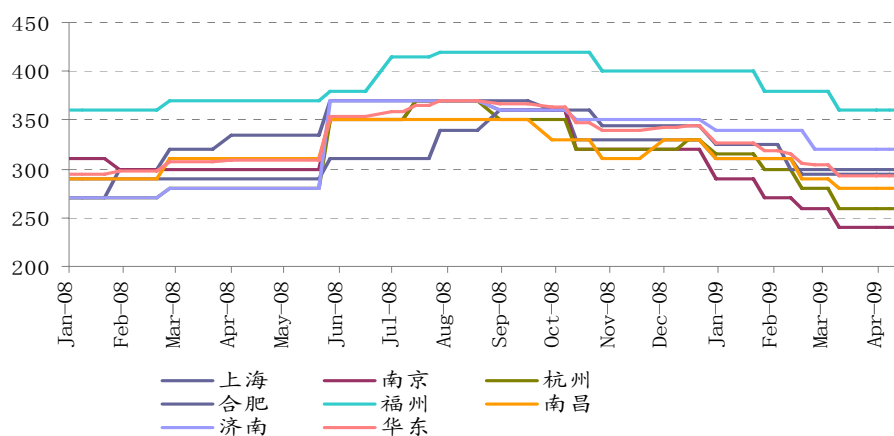


数据来源：兴业证券研发中心

1.2 西部水泥价格维持高位，东、南部水泥价格迭创新低

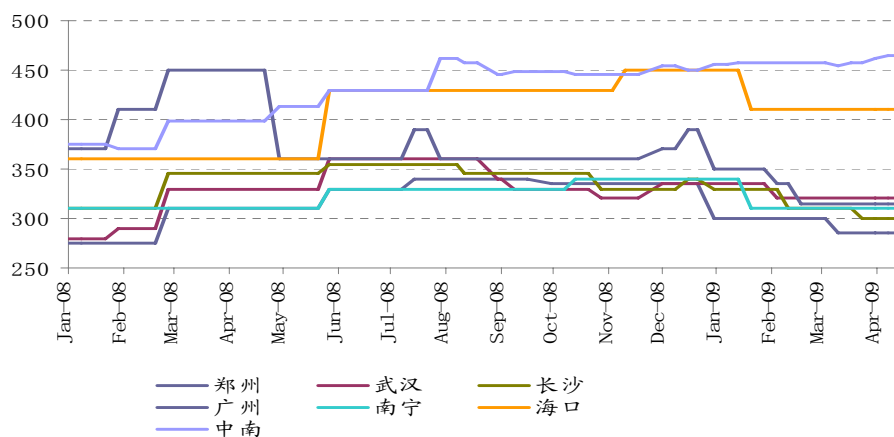
水泥价格表现呈现明显的西强、东弱，西北、西南及东北水泥价格基本维持在相对高位，尤其是西北区域水泥价格同比涨幅很大，目前西北区域的水泥价格多在 400-450 元/吨，而去年同期仅为 250-300 元/吨；而东、南部大部区域的水泥价格表现低迷，尤其是东部的长三期及南部的珠三角，水泥价格迭创新低，如广州的水泥价格从去年高位的 460 元/吨回落到目前的 315 元/吨，长三角的上海、杭州及南京地区的水泥价格也都跌破了 08 年的低位。

图 5: 华东地区各省市水泥月价格



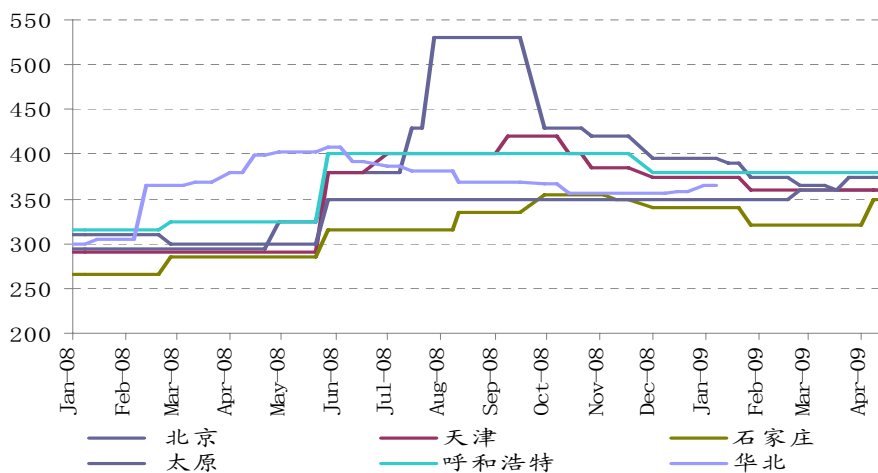
数据来源: 兴业证券研发中心

图 6: 中南地区各省市水泥月价格



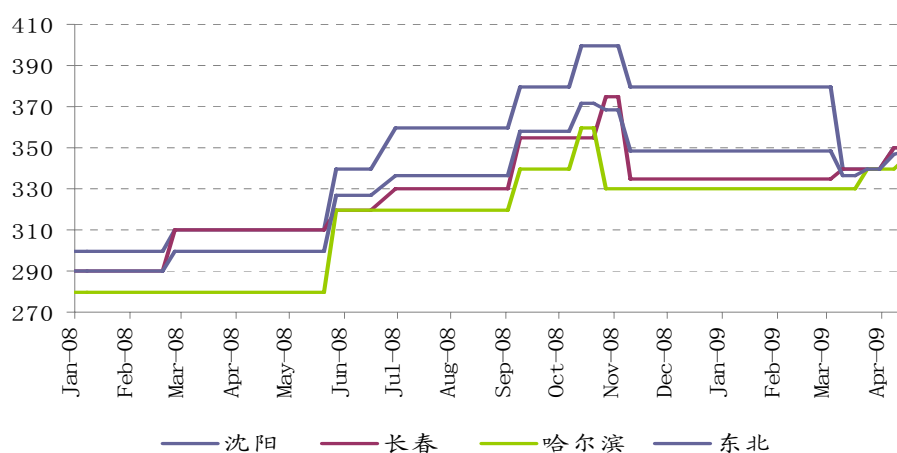
数据来源: 兴业证券研发中心

图 7: 华北地区各省市水泥月价格



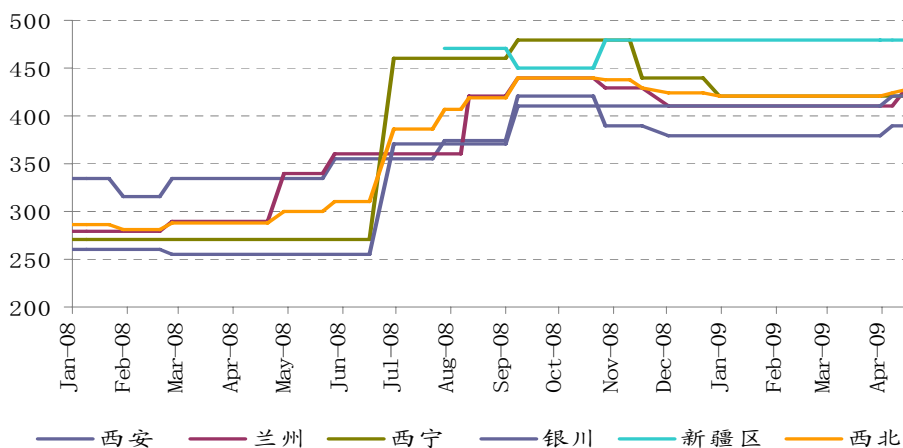
数据来源: 兴业证券研发中心

图 8: 东北地区各省市水泥月价格



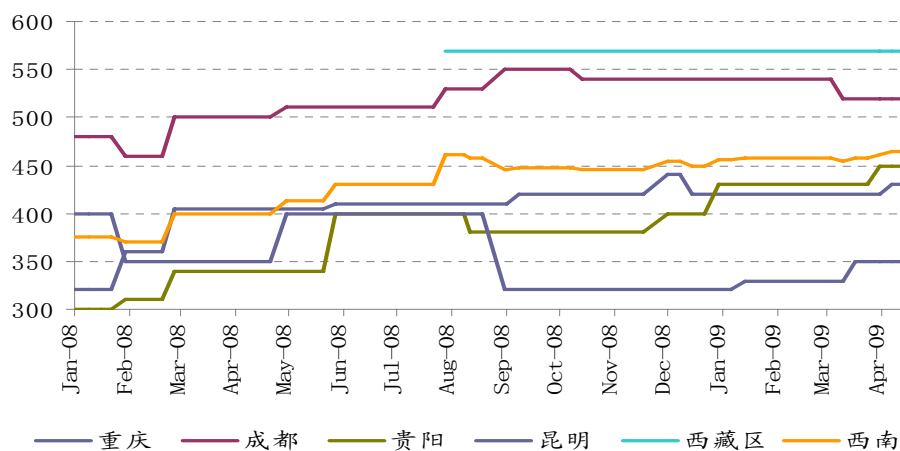
数据来源: 兴业证券研发中心

图 9: 西北地区各省市水泥月价格



数据来源: 兴业证券研发中心

图 10: 西南地区各省市水泥月价格



数据来源: 兴业证券研发中心

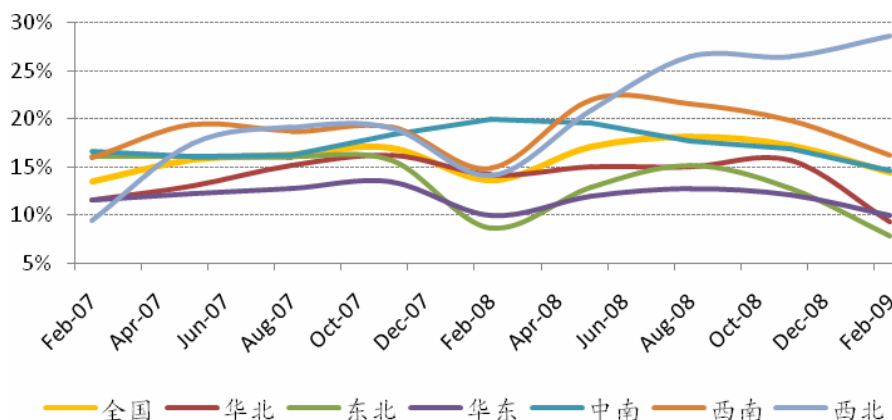
1.3 东、西部水泥行业的盈利能力出现明显分化

从 09 年 1-2 月份水泥行业的盈利表现来看，西强、东弱的格局十分明显。

✓ 从毛利率指标来看：西北的毛利率表现最为突出，一季度是西北地区全年最淡的季度，但由于水泥价格维持高位，西北水泥毛利率同比上涨了 14.6 个百分点，西南水泥的毛利率同比也略有上涨，而长三角、珠三角的水泥毛利率同比都呈现下滑态势。

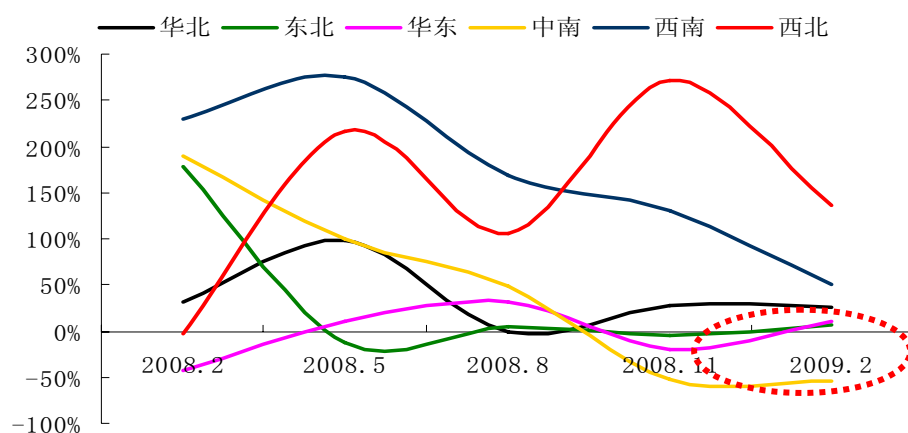
✓ 从行业利润来看：2009 年 1-2 月份水泥行业利润同比下滑了 5.7%，其中西北、西南水泥行业利润总额同比增长分别为 135.4%、49.6%；东部、南部水泥行业盈利表现不佳，中南的水泥行业利润同比下降了 53.6%，尽管东部的水泥行业利润同比增长了 10.7%，我们认为更主要是 08 年同期东部遭遇雪灾影响，基数相对较低的缘故。

图 11：水泥行业分区域毛利率情况



数据来源：兴业证券研发中心

图 12：分季度水泥行业分区域利润总额同比增长情况



数据来源：兴业证券研发中心

1.4 上市公司与行业情况吻合，东、西部也出现明显分化

东、西部上市公司的盈利也出现明显分化，东部的盈利情况同比下滑明显，如东部水泥收入合计同比增长了 11.31%，但净利润则同比下降了 22.66%，显示出东部的盈利能力出现下滑；而西部水泥企业收入合计增长 48.14%，但净利润则大幅增长 120.37%，显示出西部水泥企业盈利能力同比大幅提升。

表 2：2009 年一季度上市公司收入及净利润同比增长情况

证券简称	营业收入（万元）			净利润（万元）		
	2008Q1	2009Q1	同比增长	2008Q1	2009Q1	同比增长
海螺水泥	461499	514516	11.50%	44960	40894	-9.00%
华新水泥	103926	128050	23.21%	2846	3029	6.41%
亚泰集团	86267	108733	26.04%	7881	5676	-27.98%
冀东水泥	69684	61431	-11.84%	-1922	-1703	11.37%
塔牌集团	48389	54114	11.85%	6054	3377	-44.45%
尖峰集团	21209	23855	12.47%	-148	-298	-102.15%
福建水泥	30123	22475	-25.39%	-1332	-4100	-207.81%
江西水泥	36059	46158	28.01%	2029	121	-94.04%
太行水泥	25480	24271	-4.74%	-1581	-586	62.94%
巢东股份	8987	9899	10.15%	-1045	-2581	-147.06%
同力水泥	13905	15205	9.35%	1015	850	-16.29%
狮头股份	9400	11126	18.36%	216	200	-7.14%
ST 大水	1322	-	-100.00%	-1338	-303	77.34%
东中部合计	916250	1019833	11.31%	57635	44576	-22.66%
天山股份	28744	39663	37.99%	-2762	-3398	-23.10%
祁连山	21980	44580	102.82%	-114	4725	4248.55%
ST 秦岭	14959	16151	7.96%	-3799	-4588	-20.76%
赛马实业	7777	15128	94.52%	-972	2466	353.77%
*ST 双马	14986	15836	5.67%	814	1142	40.29%
青松建化	10302	13372	29.81%	301	1363	353.04%
西水股份	5264	7659	45.50%	-523	107	120.52%
四川金顶	10837	17744	63.74%	246	-430	-274.98%
西部合计	114849	170133	48.14%	-6809	1387	120.37%
总合计	1031099	1189966	15.41%	50826	45963	-9.57%

资料来源：Wind 资讯，兴业证券研发中心

2 下一阶段水泥市场走势展望

2.1 东、南部水泥行业已见底，水泥价格上涨空间大于西部

目前西部水泥需求旺盛，且新建产能至少要到 09 年底才开始释放，我们认为目前市场供求格局应该支持提价，但由于煤价同比大幅回落，而水泥价格则维持高位，使得目前西部水泥处于暴利状态，相反其它行业受经济影响盈利下滑明显，因此，我们认为如果成本没有出现上涨的话，西部水泥企业很难找到继续提价的理由。

一般而言，水泥行业 3 月份之后就逐渐进入消费旺季。但 09 年 3 月份以来，东部、

南部水泥行业旺季不旺，水泥价格甚至迭创新低，直到4月中下旬，长三角、珠三角的水泥价格才开始呈现上涨的苗头。目前浙江又开始推行限产提价，我们认为随着天气的继续转暖及政府4万亿投资效应进一步显现，水泥价格将会逐渐回升，由于东、南部水泥价格是从底部启动，我们认为其水泥价格上涨的空间大于西部。

图 13: 全国水泥行业的月度吨净利润走势



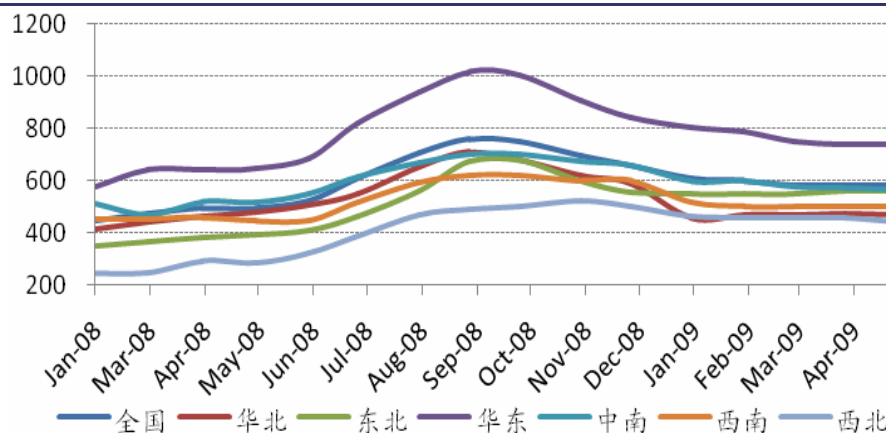
数据来源：兴业证券研发中心

2.2 西部盈利保持快速增长，东、南部盈利则有望逐渐回升

对行业盈利同比情况的判断：根据我们对09年3-4月份水泥价格及煤炭价格的跟踪，西北地区的“水泥价格-煤炭成本”同比大幅上涨，这就意味着09年中期西北水泥盈利仍将保持快速增长；而华东、中南的“水泥价格-煤炭成本”低于去年同期，这就意味着09年中期东部、南部的水泥盈利同比将出现下滑。

对行业盈利环比情况的判断：由于西部水泥价格一直持续高位，盈利仍将维持高位；东部、南部随着水泥价格的探底回升，其盈利情况则有望探底回升。

图 14: 分地区水泥用煤价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

图 15: 华北地区水泥价格煤炭成本差

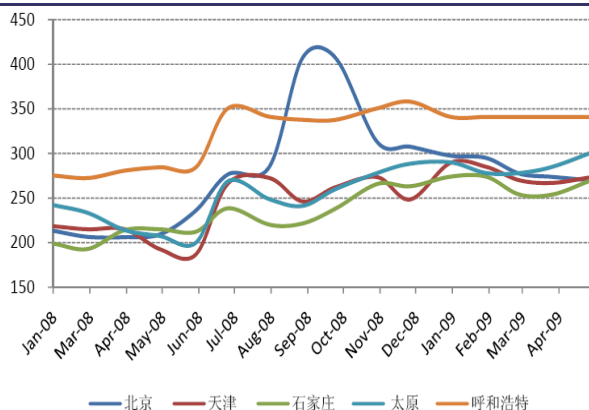


图 16: 东北地区水泥煤炭成本差

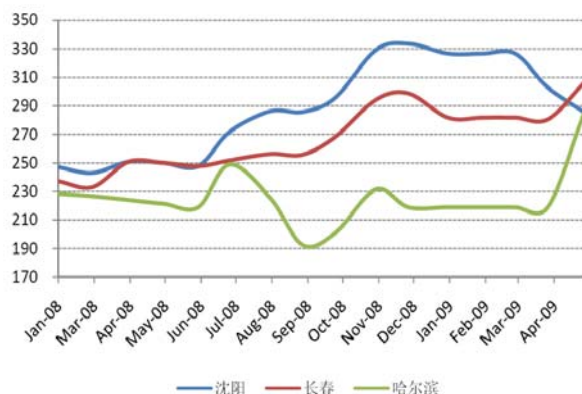


图 17: 华东地区水泥价格煤炭成本差

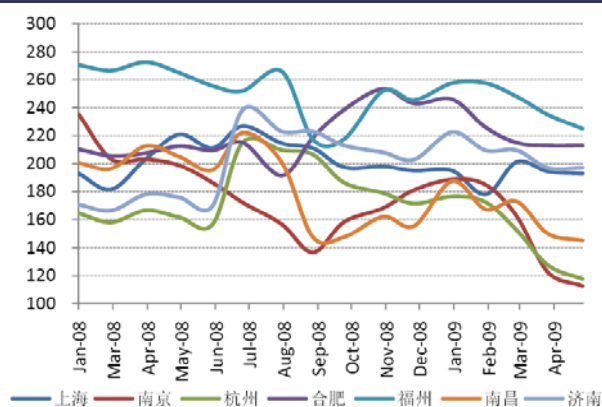


图 18: 中南地区水泥煤炭成本差

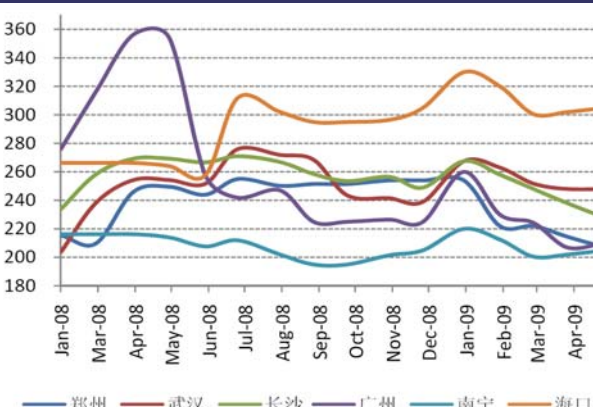


图 19: 西南地区水泥价格煤炭成本差

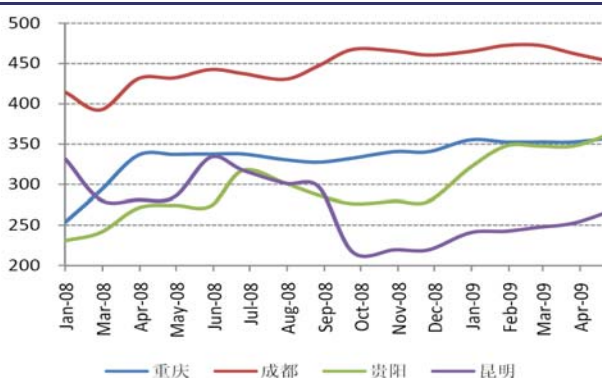


图 20: 西北地区水泥煤炭成本差



3 估值讨论：把握“估值轮动”与“估值提升”机会

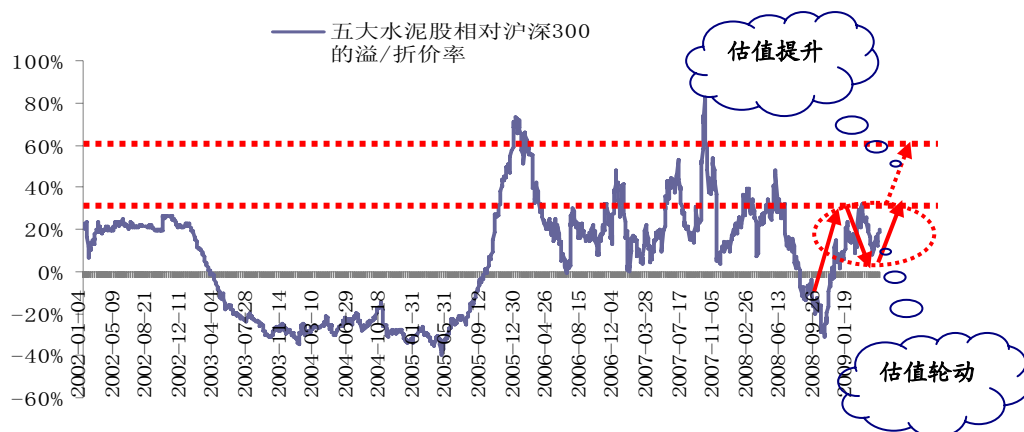
从历史来看，当水泥行业景气向下时，主要水泥股估值相对沪深 300 的是折价的；

在水泥行业呈现景气向上时，主要水泥股相对于市场估值是有溢价的，估值溢价的中枢在 40% 左右。自 2008 年 10 月底以来，受政策预期推动力，主要水泥股估值较沪深 300 估值由折价转溢价，期间较沪深 300 估值最大溢价超过 30%，我们认为下一阶段投资水泥股思路在于准确把握“估值轮动”与“估值提升”。

✓ **估值轮动**：前期上涨主要是政策预期所推动，但由于主流水泥公司经营上没有实质性转好，使得估值继续提升受到压制。在此背景下，水泥板块机会在于估值的轮动，也就是当市场整体估值提升使得二者溢价减少时，在水泥行业相关利好（如水泥价格上涨或行业数据环比回升等）刺激下，水泥板块有望启动补涨行情。

✓ **估值提升**：我们认为水泥板块估值溢价要想继续得到提升，主流水泥公司的经营能否改善成为关键，如果主流水泥公司经营能出现探底回升，则水泥板块估值有望再上一台阶。

图 21：五大水泥股动态 PE 相对沪深 300 动态 PE 的溢/折价



数据来源：兴业证券研发中心整理

注释：五大水泥股包括在：海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山、赛马实业

4 投资策略：上调行业至“推荐”评级，关注三大水泥股

4.1 水泥板块将启动补涨行情，上调行业至“推荐”评级。

首先：我们认为随着水泥股估值与市场估值溢价的减少，在水泥价格回升及政策预期推动的背景下，水泥板块有望启动补涨行情，主要是由于：（1）近期低迷区域的水泥价格开始呈现上涨苗头，尽管是正常的旺季提价，但显示出需求有回暖迹象；（2）国家下调项目资本金比例，对经济发达地区的房地产及工业都产生比较积极的影响，从而拉动经济发达区域的水泥需求。

基于上述分析，我们上调水泥行业至“推荐”评级。对于补涨行情过去之后，我们密切关注主流水泥公司的经营能否切实改善，这将是决定下一阶段水泥板块估值能否提升的关键。

4.2 关于东部、西部水泥行业的投资思路

西部水泥企业 09 年盈利仍将保持高速增长，尽管西北地区水泥产能扩张过快，但产能最早也要在 09 年底开始释放，因此，西部水泥行业在 09 年底之前仍可以持有，但由于目前西部水泥行业处于暴利状态，且新建产能投资过快，对于 10 年之后则要相对谨慎一些。

对于东部的水泥企业，尽管短期仍处于行业底部，但近期该区域的水泥价格开始显现上涨苗头，如果其从底部回升的趋势能够确认，那么这种类型公司的业绩弹性将更大。

我们建议重点关注三大大水泥：海螺水泥、冀东水泥及华新水泥。

表 3：重点跟踪水泥股的估值水平

公司简称	EPS			PE (X)			PB (X)	吨水泥 EV (元)	08 年吨水 泥净利	投资评 级
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E				
海螺水泥	1.48	1.86	2.50	30.0	23.9	17.7	3.0	809	26	推荐
冀东水泥	0.38	0.53	0.81	43.2	31.0	20.3	3.4	525	26	推荐
华新水泥	1.14	1.4	2	23.6	19.2	13.5	2.6	810	26	推荐
赛马实业	1.4	1.82	2.32	19.6	15.1	11.8	3.2	872	35	推荐
祁连山	0.45	0.7	0.76	28.0	18.0	16.6	4.5	1075	62	推荐

资料来源：兴业证券研发中心

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。