

水泥制造

李 凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

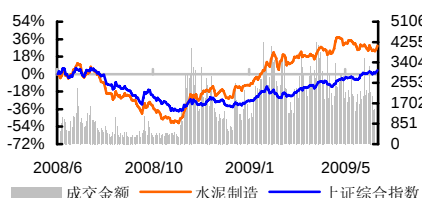
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	22
总市值 (亿元)	1699
占 A 股比例 (%)	0.45%
平均市盈率 (倍)	25.8

行业表现

(%)	1M	3M	6M
水泥制造	-3.66	10.08	55.26
上证综合指数	7.58	28.34	41.58



相关报告

水泥行业 2 季度投资策略报告-预期反映充分 等待业绩回暖 09/04/07

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 年中期投资策略

中性

需求复苏预期充分，产能超预期扩张或影响利润增速

投资要点:

- 关于复苏的预期在年初的上涨里已经充分反映。我们认为去年 11 月到今年 2 月份的水泥板块的上涨反映了 4 万亿投资带来的水泥需求复苏，而 4-5 月份以海螺为代表的水泥板块的上涨则反映了房地产复苏带来的水泥需求的恢复；
- 未来板块走势的关键在于业绩是否能如期释放。我们判断在所有需求复苏的因素都反映完以后，板块是否能继续上涨依赖于业绩能否如期释放来化解目前的高估值压力；
- 过高的行业投资有可能使需求增加导致业绩增长的预期落空。在我们去年 11 月份推荐水泥行业中有一个重要的前提假设是行业投资在今年上半年出现明显的下滑，而现实的情况是今年上半年非金属制品业和水泥行业的固定资产投资增速分别高达 56.2% 和 78.6%。按照我们的测算，从目前的情况而言，09 年新增产能将超过新增需求，也就是说需求 10% 以上的增长并不能缓解 08 年以来的产能明显过剩的情况。这可能使市场对需求恢复增长导致业绩明显上升的预期落空；
- 下调行业投资评级为中性。行业投资的过快增长使本次“去产能化”阶段的时间跨度将有可能超出我们的预期，行业整体业绩明显复苏有延后的风险。行业中我们相对看好产能扩张速度偏慢的区域，推荐海螺、塔牌、华新和冀东，随着行业内本轮大规模的产能建设完成，上述公司在各自目标市场的相对市场领先地位将得以确立，从而能够在接下来的行业整合中有所受益。对处于未来供给有较大压力区域的天山股份、赛马实业给予“中性”的投资评级。

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	1.66	1.93	27.9	24.8	21.3	推荐
000401	冀东水泥	0.38	0.52	0.76	36.8	26.9	18.4	推荐
600801	华新水泥	1.14	1.28	1.51	20.5	18.3	15.5	推荐
002233	塔牌集团	0.49	0.59	0.75	29.7	24.5	19.3	推荐
000877	天山股份	0.62	0.83	0.76	22.5	16.7	18.2	中性
600449	赛马实业	1.40	1.67	1.56	18.4	15.4	16.5	中性

目 录

1、板块表现回顾及中期投资策略	4
1.1 需求预期带来的板块估值修复完成，市场转向关注实质业绩.....	4
1.2 供给压力显现，业绩表现取决于“去产能化”进程.....	5
2、需求量快速恢复，产品价格未有明显上升	5
2.1 基建项目拉动效应显现，全年需求增速将恢复至 10%左右.....	5
2.2 人均消费量离中长期的理论峰值水平尚有较大增长空间.....	6
2.3 产能压力抑制水泥价格大幅提升.....	8
3、行业供给延续快速增长	9
3.1 09 年上半年行业新增投资增速仍在 70%以上.....	9
3.2 新型干法比例快速上升，落后淘汰对供给增加的缓冲效应趋减.....	10
4、行业供需结论分析	11
4.1 水泥投资高增长将延缓行业盈利复苏步伐.....	11
4.2 行业盈利增速的情景分析.....	12
5、分区域市场分析	13
5.1 华东地区市场分析.....	14
5.2 华北地区市场分析.....	15
5.3 中南地区市场分析.....	16
5.4 东北地区市场分析.....	17
5.5 西南地区市场分析.....	18
5.6 西北地区市场分析.....	19
6、主要公司盈利预测	20
6.1 海螺水泥——推荐.....	20
3.2 华新水泥——推荐.....	21
3.3 冀东水泥——推荐.....	23

图表目录

图 1 08 年下半年以来的水泥需求月度增速及板块估值.....	4
图 2 08 年底以来行业盈利能力变动及板块估值.....	5
图 3 06 年以来各月水泥产量及同比增速	6
图 4 全国城镇固定资产投资增速的行业贡献分解.....	6
图 5 房地产开发投资月度投资额及增速	6
图 6 国外（地区）水泥消费峰值出现的时间与对应的城市化率水平.....	7
图 7 1980 年代以来我国东、中、西部的人均累积水泥消费量.....	7
图 8 华东地区 PO42.5 水泥价格	8
图 9 中南地区 PO42.5 水泥价格	8
图 10 华北地区 PO42.5 水泥价格	8
图 11 东北地区 PO42.5 水泥价格	8

图 12 西北地区 PO42.5 水泥价格	9
图 13 西南地区 PO42.5 水泥价格	9
图 14 2001 年以来水泥行业投资规模与行业盈利水平的对应关系	10
图 15 09 年前 5 月水泥行业单月固定资产投资及同比增速	10
图 16 历年新增熟料产能与淘汰产能对比	11
图 17 新型干法比例较高省区的水泥投资增速（08 年数据）	11
图 18 历年水泥新增净产能与新增需求分析	12
图 19 华东地区月度水泥产量及增速分析	14
图 20 华东主要省份历年新型干法新增产能分析	15
图 21 09 年前 5 月全国各区域的水泥投资增速对比	15
图 22 华北地区月度水泥产量及增速分析	15
图 23 华北主要省份历年新型干法新增产能分析	16
图 24 中南地区月度水泥产量及增速分析	16
图 25 中南主要省份历年新型干法新增产能分析	17
图 26 东北地区月度水泥产量及增速分析	17
图 27 东北主要省份历年新型干法新增产能分析	18
图 28 西南地区月度水泥产量及增速分析	18
图 29 西南主要省份历年新型干法新增产能分析	19
图 30 西北地区月度水泥产量及增速分析	19
图 31 西北主要省份历年新型干法新增产能分析	20
图 32 海螺水泥历年熟料产能变化	20
图 33 华新水泥历年熟料产能及增速	22
图 34 华新水泥 09 年底熟料产能的省际构成预计	22
图 35 冀东水泥熟料产能及增速	23
表 1 水泥行业年度净产能增加分析	12
表 2 2010 年水泥需求增速的情景分析	13
表 3 2010 年水泥行业利润增速的情景分析	13
表 4 水泥上市板块利润增速的情景分析（以市值居前的 5 家企业为样本）	13
表 5 国内市场区域划分	13
表 6 海螺水泥盈利预测	21
表 7 华新水泥盈利预测	23
表 8 冀东水泥盈利预测	24

1、板块表现回顾及中期投资策略

1.1 需求预期带来的板块估值修复完成，市场转向关注实质业绩

去年 11 月到今年 3 月建材行业的强劲表现实际上是对 4 万亿投资带来的行业需求复苏预期的反映。这种预期包含两个层面：

- 1) 销量的增加；
- 2) 水泥价格提升而引起的盈利能力的回升。

在这两种市场预期主导之下，上半年水泥板块的股价表面也表现出明显的阶段性特点：

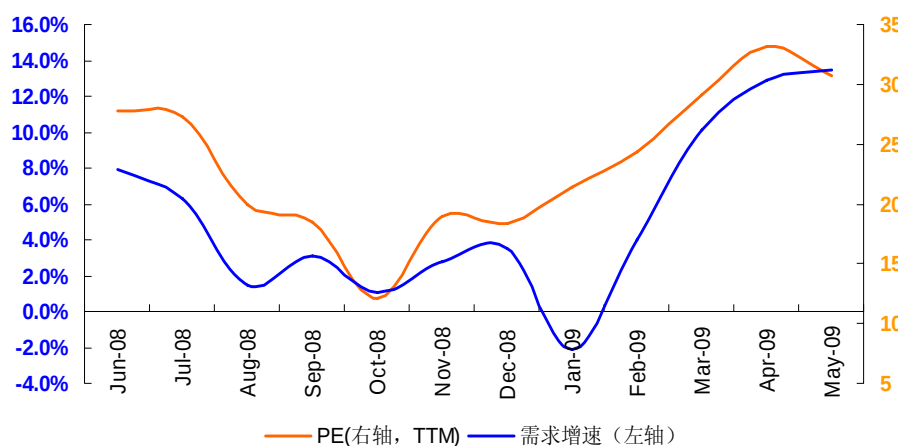
- a) 年初到 3 月，虽然行业盈利水平处于低位，但销量增加的预期得到兑现，从而推动板块估值修复并提升股价。

前 3 月单月水泥产量的同比增速从去年下半年的 5% 增至 10%，在 4 万亿财政刺激方案下，水泥行业的需求增速已基本恢复至历史正常水平，由此带动行业估值水平修复至历史平均的 25 倍左右。

- b) 3 月以来，水泥价格实际仅小幅提升，业绩出现大幅反转的压力增大，市场对水泥行业的关注由需求因素转向业绩因素。

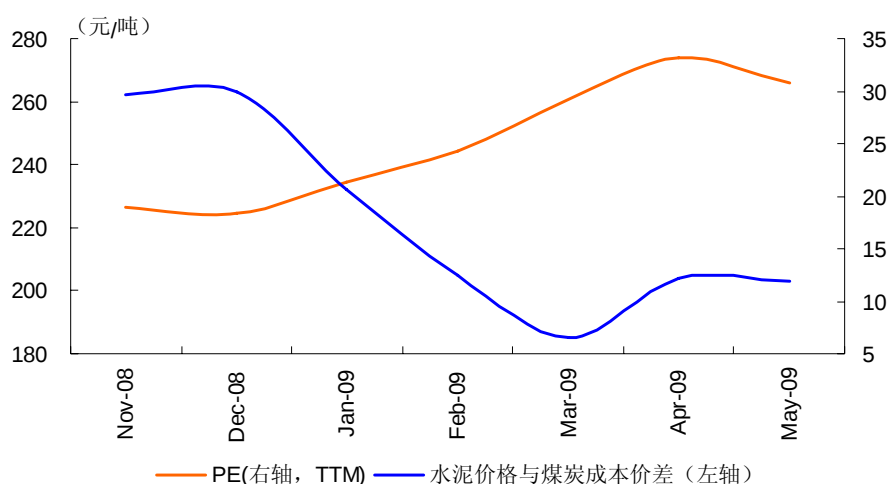
这一阶段，受制于大量新增供给的压力，全国大部分地区在进入传统水泥消费旺季后其水泥价格提升幅度普遍低于往年水平，市场期望的由水泥价格大幅提升带来的行业利润率的大幅反转并未出现，市场对行业关注的重点逐步由需求因素转向行业业绩能否出现实质性的明显回暖。

图 1 08 年下半年以来的水泥需求月度增速及板块估值



资料来源：Wind，中投证券研究所

图 2 08 年底以来行业盈利能力变动及板块估值



资料来源：中投证券研究所

1.2 供给压力显现，业绩表现取决于“去产能化”进程

从 1 到 5 月份水泥行业的表现来看销量增速为 13.3%，但对利润敏感度更高的价格水平的明显提升并未如市场预期一样的出现。这一情况充分说明在行业产能增加较快、供给压力加大的情况下，当前固定资产投资的快速增长仅能促进建材行业过剩产能的充分利用，而不能保证行业整体利润率的明显提高。

行业投资的过快增长使本次“去产能化”阶段的时间跨度将有可能超出我们的预期。我们在去年 11 月份推荐水泥行业中有一个重要的前提假设是行业投资在今年上半年出现明显的下滑，而现实的情况是今年上半年非金属制品业和水泥行业的固定资产投资增速分别高达 56.2% 和 78.6%。这使我们对 2010 年行业利润是否能明显恢复表示担心，同时我们认为这种担心在目前水泥板块的股价中还未完全反映出来。因此我们对未来水泥板块的走势表示谨慎。

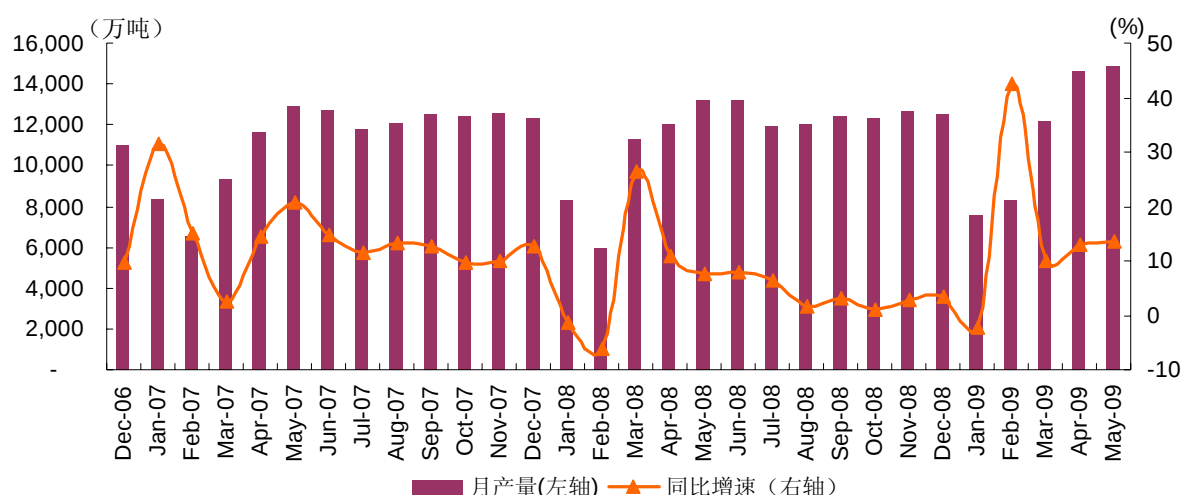
行业中我们推荐海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和塔牌集团，认为随着本轮行业内大规模的产能建设完成，上述公司在各自目标市场的相对市场领先地位将得以确立，从而能够在接下来的行业整合中有所受益。考虑到天山股份、赛马实业所在区域未来两年面临的较大供给压力，给予“中性”的投资评级。

2、需求量快速恢复，产品价格未有明显上升

2.1 基建项目拉动效应显现，全年需求增速将恢复至 10% 左右

08 年 1-5 月，全国水泥行业实现产量 5.73 亿吨，同比增长 13.34%，其中 3-5 月连续 3 个月的单月产量同比增速均在 10% 以上，扭转了 08 年下半年以来单月需求增速回落至 5% 以下的低速增长局面。

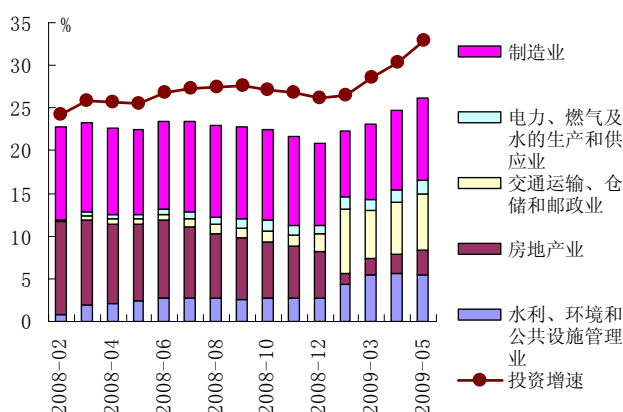
图 3 06 年以来各月水泥产量及同比增速



资料来源：WIND

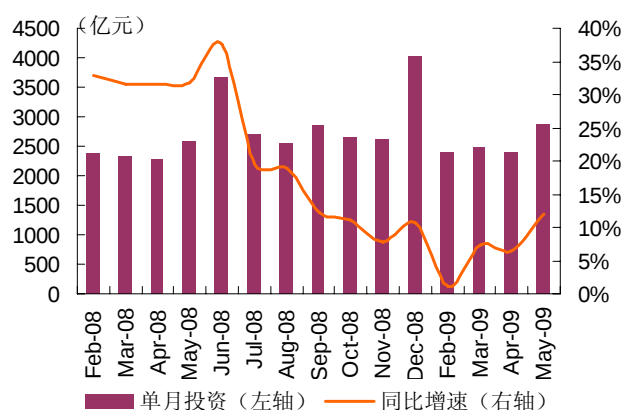
09 年前 5 月水泥需求的恢复性增长主要受益于新增固定资产投资中交通、水利等基础设施的投入力度加大，这两个行业为固定资产投资贡献了 12 个百分点的增速，而它们去年同期的贡献度仅为 3 个百分点。房地产投资方面，从前 5 月的情况看，受销售回暖的影响部分开发商逐步加大了开发投入，5 月份的房地产开发投资同比增速已从个位数水平回升至 12%，预计全年整体增速有望达到 15-20%。综合分析，我们预计 09 年国内水泥需求增速将恢复至 10% 左右，水泥消费量有望同比增长 1.1-1.4 亿吨至 15 亿吨左右的总量水平。

图 4 全国城镇固定资产投资增速的行业贡献分解



资料来源：国家统计局

图 5 房地产开发投资月度投资额及增速



资料来源：国家统计局

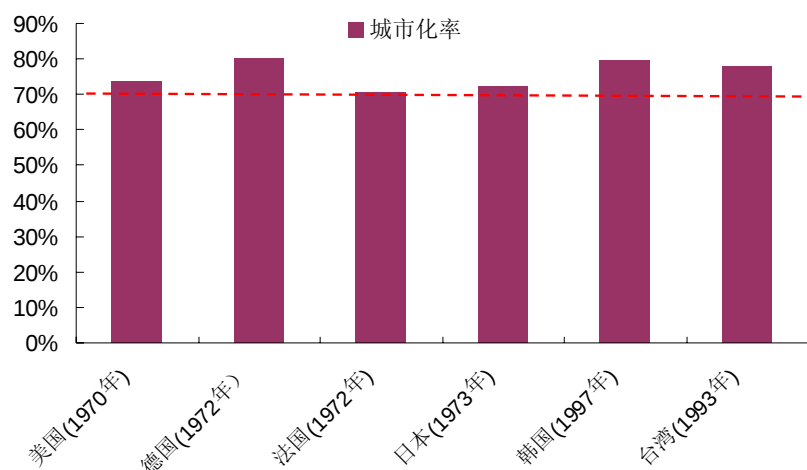
2.2 人均消费量离中长期的理论峰值水平尚有较大增长空间

2001-2008 年我国水泥需求经历了多年快速增长，产量从 2001 年的 6.60 亿吨跃升至 13.88 亿吨，年均复合增速达到 11.2%，市场上对未来几年国内水泥消费量是否饱和存有担心。根据对我国人均年度水泥消费量、人均累计水泥消费量的统计分析，我国水泥消费在中长期内仍将有较大的增长潜力。

从世界各国人均年度水泥消费量的发展规律来看，虽然各国达到其水泥消

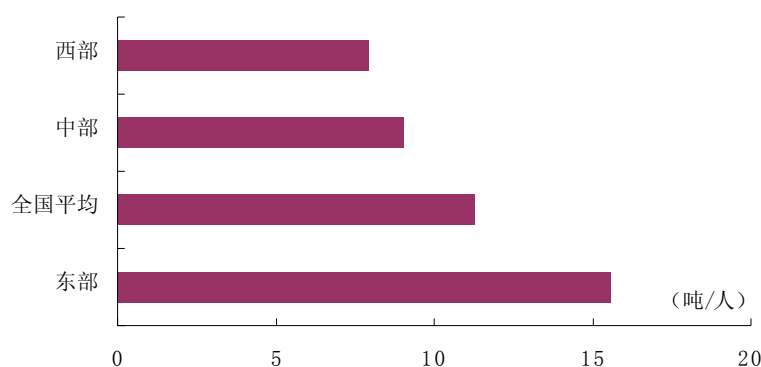
费峰值时的人均消费量并无较明显的数量特征(人均年度消费量从 0.5 吨到 1.3 吨不等),但这些国家出现水泥消费峰值的时点却有着较一致的规律性,大都出现在该国的城镇化率水平达到 70%前后。我国 2008 年的城镇化率只有 45.7%,其中东部、中部和西部地区分别为 56.2%、43.4%和 38.3%,即使是发展程度较高的东部地区其城市化率距 70%的水平还有较大空间,我国未来水泥消费需求仍有较大的增长潜力。

图 6 国外(地区)水泥消费峰值出现的时间与对应的城市化率水平



资料来源:《中国水泥》

图 7 1980 年代以来我国东、中、西部的人均累积水泥消费量



资料来源:《中国水泥》

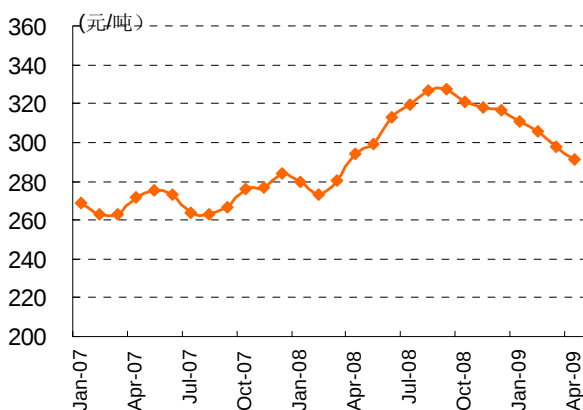
根据中国建材规划研究院的研究结果,我国人均水泥年度消费量的峰值水平在 1.35 吨左右,达到峰值水平时的人均累积水泥消费量在 25 吨左右。而 08 年我国人均水泥消费量为 1.05 吨,自上世纪 80 年代以来的人均累积水泥消费量为 11.3 吨,从这两个指标来衡量,预计我国水泥消费出现全国性的峰值水平尚需 10 年左右的时间,其中中部、西部地区由于发展基数较低其出现峰值的时间将更晚。

2.3 产能压力抑制水泥价格大幅提升

虽然 09 年前 5 月全国水泥销量已有较明显的恢复，但市场之前普遍预期的水泥价格提升以及由此带来的行业销售利润率的回升并未出现。从 5 月份的情况看，行业盈利能力的恢复进程仍显缓慢，5 月国内水泥行业的煤炭成本水平与去年同期基本相当，而水泥价格除东北和西北地区部分城市要高于去年同期外，其余地区的水泥价格同比仍有 20 元/吨左右的差距。

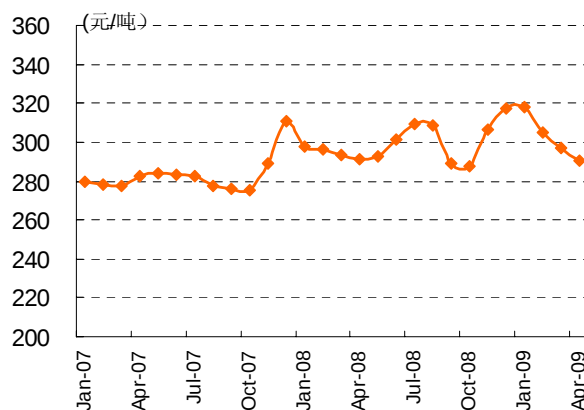
水泥价格走势平淡主要是由于 09 年以来水泥行业投资仍处于较高水平，当前销量的增长仅能促进行业内过剩产能的逐步利用，尚不能有效推动行业整体利润率的明显提高。

图 8 华东地区 PO42.5 水泥价格



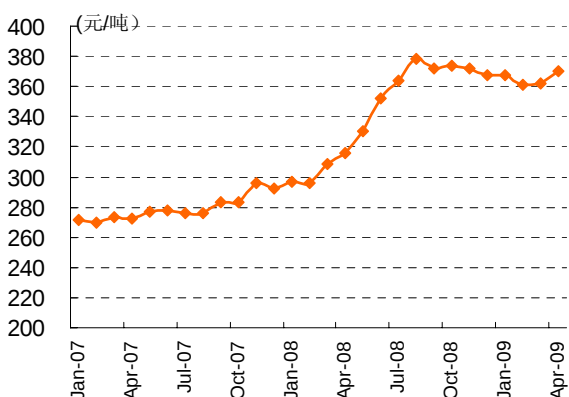
资料来源：中国建材信息网

图 9 中南地区 PO42.5 水泥价格



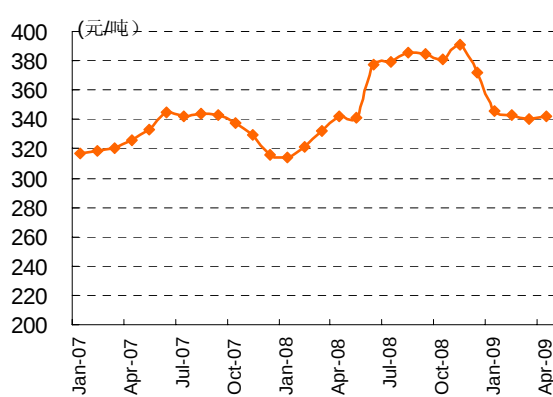
资料来源：中国建材信息网

图 10 华北地区 PO42.5 水泥价格



资料来源：中国建材信息网

图 11 东北地区 PO42.5 水泥价格



资料来源：中国建材信息网

图 12 西北地区 PO42.5 水泥价格

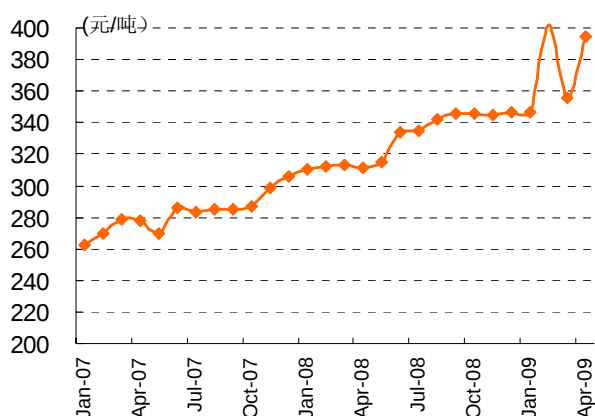
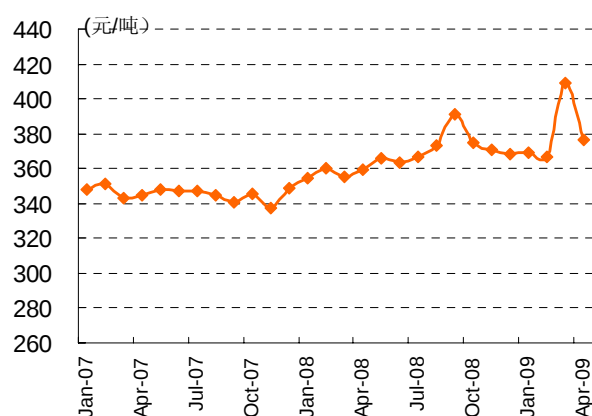


图 13 西南地区 PO42.5 水泥价格



资料来源：中国建材信息网

资料来源：中国建材信息网

3、行业供给延续快速增长

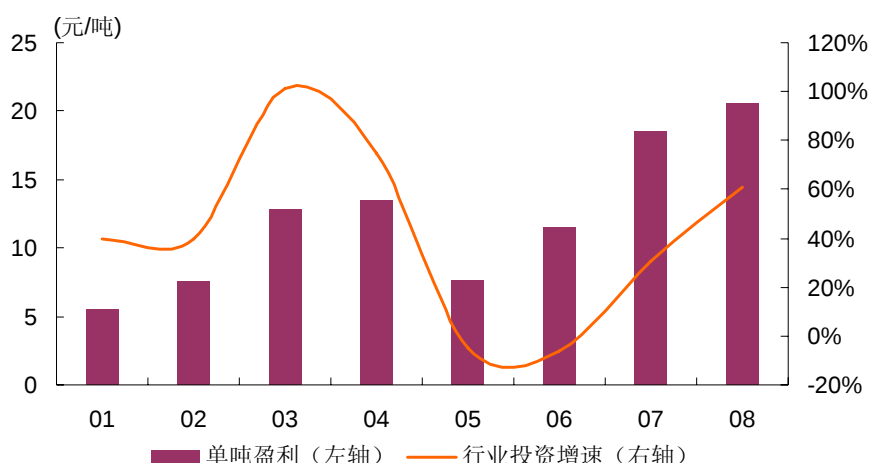
3.1 09 年上半年行业新增投资增速仍在 70%以上

随着国内新型干法工艺的日趋成熟，水泥生产线的投资门槛有所降低，新生产线的建设周期也缩短至一年左右，从而使行业固定资产投资规模对于行业盈利水平变动具有较大的弹性。

我们在以往的报告中曾对行业盈利水平之于水泥行业新增产能的两方面影响做过分析：一是行业的景气程度直接影响行业内企业的现金流状况和后续的资本开支能力；二是行业的景气程度也直接影响到行业外资金进入水泥行业的意愿。08 年以来的本轮水泥投资增速上同样也可看到上述两个因素的身影：07 年水泥行业单吨盈利水平达到 18.5 元/吨，一改 05、06 年分别只有 7.6 元/吨、11.5 元/吨的低迷局面，08 年上半年水泥行业仍延续良好盈利水平（即使考虑下半年的业绩下滑 08 年全年的单吨盈利水平也达到 20.6 元/吨），这一阶段较好的行业景气吸引了行业内外的投资资金进入（特别是行业内具有资金与政策扶持优势的前 12 大水泥企业），从而使 08 年水泥投资规模首度突破 1000 亿元。

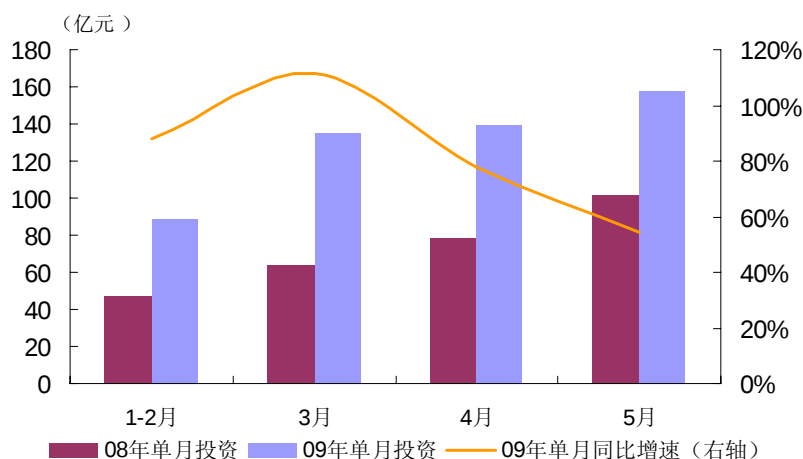
同时，08 年底以来部分地方政府出于扩大地方投资以拉动经济的目的，对水泥新增项目的审批也有所放松，部分行业外资金出于对 4 万亿投资计划的良好憧憬也加入到水泥生产线建设中，这也导致在目前行业盈利尚未大幅提升的情形下，行业投资增速仍保持在较高的水平上。09 年前 5 月的行业单月新增固定资产投资同比增速均在 50%以上，1-5 月水泥行业累计完成投资 520.4 亿元，同比增长 78.58%，新增产能的快速投放将对行业盈利快速提升构成较大制约。

图 14 2001 年以来水泥行业投资规模与行业盈利水平的对应关系



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

图 15 09 年前 5 月水泥行业单月固定资产投资及同比增速



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

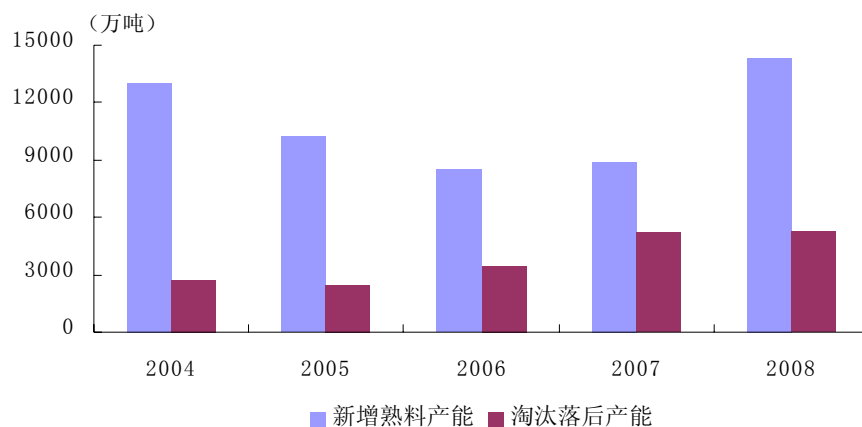
3.2 新型干法比例快速上升，落后淘汰对供给增加的缓冲效应趋减

经历过去几年水泥投资的快速增长，我国新型干法的比例上升很快，到 08 年底全国新型干法比例已由 05 年的 40% 快速上升至 63%，照目前的发展势头到 09 年底将进一步突破 70%，提前一年完成水泥产业“十一五”规划中要求新型干法在全部产能中达到 70% 的发展目标。

在新型干法比例徘徊在 40-50% 左右的阶段（对应 2004-2006 年），一方面各地政府执行的决心较大，同时较多落后产能企业生产证照不全也使清理工作的障碍较小，落后产能淘汰工作进行得较为顺利，由 04 年的 2700 万吨递增至 06 年的 3500 万吨；而当新型干法比例达到 60% 左右的阶段后，行政主导的清理工作难度相对变大，即使在新型干法熟料产能剧增 1.4 亿吨的 08 年，当年淘汰落后产能也仅与 07 年度持平，维持在 5000-5500 万吨的水平。我们认为未来 2 年落后产能的淘汰将主要依靠成本竞争下的市场化因素驱动，其淘汰效果虽较行政方式更为彻底，但就年均淘汰数量而言则短期内较难有明显增长，我们

预计 09-10 年度的年均淘汰规模在 5000-6000 万吨左右。

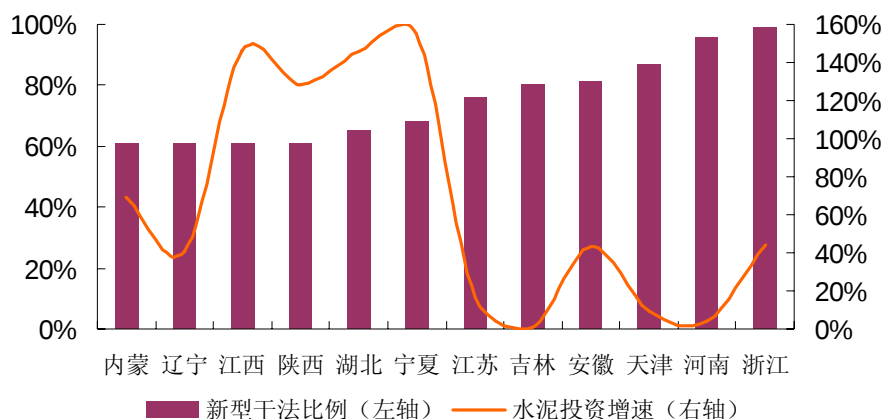
图 16 历年新增熟料产能与淘汰产能对比



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

而从新型干法比例已处在 60% 以上的各省份水泥投资数据分析，其中除浙江、河南、吉林等少数省份的水泥投资增速在 08 年降到 40% 以外，其余省份的水泥投资增速仍保持着 60% 以上的较高增速，这些省份本身落后产能的淘汰空间已趋减小，同时持续增长的新型干法产能将为供给面带来更多压力。

图 17 新型干法比例较高省区的水泥投资增速（08 年数据）



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

4、行业供需结论分析

4.1 水泥投资高增长将延缓行业盈利复苏步伐

根据前述的水泥需求分析，我们预计 09 年的全年水泥需求在 10% 左右，较 08 年增长 1.1-1.4 亿吨，国内水泥需求有望接近或超过 15 亿吨。

新增供给方面，我们预计下半年行业投资增速即使有所放缓，全年下来的

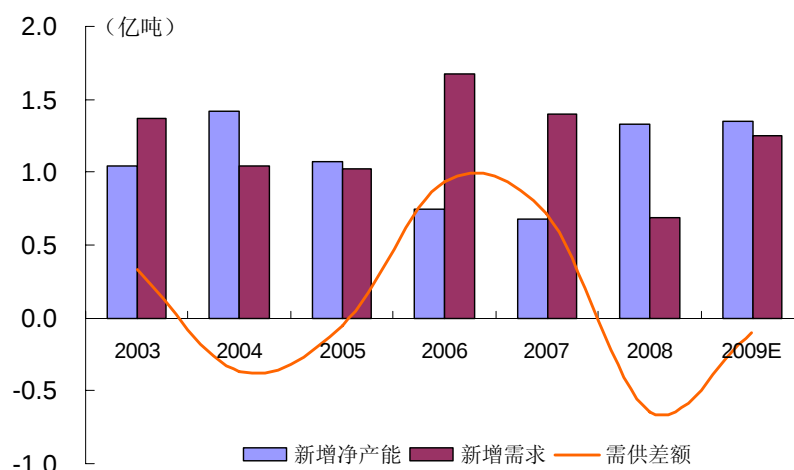
同比增速也将接近 07 年水平达到 30%左右, 预计 09 年新增熟料产能 1.5 亿吨, 折合为水泥产能并扣除 6000 万吨落后产能的淘汰量后, 09 年全年的新增净产能为 1.35 亿吨, 仍较 09 年 1.25 亿吨的需求增长预期高出 1000 万吨。在水泥新增净产能 08、09 年连续两年超越需求增长的情况下, 我们认为行业过剩产能的压力很有可能延缓行业盈利复苏的步伐。

表 1 水泥行业年度净产能增加分析

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
投资额	562	534	501	654	1051	1350
+/-	75.0%	-5.0%	-6.1%	30.5%	60.8%	28.4%
新型干法新增熟料产能(万吨)	12984	10205	8448	8940	14334	15000
+/-	60.8%	-21.4%	-17.2%	5.8%	60.3%	4.6%
落后水泥淘汰量(万吨)	2700	2500	3500	5200	5300	6000
新增水泥净产能(万吨)	14179	10767	7482	6422	13335	13500

资料来源: 中投证券研究所

图 18 历年水泥新增净产能与新增需求分析



资料来源: 中投证券研究所

4.2 行业盈利增速的情景分析

行业未来利润增速将是决定相关上市公司合理市盈率水平的重要因素。以下我们基于 2010 年行业净增产能与 2009 年持平的前提假设下 (即 2010 年行业净增水泥产能仍维持在 1.35 亿吨的高位水平), 对 2010 年不同水泥需求增速下的水泥上市板块的整体利润增速进行了情景分析。

模拟计算发现, 在需求增长 9%的中性假设下, 2010 年水泥行业整体利润有望增加 6%, 考虑到水泥上市板块在行业内集中度的提高趋势 (此处选取板块内市值居前的海螺、华新、冀东、赛马实业、祁连山这 5 家上市公司为样本, 其 2008 年总体利润占全行业的 20%), 我们预计水泥上市板块 2010 年的利润增

速在 16% 左右。而当前水泥板块的动态市盈率在 25 倍左右，这充分说明 09-10 年如果行业投资仍延续高增长趋势，行业未来的盈利增速将较难支撑当前的估值水平。

表 2 2010 年水泥需求增速的情景分析

水泥需求增速		房地产投资增速		
		15%	20%	25%
基建投资增速	30%	5.8%	7.3%	8.9%
	35%	7.5%	9.0%	10.5%
	40%	9.1%	10.7%	12.2%

资料来源：中投证券研究所

表 3 2010 年水泥行业利润增速的情景分析

水泥需求增速	6.0%	7.5%	9.0%	10.5%	12.0%
新增需求（亿吨）	0.90	1.13	1.35	1.58	1.80
新增净供给（亿吨）	1.35				
需供差额（亿吨）	-0.5	-0.2	0.0	0.2	0.5
单吨销量盈利的情景假设（元/吨）	16	19	20.5	21	23
行业利润增速	-19%	-3%	6%	11%	23%

资料来源：中投证券研究所。假定 09 年行业利润增速与当年 10% 的产量增速保持一致，则 09 年利润约 315 亿元，2010 年行业利润增速=2010 年水泥销量*当年单吨盈利 / 315 亿元。

表 4 水泥上市板块利润增速的情景分析（以市值居前的 5 家企业为样本）

水泥上市板块盈利增速		行业利润增速				
		-6%	0%	6%	12%	18%
水泥上市板块占行业利润比例	20%	-15%	-9%	-3%	2%	8%
	22%	-6%	0%	6%	12%	18%
	24%	3%	9%	16%	23%	29%
	26%	11%	18%	26%	33%	40%
	28%	20%	27%	36%	43%	51%

资料来源：中投证券研究所

5、分区域市场分析

以下我们主要考察各区域内重点省份的近期需求和水泥投资状况。考虑到水泥生产地域性的特点，我们将全国市场分为六个大区进行分析。各大区划分标准如下所示。

表 5 国内市场区域划分

区域	省市
华东	上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、福建
华北	河北、北京、天津、内蒙古、山西

中南	河南、湖北、湖南、广东、广西、海南
东北	辽宁、吉林、黑龙江
西北	陕西、新疆、宁夏、甘肃、青海
西南	四川、重庆、贵州、云南、西藏

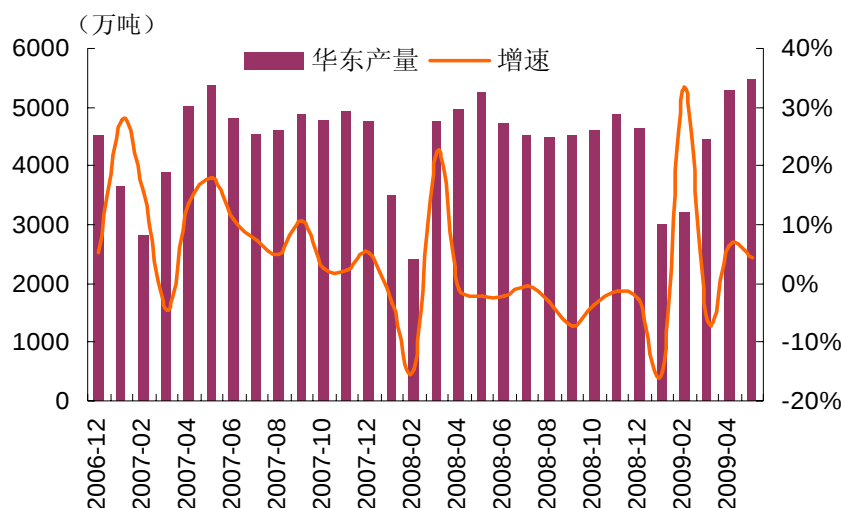
资料来源：中投证券研究所

5.1 华东地区市场分析

1. 需求与产能增速均处于全国最低水平

华东地区经济外向型较强，水泥需求的恢复状况要略低于全国平均水平，虽然从 09 年 4 月开始华东地区的水泥需求已摆脱了负增长的局面，但 4、5 两月的单月产量同比增速也只有 4%-5% 的水平。分省来看，目前区域内 09 年前 5 月需求增速在 10% 以上的省份主要为邻近中部的安徽和江西两省。

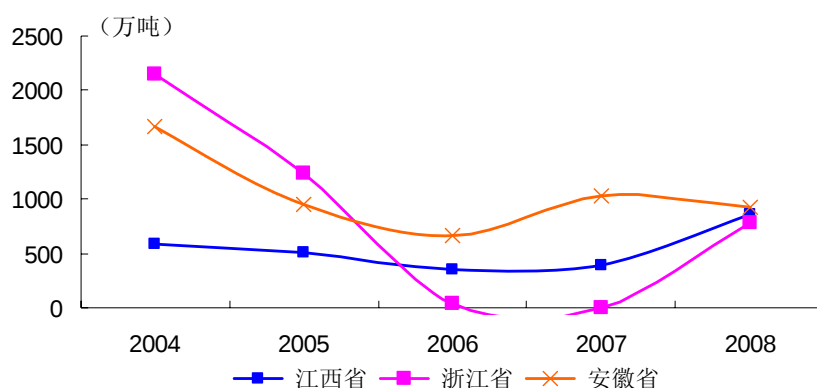
图 19 华东地区月度水泥产量及增速分析



资料来源：中国水泥协会

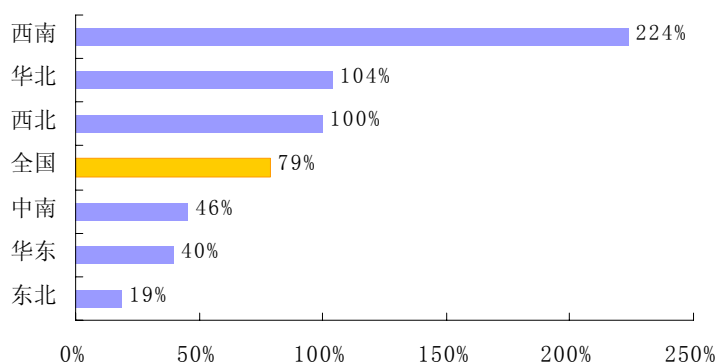
目前华东区水泥新增产能的整体规模要低于 2004-2005 年的水平，如安徽省 07-08 年年均增加熟料产能 1000 万吨，而 04 年的新增产能为 1600 万吨；产能过剩的浙江省继 07 年实现产能零增长后，08 年虽再增了 775 万吨熟料产能，但已远低于该省 04 年 2145 万吨的巨量增长水平。从当前水泥投资增速来看，由于华东区域内水泥产业发展已较为成熟，09 年前 5 月该区域的投资增速也居于全国最低水平，前 5 月的同比增长 39.6%，仅为全国水平的一半。

图 20 华东主要省份历年新型干法新增产能分析



资料来源：中国水泥协会

图 21 09 年前 5 月全国各区域的水泥投资增速对比

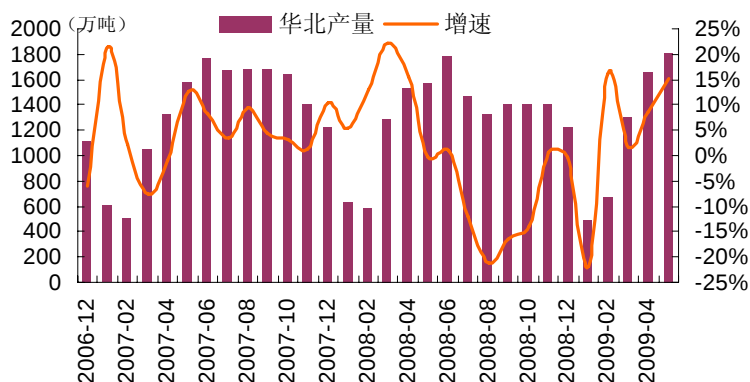


资料来源：中国水泥协会

5.2 华北地区市场分析

华北地区目前水泥需求恢复情况较好，虽然 09 年前 5 月的累计产量增速只有 6%，但从月度产量上看，从 5 月份开始该地区的单月产量同比增速已超过 10%。受重点工程的需求拉动，区域内河北、内蒙两省的水泥产量增速较快，5 月份两省的单月水泥需求环比和同比增速均超过 10%。

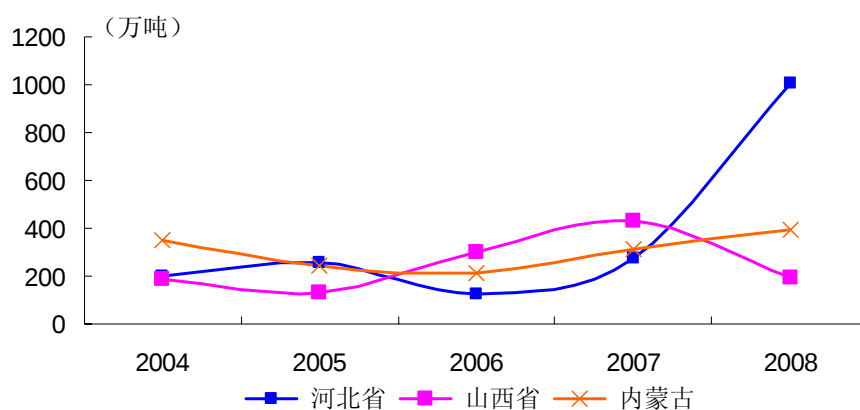
图 22 华北地区月度水泥产量及增速分析



资料来源：中国水泥协会

区域内河北省在 08 年的产能释放较为明显，当年新增加熟料产能 1008 万吨，相当于前 4 年新增产能的总和。09 年河北省水泥投资仍维持在高位水平，前 5 月完成投资 25.9 亿元，同比增长 85.8%，虽然该省目前的 51% 新型干法比例尚属中低水平从而在未来能够提供一定落后产能替代空间，但就短期而言，集中释放的产能供应将给冀东、金隅等企业在该片区内的水泥销售带来一定压力。

图 23 华北主要省份历年新型干法新增产能分析

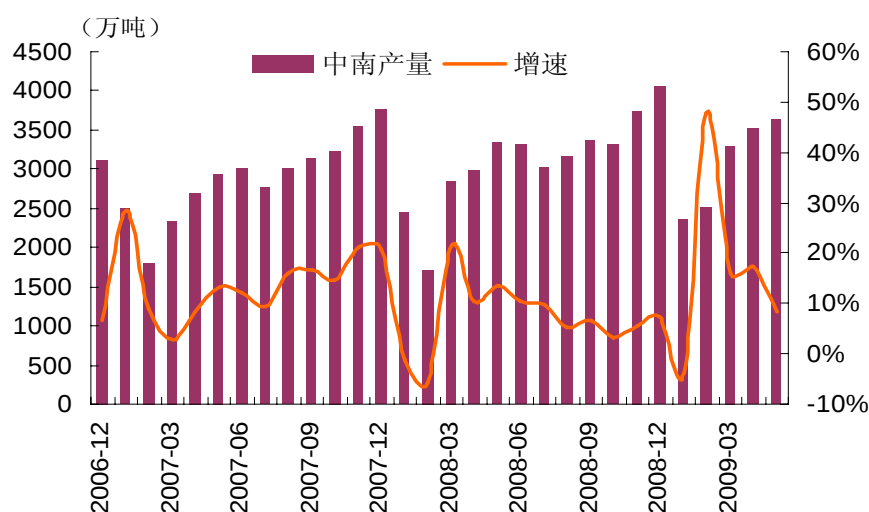


资料来源：中国水泥协会

5.3 中南地区市场分析

中南地区 09 年前 5 月水泥需求同比增速为 15%，需求恢复状况良好。区域内湖北、湖南和广西三省需求增长较快，前 5 月同比增速均在 20% 以上，河南省的增速也达到 10.69%。去年下半年水泥需求出现下滑的广东省目前需求也已回到 5% 以上的正增长状态，前 5 月水泥产量同比增长 7.09%。

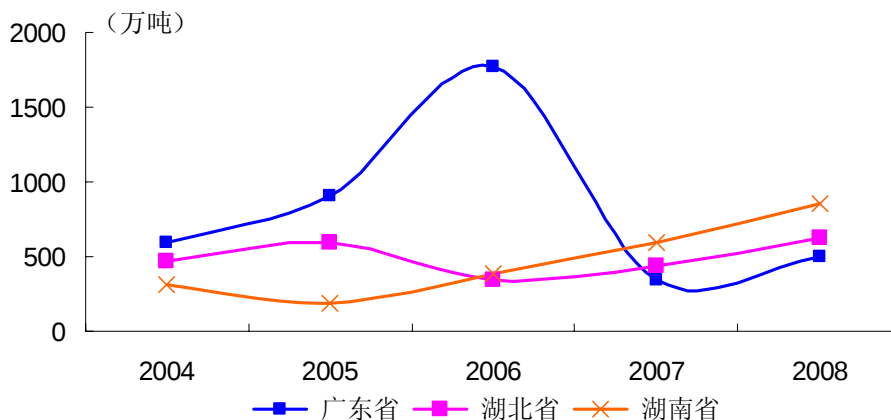
图 24 中南地区月度水泥产量及增速分析



资料来源：中国水泥协会

虽然从 07、08 年的熟料投产数据看，区域内过去两年实际投产的生产线数量并未有显著变化(湖北、湖南在这两年的年均投产规模均在 600 万吨左右)，但 08 年区域内新开工和在建的项目数量实际却有较大增加，预计这些项目在 09 年将陆续进入较集中的投产阶段。以湖北为例，08 年该省完成水泥投资 67.8 亿元，同比 07 年增长 1.5 倍，当地主要水泥企业葛洲坝和华新水泥在 08 年新开工的 5 条生产线约 1000 万吨生产能力将于 09 年下半年开始陆续投产，区域内水泥供需将经历一个重新平衡的阶段。

图 25 中南主要省份历年新型干法新增产能分析

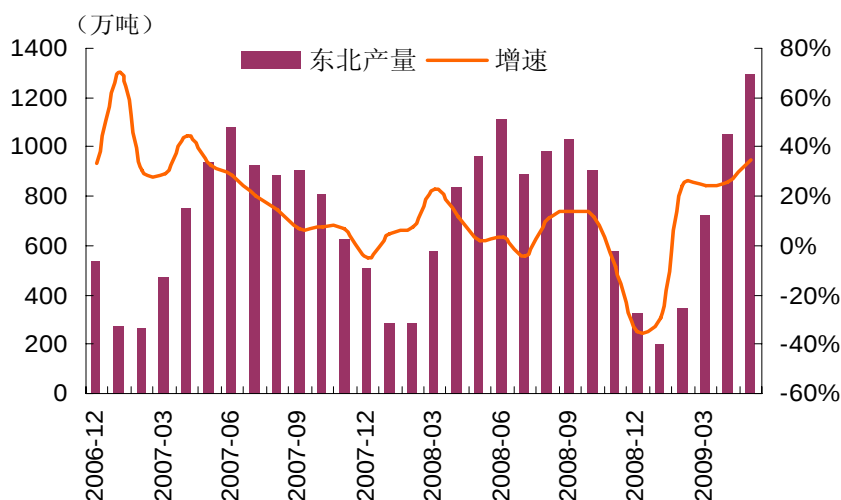


资料来源：中国水泥协会

5.4 东北地区市场分析

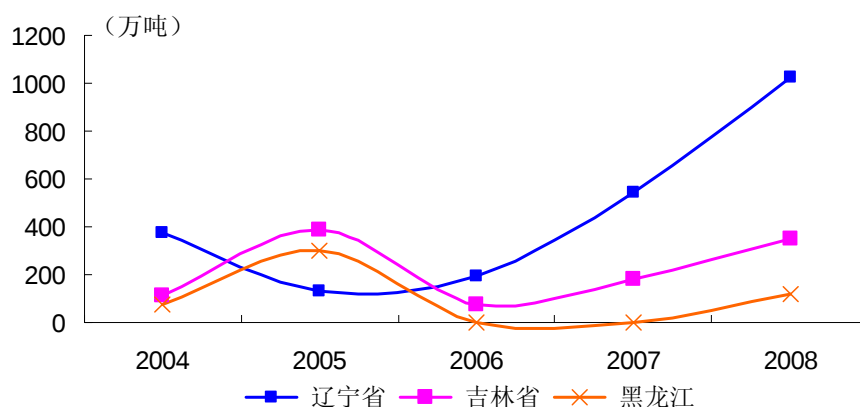
东北三省前 5 月水泥需求同比增幅在 16%-30%之间，这与三省今年固定资产投资的高速增长有关。09 年前 5 月辽宁、吉林和黑龙江省的城镇固定资产投资增速分别为 49.4%、42.3%和 50.8%，增速水平均居于全国各省区前列。我们预计下半年东北的固定资产投资增速将较上半年水平略有下滑，但预计仍将保持在 30%以上，由此带动水泥需求仍将达到两位数以上的增长。

图 26 东北地区月度水泥产量及增速分析



资料来源：中国水泥协会

图 27 东北主要省份历年新型干法新增产能分析



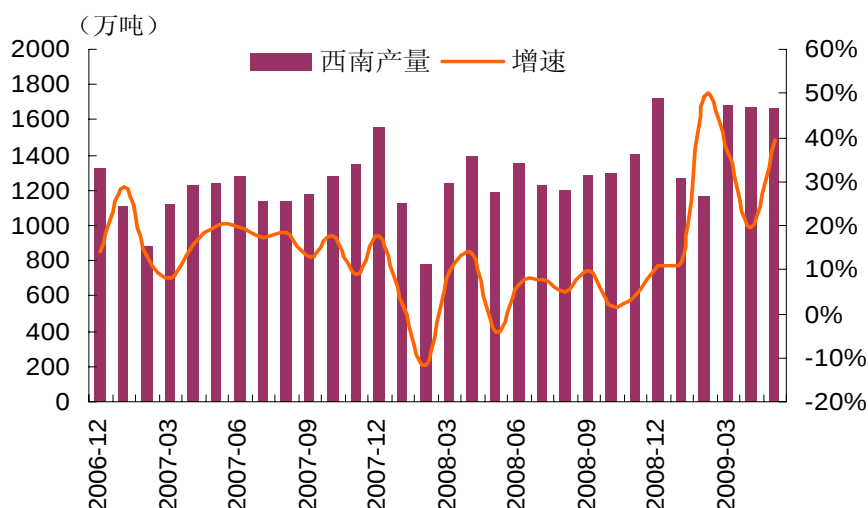
资料来源：中国水泥协会

由于 2005 年之前辽宁省的新型干法比例只有不到 40%，2006-2008 年辽宁省的新型干法投产步伐较快，仅 08 年一年就投产了 1023 万吨，该省的新型干法比例也由此迅速提高到 61%。受 08 年大量投放的产能影响，辽宁省自年初以来水泥价格滑落了 30 元/吨，基本回到去年同期的价格水平。吉林、黑龙江 06 年以来水泥投资相对平稳，年均投放的熟料产能基本在 100-300 万吨的水平，水泥市场所受冲击较小。

5.5 西南地区市场分析

西南地区各省前 5 月的水泥产量同比增速均在 15% 以上，其中四川受灾后重建的需求拉动其增速达到 38.98%，预计四川省的水泥需求旺盛局面有望持续至 2010 年。

图 28 西南地区月度水泥产量及增速分析

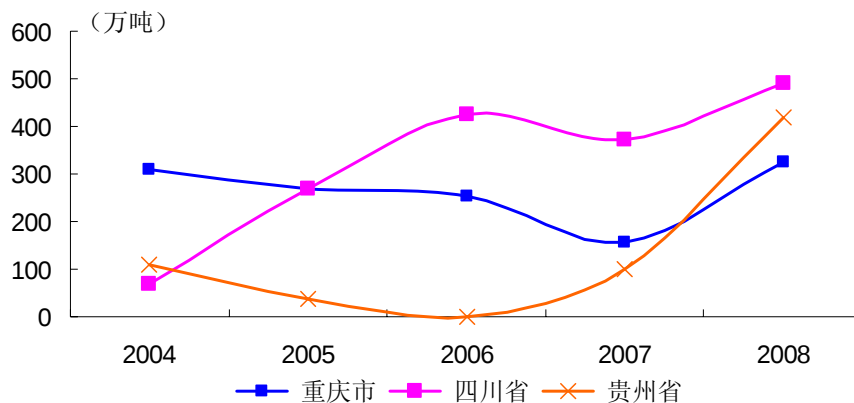


资料来源：中国水泥协会

08 年西南的四川、重庆、贵州水泥投资增速均在 150% 左右，这主要是因为这几个省份的新型干法比例一直处于全国最低行列，其中四川和贵州更只有

不到 30%，众多水泥企业希望通过及早建线以占取市场。09 年以来四川省的新线建设进一步升温，前 5 月完成水泥投资 95.3 亿元，同比增长了 3.4 倍，虽然目前四川省本地水泥企业通过连续几次降价以基本有效屏蔽了外地水泥进入的进一步冲击，短期内当地水泥价格有望趋于稳定，但随着目前在建生产线在下半年开始的陆续投产，预计本地水泥企业之间的竞争将有所激化。

图 29 西南主要省份历年新型干法新增产能分析

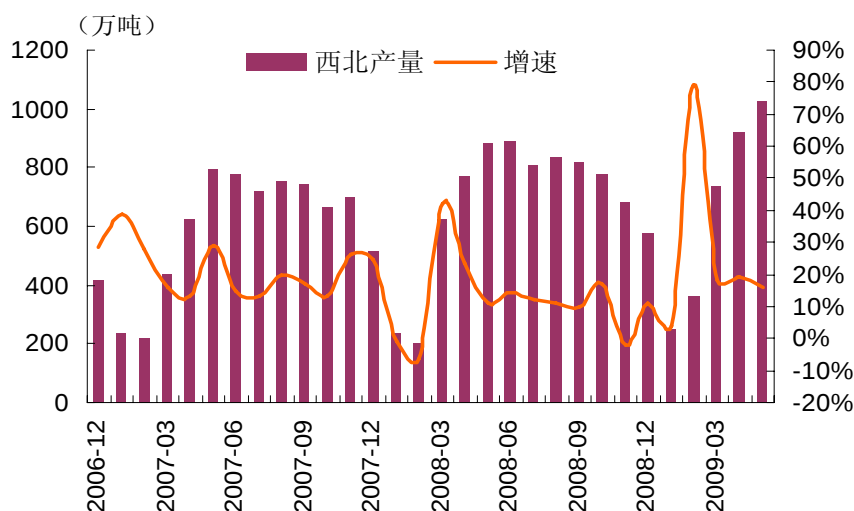


资料来源：中国水泥协会

5.6 西北地区市场分析

与东北类似，西北地区 09 年固定资产投资增速也保持在较高水平，其中甘肃、宁夏和陕西的同比增速达到 40%-50%，带动三省各自的水泥产量分别增长 18.36%、24.58%和 25.43%。由于西北地区幅员较大，水泥产品区域性的特点更为明显，水泥价格变动对需求波动的影响较为敏感，目前西北主要城市 PO42.5 的水泥价格均在 400 元/吨左右。

图 30 西北地区月度水泥产量及增速分析

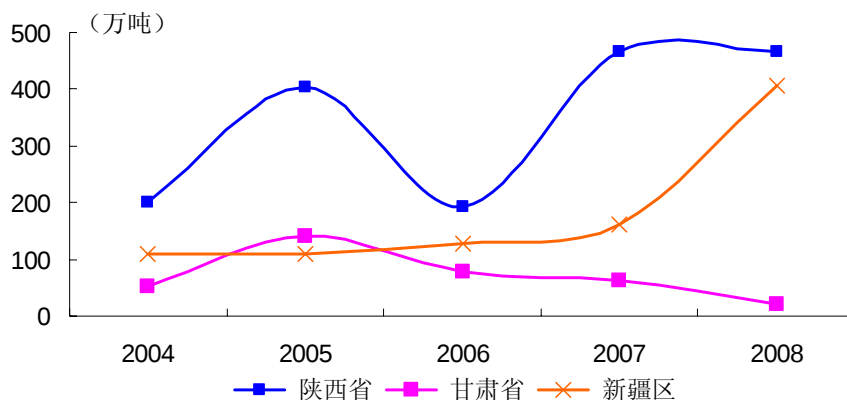


资料来源：中国水泥协会

受 08 年下半年以来水泥价格上涨带来的利好引导，西北各省的水泥投资

也迅速增长，如 09 年前 5 月宁夏和甘肃的水泥投资分别为 5.2 和 10.2 亿元，大大高于上年同期 0.57 和 0.59 亿元的水平。考虑到西北各省的水泥市场容量有限（如宁夏、甘肃两省 08 年的水泥产量分别为 885、1560 万吨），而当地主导企业赛马实业、祁连山仍有多条新线建设计划，这些新增产能的未来投放将使目前供需紧张的局面得以逆转。

图 31 西北主要省份历年新型干法新增产能分析



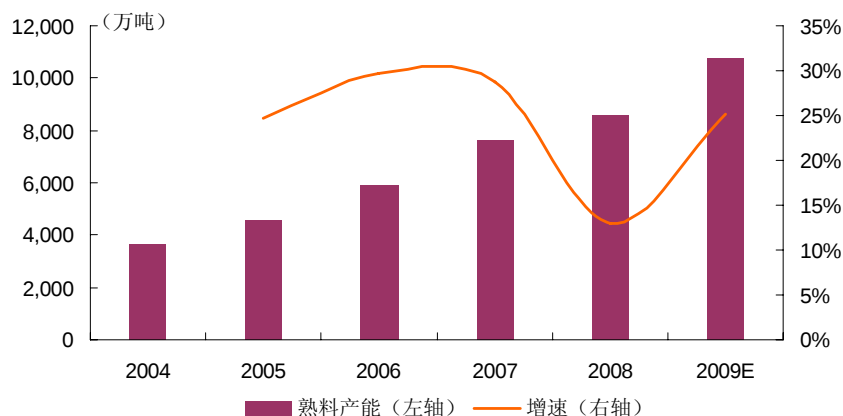
资料来源：中国水泥协会

6、主要公司盈利预测

6.1 海螺水泥--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，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 32 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，到年底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。

09 年上半年盈利能力仍较为疲弱，预计进入下半年有望逐步复苏。1 季度公司的毛利率为 22.1%，虽环比提升 1.2 个百分点，但与去年同期水平相比仍低 3.2 个百分点。从单吨毛利这一指标来衡量，09 年 1 季度公司的单吨毛利为 47 元/吨，也较去年同期水平低约 7 元/吨；进入 2 季度后由于公司目标市场所在的华东、华南水泥销售价格仍显平稳，公司目前单吨毛利仍徘徊在 60 元/吨左右，离去年同期 70 元/吨的水平尚有一定距离，显示出公司目前的盈利能力尚处于自 08 年底企稳以来的初步复苏阶段。预计随着下半年国内水泥市场需求的稳步增长，公司盈利有望延续目前逐步复苏的过程。

预计公司 09-10 年的销量分别为 12200 和 14500 万吨，实现销售收入 263.5 和 314.7 亿元。预计公司 09-10 年分别实现归属于母公司的净利润 29.4 和 34.1 亿元，对应的 EPS 分别为 1.66 和 1.93 元。

表 6 海螺水泥盈利预测

利润表		单位：百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	24228	26352	31465	36852	
营业成本	18192	19677	23476	27347	
营业税金及附加	148	178	215	252	
营业费用	1366	1581	1888	2211	
管理费用	841	923	1132	1326	
财务费用	751	567	669	766	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	57	0	0	0	
营业利润	2987	3425	4085	4950	
营业外收入	267	360	430	500	
营业外支出	9	0	0	0	
利润总额	3246	3785	4515	5450	
所得税	566	757	993	1199	
净利润	2680	3028	3522	4251	
少数股东损益	73	95	113	136	
归属母公司净利润	2607	2934	3409	4115	
EBITDA	5182	5547	6758	8125	
EPS (元)	1.48	1.66	1.93	2.33	

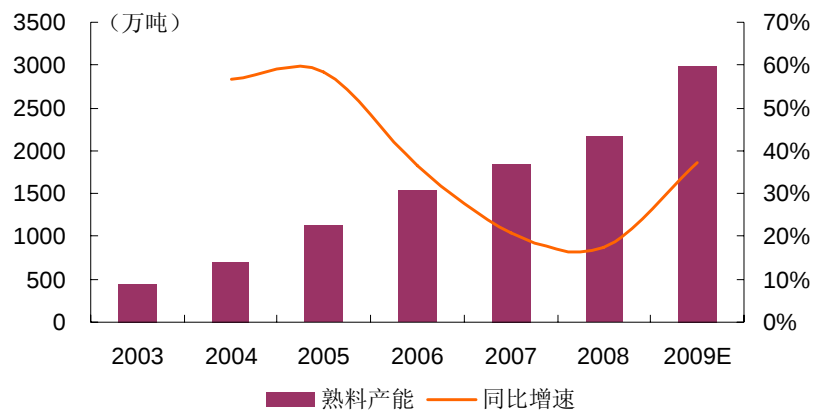
资料来源：中投证券研究所

3.2 华新水泥--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

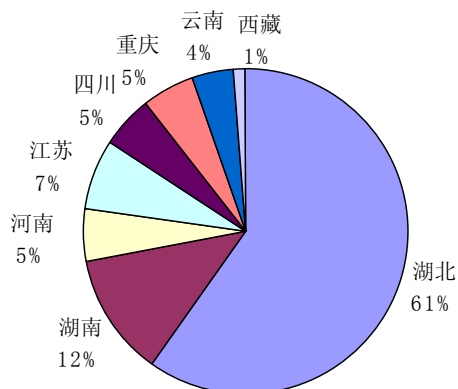
2788 万吨，较上年增长 20.1%。截止 08 年底公司的熟料产能达到 2050 万吨，预计 09 年将在此基础上再增 960 万吨，09 年底公司的熟料产能将达到 3010 万吨，同比增长 45% 左右。新增产能主要分布在湖北、湖南和重庆及川东地区，届时公司多年谋划的“十”字型扩张战略将得到有力体现。公司产能在地域分布上将形成以长江流域为“十”字型战略中的横轴，以京广线区域为纵轴，以华中地区为发展重点，同时兼顾考虑西部省份等周边地区。

图 33 华新水泥历年熟料产能及增速



资料来源：公司公告

图 34 华新水泥 09 年底熟料产能的省际构成预计



资料来源：中投证券研究所

公司盈利能力短期有压力，中长期内所在市场区域仍值得期待。09 年 1 季度公司的营业毛利率为 19.0%，同比下滑 1.3 个百分点，环比基本持平，公司自 08 年底以来盈利能力的下滑趋势已得到遏制。虽然短期内葛洲坝等竞争对手有较多产能投放从而对供需关系构成一定压力，但从中长期看，以人均累计水泥消费量等指标衡量，中部省区的水泥消费水平较东部沿海仍有较大差距，公司所在区域仍有望在下轮经济增长中显著受益。

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 5.18、6.09 亿元，对应 EPS 为 1.28、1.51 元。

表 7 华新水泥盈利预测

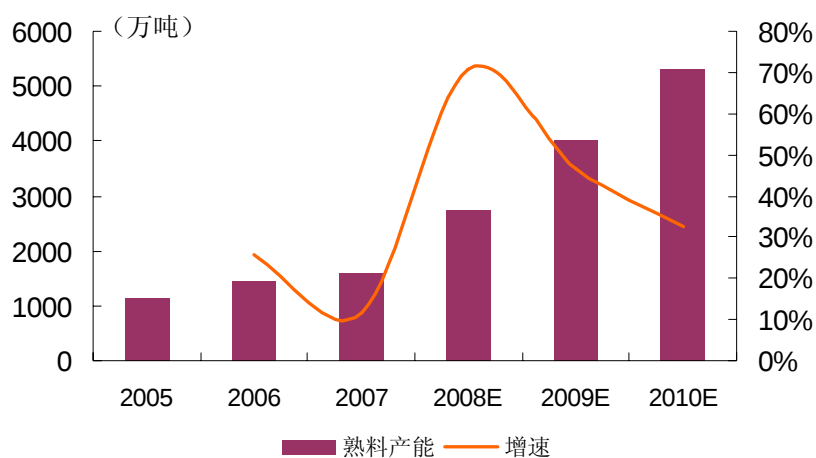
利润表	单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6349	7431	9101	11335
营业成本	5031	5758	7025	8758
营业税金及附加	79	92	113	140
营业费用	340	431	528	646
管理费用	252	297	364	453
财务费用	185	293	395	430
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	462	558	675	907
营业外收入	133	155	189	225
营业外支出	19	15	20	20
利润总额	577	698	844	1112
所得税	42	105	152	200
净利润	535	594	692	912
少数股东损益	75	76	83	135
归属母公司净利润	460	518	609	777
EBITDA	1100	1396	1844	2266
EPS (元)	1.14	1.28	1.51	1.92

资料来源: 中投证券研究所

3.3 冀东水泥--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 35 冀东水泥熟料产能及增速



资料来源: 公司公告

华北市场供需关系仍显平淡, 陕西区域是目前公司的经营亮点。河北省 08

年新增熟料产能 1000 万吨，供给的短期增加使公司本部市场仍承受一定压力。而陕西区域的业绩增长将成为今年的经营亮点，一方面公司在陕西的两家合营公司在去年底各有 1 条 4500t/d 的生产线投产，从而使公司在陕西的产能翻倍至 800 万吨；另一方面该区域受益于灾后重建的旺盛水泥需求，目前该地区的单吨盈利水平达到 50 元/吨左右，大大高于去年同期水平。我们预计公司 09 年来源于合营公司的投资收益将占到公司净利润的 1/4 左右，从而成为公司利润的重要支柱。

预计公司 09-10 年的水泥销量将分别为 3000、4500 万吨，公司 09-10 年的归属母公司净利润预计分别为 6.32、9.23 亿元，对应 EPS 为 0.52、0.76 元。

表 8 冀东水泥盈利预测

利润表		单位：百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	4569	6560	9225	11605	
营业成本	3261	4832	6750	8415	
营业税金及附加	40	57	80	101	
营业费用	200	302	429	540	
管理费用	526	649	904	1126	
财务费用	251	295	376	425	
资产减值损失	28	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	138	150	160	170	
营业利润	401	574	846	1169	
营业外收入	223	262	369	348	
营业外支出	38	40	40	40	
利润总额	586	797	1175	1477	
所得税	64	96	170	222	
净利润	522	701	1005	1256	
少数股东损益	76	69	82	96	
归属母公司净利润	446	632	923	1159	
EBITDA	1054	1377	2013	2604	
EPS (元)	0.37	0.52	0.76	0.96	

资料来源：中投证券研究所

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建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、南玻 A、金晶科技、中海油服、海油工程、中国中铁、中国铁建、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434