

水泥行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

水泥行业 2009 年 12 月份月报

投资要点:

- 本月水泥制造行业涨幅为 5.04%，同期上证综指涨幅为 2.11%，水泥行业涨幅超过同期上证综指 2.93 个百分点。
- 我们认为从本月的行业动态情况来看，以下几点是值得关注的：

首先、尽管目前北方地区建筑施工进入淡季，水泥需求量有较明显下降，但是我们发现整体价格还是保持在相对高位，较为平稳，即使个别地区有回落但幅度不大，属于正常调整。而且企业储备意愿较强，库存提高，显示对明年水泥需求还是持相对积极态度。

从目前来看，我们认为从现在开始到明年 3 月初，行业整体将会趋于平静，产量和价格方面可能会由于季节性原因出现有所下降，但不会有较大的波动，整体的投资机会要观察明年开春之后下游的需求状况，区域水泥产能和价格的变动情况，如果期间宏观经济和政策调控出现变动，那么就临时评估其影响；

其次，12 月份的房地产行业政策调控力度有点超出之前市场预期。09 年以来，房地产行业的逐步复苏为宏观经济保持平稳增长奠定良好基础，但同时日益高企的房价也越来越超过普通居民的实际购买承受力，呼吁抑制高房价之声四起。月中，国家出台一系列政策措施，各地相继出台配合措施，政策措施之严厉有些超出之前市场预期。从目前来看，政府的调控意图只是想压制过高的房价，对于投资和供给还是持鼓励态度，但是有点值得担忧：1、一旦调控的预期形成，行业的投资和开工建设或将受到影响；2、如果此次调控房价没有受到较明显压制，之后或将再推出强势调控政策。

第三，从 12 月份的行业动态来看，整治落后产能、限制新增产能以及行业兼并重组正在成为行业内的热门话题。目前水泥行业产能过剩问题已相当突出，近几年快速扩张的新增产能如不加限制将日益形成实际生产规模，不利行业良性发展。同时水泥行业作为传统高污染和高耗能行业，在目前大力推行节能减排形势下也必将受到限制。在水泥行业“十二五”规划中，这两点将得到集中体现，并推动行业的兼并重组活动。

第四，从估值上来看，目前行业 PE 为 29.33 倍，PB 为 3.92 倍，从历史的变化情况来看，整体基本上处于中间阶段，还属于合理范围。

- 综上所述，目前我们认为行业尽管估值上并不高企，处于相对合理的范围，但是未来两个月内行业基本处于淡季，产量和价格方面也料将无超预期之表现，且房地产政策方面也需要做进一步的观望，而这种政策取向将直接影响明年的下游需求，因此，我们暂时维持行业“中性”的评级。个股方面，我们建议关注冀东水泥、塔牌集团、祁连山、天山股份，青松建化。

行业评级

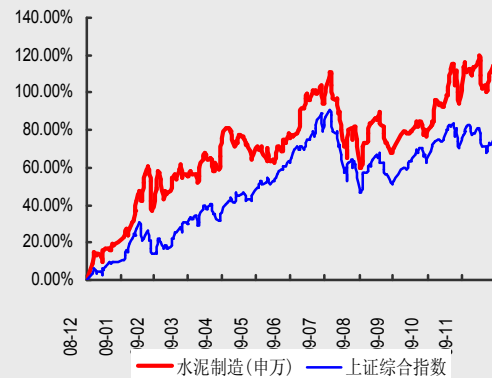
(维持)

水泥

中性

报告日期

2009.12.31



评价周期

1 个月 6 个月 12 个月

绝对表现 (%)	5.04	22.04	117.17
相对表现 (%)	2.93	11.90	37.19

重点公司盈利预测及投资评级

公司	08EPS	09EPS	10EPS	评级
海螺水泥	1.64	1.96	2.48	中性
新水泥	1.08	1.41	1.74	中性
冀东水泥	0.36	0.50	0.96	增持
天山股份	0.77	0.96	1.19	增持
青松建化	0.33	0.58	0.82	中性
马实业	0.94	1.46	2.23	增持
祁连山	0.43	0.52	0.95	中性
川双马	0.25	0.53	0.87	中性
泰集团	0.26	0.37	0.48	中性
牌集团	0.54	0.65	0.88	增持

解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

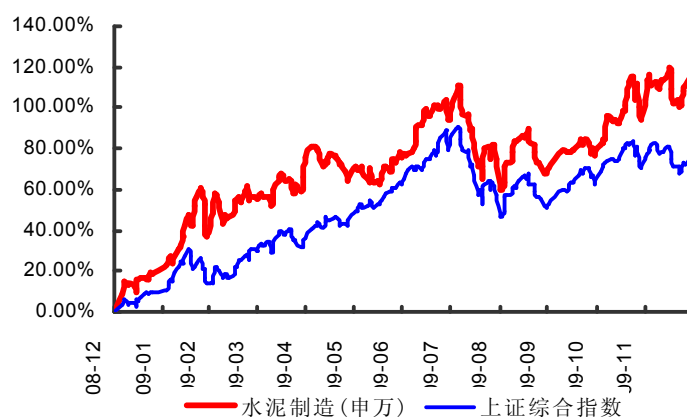
xiewenjie@ajzq.com

相关报告

一、二级市场比现（12.01-12.31）

1、行业指数与上证指数对比

图 1：水泥制造指数与上证综合指数对比



资料来源：wind

本月水泥制造行业（申万行业分类，代码 850612）涨幅为 5.04%，同期上证综指涨幅为 2.11%，水泥行业涨幅超过同期上证综指 2.93 个百分点。

2、行业涨、跌幅前三名

表 1：行业涨、跌幅前三名

	行业涨幅前三名	涨幅		行业跌幅前三名	跌幅
1	青松建化	30.48%	1	巢东股份	-9.05%
2	西水股份	18.65%	2	科学城	-6.60%
3	海螺水泥	13.94%	3	太行水泥	-4.69%

资料来源：wind

3、行业及公司估值变化

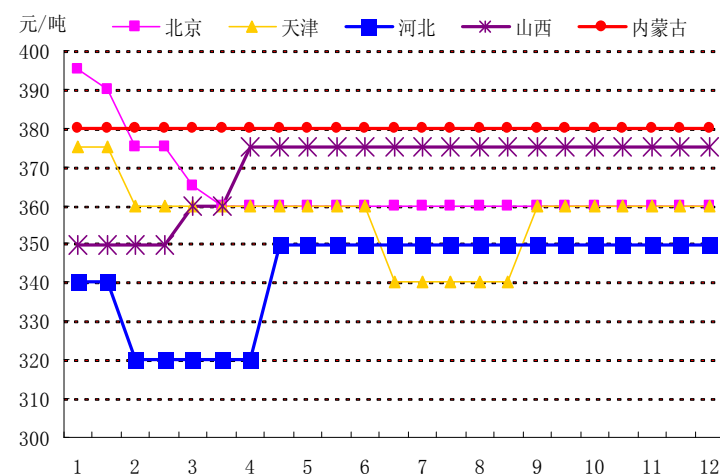
表 2：行业及上市公司 PE、PB 一览表

	市盈率 (PE、TTM)	市净率		市盈率 (PE、TTM)	市净率
水泥行业（剔除负值）	29.33	3.92	水泥行业（剔除负值）	29.33	3.92
冀东水泥	26.91	3.52	青松建化	39.77	5.34
ST 大水	-22.90	53.82	赛马实业	16.68	3.62
江西水泥	92.48	2.86	狮头股份	341.47	2.12
天山股份	21.49	5.90	太行水泥	38.82	4.29
同力水泥	33.13	3.38	海螺水泥	30.63	3.19
ST 双马	18.45	8.78	尖峰集团	42.44	2.41
科学城	-110.45	5.17	ST 金顶	-26.56	6.94
塔牌集团	35.75	3.54	祁连山	23.58	4.00
*ST 秦岭	-8.67	-21.58	华新水泥	22.29	2.19
西水股份	86.90	1.93	福建水泥	-48.41	2.15
巢东股份	-14.21	5.26	亚泰集团	26.81	2.54
冀东水泥	26.91	3.52	青松建化	39.77	5.34

资料来源：wind

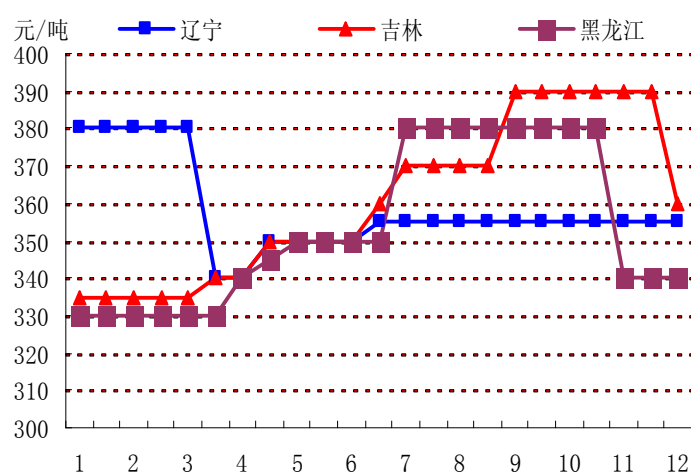
二、水泥价格变化

图 2：华北地区水泥价格变化



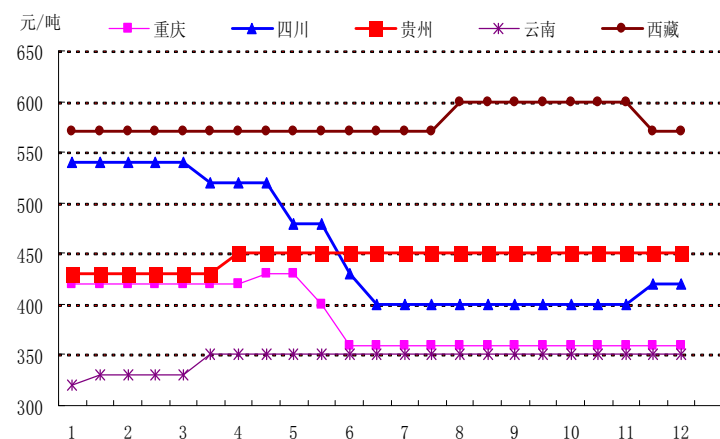
资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

图 3：东北地区水泥价格变化



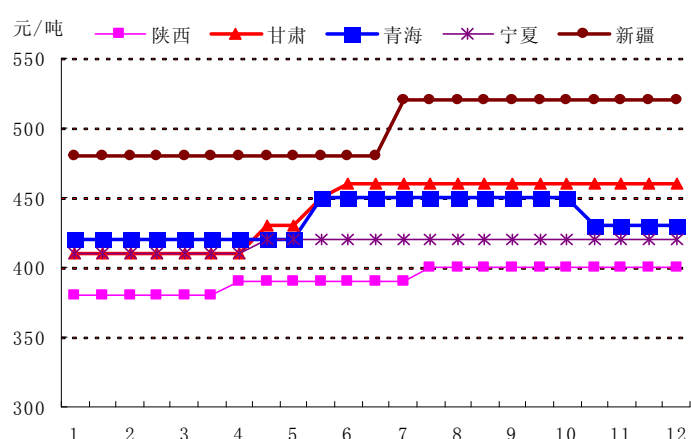
资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

图 4：西南地区水泥价格变化



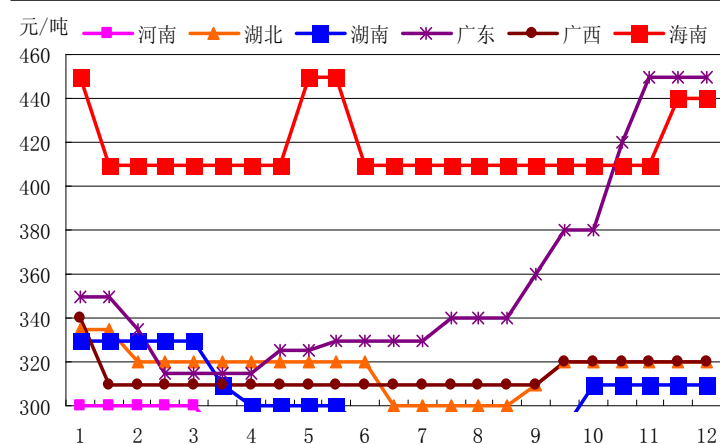
资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

图 5：西北地区水泥价格变化



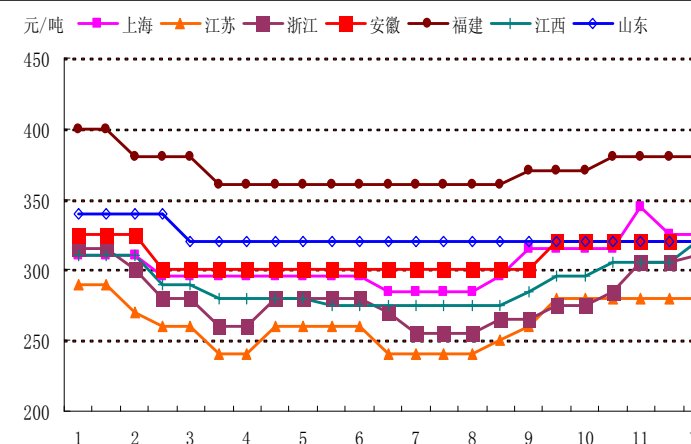
资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

图 6：中南地区水泥价格变化



资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

图 7：华东地区水泥价格变化



资料来源：数字水泥网，爱建证券研究总部整理

分区域来看：

华北地区：北京 12 月上旬 P.042.5 水泥价格 360 元/吨，同比降低 8.86%，环比持平；天津价格为 360 元/吨，同比下降 4.00%，环比持平；河北地区价格为 350 元/吨，同比上升 2.94%，环比持平；山西地区价格为 375 元，同比上升 7.14%，环比持平；内蒙古地区价格为 380 元/吨，同比和环比均持平。

东北地区：辽宁地区价格为 355 元/吨，同比下降 6.58%，环比持平；吉林地区价格为 360 元/吨，同比上升 7.46%，环比下降 7.69%；黑龙江地区同比上升 3.03%，环比持平。

西北地区：陕西地区价格为 400 元/吨，同比上升 5.26%，环比持平；甘肃地区价格为 450 元/吨，同比上升 9.76%，环比持平；青海地区价格为 430 元/吨，同比下降 10.42%，环比持平；宁夏地区价格为 420 元/吨，同比上升 2.44%，环比持平；新疆地区价格为 8.33%，环比持平。

西南地区：重庆地区价格为 360 元/吨，同比下降 18.18%，环比持平；四川地区价格为 420 元/吨，同比下降 22.22%，环比持平；贵州地区价格为 450 元/吨，同比上升 12.50%，环比持平；云南地区价格为 350 元/吨，同比上升 9.38%。

中南地区：河南地区价格为 285 元/吨，同比下降 14.93%，环比持平；湖北地区价格为 320 元/吨，同比下降 4.48%，环比持平；湖南地区价格为 310 元/吨，同比下降 6.06%，环比持平；广东地区价格为 450 元/吨，同比上升 21.62%，环比持平；广西地区价格为 320 元/吨，同比下降 5.88%，环比持平；海南地区价格为 440 元/吨，同比下降 2.22%，环比持平；

华东地区：上海地区价格为 325 元/吨，同比下降 1.52%，环比持平；江苏地区价格为 280 元/吨，同比下降 12.50%，环比持平；浙江地区价格为 310 元/吨，同比下降 3.13%，环比上升 1.64%；安徽地区价格为 320 元/吨，同比下降 7.25%，环比持平；福建地区价格为 380 元/吨，同比下降 5.00%，环比持平；江西地区价格为 320 元/吨，同比下降 3.03%，环比上升 4.92%；山东地区为 320 元/吨，同比下降 8.57%，环比持平。

评述：目前来看，由于季节的原因，东北、西北和华北部分地区已经进入施工淡季，水泥的需求量逐步下滑，价格方面也基本保持平淡；而华东、华南和西南地区目前随着年底施工项目进入结算期，施工方面进入相对旺季，水泥需求量还是较大，水泥价格方面也较为坚挺，华东地区本月上旬还发生提价行为，而华南地区则由于前期累计提价，导致价格已由较大升幅，目前相对平稳。

三、行业动态

1、水泥行业继续保持平稳发展态势

统计数据显示，11 月份，全国水泥产量同比增长 18%，增速比上月减缓 5.9 个百分点；水泥价格继续上涨，当月重点建材企业水泥平均出厂价 291 元/吨，比上月上涨 2 元/吨，同比下降 10 元/吨；月末，重点建材企业水泥库存 1,278 万吨，同比上升 48%；

1-11 月，全国水泥产量 149,263 万吨，同比增长 19%，增速同比加快 13.3 个百分点；1-11 月，水泥制造行业利润 366 亿元，增长 39%；

2、央行信贷挤压产能过剩，水泥龙头长期受益

23 日，央行召开了货币政策委员会 2009 年第 4 季度例会，发布《关于进一步做好金融服务支持重点产业调整振兴和抑制部分行业产能过剩的指导意见》（下称《指导意见》），“禁止对国家已明确为严重产能过剩的产业中的企业和项目盲目发放贷款。”业内将其解读为“这是在落实 9 月份以来调整产生过剩的政策，对钢铁等相关板块肯定是利好，利于行业长期发展。”

3、工信部圈定中部水泥行业重组龙头

工业和信息化部在 24 日发布的文件中，明确了中部企业兼并重组的目标，并圈定了主导重组的龙头企业。业内人士接受记者采访时表示，这些企业未来将在融资、重组债务减免等方面得到大量支持，从而拥有更大的投资价值。

工信部人士表示，为了将中部崛起的工作落到实处，工信部印发了《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》（简称《方案》）。中部地区矿产资源丰富，产业基础较好。但是由于缺少统一的规划，部分省市无序发展，原材料工业大而不强，企业规模偏小，跨区重组也遇到了较大的困难。

在国务院对优化产业结构的高度重视下，工信部先从中部入手，《方案》对兼并重组提出了具体的要求。

《方案》特别提出，2011 之前，建材企业跨地区兼并重组取得新进展，培育 1 家具有国际竞争力的综合性建材企业集团，初步形成 8 家以上年产能超千万吨的区域性水泥企业集团。发挥海螺、中国建材、中材、华新、天瑞、三峡新材、长利玻璃等企业的带动作用。

4、“十二五”规划“变调” 水泥业适度发展新建线

在3日召开的“抑制行业产能过剩和重复建设发布会”，水泥行业又一次站上了落后产能的“审判席”。中国证券报记者从中国水泥协会方面了解到，各地除继续落实水泥的加速淘汰落后及大清理外，协会正在起草水泥行业的“十二五”水泥产业政策报告，考虑到政策的延续性，“十二五”期间水泥行业的发展思路将从“十一五”的“大力发展新型干法水泥”转向“适度发展”。

中国水泥协会秘书长孔祥忠表示，未来国家的产业政策将是一套“组合拳”，通过税收政策、财政优惠补贴，对新建及淘汰项目进行整体的产业引导。他同时透露，正在起草的行业“十二五”规划将一改“十一五”时大力发展新型干法的提法，变为适度发展；另外支持企业进行兼并重组将成为“十二五”规划的一大重点。

此外，以“等量淘汰”的思路新建产能的政策导向也将做出调整。工信部官员在3日发布会上表示，水泥行业将重点支持上大压小、等量和减量置换落后能力，开展综合利用，推进节约生产、清洁生产等有利于节能减排的一些重大技术改造项目。

四、公司动态

1、江西水泥（000789）获690万中央财政奖励资金

江西水泥12月28日晚间发布公告称，公司收到江西省财政厅下拨的中央财政奖励资金690万元人民币。

公司表示，该笔资金为“2009年和清算2007-2008年淘汰落后产能中央财政奖励资金”，将根据有关规定将计入公司2009年当期损益。

2、葛洲坝（600068）投资兴建4800t/d熟料新型干法水泥生产线

2009年12月26日，中国葛洲坝集团股份有限公司控股子公司葛洲坝老河口水泥有限公司投资兴建的4800t/d熟料新型干法水泥生产线点火投产。葛洲坝老河口水泥有限公司由本公司和湖北宝石水泥集团有限公司分别按99%和1%的出资比例投资组建，该公司投资兴建的4800t/d熟料新型干法水泥生产线项目概算总投资6.95亿元，水泥产能200万吨/年，2009年2月1日主体工程动工兴建。

该水泥项目各项经济技术指标处于行业先进水平，环保设施配置优化，环保指标达到或优于国家制定的各项标准，具有较高的节能降耗水平和资源综合利用效率。该项目投产后，本公司的水泥产量达到2000万吨/年。

3、金隅集团（2009.HK）斥资2亿成立四平金隅水泥、1亿增持鼎鑫水泥13%股权

12月28日消息，北京金隅股份公布，与昊华化工共同出资成立四平金隅水泥，合营利用化工生产中产生的电石渣废料生产水泥，而四平金隅水泥注册资本2亿元（人民币，下同），而北京金隅股份将出资1.04亿元，并持有四平金隅水泥52%股权。

北京金隅表示，四平金隅水泥地处中国东北地区，料厂房水泥年产量达106万吨，投产初期预计年销售收入约为3亿元。

北京金隅宣布，以1.06亿元人民币增持鼎鑫水泥13.38%股权，完成收购后，金隅于该公司的持股比例增至98.46%，余下1.54%则由天津水泥工业设计研究院持有。鼎鑫水泥主要从事制造及销售水泥及熟料；集团认为收购事项将为整合水泥业务的内部资源及公司架构提供绝佳机会，从而提升管理效率及效能，而集团预期收购事项，亦将使水泥业务产生更高溢利回报。

4、中材国际（600970）全资子公司签署经营合同

近日，中国中材国际工程股份有限公司（以下简称“公司”）全资子公司中材建设有限公司（以下简称“中材建设”）和葡萄牙SECIL LOBITO水泥公司签署了1500TPD水泥生产线PDB（采购、发运和建设）合同。该项目位于安哥拉的洛比托市；合同范围包括从原料破碎到最终水泥发运系统的工程设计、设备供货、设备安装及调试以及土建工程。合同金额为85,475,360美元（不包括运输费以及在安哥拉发生的增值税及其他税费），运费据实结算。合同自收到业主预付款后生效。

熟料线部分合同工期为开工令起31个月，水泥磨部分合同工期为开工令起24个月。

5、祁连山（600720）实际控制人变为中国中材股份有限公司

甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会、中国中材股份有限公司和甘肃祁连山建材控股有限公司三方已于12月27日签署了《甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会、中国中材股份有限公司关于甘肃祁连山建材控股有限公司增资扩股并股权转让协议》，中国中材股份有限公司将通过增资扩股和股权受让的方式获得甘肃祁连山建材控股有限公司51%的股权。

该协议生效后，中国中材股份有限公司将持有甘肃祁连山建材控股有限公司 51% 的股权。甘肃祁连山建材控股有限公司持有本公司 12.78% 的股权，中国中材股份有限公司持有本公司 11.88% 的股权。本公司实际控制人将由甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会变更为中国中材股份有限公司。

6、华新水泥（600801）转让华新金猫水泥（苏州）股权、与西藏天路拟合资建西藏建材集团

华新水泥股份有限公司（以下简称本公司）将其持有的华新金猫水泥（苏州）有限公司（以下简称“金猫公司”）51% 的股权以现金 44,321.55 万元转让给金猫公司所在地苏州市吴中区木渎镇集体资产经营公司。

近日，本公司与西藏天路股份有限公司、西藏高争（集团）有限责任公司、西藏自治区投资有限公司、山南兴业水泥厂签署协议，拟共同投资组建西藏高新建材集团有限公司（西藏建材集团）。拟组建的西藏建材集团，注册地：拉萨市。注册资本总额 2 亿元人民币，股权结构为：本公司，出资 8600 万元人民币，占注册资本的 43%。

7、冀东水泥（000401）收购 st 秦岭（600217）9.48% 的股权；st 秦岭破产重整草案获通过

12 月 17 日，公司发布公告，以 3.34 亿元的价格收购陕西省耀县水泥厂持有的陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司 62,664,165 股权的议案。

为提高公司在陕西市场的竞争力，公司拟以 3.34 亿元的价格收购陕西秦水泥（集团）股份有限公司（以下简称：“秦岭水泥”）62,664,165 股权，每股转让价格为 5.33 元，本次转让股份数量占秦岭水泥股份总数的 9.48%。

ST 秦岭 12 月 9 日公告，《陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司重整计划草案》（包括出资人权益调整方案）已经获得通过。据相关规定，在公司债权人会议表决通过重整计划草案、出资人组表决通过本出资人权益调整方案，且获得人民法院批准后，秦岭水泥才能避免破产清算。

据重整计划草案，控股股东陕西省耀县水泥厂无偿让渡所持*ST 秦岭股份的 43% 用于重整，共计 7048 万股；其他股东无偿让渡所持*ST 秦岭股份的 21% 用于重整，共计 1 亿股。全体股东让渡的股份中有 4586 万股按照重整计划的规定用于清偿债权，1.29 亿股由重组方冀东水泥有条件受让。冀东水泥为北方最大水泥企业，在本次方案中，配以资产重组，增添了出资人及债权人对*ST 秦岭未来的信心。

五、水泥行业综述及投资建议

我们认为从本月的行业动态情况来看，以下几点是值得关注的：

首先，尽管目前北方地区建筑施工进入淡季，水泥需求量有较明显下降，但是我们发现整体价格还是保持在相对高位，较为平稳，即使个别地区有回落但幅度不大，属于正常调整。而且企业储备意愿较强，库存提高，显示对明年水泥需求还是持相对积极态度。

从目前来看，我们认为从现在开始到明年 3 月初，行业整体将会趋于平静，产量和价格方面可能会由于季节性原因出现有所下降，但不会有较大的波动，整体的投资机会要观察明年开春之后下游的需求状况，区域水泥产能和价格的变动情况，如果期间宏观经济和政策调控出现变动，那么就得临时评估其影响。

其次，12 月份的房地产行业政策调控力度有点超出之前市场预期。09 年以来，房地产行业的逐步复苏为宏观经济保持平稳增长奠定良好基础，但同时日益高企的房价也越来越超过普通居民的实际购买承受力，呼吁抑制高房价之声四起。月中，国家出台一系列政策措施，各地相继出台配合措施，政策措施之严厉有些超出之前市场预期。从目前来看，政府的调控意图只是想压制过高的房价，对于投资和供给还是持鼓励态度，但是有点值得担忧：1、一旦调控的预期形成，行业的投资和开工建设或受到影响；2、如果此次调控房价没有受到较明显压制，之后或将再推出强势调控政策。

第三，从 12 月份的行业动态来看，整治落后产能、限制新增产能以及行业兼并重组正在成为行业内的热门话题。目前水泥行业产能过剩问题已相当突出，近几年快速扩张的新增产能如不加限制将日益形成实际生产规模，不利行业良性发展。同时水泥行业作为传统高污染和高耗能行业，在目前大力推行节能减排形势下也必将受到限制。在水泥行业“十二五”规划中，这两点将得到集中体现，并推动行业的兼并重组活动。

第四，从估值上来看，目前行业 PE 为 29.33 倍，PB 为 3.92 倍，从历史的变化情况来看，整体基本上处于中间阶段，还属于合理范围。

综上所述，目前我们认为行业尽管估值上并不高企，处于相对合理的范围，但是未来两个月内行业基本处于淡季，产量和价格方面也料将无出预期之表现，且房地产政策方面也需要做进一步的观望，而这种政策取向将直接影响明年的下游需求，因此，我们暂时维持行业“中性”的评级。个股方面，我们建议关注冀东水泥、塔牌集团、祁连山、天山股份、青松建化。

六、 重点关注公司盈利预测

表：重点关注公司盈利预测表

公司	08 年 EPS	09 年 EPS	10 年 EPS	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE	PB	评级
海螺水泥	1.64	1.96	2.48	30.40	25.44	20.10	3.25	中性
华新水泥	1.08	1.41	1.74	21.99	16.84	13.65	2.22	中性
冀东水泥	0.36	0.50	0.96	53.61	38.60	20.10	3.65	增持
天山股份	0.77	0.96	1.19	27.57	22.11	17.84	5.90	增持
青松建化	0.33	0.58	0.82	68.36	38.90	27.51	5.62	中性
赛马实业	0.94	1.46	2.23	39.65	25.53	16.71	3.70	增持
祁连山	0.43	0.52	0.95	40.23	33.27	18.21	4.09	中性
四川双马	0.25	0.53	0.87	45.56	21.49	13.09	8.87	中性
亚泰集团	0.26	0.37	0.48	34.92	24.54	18.92	2.53	中性
塔牌集团	0.54	0.65	0.88	30.43	25.28	18.67	3.58	增持

资料来源：爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。