

2010-09-22

建材

维持

买入

房地产二次调控预期恐压抑行业估值

◇ 报告起因：月度行业跟踪报告及下一阶段展望

◆ 房地产再现“量价齐升”，二次调控预期恐压抑行业估值

8月宏观数据出台，经济回落幅度好于市场预期；市场对未来通胀预期也有效减弱；房地产市场出现“量价齐升”的现象。在宏观经济数据仍保持稳健的同时，房地产市场出现背离国家调控方向的苗头，国家出台二次房地产调控概率增强，虽从水泥行业基本面角度我们相信即使调控趋强，其对水泥行业的影响程度将远优于其他行业波幅，但估值在此背景下恐被压制。近期推荐原则：选择需求预期明确且业绩超预期概率高的公司，首推天山股份；

◆ 全行业：南部限电减少8月产量，新增供给冲击减弱

8月水泥产量1.68亿吨，同增12.8%，环增1.8%，南部地区相继执行限电措施引致8月产量减少；1-8月水泥累计产量增速16.7%；需求端，固定资产投资增速持续回落但已稳定，1-8月同增24.8%，房地产投资增速连续自高位3月缓慢回落，1-8月同增36.7%，较1-7月增速下降0.5个百分点；新开工项目计划总投资增速26.3%，较1-7月增速下降0.5个百分点；施工项目计划总投资增速27.3%，增速较1-7月增速上升0.3个百分点；供给端：行业固定资产投资增速10.7%，较1-6月增速下降4.3个百分点；

预计9月水泥产量季节性环比提高，需求端，固定资产投资增速保持稳定，房地产投资增速继续回落但幅度有限，行业需求有保证；重点关注新开工指标的持续性！

◆ 全行业：7月行业吨毛利环降，未来数月将环比提升

建立的水泥行业单位价格、成本、吨毛利变动图谱显示，考虑成本滞后2个月反映煤炭库存消化时间，10年1-3月水泥行业吨毛利水平与09年同期持平，4-6月行业吨毛利较3月环比回升，但低于09年4-6月水平，7月行业吨毛利水平环降。重点关注8月南部地区雨季过后价格提升幅度；

8月中旬至今南部地区水泥价格持续提升；成本端，煤炭价格连续数周环比下降；预计8月行业吨毛利水平环升，上升空间视产品价格提升幅度；

◆ 分区域：华东4季度利润环比显著提升，西北全年独好

受产品大幅提价和成本走低影响，华东区域4季度吨水泥利润环比显著提升；

1-8月，西北区域水泥价格（累计均价）同比上涨1.05%，主要能源（煤炭）价格（累计均价）同比下降5.90%，区域内行业盈利能力同比提高，特别是新疆地区；西南、中南、华北区域水泥价格（累计均价）同比下降8.16%、1.18%和0.20%，而主要能源（煤炭）价格（累计均价）同比提高3.19%、9.96%和14.83%，区域的行业盈利能力同比下降；其他区域的行业盈利能力保持稳定或有下降；

◆ 虽历史经验房地产调控压制水泥行业估值，但我们对房地产新政的理解：管理需求、释放供给，供给为关键，其实质为利好

4万亿投资至今基础设施建设尚处于施工高峰期，未来两年国内大部分地区（除西部）基建工程对水泥需求增速放缓应为确定，水泥行业需求增量更多来自房地产，其供给释放重点关注！我们认为仅依靠控制需求为单一手段，仅针对房价下跌单一目标就放松政策，在“供不应求”条件下，房价将在政策放松的短时间内再次迅速上升，最终调控失败；组合拳的关键在于供给持续释放（打击囤地、控制融资渠道仅为有效的辅助手段），改变价格预期，压制并挤出虚拟泡沫，最终更健康的释放有效需求；而无需与参与者过多纠结在短期房屋价格方面！近期国家要求9月底保障房建设全面启动即为证明！

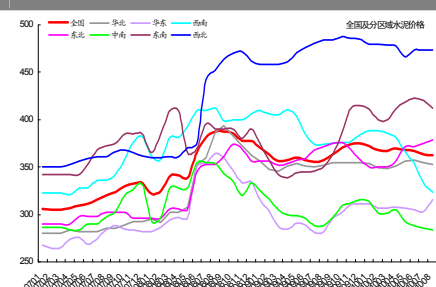
分析师：

陈浩武（执业证书编号：S0930210040003）

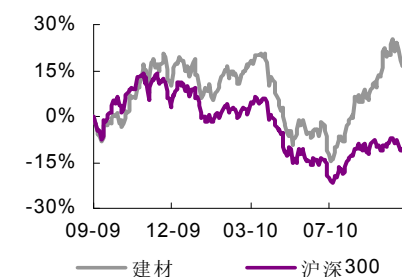
22169050

chenhaowu@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

- 政策压力减轻提供估值保护，4季度行业亮点在南部水泥 2010-08-26
- 估值修复，景气北高南低 20100726 2010-07-28
- 2010年上半年部分区域盈利下降，但无碍行业整体利润稳定增长 2010-07-19

图表目录

图 1:全国水泥行业累计产量与增速	6
图 2:全国水泥行业月度产量与增速	6
图 3:全国水泥均价运行	7
图 4:秦皇岛煤炭现货价格（山西优混）	7
图 5:水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱	7
图 6:工业增加值-非金属矿物制品业当月和累计增速	7
图 7:华北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	7
图 8:华东地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	7
图 9:西南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 10:东北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 11:西北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 12:中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 13:东南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 14:华北地区水泥行业累计产量及增速-本周更新	9
图 15:华北区水泥价格年内分月度运行情况	9
图 16:华东地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	10
图 17:华东区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 18:西南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	10
图 19:西南区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 20:东北地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	10
图 21:东北区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 22:西北地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	11
图 23:西北区水泥价格年内分月度运行情况	11
图 24:中南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	11
图 25:中南区水泥价格年内分月度运行情况	11
图 26:东南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新	11
图 27:东南地区水泥价格年内分月度运行情况	11
图 28:全国水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系	12
图 29:华北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 30:华东水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 31:西南水泥行业分月度产量环比增速指标体系	13
图 32:东北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	13
图 33:西北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	13
图 34:中南水泥行业分月度产量环比增速指标体系	13
图 35:东南水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系	13
图 36: 2010 年至今水泥行业运行指标分区域跟踪	14
图 37: 08 年 6 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较	14
图 38: 10 年 1 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较	14
图 39: 水泥行业市盈率历史运行一览（整体法、TTM）	15
图 40: 水泥行业市盈率对沪深 300 市盈率溢价（整体法、TTM）	15
图 41: 水泥行业市盈率对房地产行业市盈率溢价（整体法、TTM）	15

图 42:全国固定资产投资运行情况-累计	16
图 43:全国固定资产投资运行情况-当月	16
图 44:全国房地产投资运行情况-累计	16
图 45:全国房地产投资运行情况-当月	16
图 46:本年固定资产投资新开工项目计划总投资	17
图 47:本年固定资产投资施工项目计划总投资	17
图 48:金融机构存贷差和贷存比	18
图 49:金融机构贷款余额和存款余额增速	18
图 50:分月度国家财政预算收支差额	18
图 51:国家财政预算收支累计增速	18
图 52:我国固定资产投资资金来源	18
图 53: M0/M1/M2/贷款余额增速比较（02 年至今）	18
图 54:我国固定资产投资分构成分解	20
图 55:基础设施建设投资增速分项目统计	20
图 56:我国固定资产投资按建设性质分解	20
图 57:我国固定资产投资按中央、地方分解	20
图 58:我国铁路基本建设投资情况	20
图 59:我国固定资产投资资金来源	20
图 60: 销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪	21
图 61: 新开工面积增速和竣工面积增速的剪刀差缺口填补后形成显著向上翘头	21
图 62: 国内商品房累计销售面积与增速	21
图 63: 国内商品房累计竣工面积与增速	21
图 64: 当年国内累计购置土地面积与增速	22
图 65: 国内累计完成开发土地面积与增速	22
图 66: 国内商品房累计施工面积与增速	22
图 67: 国内商品房累计新开工面积与增速	22
图 68: 房地产开发资金与增速	22
图 69: 房地产开发资金年内分月度环比增速	22
图 70:国内房地产开发资金按项目分解	23
图 71:按项目分解房地产开发资金来源增速	23
图 72: 分区域固定资产投资运行情况	24
图 73:分区域房地产投资占比固定资产投资一览	24
图 74:分区域房地产投资增速一览	24
图 75:分区域固定资产投资新开工项目投资增速	24
图 76:分区域固定资产投资施工项目计划总投资增速	24
图 77:华北一固定资产投资增速	25
图 78:华北一房地产投资增速	25
图 79:华北一固定资产投资新开工项目计划总投资	25
图 80:华北一固定资产投资施工项目计划总投资	25
图 81:华东一固定资产投资增速	25
图 82:华东一房地产投资增速	25
图 83:华东一固定资产投资新开工项目计划总投资	26
图 84:华东一固定资产投资施工项目计划总投资	26

图 85:中南—固定资产投资增速	26
图 86:中南—房地产投资增速	26
图 87:中南—固定资产投资新开工项目计划总投资	26
图 88:中南—固定资产投资施工项目计划总投资	26
图 89:西南—固定资产投资增速	27
图 90:西南—房地产投资增速	27
图 91:西南—固定资产投资新开工项目计划总投资	27
图 92:西南—固定资产投资施工项目计划总投资	27
图 93:东南—固定资产投资增速	27
图 94:东南—房地产投资增速	27
图 95:东南—固定资产投资新开工项目计划总投资	28
图 96:东南—固定资产投资施工项目计划总投资	28
图 97:西北—固定资产投资增速	28
图 98:西北—房地产投资增速	28
图 99:西北—固定资产投资新开工项目计划总投资	28
图 100:西北—固定资产投资施工项目计划总投资	28
图 101:东北—固定资产投资增速	29
图 102:东北—房地产投资增速	29
图 103:东北—固定资产投资新开工项目计划总投资	29
图 104:东北—固定资产投资施工项目计划总投资	29
图 105:水泥行业固定资产投资额、增速分月度一览	30
图 106:水泥行业固定资产投资增速分月度一览	30
图 107:华北-行业固定资产投资额、增速分月度一览	30
图 108:华北-行业固定资产投资增速分月度一览	30
图 109:华东-行业固定资产投资额、增速分月度一览	30
图 110:华东-行业固定资产投资增速分月度一览	30
图 111:中南-行业固定资产投资额、增速分月度一览	31
图 112:中南-行业固定资产投资增速分月度一览	31
图 113:西南-行业固定资产投资额、增速分月度一览	31
图 114:西南-行业固定资产投资增速分月度一览	31
图 115:西北-行业固定资产投资额、增速分月度一览	31
图 116:西北-行业固定资产投资增速分月度一览	31
图 117:东北-行业固定资产投资额、增速分月度一览	32
图 118:东北-行业固定资产投资增速分月度一览	32
图 119: 西北地区甘肃省水泥行业固定资产投资情况	32
图 120: 西北地区青海省水泥行业固定资产投资情况	32
图 121: 西北地区宁夏省水泥行业固定资产投资情况	32
图 122: 西北地区新疆省水泥行业固定资产投资情况	32
图 123: 逐条核算 09 年分区域投产、新开工产能冲击程度	33
图 124: 海螺水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览	33
图 125: 冀东水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览	34
图 126: 华新水泥分月度水泥产、销量及增速一览	34
图 127: 天山股份年内分月度水泥产、销量及增速一览	34

图 128: 赛马实业分月度水泥产、销量及增速一览.....	34
图 129: 祁连山年内分月度水泥产、销量及增速一览	34
图 130: 塔牌集团分月度水泥产、销量及增速一览.....	34
图 131: 海螺水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	35
图 132: 冀东水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	35
图 133: 华新水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	35
图 134: 天山股份市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	35
图 135: 赛马实业市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	36
图 136: 青松建化市盈率历史运行（至 9 月 17 日）	36
 表 1: 行业重点上市公司评级与估值指标	 36

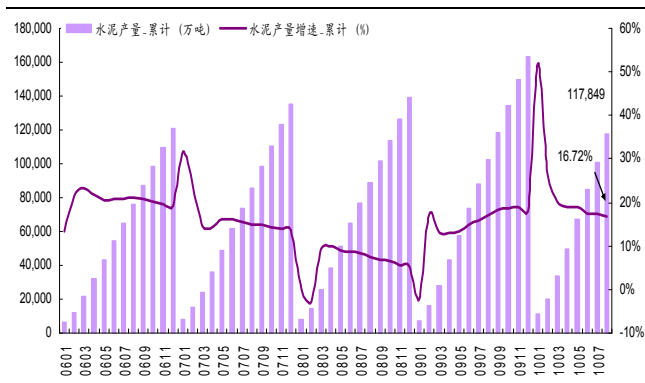
行业经营篇

产量：10 年 1-8 月产量 11.78 亿吨，同比增长 16.72%

2010 年 1-8 月全国水泥产量 11.78 亿吨，同比增长 16.72%；单 8 月水泥产量 1.68 亿吨，同比增长 12.84%，环比增长 1.75%，南部地区限电措施引致 8 月产量减少。

图 1:全国水泥行业累计产量与增速

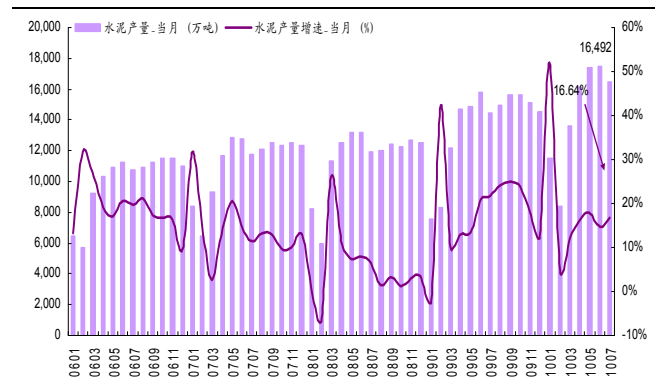
10 年 1-8 月我国水泥产量 11.78 亿吨，同比增长 16.7%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 2:全国水泥行业月度产量与增速

10 年 8 月我国水泥产量 1.68 亿吨，同比增长 12.8%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

现货角度：8 月水泥价格环升，成本下降

8 月 PO42.5 全国均价 301.79 元/吨(不含税价格),较 7 月价格上涨 0.46 元/吨,单月同增 0.95%;2010 年 1-8 月全国水泥均价同比增长 1.54%;

8 月底秦皇岛煤炭现货价格 720 元/吨,较 7 月底价格下降 25 元/吨;2010 年 1-8 月煤炭价格同比上涨 28.77%,单 8 月同比上涨 27.67%;

8 月至今煤炭价格稳定回落,最新价格 715 元/吨;产品方面,北部地区价格稳定,南部地区 8 月中后陆续出梅,清淤完成进入年内最旺季节,加之浙江、江苏等省对高耗能产业限电政策供给端做减法,一增一减,南部地区各区域水泥价格轮换上调,9 月产品价格上涨。

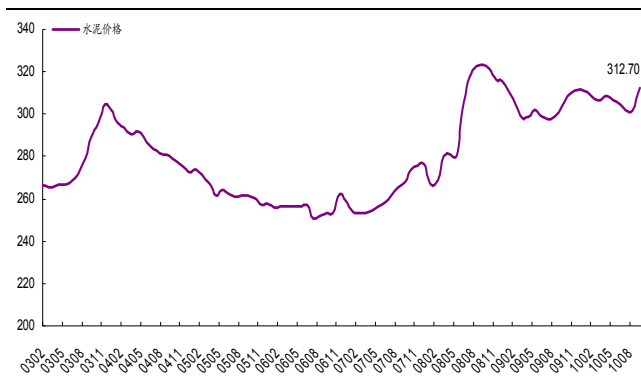
行业盈利能力：8 月环比稳定，9 月显著提升

建立水泥行业单位价格、成本、吨毛利变动图谱显示,考虑成本滞后 2 个月反映企业煤炭库存消化时间,10 年 1-3 月水泥行业吨毛利水平与 09 年同期持平,4-6 月行业吨毛利较 3 月环比回升,但低于 09 年同期,7 月行业吨毛利环降;8 月跟踪体系显示吨毛利保持稳定;

我国南部地区 9 月已进入年内最旺季节，加之各省对高耗能产业限电政策在产品供给端做减法，一增一减，南部地区各区域水泥价格未来 1-2 月价格将轮换上调；成本端，煤炭价格连续数周环比下降；预计 9 月行业吨毛利水平显著环升！

图 3:全国水泥均价运行

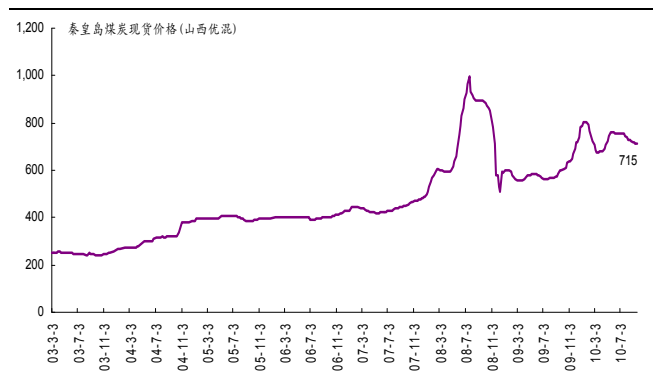
9 月至今全国水泥均价(不含税)312.70 元/吨,累计同增 1.70%



资料来源：光大证券研究所

图 4:秦皇岛煤炭现货价格（山西优混）

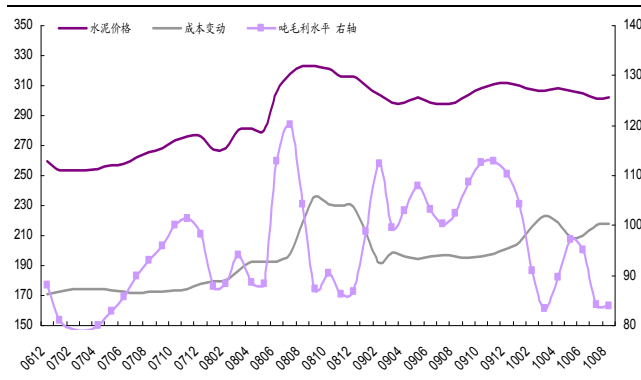
8 月 30 日秦皇岛煤炭现货价格 720 元/吨,最新 715 元/吨



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 5:水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱

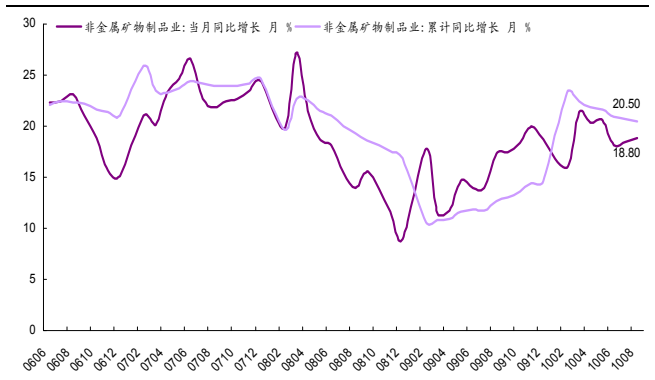
4-6 月行业吨毛利环升，同降，7 月环比下降，8 月稳定



资料来源：光大证券研究所

图 6:工业增加值-非金属矿物制品业当月和累计增速

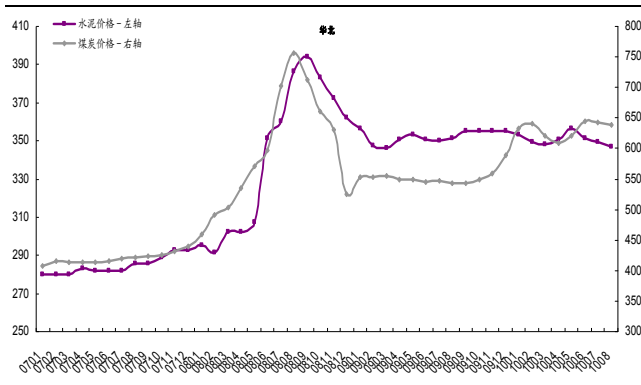
10 年 1-8 月非金属矿物制品业同比增长 20.50%



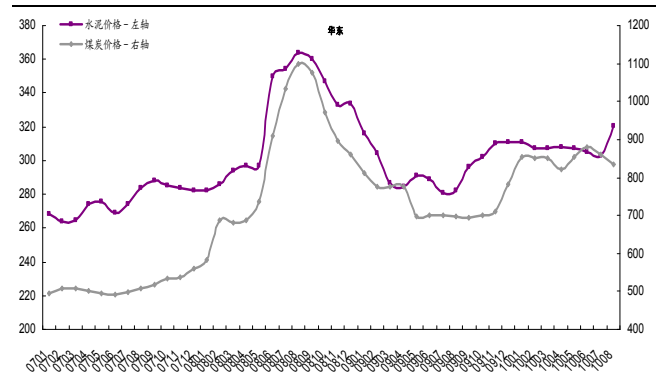
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 7:华北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况

图 8:华东地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



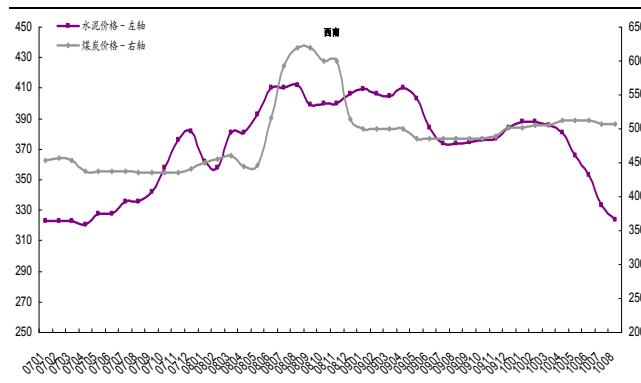
资料来源：数字水泥、光大证券研究所



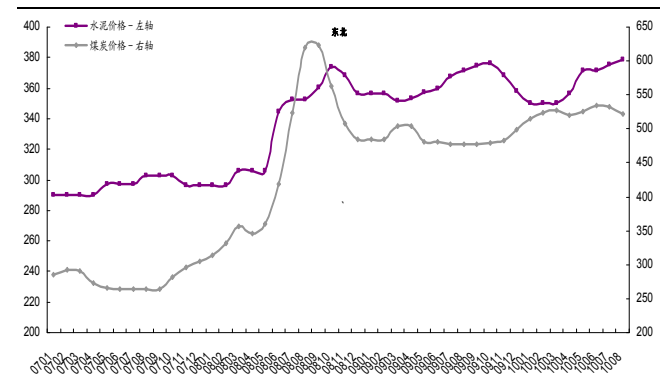
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 9:西南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况

图 10:东北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



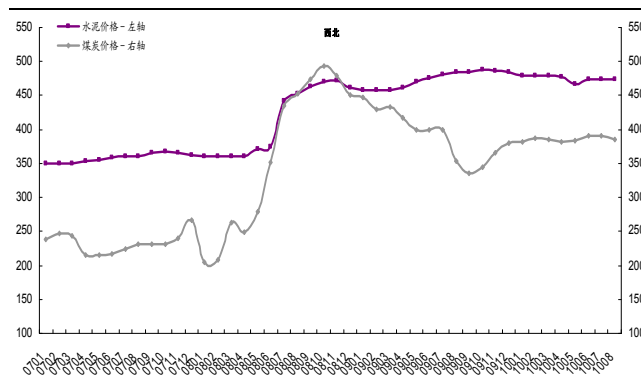
资料来源：数字水泥、光大证券研究所



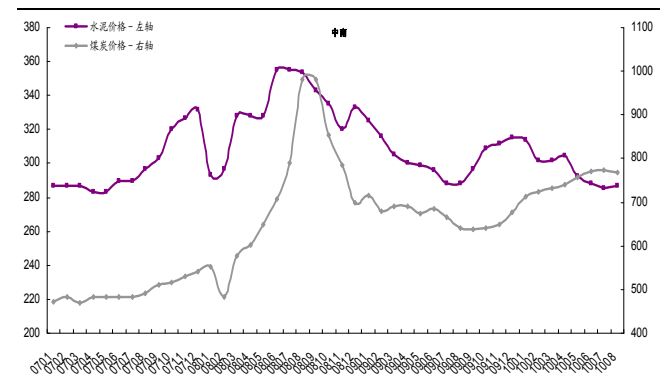
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 11:西北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况

图 12:中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况

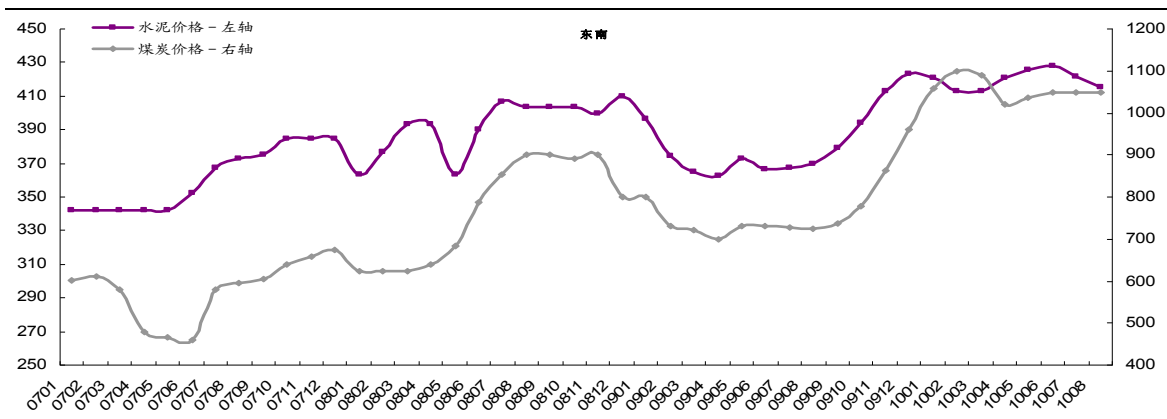


资料来源：数字水泥、光大证券研究所



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 13:东南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

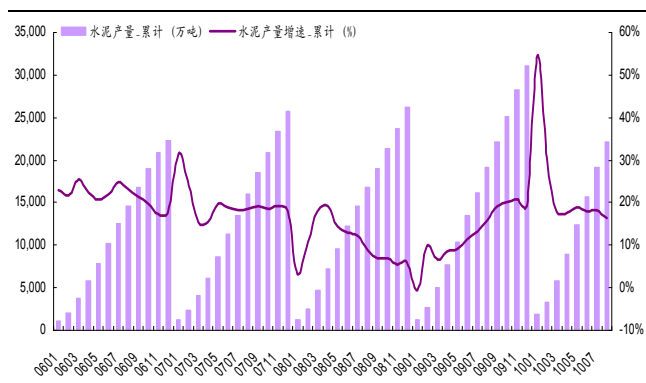
分区域量价比较

产量角度，10年1-8月分区域产量增速由高向低排序，依次为西南、西北、中南、东北、华北、东南、华东地区，产量增速分别为33.92%、24.03%、19.36%、17.77%、16.37%、15.62%、8.61%；

价格角度，分区域2010年截至目前，东南、华东、西北、东北区域水泥价格（累计均价）同比提高，分别为13.55%、7.03%、1.05%、1.04%；西南、中南、华北区域水泥价格（累计均价）同比下降，分别为-8.16%、-1.18%、-0.20%；

图 14:华北地区水泥行业累计产量及增速-本周更新

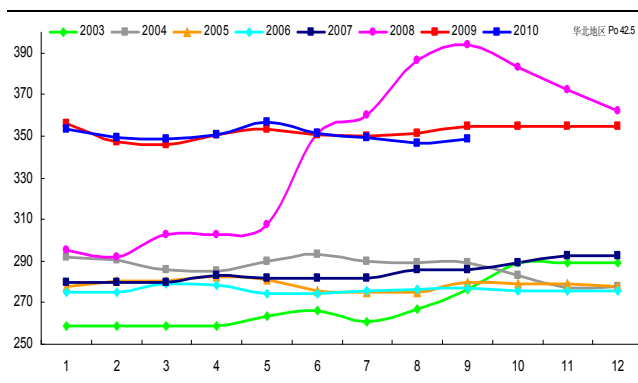
10年1-8月华北水泥产量同比增长16.37%，环降4.2%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 15:华北区水泥价格年内分月度运行情况

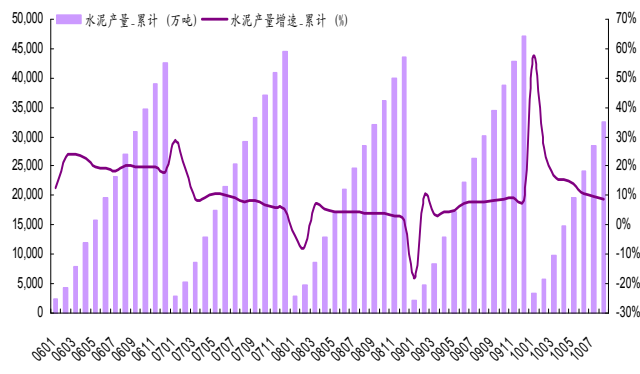
10年截至目前华北地区水泥价格同比下降0.20%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 16:华东地区水泥行业累计产量与增速-本周更新

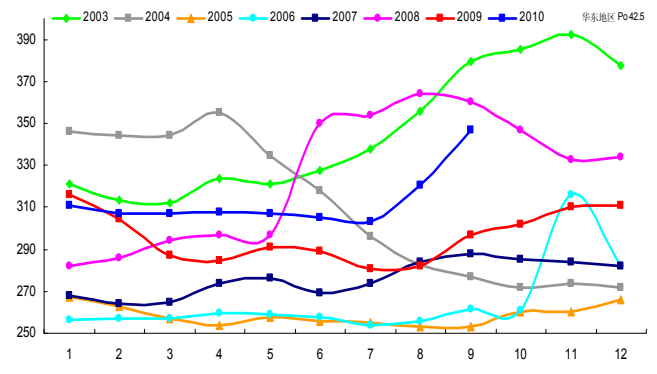
10 年 1-8 月华东水泥产量同比增长 8.61%，环降 1.4%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 17:华东区水泥价格年内分月度运行情况

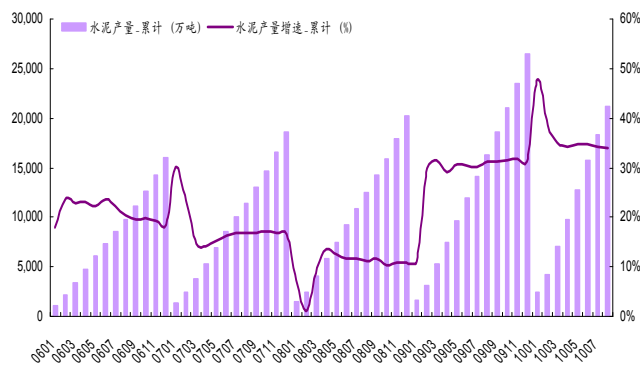
10 年截至目前华东地区水泥价格同比增长 7.03%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 18:西南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新

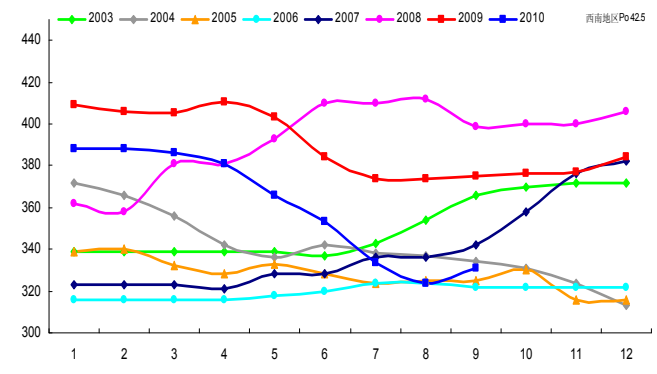
10 年 1-8 月西南水泥产量同比增长 33.92%，环升 3.8%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 19:西南区水泥价格年内分月度运行情况

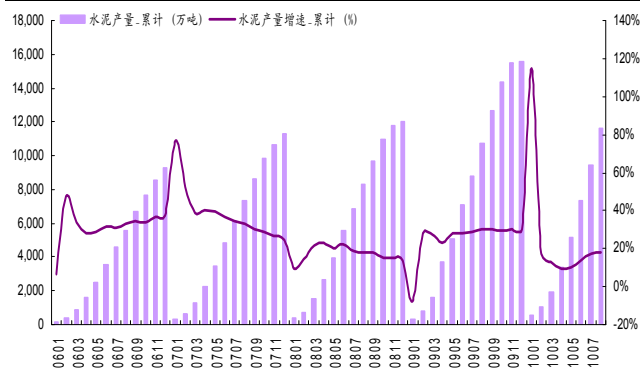
10 年截至目前西南地区水泥价格同比下降 8.16%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 20:东北地区水泥行业累计产量与增速-本周更新

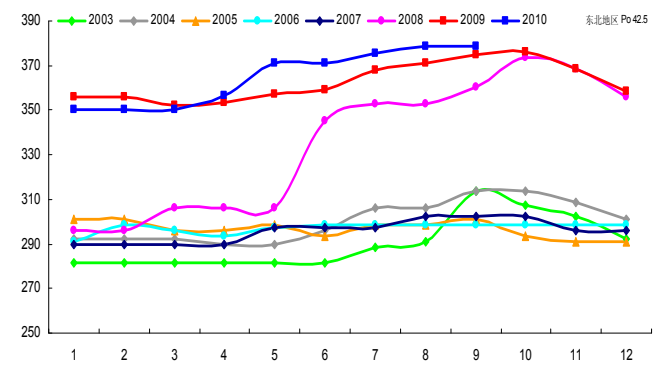
10 年 1-8 月东北水泥产量同比增长 17.77%，环升 1.0%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

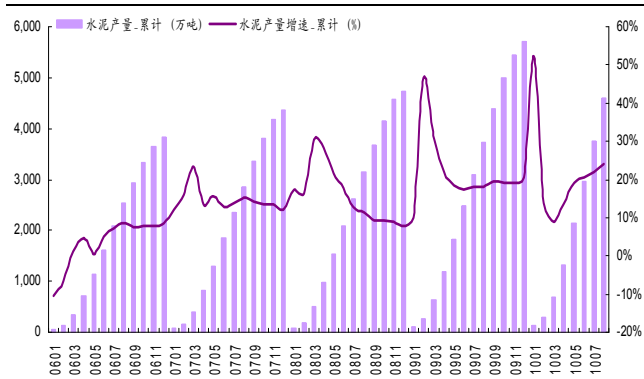
图 21:东北区水泥价格年内分月度运行情况

10 年截至目前东北地区水泥价格同比增长 1.04%



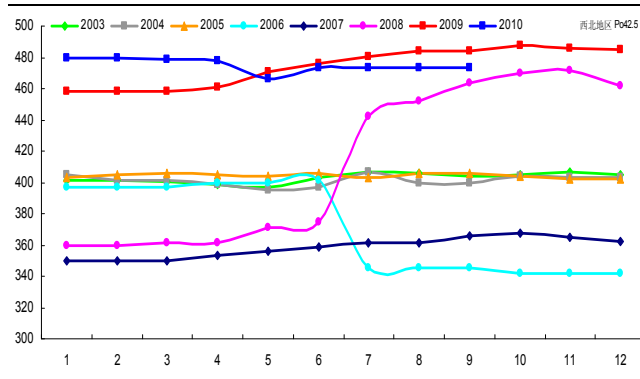
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 22:西北地区水泥行业累计产量与增速-本周更新
10 年 1-8 月西北水泥产量同比增长 24.03%，环升 7.0%



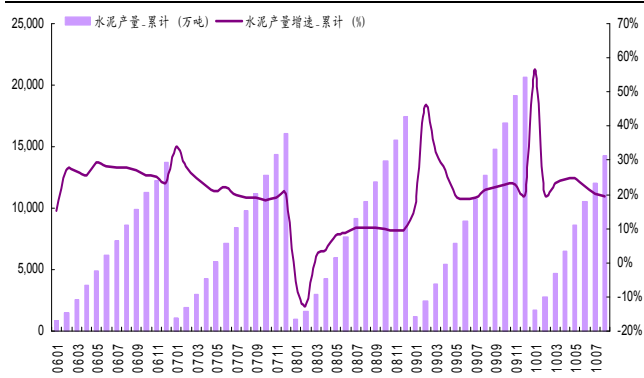
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 23:西北区水泥价格年内分月度运行情况
10 年截至目前西北地区水泥价格同比上涨 1.05%



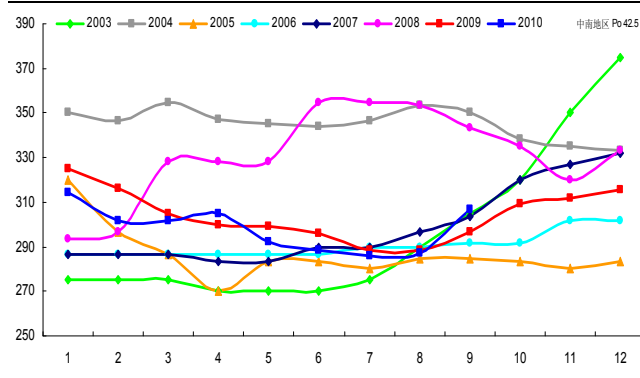
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 24:中南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新
10 年 1-8 月中南水泥产量同比增长 19.36%，环升 12.3%



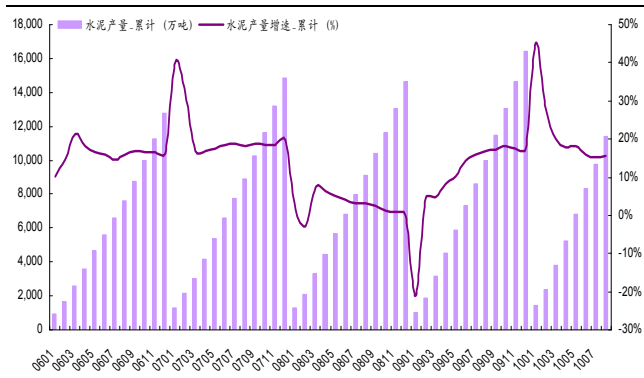
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 25:中南区水泥价格年内分月度运行情况
10 年截至目前中南地区水泥价格同比下降 1.18%



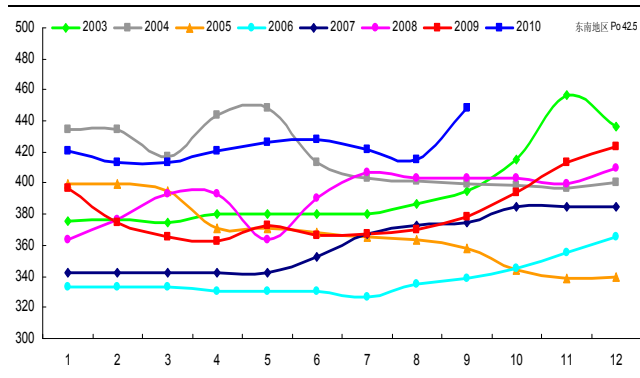
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 26:东南地区水泥行业累计产量与增速-本周更新
10 年 1-8 月东南水泥产量同比增长 15.62%，环升 4.9%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 27:东南地区水泥价格年内分月度运行情况
10 年截至目前东南地区水泥价格同比上涨 13.55%



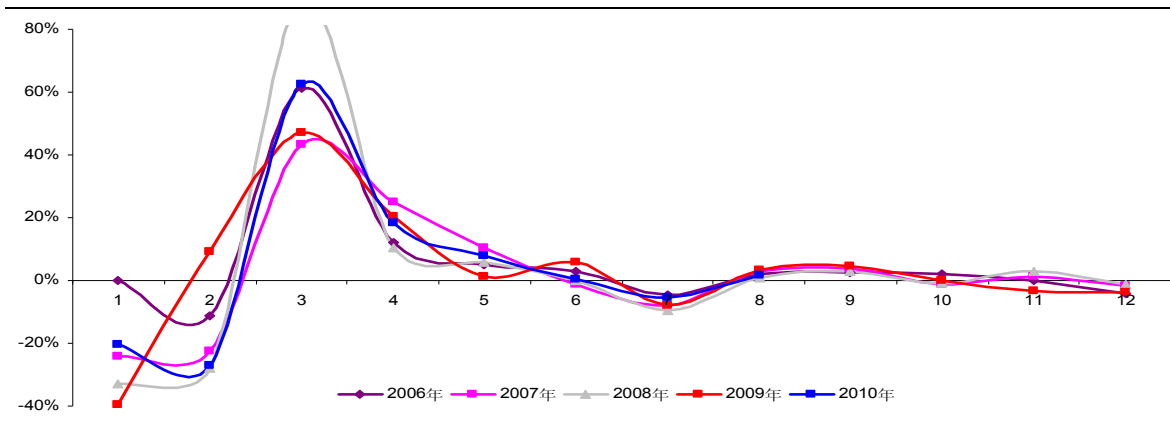
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

建立月度产量环比指标以衡量全国及分区域行业经营状况

自目前为止行业分月度产能利用率和开工率数据缺乏统一标准，行业存量产能过剩和新增供给（需求）对行业经营状况的影响尚不能得到准确说明和衡量。基于以下的思考：如果产能过剩或新增供给（需求）对行业影响冲击显著的话，行业季节和月度性经营规律必然会背离传统规律！我们建立全国和分区域水泥行业年内月度产量环比增长指标，并有效结合全国和分区域价格走势冀望能揭示行业运行环境的变化；

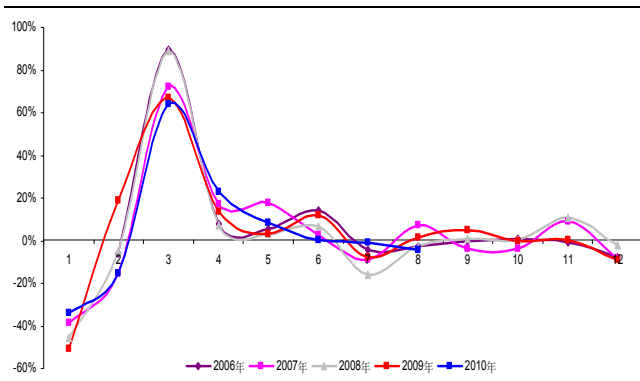
进入到 8 月，环比指标显示全国水泥需求与往年一致！分区域，华北、华东（限电影响）区域水泥需求弱于往年，西南、东北区域需求与往年相似，中南、东南、西北区域水泥需求好于往年；

图 28:全国水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系



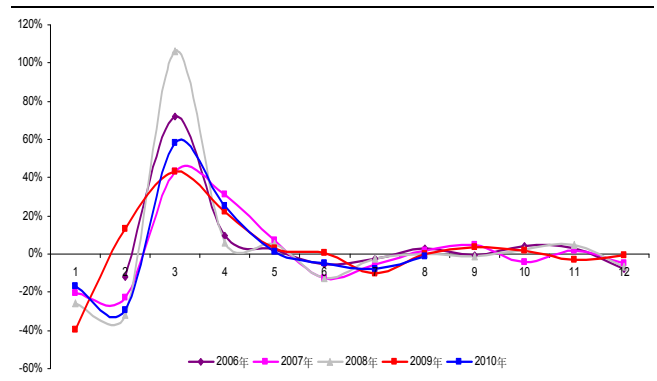
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 29:华北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



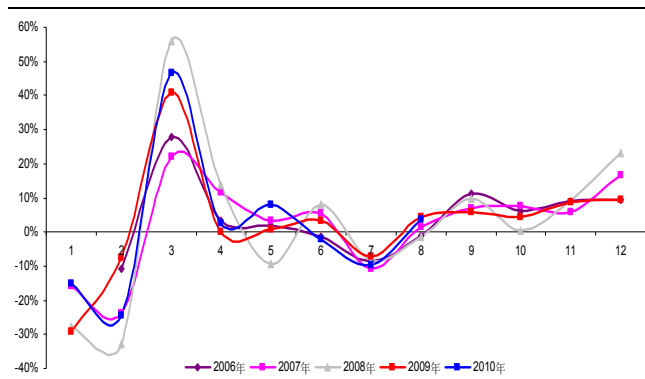
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 30:华东水泥行业分月度产量环比增速指标体系



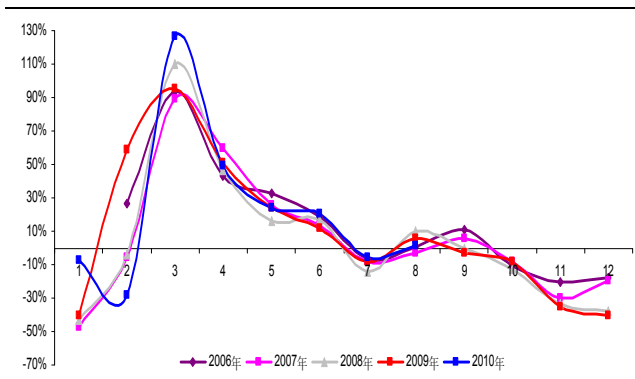
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 31:西南水泥行业分月度产量环比增速指标体系



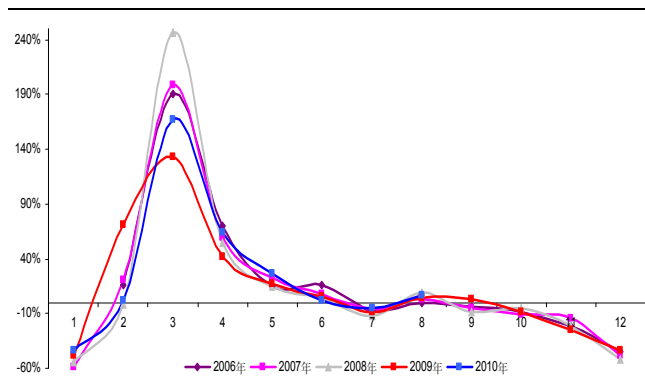
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 32:东北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



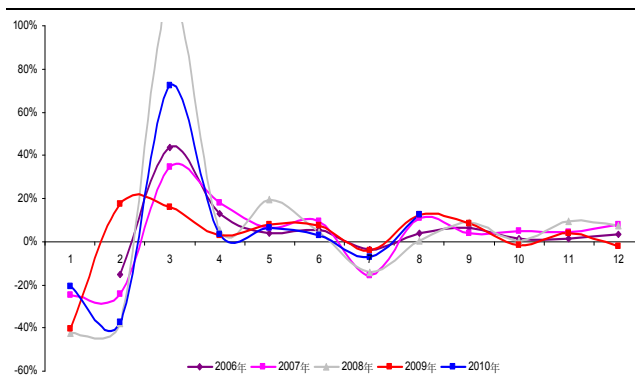
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 33:西北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



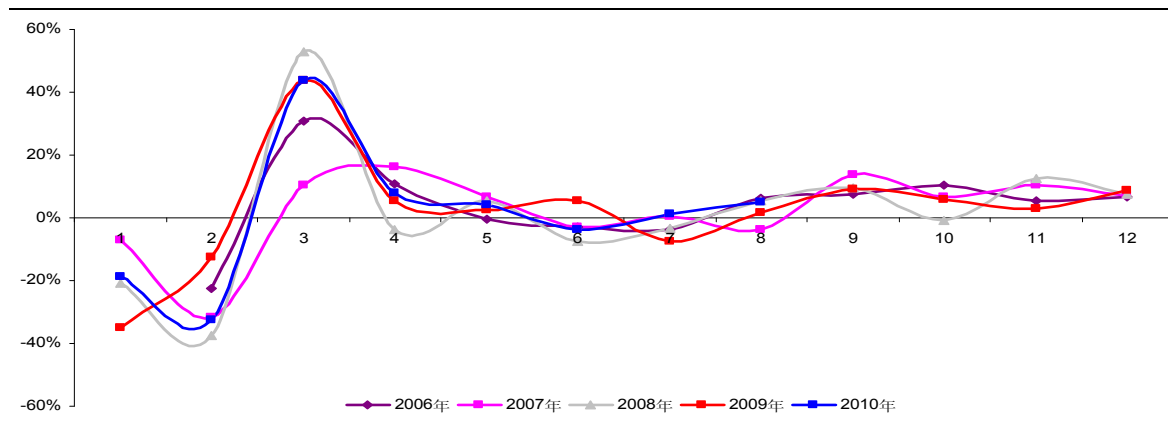
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 34:中南水泥行业分月度产量环比增速指标体系



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 35:东南水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 36：2010 年至今水泥行业运行指标分区域跟踪

注：因数据源统计时点有先后，产品价格为 1-9 月最新数据，固投、房投、煤炭、产量、行业投资增速为 1-8 月数据，10 年产能动能冲击为 1-8 月数据，利润增速为 1-5 月数据

1-8 月	固投增速	房投增速	产量增速	价格涨跌幅	煤炭涨跌幅	行业投资增速	09 年产能冲击动能	10 年产能冲击动能	吨净利同比增减
全国	24.80%	36.70%	16.72%	1.70%	28.77%	10.69%	11.90%	7.37%	1.70
华北	24.00%	30.78%	16.37%	-0.20%	14.83%	37.39%	7.93%	6.44%	5.36
华东	19.99%	31.75%	8.61%	7.03%	14.82%	4.31%	3.14%	1.61%	3.59
西南	28.41%	42.08%	33.92%	-8.16%	3.19%	-4.84%	23.75%	21.33%	-8.60
东北	26.26%	33.96%	17.77%	1.04%	7.75%	18.55%	8.74%	4.63%	5.46
中南	30.61%	31.52%	19.36%	-1.18%	9.96%	-1.62%	20.99%	8.71%	-5.19
东南	25.94%	45.35%	15.62%	13.55%	44.18%		13.41%	1.83%	14.37
西北	30.04%	42.40%	24.03%	1.05%	-5.90%	58.49%	22.08%	13.67%	-8.51

资料来源：光大证券研究所

行业指数运行情况

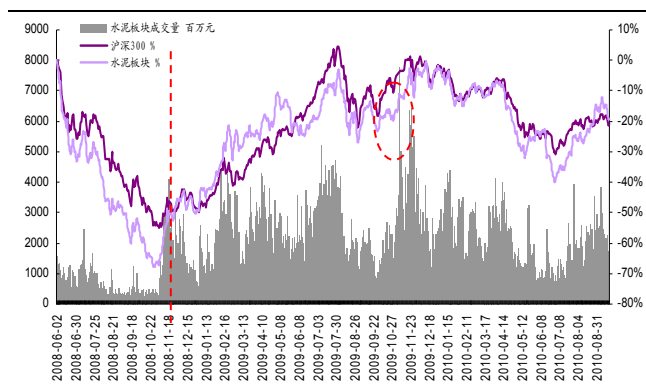
7-8 月投资者对国家宏观调控预期减弱，水泥行业公司中期业绩浪及 8 月南部地区水泥价格超预期上涨，行业指数随大盘反弹，反弹幅度显著强于大盘，行业估值得到修复；

目前水泥行业市盈率位于历史均值水平下方，相对沪深 300 指数和房地产行业溢价水平向历史均值水平靠拢，纵向比较估值水平具备安全边际；

进入 9 月，房地产行业再现“量价齐升”，与国家调控方向背离，国家出台二次房地产调控概率增强，短期恐估值受压制。

图 37：08 年 6 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较

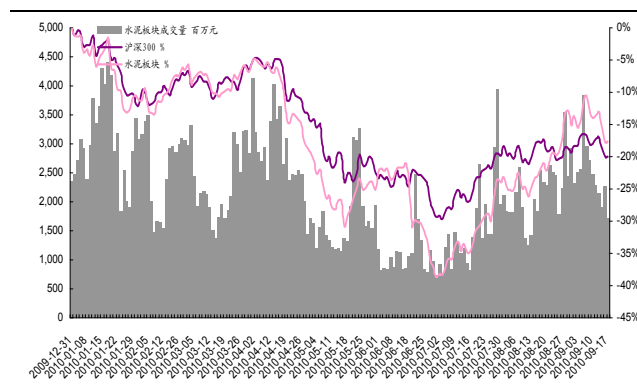
预期调控放松和经济修复，行业随大盘反弹，强于大盘



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 38：10 年 1 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较

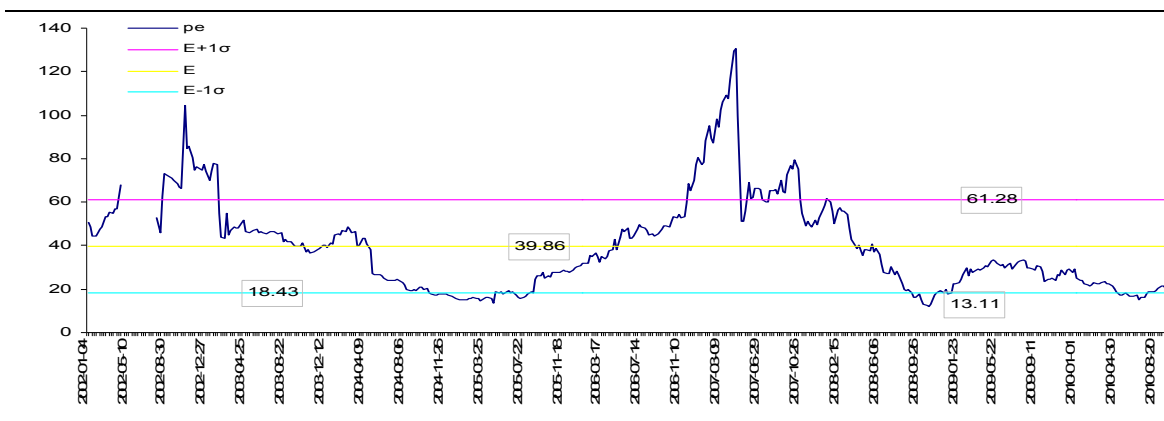
取 09 年 12 月 31 日作为基数，更能体现 10 年行业动态变化



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 39：水泥行业市盈率历史运行一览（整体法、TTM）

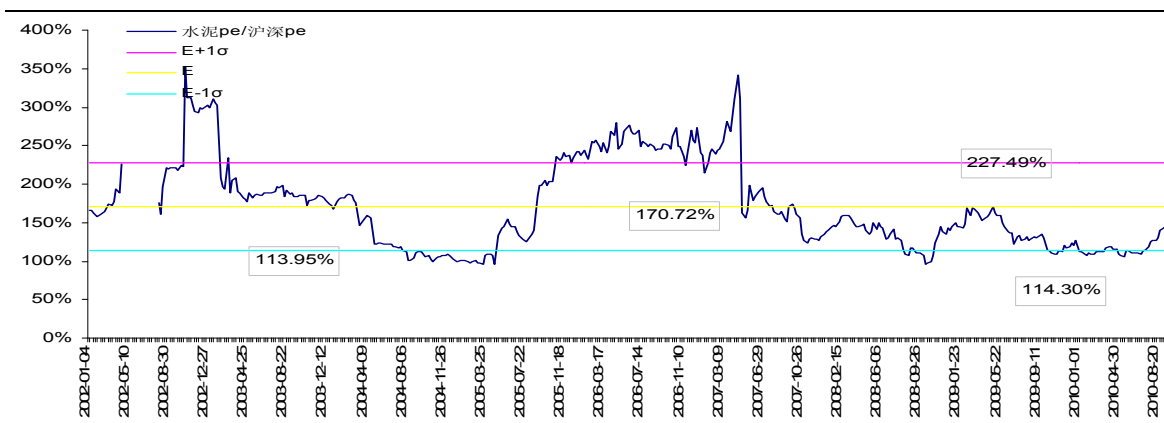
目前水泥行业市盈率在历史下限水平



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 40：水泥行业市盈率对沪深 300 市盈率溢价（整体法、TTM）

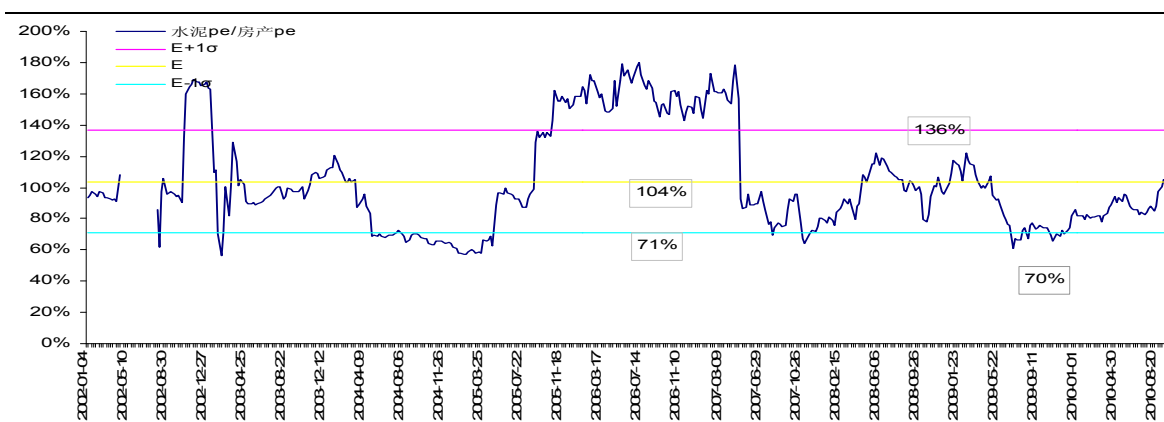
目前水泥行业相对沪深 300 市盈率溢价水平由下限水平向均值位置靠拢



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 41：水泥行业市盈率对房地产行业市盈率溢价（整体法、TTM）

目前水泥行业相对房地产行业市盈率溢价水平由下限水平向均值水平靠近



资料来源：WIND、光大证券研究所

需求侧：固投先行指标拐点值得期待

10 年 1-8 月我国城镇固定资产投资 14.10 万亿元，同比增长 24.8%，增速较 1-7 月下降 0.1 个百分点；单 8 月固投增速 23.9%；

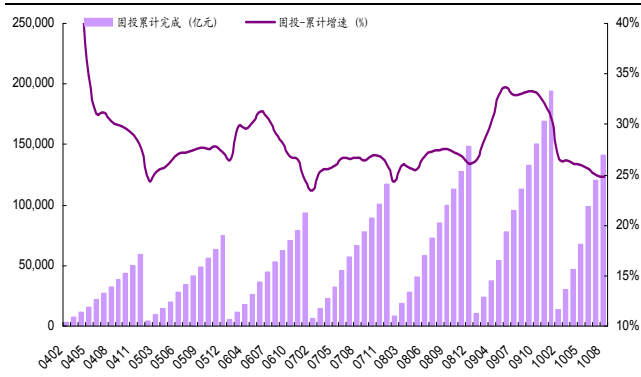
10 年 1-8 月新开工项目计划总投资 12.21 万亿元，同比增长 26.3%，增速较 1-7 月下降 0.5 个百分点，单 8 月增速 22.0%；施工项目计划总投资 43.59 万亿元，同比增长 27.3%，增速较 1-7 月上升 0.3 个百分点，单 8 月增速 33.6%；

以上 3 指标自年初持续回落至今已保持稳定，拐点特征初现，后续值得期待！

10 年 1-8 月国内房地产投资累计完成 2.84 万亿元，同比增长 36.7%，增速较 1-7 月下降 0.5 个百分点，单 8 月房投增速 31.0%。

图 42:全国固定资产投资运行情况-累计

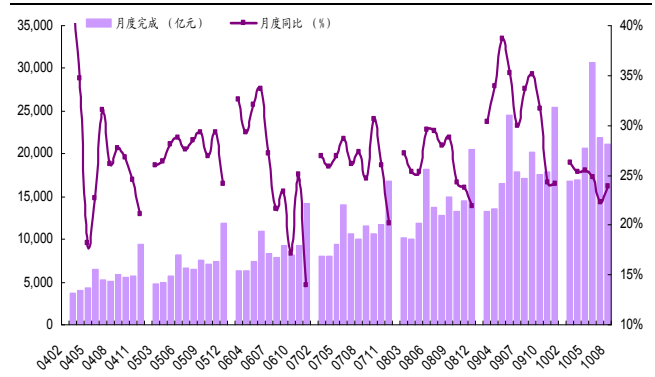
10 年 1-8 全国固定资产投资同比增长 24.8%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 43:全国固定资产投资运行情况-当月

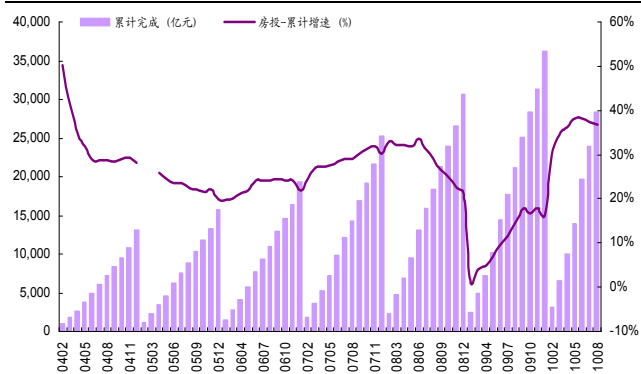
8 月全国固定资产投资同比增长 23.9%，



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 44:全国房地产投资运行情况-累计

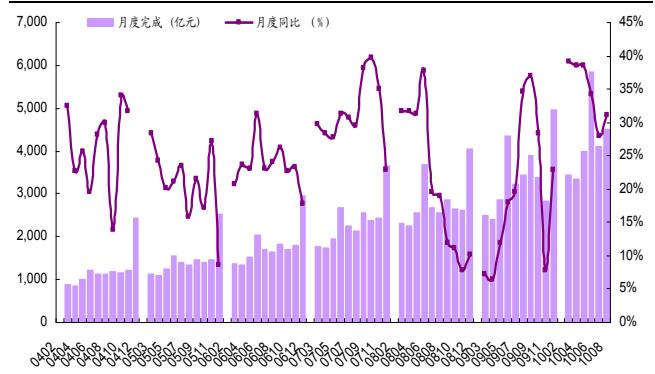
10 年 1-8 月我国房地产投资同比增长 36.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

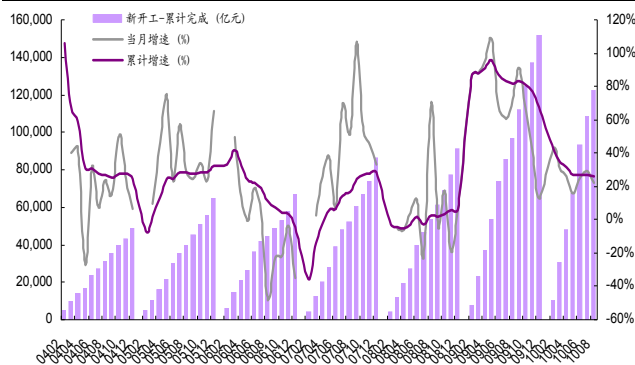
图 45:全国房地产投资运行情况-当月

8 月我国房地产投资同比增长 31.03%



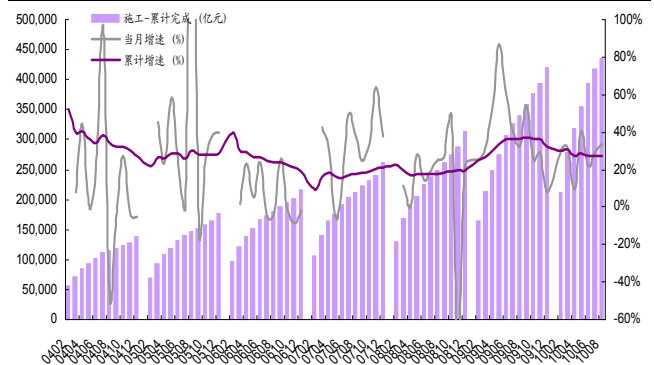
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 46:本年固定资产投资新开工项目计划总投资
7 月新开工投资累计增速和单月增速年内首现拐点特征



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 47:本年固定资产投资施工项目计划总投资
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 27.3%



资料来源：WIND、光大证券研究所

需求侧分资金来源：部分指标年内初现拐点特征

水泥属投资品，作为**最先指标需重点关注宏观资金情况**。我们建立了 1、金融机构存贷差和贷存比；2、金融机构贷款余额和存款余额增速；3、分月度国家财政预算收支差额；4、国家财政预算收支累计增速；5、我国固定资产投资资金来源；6、M0/M1/M2/贷款余额增速等六个投资资金监控指标。

8 月我国金融机构新增贷款 5452 亿元，1-8 月金融机构贷款余额 45.68 万亿，同比增长 18.60%，增速较 8 月上升 0.2 个百分点，**年内持续 2 个月环比回升**；金融机构存贷差 22.96 万亿，贷存比 66.55%；

1-8 月我国财政收入同比增长 23.6%，财政支出同比增长 19.2%；由于 09 年同期的异常值，10 年 1-2 月呈现“反剪刀差”，这一缺口逐月消除；

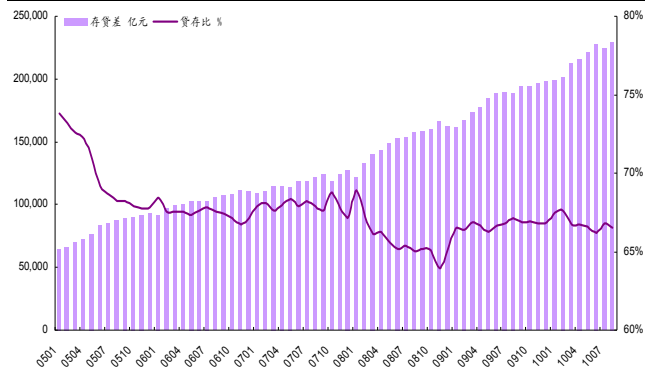
1-8 月我国固定资产投资资金累计投资 16.70 万亿元，同比增长 26.5%，较 1-7 月下降 1.7 个百分点。分项目，国家预算内资金、利用外资、自筹资金科目 8 月累计增速较 7 月有提升；

1-8 月 M0 增速 16.00%，M1 增速 21.9%，M2 增速 19.2%，金融机构贷款增速 18.6%；

综上，资金角度，各项资金来源增速均呈现持续回落趋势，虽不能妄自断言增速回落已见底，但也应不远。**并且注意到一些关键指标数据呈现拐点信号！后续需重点关注！**

图 48:金融机构存贷差和贷存比

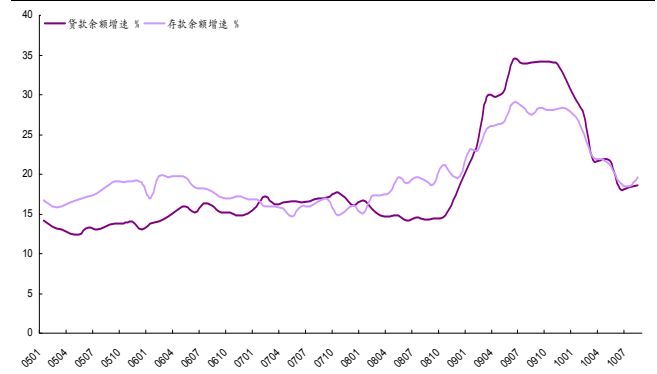
10 年 8 月我国金融机构存贷差稳定, 贷存比 66.6%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 49:金融机构贷款余额和存款余额增速

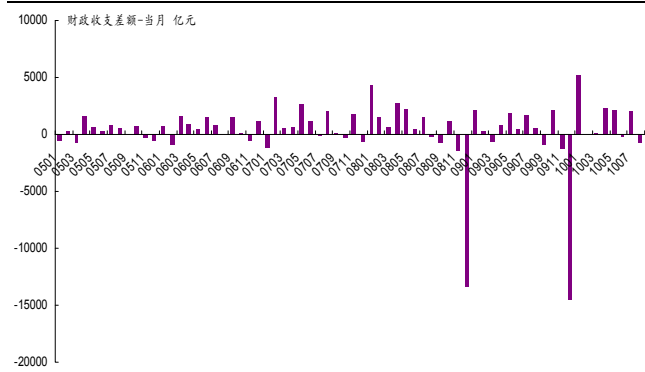
7 月我国金融机构贷款和存款余额增速初现企稳特征!



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 50:分月度国家财政预算收支差额

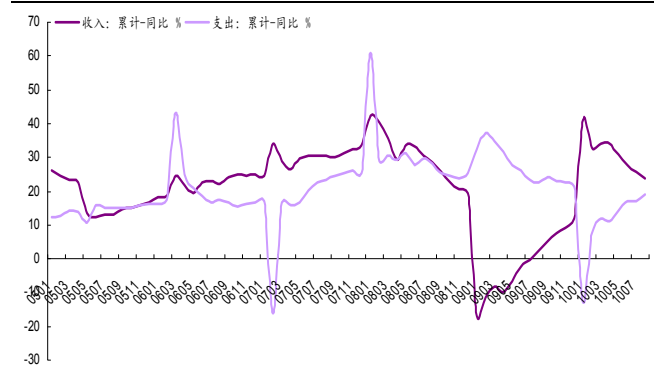
09 年 12 月 1.96 万亿的财政预算支出资金上保证 10 年投资



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 51:国家财政预算收支累计增速

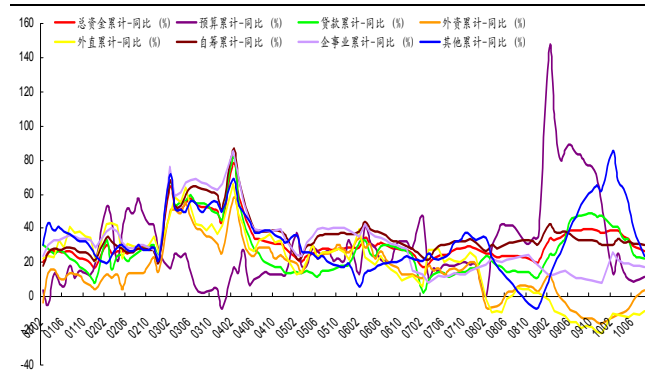
10 年财政预算收入与支出增速的“反剪刀差”缺口逐渐缩小



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 52:我国固定资产投资资金来源

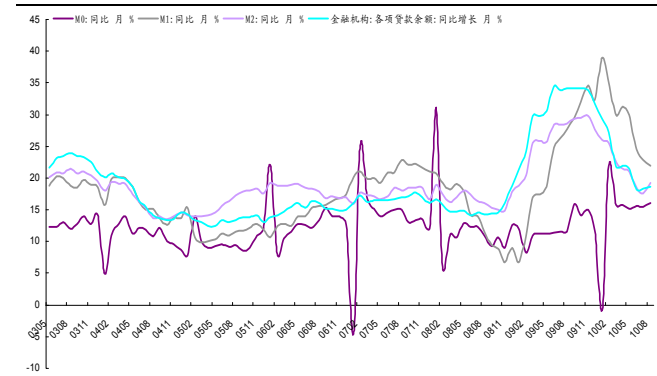
7 月国家预算内资金、外商投资、自筹资金项目首现拐点特征



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 53: M0/M1/M2/贷款余额增速比较 (02 年至今)

货币增速指标拐点初现, 静待政策明朗和企业投资活跃



资料来源: WIND、光大证券研究所

需求侧分结构：基建增速放缓，房地产需求转暖

10 年 1-8 月固定资产投资按构成分解：建安工程投资 8.75 万亿，同比增长 24.0%；设备和其他投资分别同比增长 20.6%、33.5%，增速分别较 1-7 月提高-0.1、0.1 和-0.5 个百分点；

10 年 1-8 月固定资产投资按项目分解：电力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业、铁路基本建设投资分别同比增长 10.5%、22.8%、26.9%和 21.1%，增速分别较 1-7 月提高 0.6、-1.3、-0.4 和 3.7 个百分点；

10 年 1-8 月固定资产投资按新、改、扩建项目分解：新建投资 6.72 万亿，同比增长 27.9%；扩建、改建投资分别同比增长 11.2%、22.2%；增速分别较 1-7 月提高-0.4、0.7 和-0.1 个百分点；

分解 1-8 月数据房地产分项目数据，销售面积增速持续下降，新开工面积和施工面积增速稳定增长为房地产投资稳定增长提供新的助力！

1、2010 年 1-8 月商品房销售面积累计 5.27 亿平方米，同比增长 6.70%，增速较 09 年同期下降 36.2 个百分点，环比较 1-7 月增速下降 3.0 个百分点；单 8 月销售 6886 万平米，同比下降 10.12%。单月销售面积增速指标持续 4 个月负增长！

2、2010 年 1-8 月商品房竣工面积累计 3.23 亿平方米，同比增长 10.70%，增速较 09 年同期下降 14.4 个百分点，环比较 1-7 月增速下降 1.9 个百分点；单 8 月竣工 3697 万平米，同比下降 3.35%，单月竣工面积增速指标连续 2 个月负增长；

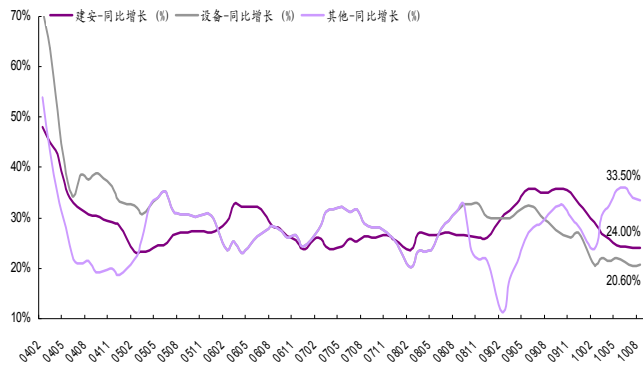
3、2010 年 1-8 月购置土地面积累计 2.57 亿平方米，同比增长 37.90%，09 年同期该项指标增速为-25.30%；环比较 1-7 月增速提高 4.6 个百分点；单 8 月购置 3944 万平米，同比增长 69.88%；

4、2010 年 1-8 月商品房新开工面积累计 10.48 亿平米，同比增长 66.10%，09 年同期该项指标增速为-5.90%；环比较 1-7 月增速下降 1.6 个百分点；单 8 月新开工 1.26 亿平米，同比增长 55.63%；后续数月新开工面积指标需持续关注！

5、2010 年 1-8 月商品房施工面积累计 33.92 亿平米，同比增长 29.10%，增速较 09 年同期提高 15.6 个百分点，环比较 1-7 月增速略降 0.3 个百分点；单 8 月施工 1.49 亿平米，同比增长 22.59%。

图 54:我国固定资产投资分构成分解

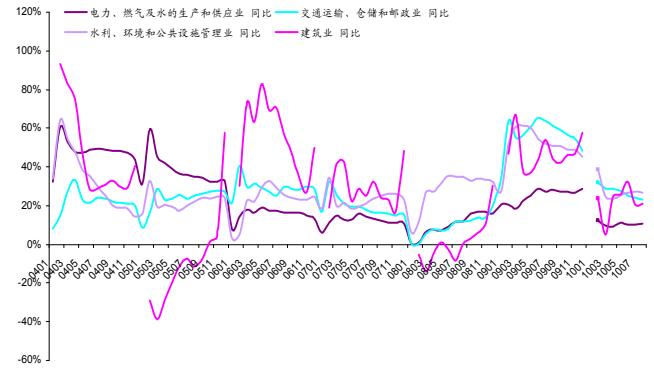
10 年 1-8 月我国建筑安装工程投资增速 24.0%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 55:基础设施建设投资增速分项目统计

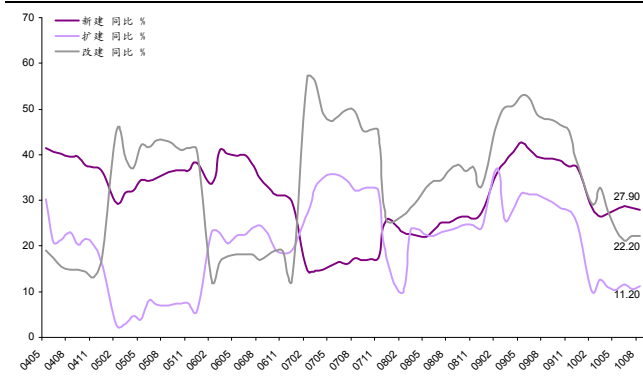
10 年 1-8 月我国重点工程项目投资增速回落，已趋稳



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 56:我国固定资产投资按建设性质分解

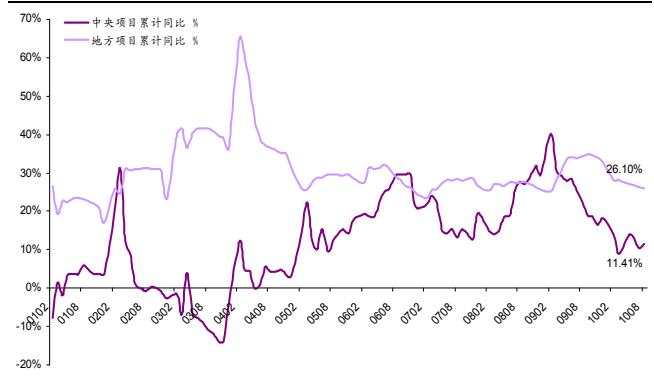
10 年 6 月新建和扩建项目增速呈现“拐点”特征



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 57:我国固定资产投资按中央、地方分解

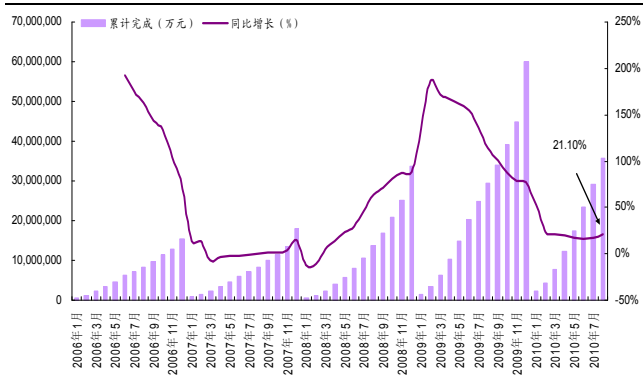
10 年 1-8 月中央投资增速 11.41%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 58:我国铁路基本建设投资情况

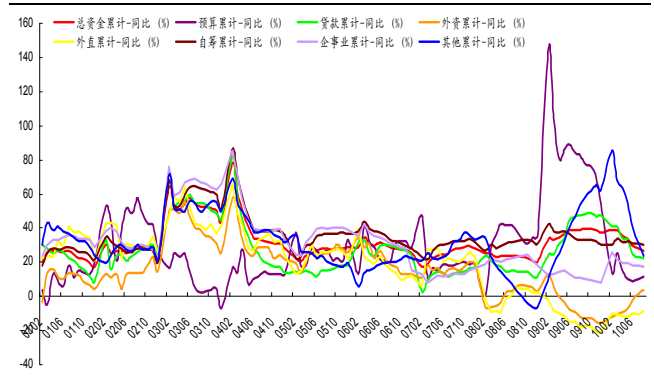
10 年 1-8 月铁路基本建设投资 3561 亿元，同比增长 21.1%



资料来源：铁道部、光大证券研究所

图 59:我国固定资产投资资金来源

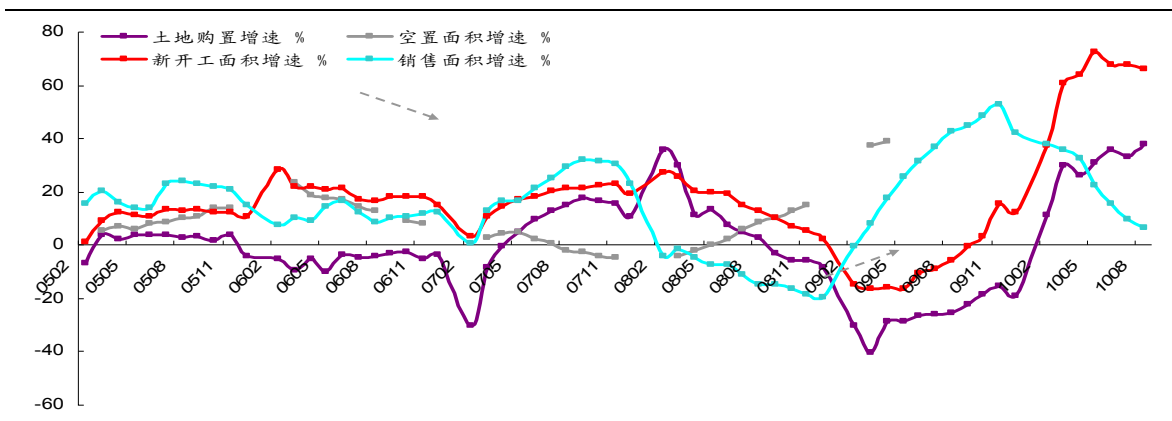
“国字号”资金来源趋缓，静待企业投资活跃



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 60：销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪

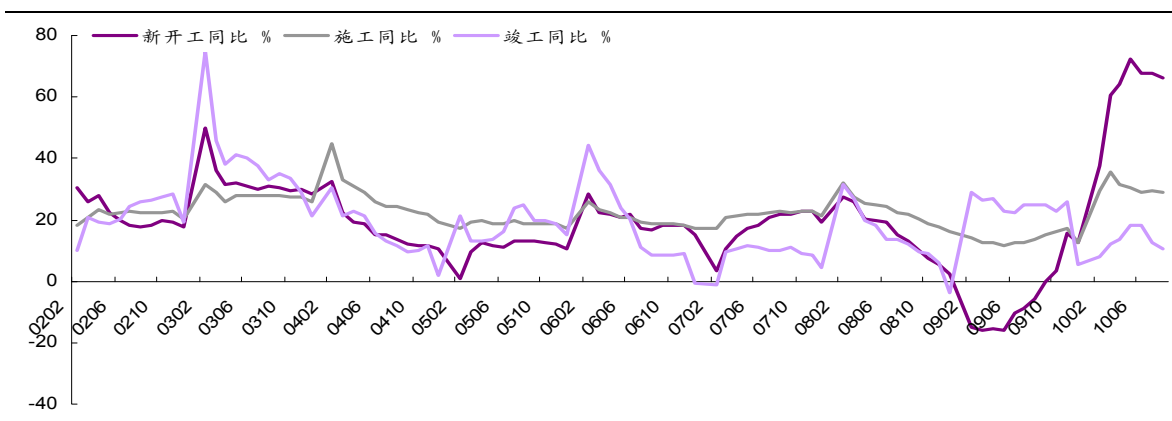
“销售-土地购置-新开工”跟踪图谱，单 8 月新开工面积 1.26 亿平米，同比增长 55.63%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 61：新开工面积增速和竣工面积增速的剪刀差缺口填补后形成显著向上翘头

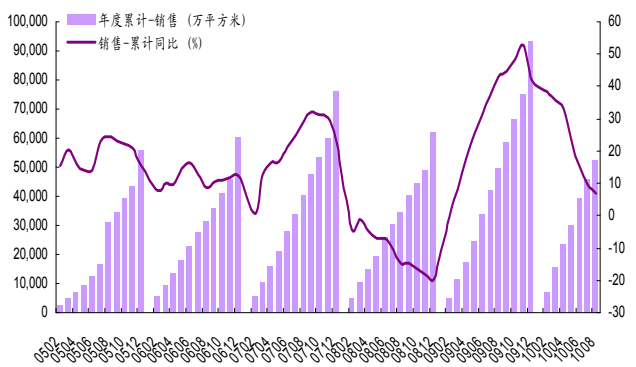
新开工与竣工增速剪刀差缺口 09 年底填补后形成显著向上翘头，综合作用下保证施工增速稳定增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 62：国内商品房累计销售面积与增速

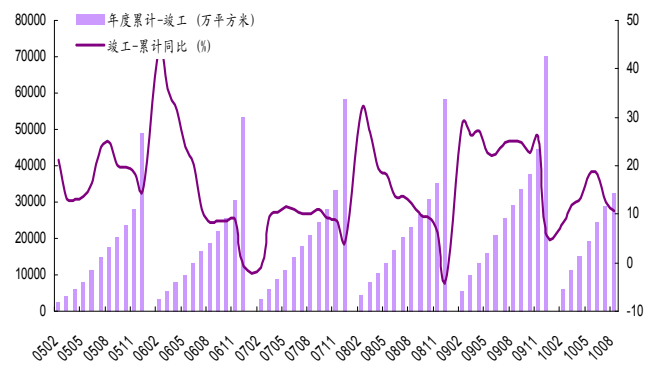
10 年 1-8 月国内商品房销售面积累计 5.27 亿平米，同比增长 6.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 63：国内商品房累计竣工面积与增速

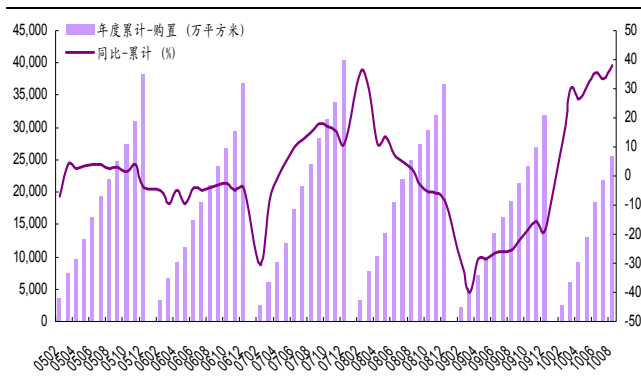
10 年 1-8 月国内商品房竣工面积累计 3.23 亿平米，同比增长 10.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 64：当年国内累计购置土地面积与增速

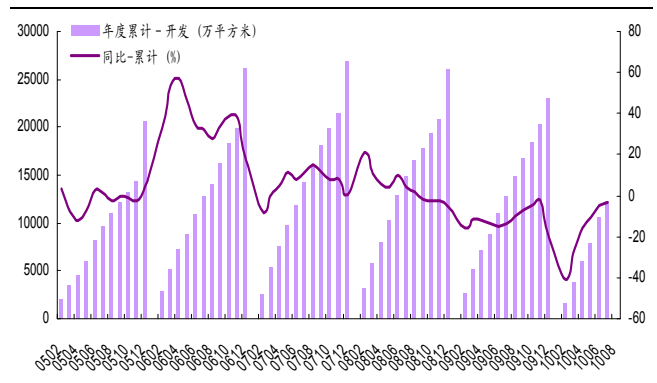
10 年 1-8 月累计购置土地面积 2.57 亿平米，同比增长 37.9%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 65：国内累计完成开发土地面积与增速

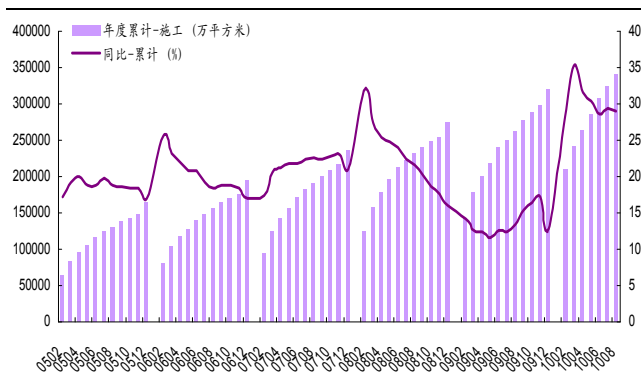
10 年 1-7 月累计完成开发土地面积 1.24 亿平米，同比下降 3.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 66：国内商品房累计施工面积与增速

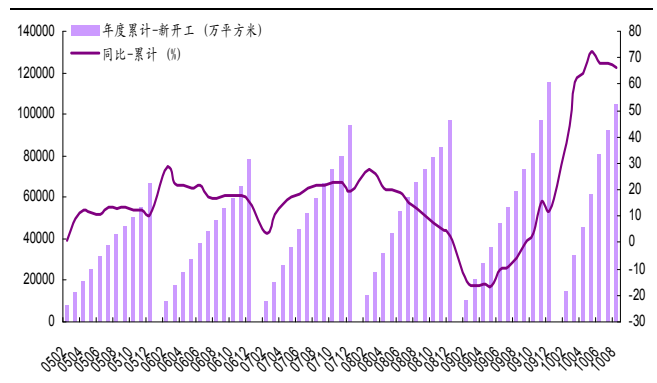
10 年 1-8 月商品房累计施工面积 33.9 亿平米，同比增长 29.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 67：国内商品房累计新开工面积与增速

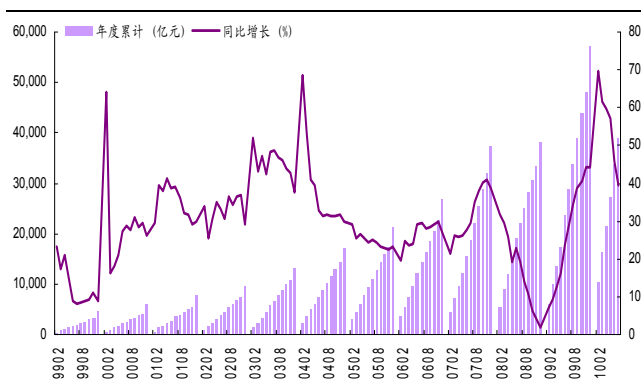
10 年 1-8 月商品房新开工面积 10.48 亿平米，同比增长 66.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 68：房地产开发资金与增速

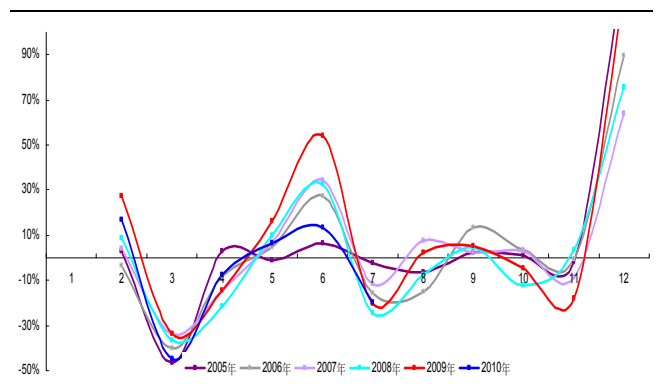
10 年 1-7 月房地产开发资金累计 3.89 万亿元，同比增长 39.4%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 69：房地产开发资金年内分月度环比增速

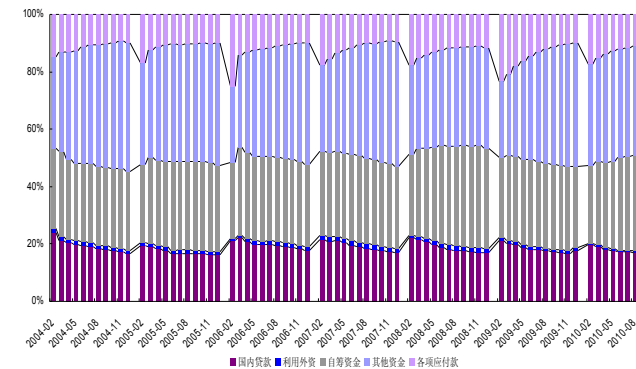
资金分月度环比数据显示 6-7 月资金来源增速低于往年



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 70:国内房地产开发资金按项目分解

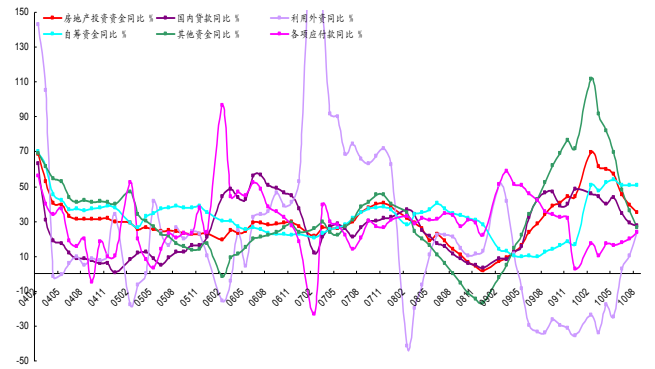
自筹和其他资金来源占比较高，外资投入仅为很小部分



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 71:按项目分解房地产开发资金来源增速

大多类别资金增速持续回落，外资增速连续 3 月正增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

需求侧分区域：固投和房投增速开始呈现区域转换

建立 7 大区域水泥行业需求关键指标体系：1、分区域固定资产投资运行；2、分区域房地产投资运行；3、分区域固定资产投资新开工项目计划投资运行；4、分区域固定资产投资施工项目计划总投资运行；

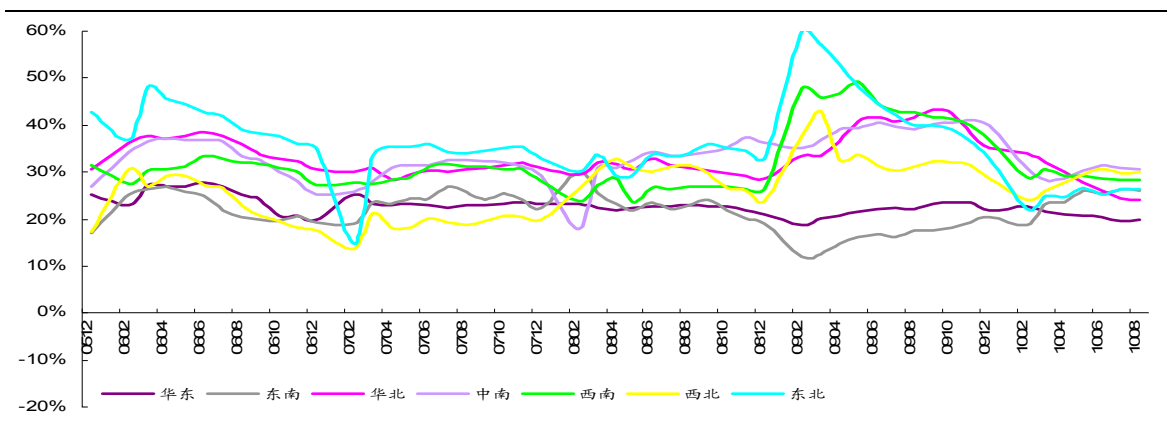
经历 09 年 4 万亿国家投资拉动后，10 年投资退出预期正在兑现！2010 年 1-8 月分区域固定资产投资增速由高向低排列为中南（30.61%）、西北（30.04%）、西南（28.41%）、东北（26.26%）、东南（25.94%）、华北（24.00%）、华东（19.99%）；

考虑年内的固定资产投资动能（指标：施工项目计划总投资增速），2010 年 1-8 月投资动能由高向低排列为华北（30.67%）、东北（28.25%）、中南（28.08%）、西南（27.27%）、东南（24.42%）、西北（23.81%）、华东（20.87%）；

近似考虑半年或一年后的固定资产投资动能（指标：新开工项目投资增速），2010 年 1-8 月投资动能由高向低排列为华东（39.62%）、西南（33.88%）、中南（27.61%）、东北（26.62%）、华北（16.86%）、东南（10.27%）、西北（3.00%）；

2010 年 1-8 月分区域房地产投资增速由高向低排列为东南（45.35%）、西北（42.40%）、西南（42.08%）、东北（33.96%）、华东（31.75%）、中南（31.52%）、华北（30.78%）；

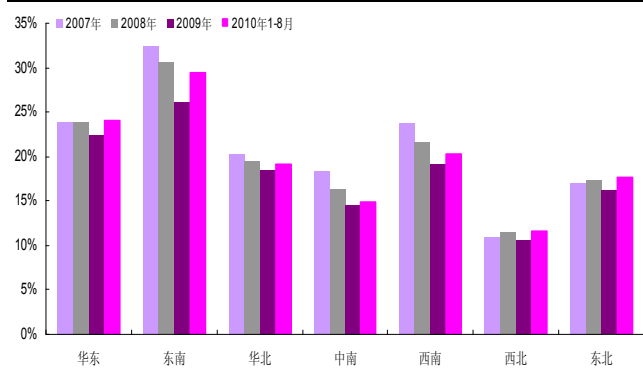
图 72: 分区域固定资产投资运行情况



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 73: 分区域房地产投资占比固定资产投资一览

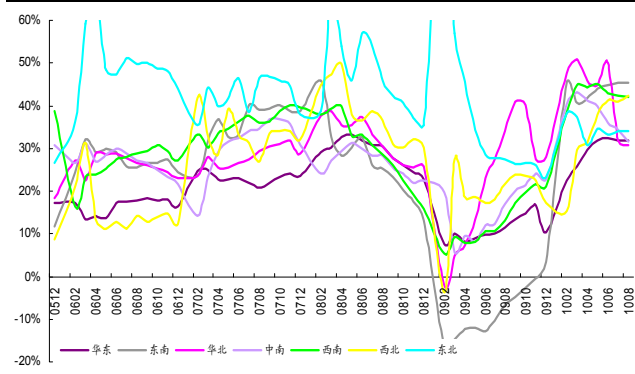
多数区域房地产投资占比回复往年正常水平



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 74: 分区域房地产投资增速一览

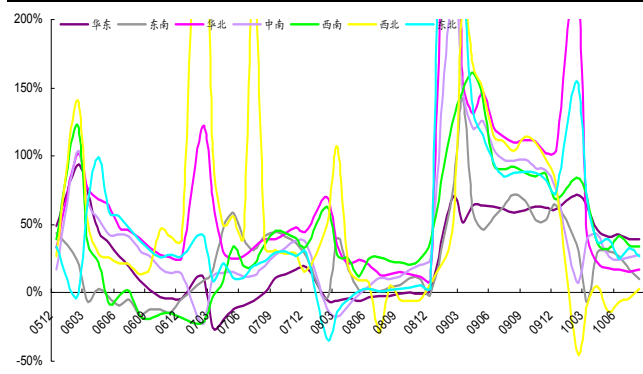
基数原因, 1-8 月各区域房投增速呈高位回落



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 75: 分区域固定资产投资新开工项目投资增速

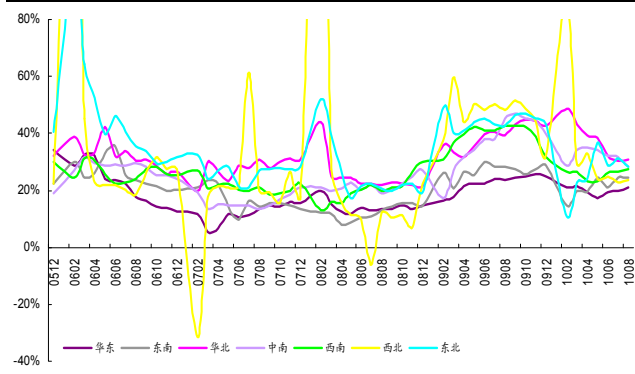
各区域固定资产投资新开工项目增速较 09 年水平下降



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 76: 分区域固定资产投资施工项目计划总投资增速

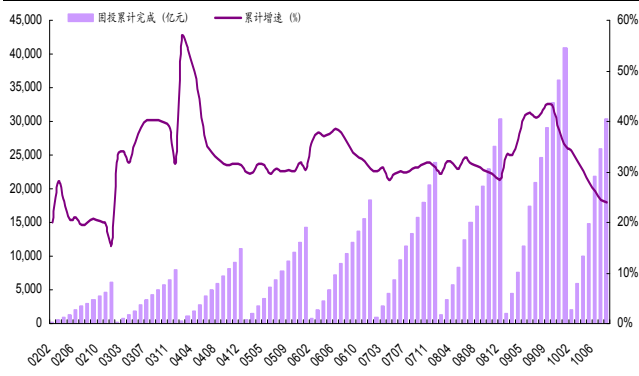
多数区域固定资产投资施工项目增速缓慢回落, 初现企稳



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 77:华北—固定资产投资增速

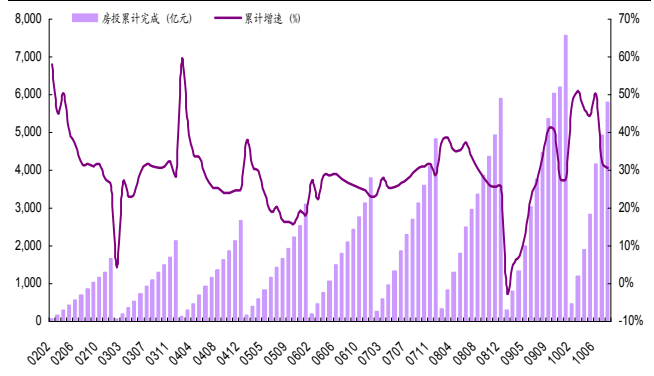
10 年 1-8 月华北区域固定资产投资同比增长 24.00%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 78:华北—房地产投资增速

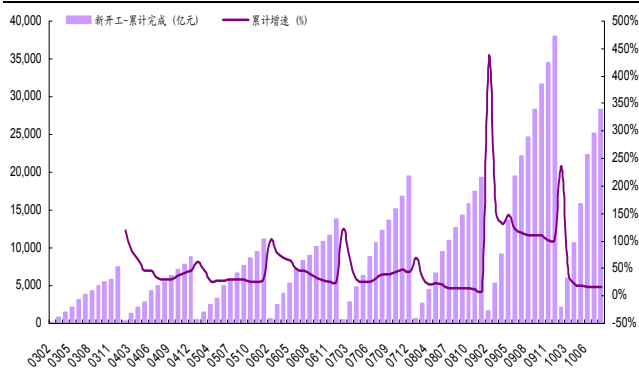
10 年 1-8 月华北区域房地产投资同比增长 30.78%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 79:华北—固定资产投资新开工项目计划总投资

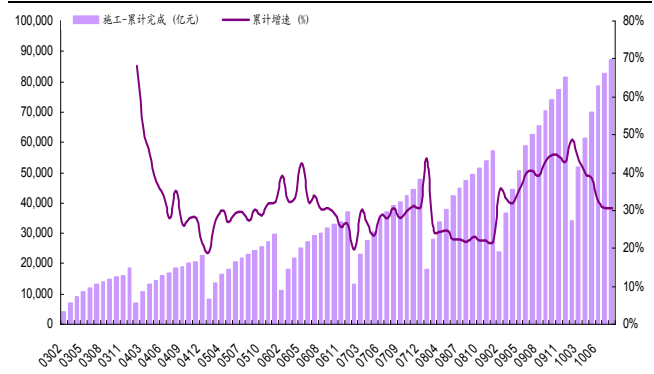
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 16.86%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 80:华北—固定资产投资施工项目计划总投资

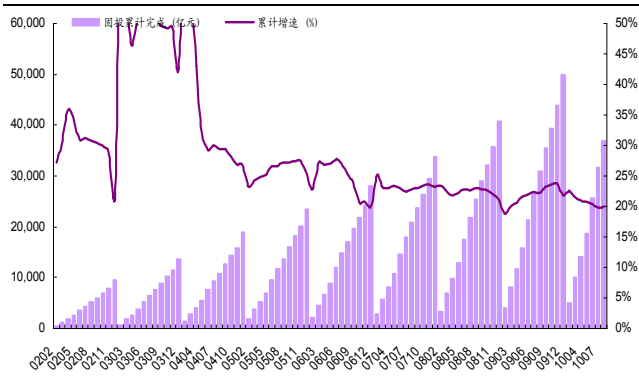
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 30.67%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 81:华东—固定资产投资增速

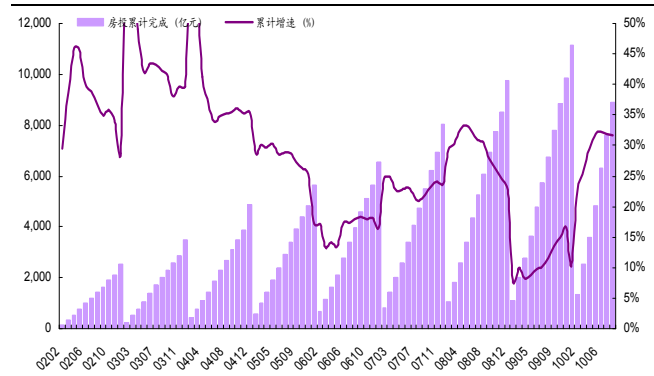
10 年 1-8 月华东区域固定资产投资同比增长 19.99%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 82:华东—房地产投资增速

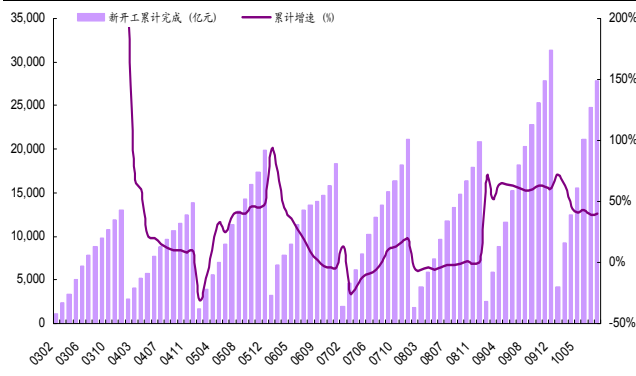
10 年 1-8 月华东区域房地产投资同比增长 31.75%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 83:华东一固定资产投资新开工项目计划总投资

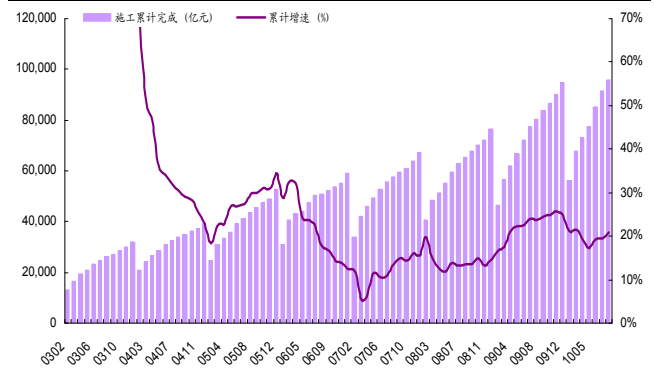
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 39.62%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 84:华东一固定资产投资施工项目计划总投资

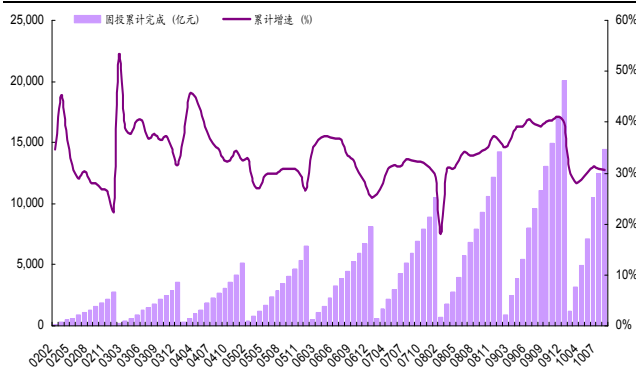
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 20.87%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 85:中南一固定资产投资增速

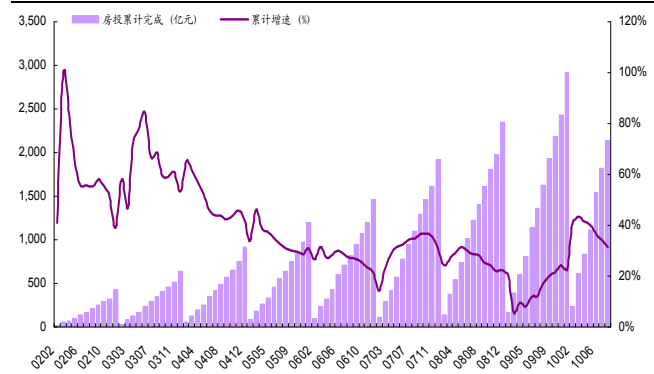
10 年 1-8 月中南区域固定资产投资同比增长 30.61%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 86:中南一房地产投资增速

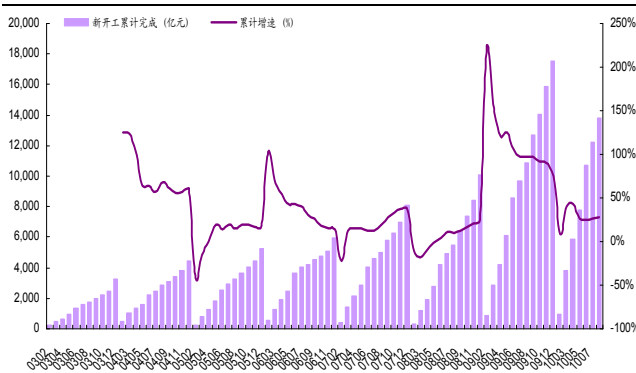
10 年 1-8 月中南区域房地产投资同比增长 31.52%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 87:中南一固定资产投资新开工项目计划总投资

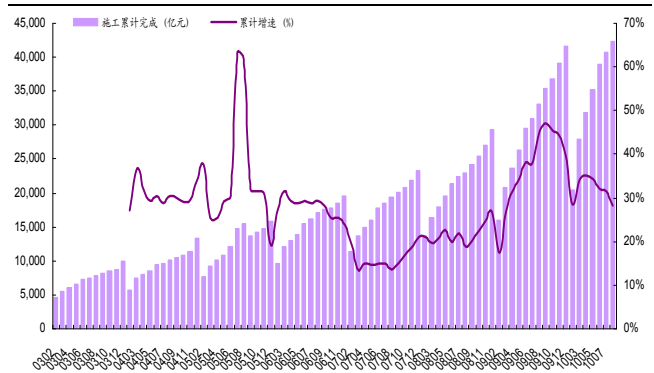
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 27.61%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 88:中南一固定资产投资施工项目计划总投资

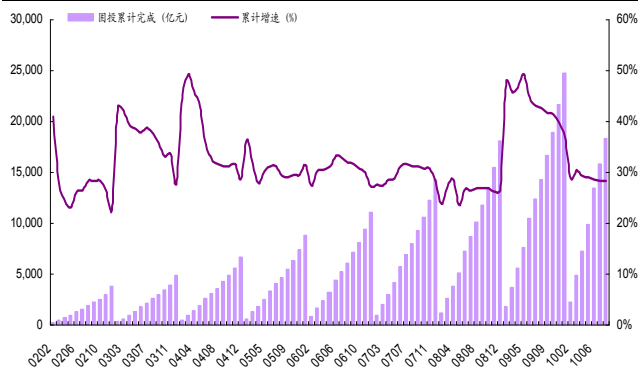
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 28.08%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 89:西南一固定资产投资增速

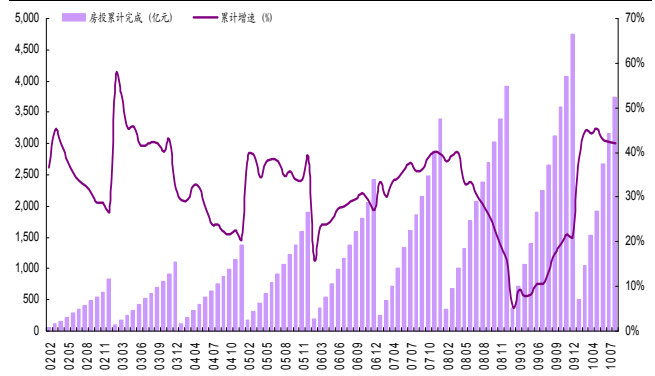
10 年 1-8 月西南区域固定资产投资同比增长 28.41%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 90:西南一房地产投资增速

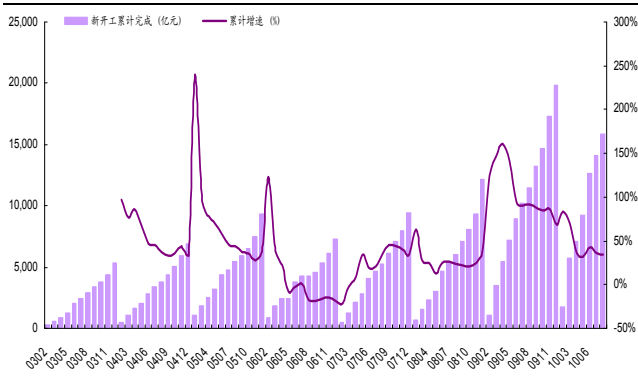
10 年 1-8 月西南区域房地产投资同比增长 42.08%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 91:西南一固定资产投资新开工项目计划总投资

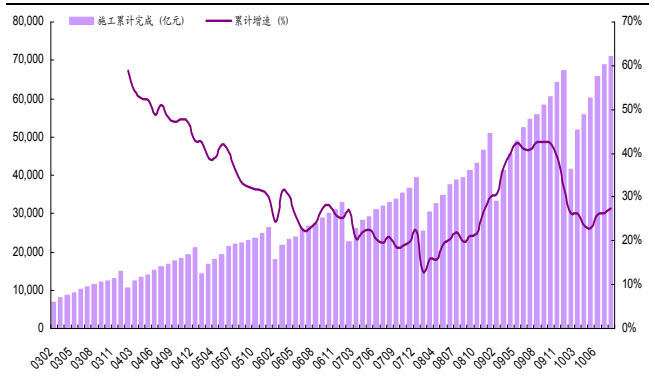
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 33.88%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 92:西南一固定资产投资施工项目计划总投资

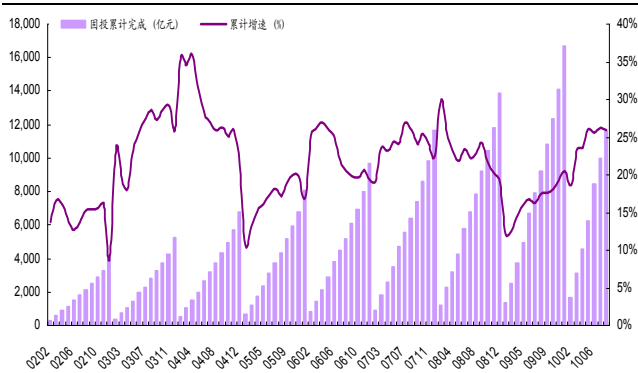
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 27.27%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 93:东南一固定资产投资增速

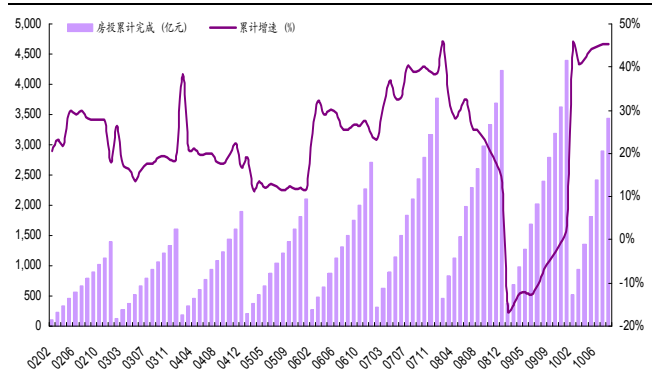
10 年 1-8 月东南区域固定资产投资同比增长 25.94%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 94:东南一房地产投资增速

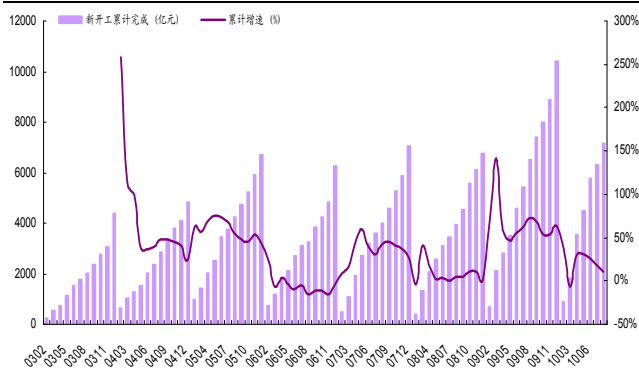
10 年 1-8 月东南区域房地产投资同比增长 45.35%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 95:东南一固定资产投资新开工项目计划总投资

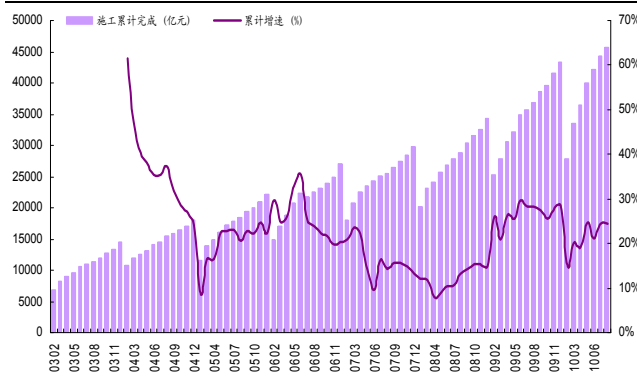
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 10.27%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 96:东南一固定资产投资施工项目计划总投资

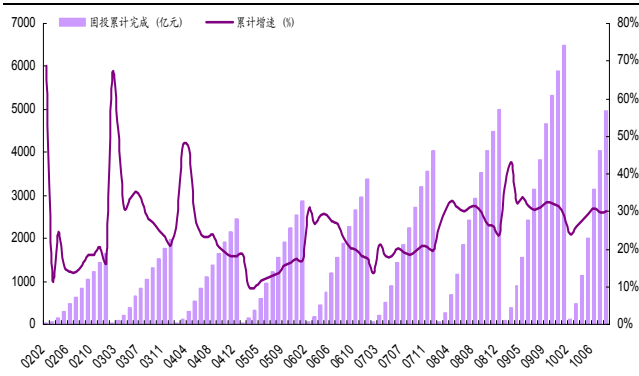
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 24.42%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 97:西北一固定资产投资增速

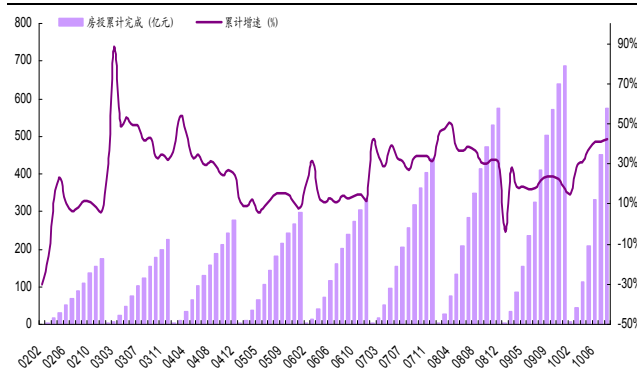
10 年 1-8 月西北地区固定资产投资同比增长 30.04%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 98:西北一房地产投资增速

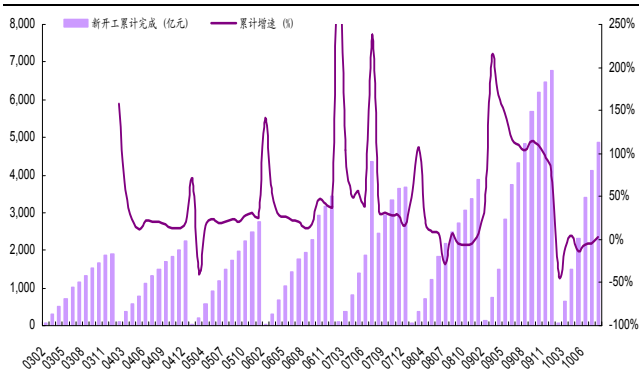
10 年 1-8 月西北地区房地产投资同比增长 42.40%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 99:西北一固定资产投资新开工项目计划总投资

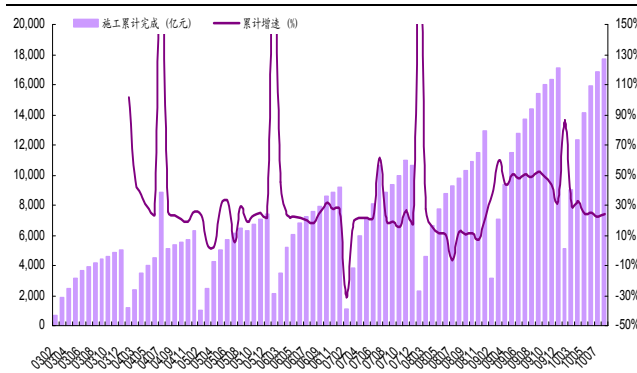
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 3.00%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 100:西北一固定资产投资施工项目计划总投资

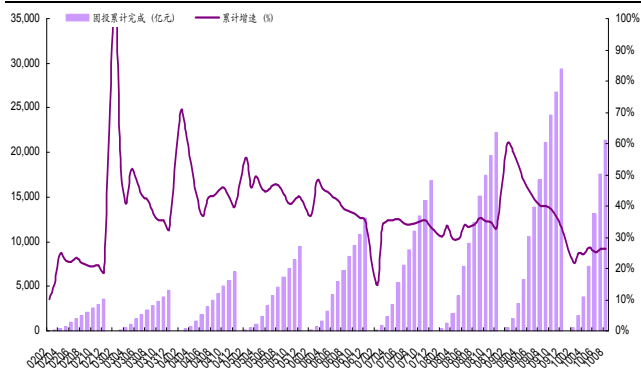
10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 23.81%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 101:东北—固定资产投资增速

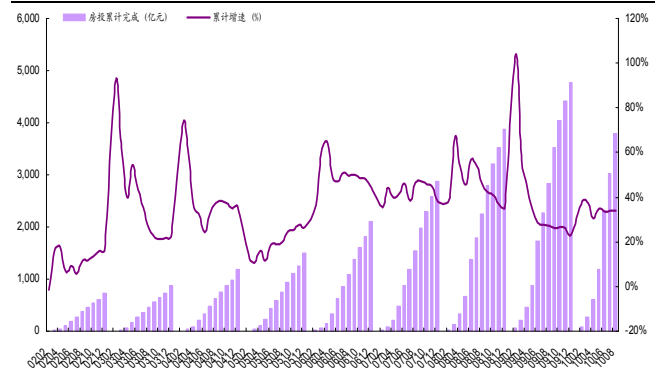
10 年 1-8 月东北区域固定资产投资同比增长 26.26%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 102:东北—房地产投资增速

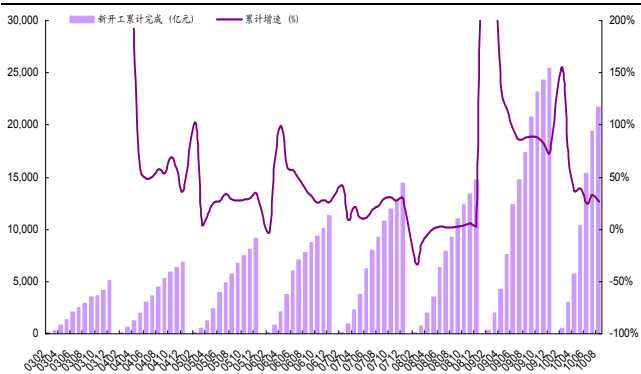
10 年 1-8 月东北区域房地产投资同比增长 33.96%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 103:东北—固定资产投资新开工项目计划总投资

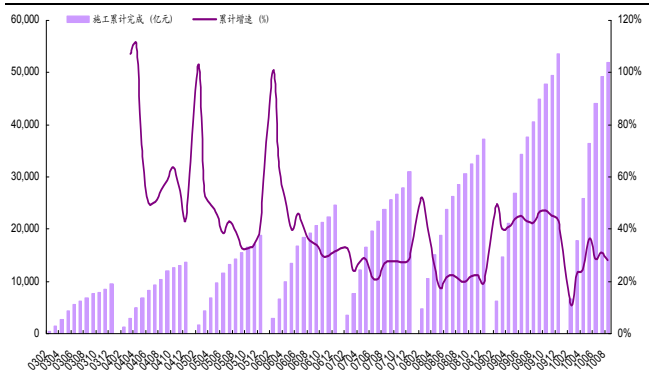
10 年 1-8 月新开工投资同比增长 26.62%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 104:东北—固定资产投资施工项目计划总投资

10 年 1-8 月施工计划投资同比增长 28.25%



资料来源：WIND、光大证券研究所

供给侧： 10 年 1-8 月行业固定资产投资同增 10.7%

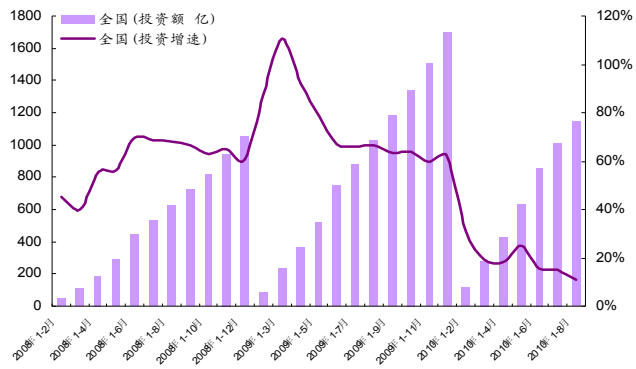
2010 年 1-8 月我国水泥行业固定资产投资累计 1142.30 亿元，同比增长 10.69%，投资增速持续下降。

分区域来看，西北、华北、东北、华东、西南、中南、2010 年 1-8 月水泥行业投资增速分别为 58.5%、37.4%、18.6%、4.3%、-4.8%、-1.6%；

细化到省份，水泥行业投资增速 100%以上的分别为西藏、青海；70%-100%增速的分别为天津、黑龙江、贵州、新疆；无投资或投资负增长的分别为吉林、上海、浙江、安徽、河南、湖北、海南、重庆、四川。

图 105:水泥行业固定资产投资额、增速分月度一览

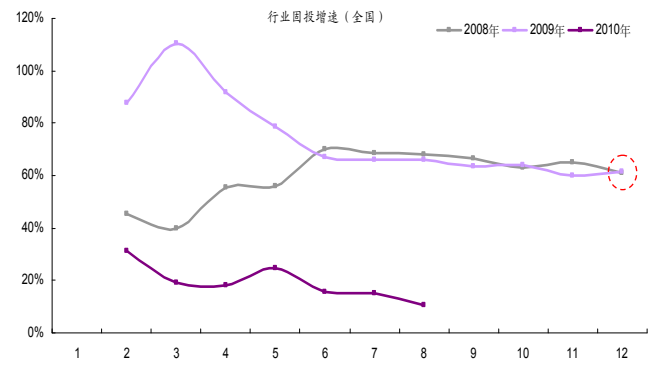
10 年 1-8 月国内水泥行业固投 1142.3 亿元，同比增长 10.7%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 106:水泥行业固定资产投资增速分月度一览

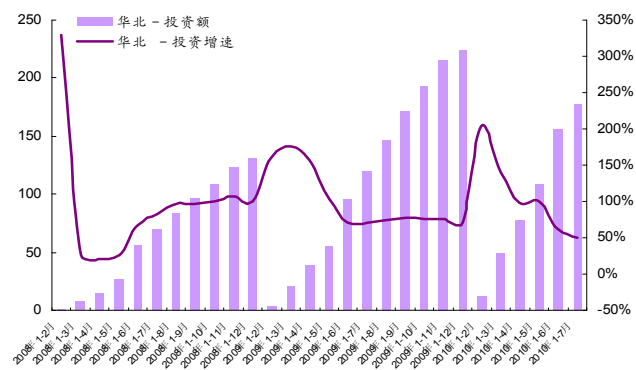
10 年 1-8 月水泥行业固投增速 10.7%，增幅较 09 年大幅下降



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 107:华北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

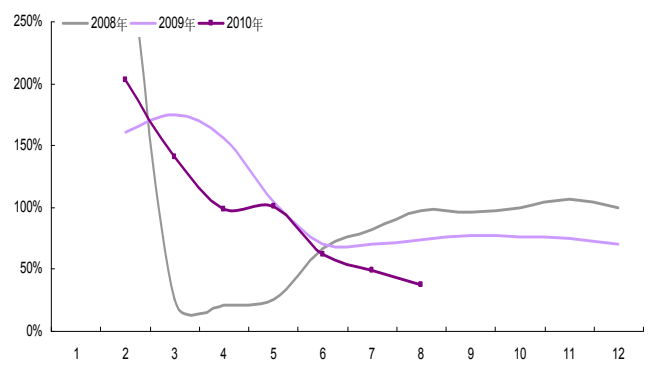
10 年 1-7 月华北水泥行业固投 177.88 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 108:华北-行业固定资产投资增速分月度一览

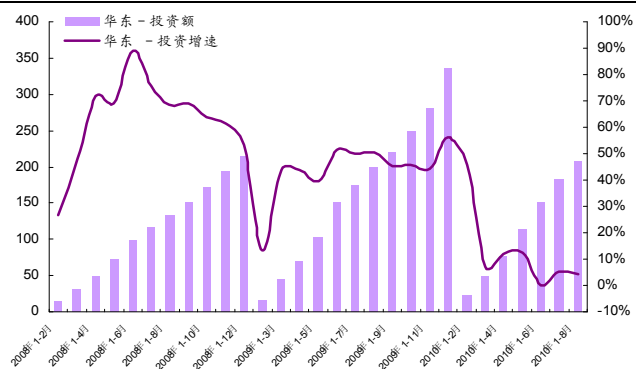
10 年 1-8 月华北水泥行业投资仍惯性高启，增速 37.39%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 109:华东-行业固定资产投资额、增速分月度一览

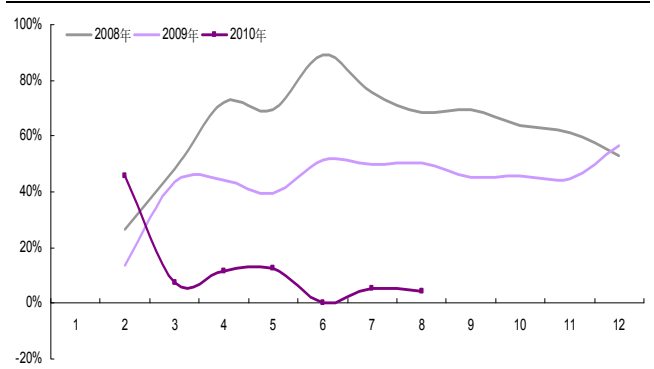
10 年 1-8 月华东水泥行业固投 208.44 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 110:华东-行业固定资产投资增速分月度一览

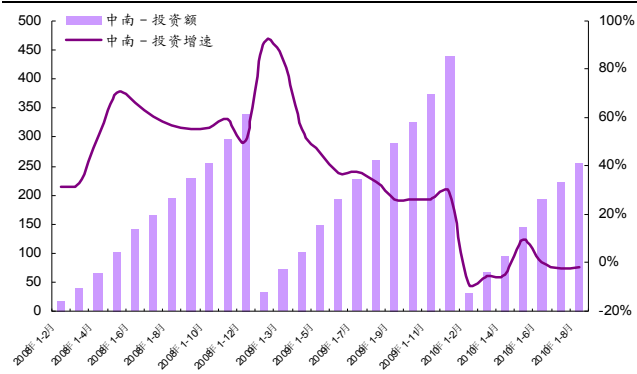
10 年 1-8 月华东水泥行业固投增速为 4.31%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 111:中南-行业固定资产投资额、增速分月度一览

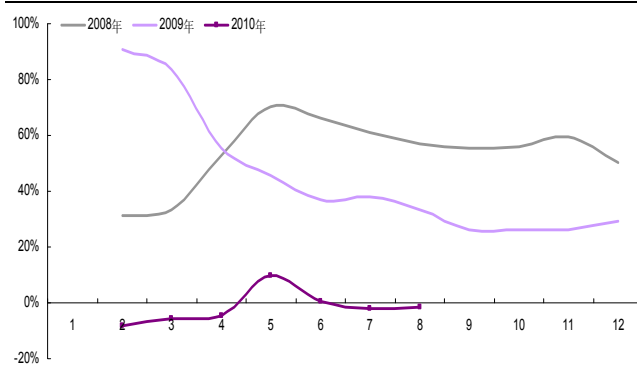
10 年 1-8 月中南水泥行业固投 255.30 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 112:中南-行业固定资产投资增速分月度一览

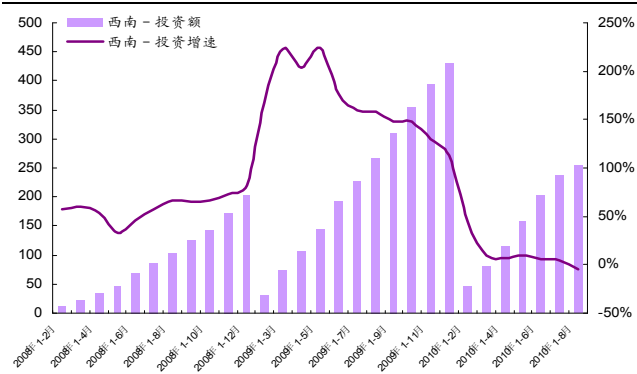
10 年 1-8 月中南水泥行业固投增速-1.62%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 113:西南-行业固定资产投资额、增速分月度一览

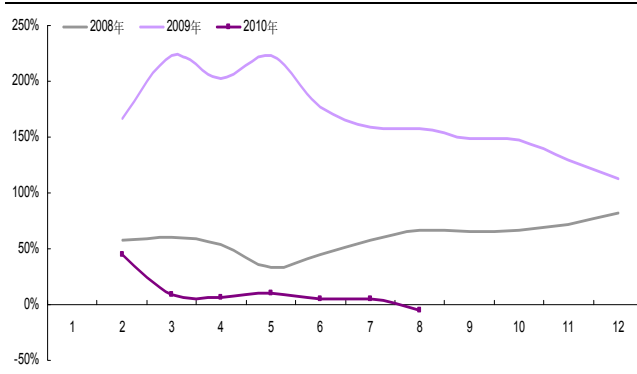
10 年 1-8 月西南水泥行业固投 255.10 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 114:西南-行业固定资产投资增速分月度一览

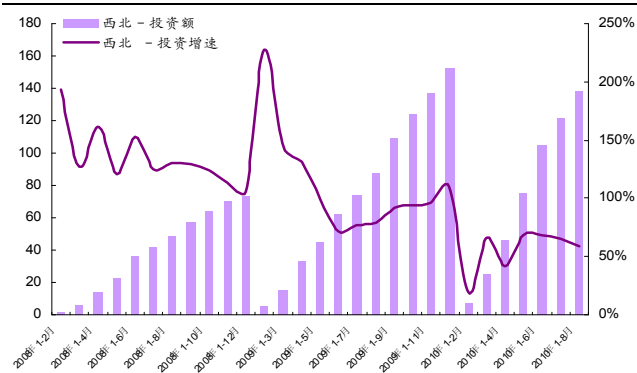
10 年 1-8 月西南水泥行业固投增速-4.84%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 115:西北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

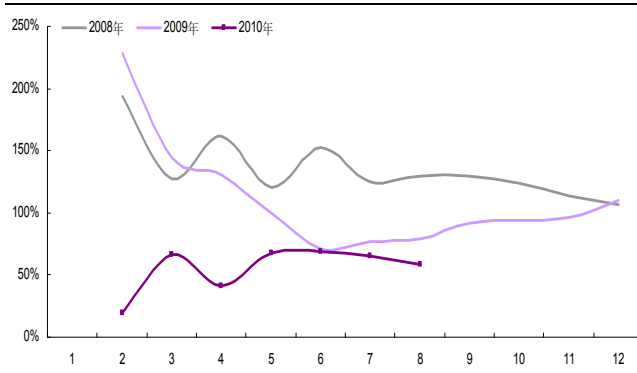
10 年 1-8 月西北水泥行业固投 138.52 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 116:西北-行业固定资产投资增速分月度一览

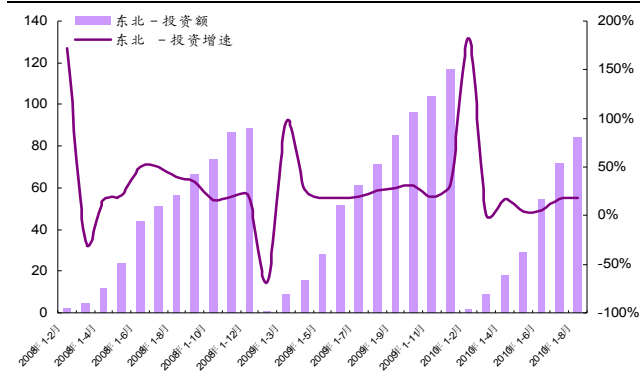
10 年 1-8 月西北水泥行业固投增速 58.49%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 117:东北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

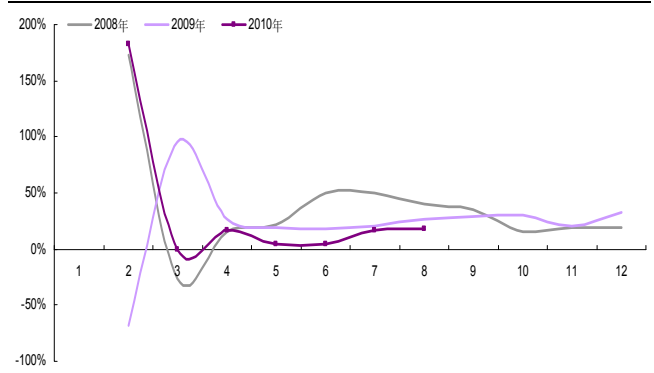
10 年 1-8 月东北水泥行业固投 84.31 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 118:东北-行业固定资产投资增速分月度一览

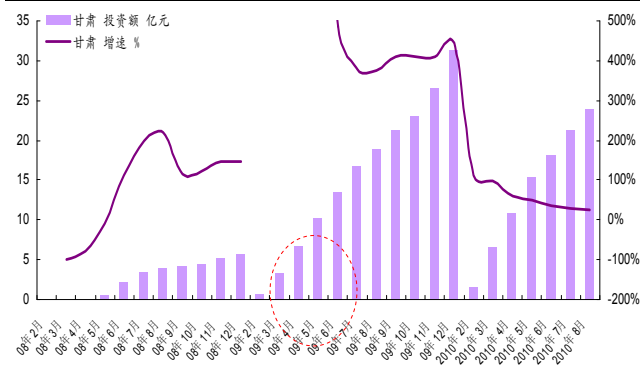
10 年 1-8 月东北水泥行业固投增速 18.55%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 119: 西北地区甘肃省水泥行业固定资产投资情况

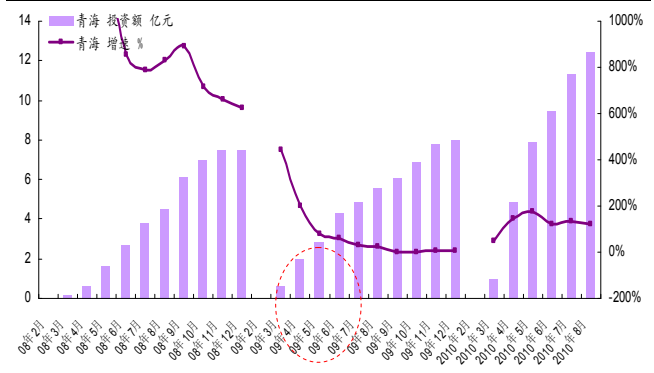
10 年 1-8 月甘肃行业投资完成 23.8 亿元，同比增长 27%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 120: 西北地区青海省水泥行业固定资产投资情况

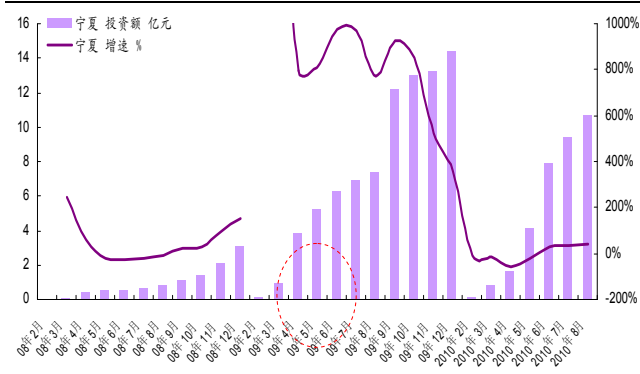
10 年 1-8 月青海行业投资完成 12.44 亿元，同比增长 122%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 121: 西北地区宁夏省水泥行业固定资产投资情况

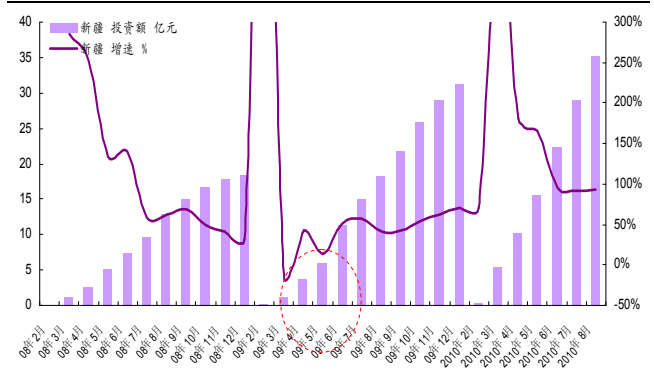
10 年 1-8 月宁夏行业投资完成 10.69 亿元，同比增长 44.1%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 122: 西北地区新疆省水泥行业固定资产投资情况

10 年 1-8 月新疆行业投资完成 35.17 亿元，同比增长 94%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

逐条跟踪投产情况，截至 9 月 20 日西南区域 2010 年投产 42 条，水泥产能 6400 万吨，新增产能冲击大；新开工主要集中在西北、西南区域；

图 123：逐条核算 09 年分区域投产、新开工产能冲击程度

冲击动能公式：投产（新开工）产能/09 年区域需求%

单位 万吨	华北	华东	中南	西南	东南	西北	东北	SUM
09 年投产产线（结合 09 年投产产线统计）	14	8	26	43	13	11	8	123
10 年投产产线 E（结合 09 年新开工产线统计）	20	9	13	28	3	18	15	106
10 年投产产线（10 年投产产线跟踪）	12	4	10	42	3	9	6	86
11 年投产产线（结合 10 年新开工产线跟踪）	0	0	0	6	1	8	3	18
09 年投产产能（结合 09 年投产产线统计）	2,460	1,480	4,340	6,280	2,200	1,260	1,360	19,380
10 年投产产能 E（结合 09 年新开工产线统计）	3,340	2,360	2,200	4,420	560	2,200	2,220	17,300
10 年投产产能（10 年投产产线跟踪）	2,000	760	1,800	6,400	500	880	920	13,260
11 年投产产能（结合 10 年新开工产线跟踪）	0	0	0	860	200	1,340	300	2,700
投产产能冲击（统计 09 年投产产线）	7.93%	3.14%	20.99%	23.75%	13.41%	22.08%	8.74%	11.90%
10 年产能冲击 E（统计 09 年新开工产线）	10.76%	5.01%	10.64%	16.72%	3.41%	38.55%	14.27%	10.62%
10 年投产产能冲击（跟踪 10 年投产产线）	6.44%	1.61%	8.71%	24.20%	3.05%	15.42%	5.91%	8.14%
11 年产能冲击（跟踪 10 年新开工产线）	0.00%	0.00%	0.00%	3.25%	1.22%	23.48%	1.93%	1.66%

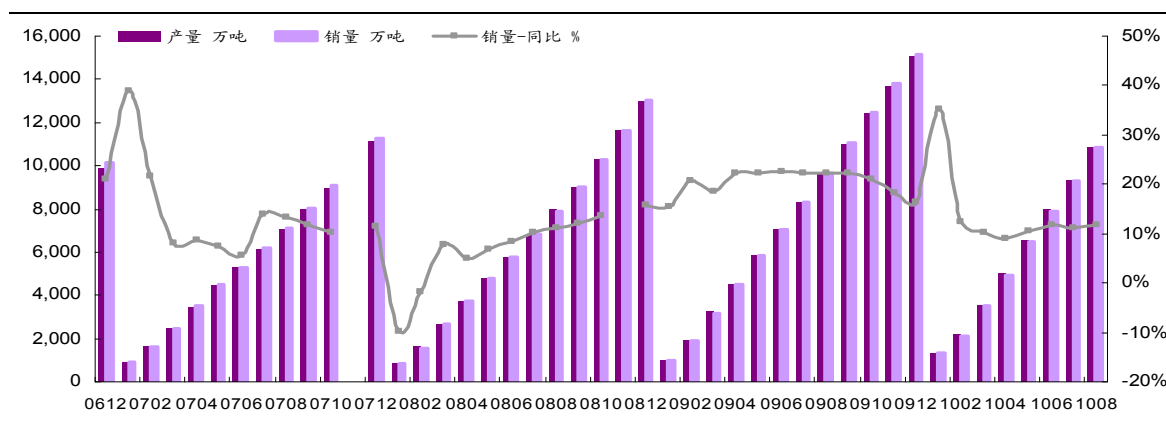
资料来源：光大证券研究所

公司经营：

建立重点公司分月度水泥产、销量及增速图谱，2010 年 1-8 月海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、祁连山、塔牌集团的水泥销量增速分别为 12%、50%、9%、20%、17%、28%、21%；

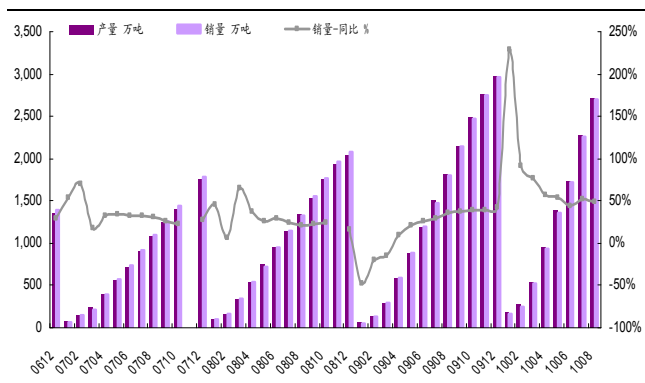
图 124：海螺水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览

10 年 1-8 月公司销量同比增长 11.83%，单 7 月同增 17.48%



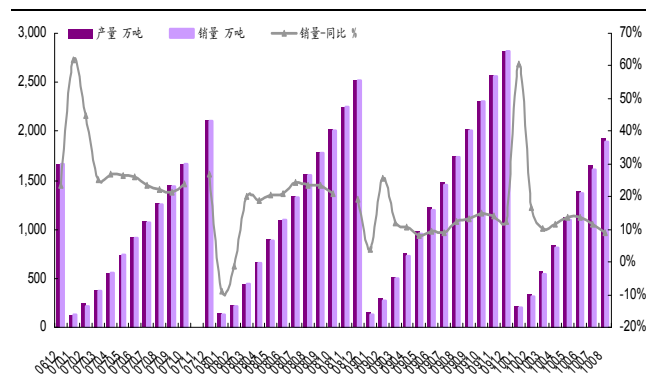
资料来源：中国建材信息网、光大证券研究所

图 125：冀东水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 49.51%，单 8 月同增 44.35%



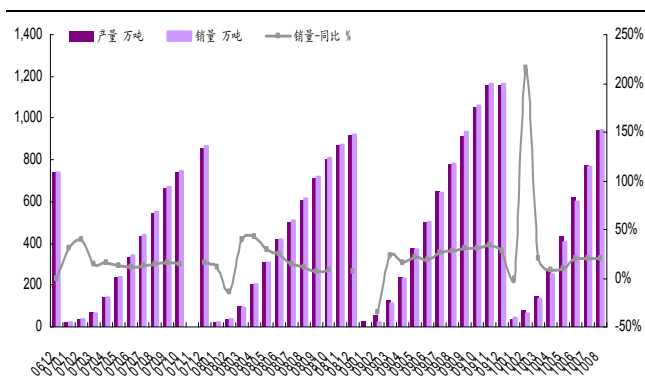
资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 126：华新水泥分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 9.05%，单月同增 0.23%



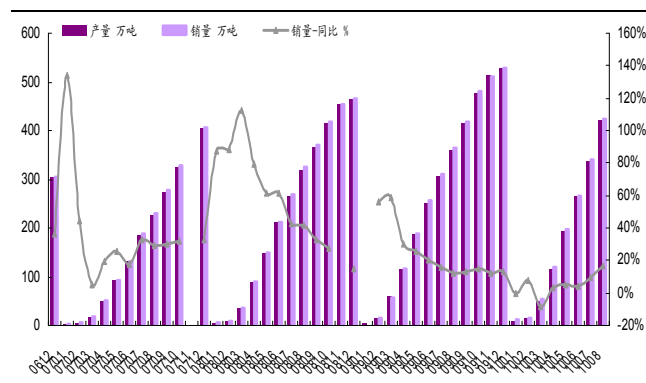
资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 127：天山股份年内分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 20.25%，单 8 月同增 25.29%



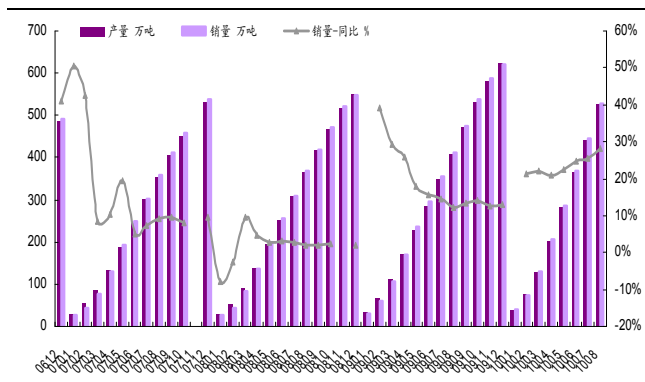
资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 128：赛马实业分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 16.64%，单 8 月同增 52.74%



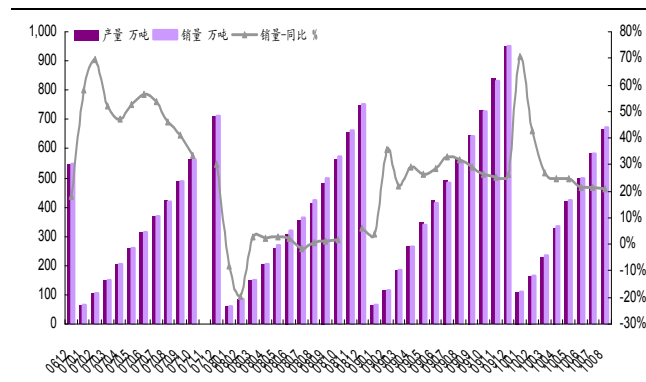
资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 129：祁连山年内分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 28.03%，单 8 月同增 37.39%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 130：塔牌集团分月度水泥产、销量及增速一览
10 年 1-8 月公司销量同比增长 20.95%，单 8 月同增 19.84%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

公司估值指标及业绩跟踪

建立重点公司市盈率历史运行图谱，统计回归特征值：均值 E，标准差；统计结果表明，目前重点公司估值水平均处于历史均值附近，具备一定的安全边际；

因篇幅关系，各公司 PB、PS 指标未在报告中披露；

图 131：海螺水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）

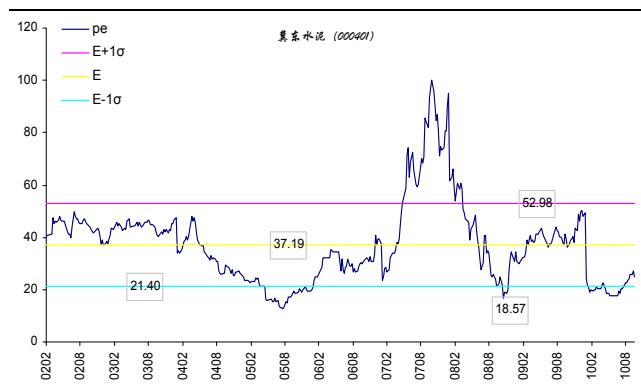
目前公司市盈率水平处于历史均值下方



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 132：冀东水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）

目前公司市盈率水平处于历史均值下方



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 133：华新水泥市盈率历史运行（至 9 月 17 日）

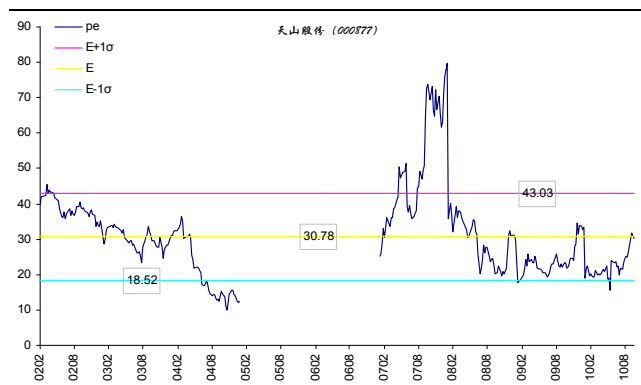
因担心中部供求局面，目前公司市盈率水平处于下限水平



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 134：天山股份市盈率历史运行（至 9 月 17 日）

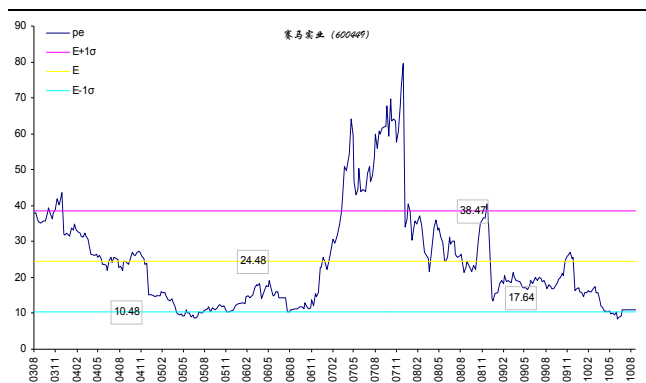
目前公司市盈率水平处于历史均值附近



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 135: 赛马实业市盈率历史运行 (至 9 月 17 日)

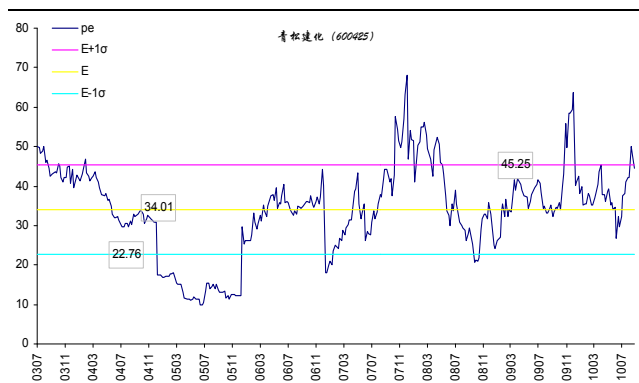
公司目前停牌中



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 136: 青松建化市盈率历史运行 (至 9 月 17 日)

目前公司市盈率水平至历史均值上方



资料来源: WIND、光大证券研究所

表 1: 行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000877	天山股份	309	26.51	42.00	0.90	1.50	2.10	29.4	17.7	12.6	7.43	3.10	2.71	买入	买入
000401	冀东水泥	1212	20.72	24.00	0.81	1.19	1.56	25.5	17.4	13.3	3.76	3.09	2.61	买入	买入
600585	海螺水泥	2666	22.23	30.00	1.00	1.50	1.74	22.2	14.8	12.8	2.73	2.23	1.95	买入	买入
600425	青松建化	479	18.89	23.75	0.43	0.62	0.95	43.7	30.3	19.9	6.01	3.62	3.26	买入	买入
600720	祁连山	475	18.63	20.00	0.86	1.20	1.50	21.7	15.5	12.4	4.19	3.73	3.06	买入	买入
600449	赛马实业	195	25.05	27.75	2.28	2.28	2.10	11.0	11.0	11.9	2.36	2.39	2.00	增持	增持
002233	塔牌集团	120	13.86	12.00	0.54	0.55	0.98	25.8	25.2	14.1	2.89	2.61	2.26	增持	增持
600801	华新水泥	97	17.79	19.50	1.24	0.60	1.50	14.3	29.7	11.9	1.58	1.57	1.44	增持	增持
000012	南玻 A	981	15.79	12.50	0.40	0.50	0.60	39.4	31.6	26.3	6.17	4.90	4.16	买入	买入

资料来源: 光大证券研究所

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

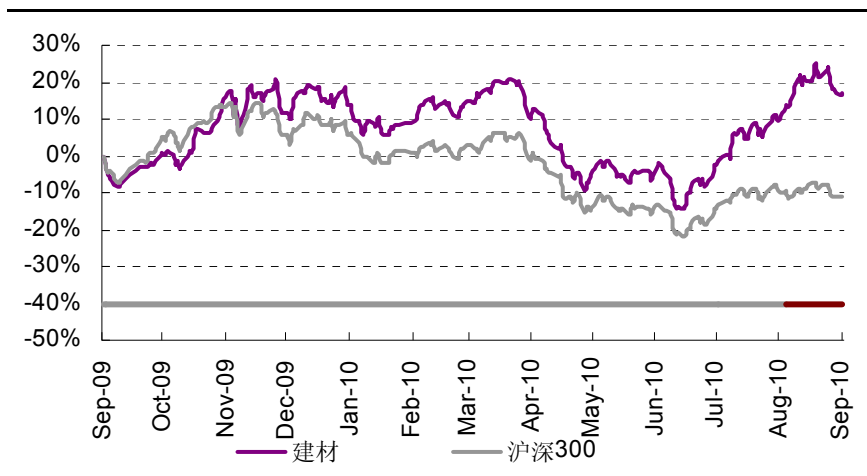
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

建材

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-08-24	买入
2010-08-26	买入
2010-08-30	买入
2010-09-03	买入
2010-09-06	买入
2010-09-08	买入
2010-09-13	买入
2010-09-14	买入
2010-09-19	买入
2010-09-20	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。