

2010 年 12 月 07 日

供给向好拐点将现，兼并重组可期

——水泥行业 2011 年投资策略

看好

相关研究

主要结论：

- 10 年下半年盈利提升：节能限电政策超预期，刺激下半年水泥价格暴涨，11 月底水泥价格达到 404 元，比 7 月初上涨 62 元，涨幅达到 15%，其中涨幅达到 100 元以上地区为华东（安徽、浙江、江苏、福建、江西）、中南（湖南、河南、广西、海南）和新疆。受益涨价效应，前三季度全国吨水泥毛利提升至 54.2 元，同比提高 1.6 元，其中华东地区吨毛利达到五年来新高。
- 11 年供给拐点将现：10 年水泥固定资产投资增速回落至 8.72%，10 年 10 月单月水泥 FAI 环比负增长-5%，主要由于 09 年 9 月 30 日后新开工生产线大幅下降，09 年新开工生产线达到 92 条，合计产能 1.85 亿吨，10 年快速下滑至 15 条，产能合计 2249 万吨同比下滑 88%，新建生产线政策 11 年不放松的假设下，将保障 11-12 年有效新增供给由 1.6 亿吨下降至 1 亿吨以下，环比下滑约 70%。预计 11 年水泥需求增量在 1.2 亿吨，行业供需向好趋势确立。优势区域：供给推动为华东市场，受益企业海螺，需求推动为西北市场，受益企业冀东、中材。
- 十二五重点：兼并重组集中度提高。三大行业政策支持兼并重组（1）“十二五规划”重点支持企业联合、重组、并购，力争使水泥熟料生产企业数量从目前的 3000 家左右，减少到 1000 家左右。至 2015 年，前 10 家企业水泥产量达到全国水泥产量的 35% 以上，前 10 家的平均规模大于 7000 万吨产能。（2）产能新增受限政策执行后，大企业扩张只能通过收购兼并方式进行。（3）支持新干法发展，大企业新干法比例高，有利于集中提高。我们考察两个角度（1）区域内整合优势：企业优势（区域前两名企业较第三名产能优势情况）、市场优势（前两名市场占比）作为考核指标。（2）跨区域整合优势，区域多个市场占优。综合而言：未来具备良好区域内整合优势的为华东、华北、西北市场，主要受益企业为海螺、冀东、中材。具备跨区域扩张优势企业为冀东、海螺，整合潜力区域为虽然西南（拉法基）集中度低，但有企业具有优势。
- 投资策略：11 年行业重点公司 PE12 倍，PB2.7 倍，估值偏低。11 年供给控制明确，有效新增供给由 1.6 亿吨下滑约 70% 至 5000 万吨，乐观情况下有效供给出现零增长，供需趋势明确。十二五规划以及市场示范效应，推进行业兼并重组加快，行业集中度提高。主要推荐企业：结合区域供需、区域整合、跨区域扩张三方面优势，主要推荐公司为海螺水泥、冀东水泥，其次为赛马实业、祁连山、天山股份、四川双马。催化剂：保障房建设超预期，市场整合力度超预期。

分析师

王丝语 A0230210080004
(8621)23297473
wangsy@swsresearch.com

联系人

张圣贤
(8621)23297343
zhangsx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 10 年下半年价升量增，区域盈利大幅提升	5
1.1 水泥价格旺季暴涨	5
1.2 节能减排促水泥盈利快速上升	6
1.3 西部区域需求更为出色	7
2. 11 年新增供给拐点将现，行业景气度提升	8
2.1 供给端：11 年有效新增供给拐点将现	8
2.2 需求端：四季度地产不确定加大	10
2.3 总体分析：供需结构好转	13
3. 十二五重点：兼并重组提高集中度	15
3.1 东部区域开启市场变革	15
3.2 涨价市场效应、政策支持促十二五整合	17
3.3 海外市场经验，推进国内整合	18
3.4 区域整合初见成效，跨区域成为未来趋势	20
4. 投资策略：供给向好拐点，推动供需结构改善	22
4.1 首推公司之一：海螺水泥	23
4.2 首推公司之二：冀东水泥	24
4.3 其他关注企业	26

图表目录

图 1: 水泥需求高速增长势头持续.....	5
图 2: 华东、中南区域上涨明显	6
图 3: 全国水泥均价上涨	6
图 4: 水泥跑赢大盘 6.7%.....	6
图 5: 水泥毛利同比上升 18%.....	7
图 6: 吨水泥盈利同比回升	7
图 7: 海螺水泥吨毛利逐月回升	7
图 8: 各地区水泥产量累计增速 (%).....	8
图 9: 各地区固定资产投资增速 (%).....	8
图 10: 全国水泥固定资产投资逐步下滑.....	9
图 11: 单月水泥固定资产投资环比负增长.....	9
图 12: 新开工生产线大幅下滑	10
图 13: 全国固定资产投资持续高位.....	11
图 14: 2010 年下游需求占比情况	11
图 15: 2011 年下游需求占比情况	11
图 16: 铁路基建投资增速情况	12
图 17: 基建投资增长依然延续	12
图 18: 房地产投资增速持续高位.....	12
图 19: 房地产新开工增速达历史高位.....	12
图 20: 房地产投资增速持续高位.....	14
图 21: 华东区域市场价格快速上涨.....	15
图 22: 华东水泥价格触底回升	16
图 23: 华东区域市场情况	16
图 24: 中国新干法比例不断提高.....	18
图 25: 与世界发达国家依然有差距.....	18
图 26: 国内外水泥净利润增速对比.....	18
图 27: 国内外水泥毛利率对比	18
图 28: 世界前 5 名市场集中度	19
图 29: 中国水泥行业集中度偏低.....	19
图 30: 欧洲水泥行业集中度	19
图 31: 美国水泥行业集中度	19
图 32: CEMEX 公司扩张情况.....	20
图 33: 全国水泥固定资产投资逐步下滑.....	22
图 34: 水泥相对 PE.....	23
图 35: 水泥相对 PB.....	23
图 36: 保障房建设情况	24
图 37: 海螺水泥新增产能布局占比.....	24
 表 1: 各区域水泥价格走势情况	 5

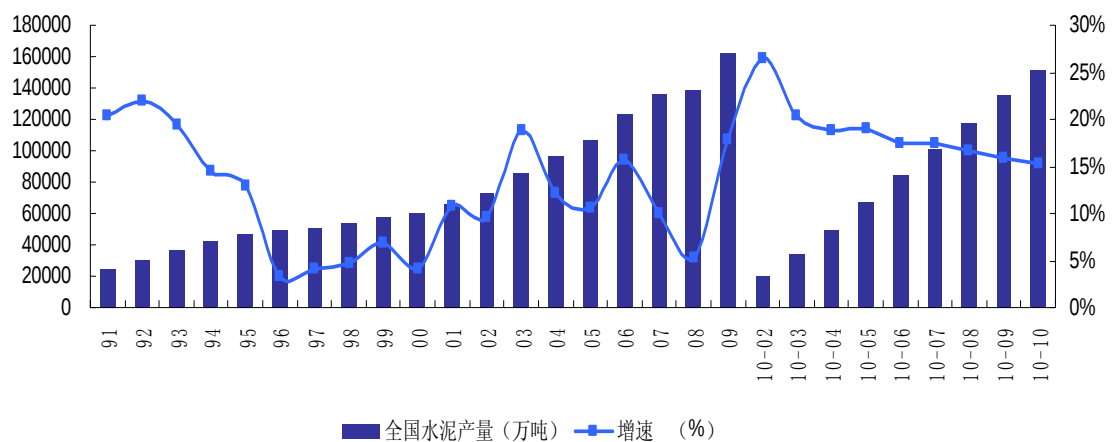
表 2: 全国水泥固定资产投资逐步下滑.....	8
表 3: 新开工生产线	10
表 4: 新增产能预测	10
表 5: 水泥需求预测表	13
表 6: 2011 年基建、地产投资对应水泥需求弹性分析	13
表 7: 水泥供需预测表	14
表 8: 分区域供需打分表	14
表 9: 华东五省新干法生产线情况.....	16
表 10: 2009 年底海螺、南方水泥生产线分布	16
表 11: Cemex 发展路径.....	19
表 12: 水泥区域整合情况	21
表 13: 区域市场公司情况	21
表 14: 区域内整合优势	22
表 15: 跨区域扩张优势	22
表 16: 三维指标企业比较	23
表 17: 冀东区域扩张情况	24
表 18: 水泥板块估值	26
附表 1: 人均熟料产能统计	27

1. 10 年下半年价升量增，区域盈利大幅提升

1.1 水泥价格旺季暴涨

水泥产量持续高速增长。10 年水泥需求持续回升，08 年受金融危机影响，全年产量增速仅为 5.2%，是 01 年以来最低水平，四万亿投资出台后，水泥需求增速大幅回升，10 年 10 月水泥需求增速回升至 15.3%，主要原因：房地产复苏、基建投资持续，支撑固定资产投资持续高增长。

图 1：水泥需求高速增长势头持续



资料来源：中国国家统计局，申万研究

需求高速增长的同时，受益下半年节能减排政策超预期，水泥价格持续上涨势头，11 月底水泥均达到 404 元，比 7 月初上涨 62 元，涨幅达到 15%其中涨幅达到 100 元以上地区为华东（安徽、浙江、江苏、福建、江西）、中南（湖南、河南、广西、海南）和新疆。

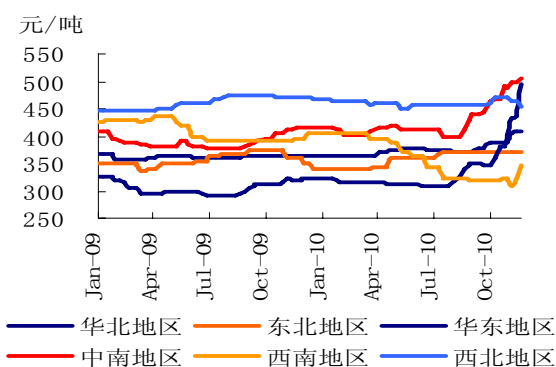
表 1：各区域水泥价格走势情况

	华北地区	东北地区	华东地区	中南地区	西南地区	西北地区
1997 年	352	399	384	445	372	359
1998 年	344	376	369	431	370	355
1999 年	331	372	358	426	374	353
2000 年	321	384	342	421	368	343
2001 年	316	386	331	403	369	348
2002 年	314	391	319	410	371	340
2003 年	308	390	319	413	347	330
2004 年	308	397	346	449	347	324
2005 年	309	384	289	394	350	319
2006 年	298	388	305	387	381	314

2007 年	295	280	289	408	393	236
2008 年	368	348	327	408	428	445
2009 年	365	340	322	417	405	467
2010 年 11 月	410	372	494	504	348	454
2010 年涨幅	45	32	172	87	-58	-13

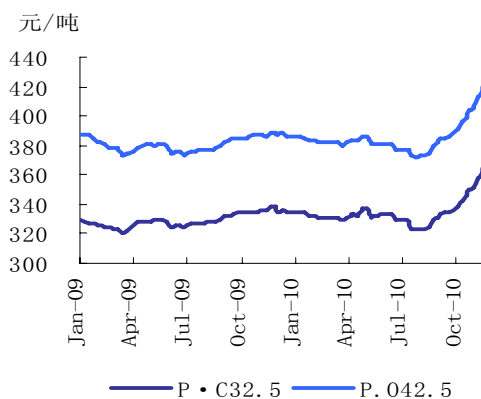
资料来源：申万研究

图 2：华东、中南区域上涨明显



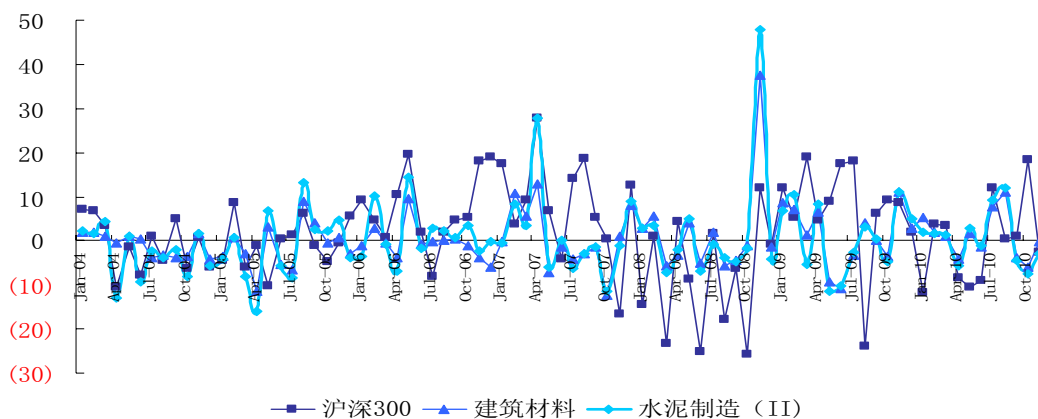
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 3：全国水泥均价上涨



资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 4：水泥跑赢大盘 6.7%



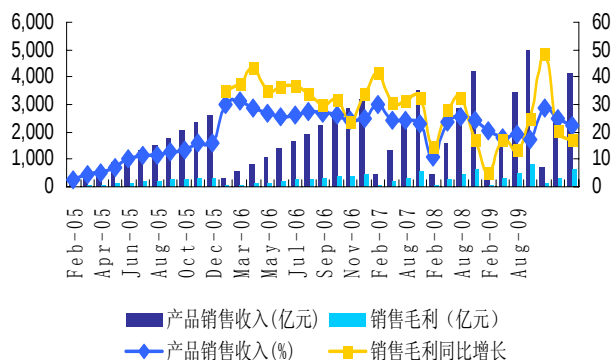
资料来源：中国国家统计局，申万研究

1.2 节能减排促水泥盈利快速上升

10 年下半年水泥价格暴涨，支撑水泥盈利大幅提升，10 年前三季度水泥销售毛利同比提升 18%，快于产量增速 15.3%，从吨水泥盈利情况来看，前三季度吨水泥毛利

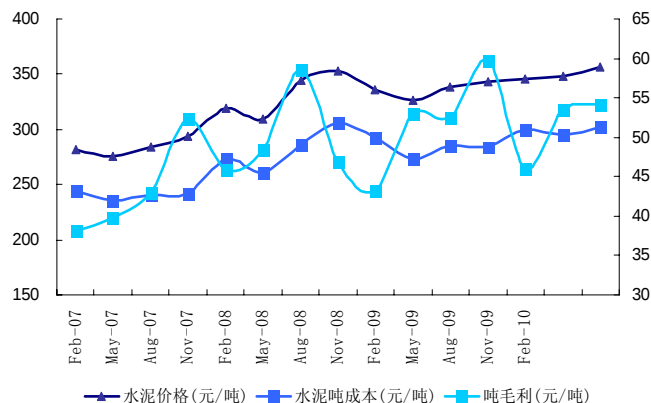
提升至 54.2 元，同比提高 1.6 元，以行业重点公司海螺为例，其吨毛利达到五年来新高超过 100 元/吨。

图 5：水泥毛利同比上升 18%



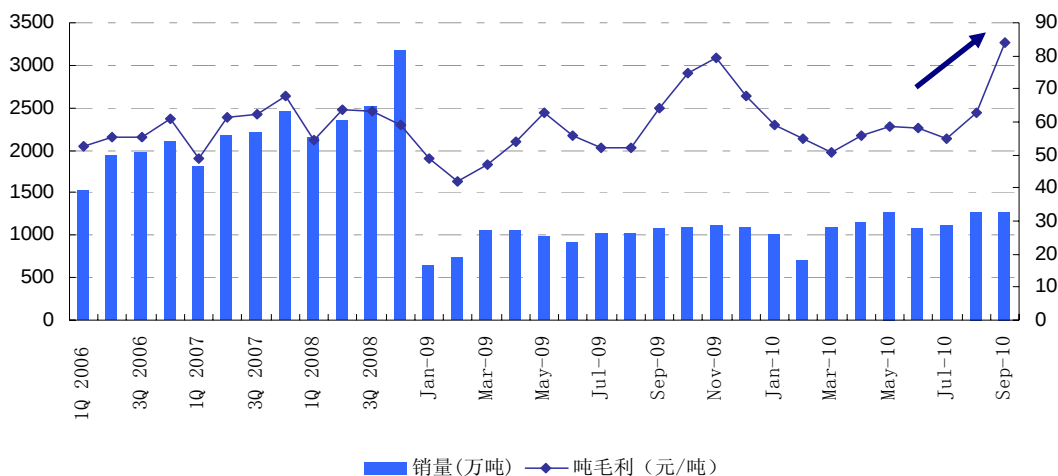
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 6：吨水泥盈利同比回升



资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 7：海螺水泥吨毛利逐月回升

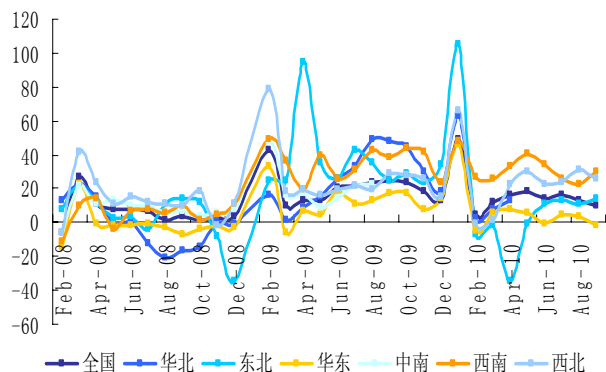


资料来源：中国国家统计局，申万研究

1.3 西部区域需求更为出色

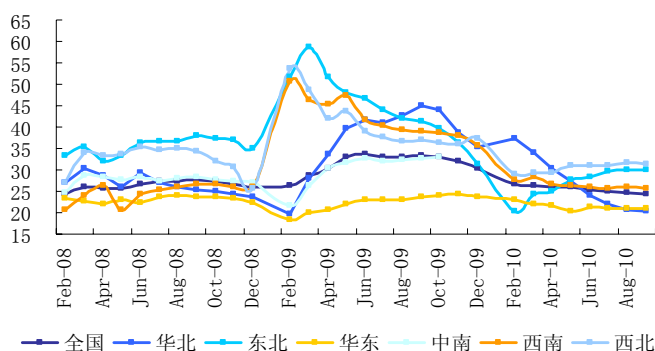
从分地区情况来看，水泥需求情况较好的区域，主要为西北、西南、华北地区，增速均持续在全国平均水平以上，主要因为这些地区基建投资旺盛，支撑区域投资增速高于全国平均水平，由此可见固定资产投资拉动，是这些区域需求超预期的主要原因。

图 8: 各地区水泥产量累计增速 (%)



资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 9: 各地区固定资产投资增速 (%)



资料来源：中国国家统计局，申万研究

2.11 年新增供给拐点将现，行业景气度提升

2.1 供给端：11 年有效新增供给拐点将现

在四万亿投资刺激下，水泥行业盈利状况受金融危机影响较小，吸引了大规模资金投资建设水泥生产线，09 年水泥固定资产投资增速持续高位，达到 60% 以上，最高超过 100%。新增产能持续压力，截止 10 年 10 月水泥公开媒体报道，新增产能约在 1.2 亿吨，综合考虑全年生产线释放，我们预计 10 年全年供给新增量约在 2-2.6 亿吨。从区域产能释放情况来看，西北和西南区域新增产能相对压力更大，投放量达到新干法产能比例 30% 以上，而其他区域产能投放量均在新干法比例 20% 以下。

表 2: 全国水泥固定资产投资逐步下滑

产能 (吨)	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010 年合计	新干法水泥产能	占比 (%)
华北		1248	164		458	366	844	181	1850	10772	17.2%
东北	416	582	312	304		166	499	124	790	7120	11.1%
华东	104	458	1170	1221	566	1010	603	210	2389	35379	6.8%
中南	1901	312	1958	2414	903	949	1274	443	3569	31549	11.3%
西南	291	1377	1008	2531	2047	1967	1373	262	5649	13272	42.6%
西北	291	466	287	891	424	603	1140	410	2577	7962	32.4%
合计	2712	2729	4448	6470	3516	4093	3750	1039	12397	106054	11.7%

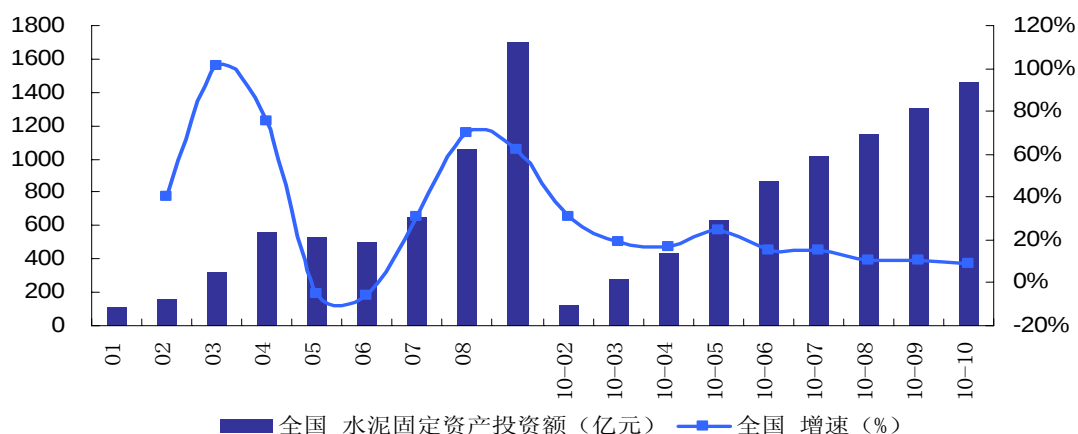
资料来源：中国国家统计局，申万研究

但从 11 年情况来看，随着新增产能控制供给向好拐点将现。随着国务院在 09 年 9 月出台关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见的通知【国发〔2009〕38 号】简称 38 号文，文中表示对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工的水泥项目的清理，并将清理结果和意见报送工业和信息化部。坚决停止违法违规项目建设，清理期间一律不得核准新的扩能建设项目。

在 38 号文的政策支持下, 09 年 9 月 30 日后新开工生产线大幅下降, 每月新开工产能由 2000-4000 万吨, 迅速下滑至 200-500 万吨, 09 年新开工生产线达到 92 条, 合计产能 1.85 亿吨 10 年快速下滑至 15 条, 产能合计 2249 万吨, 下滑 88%。由此带来水泥固定资产投资增速大幅下滑由 61% 回落至 8.72%。10 年 10 月单月水泥固定资产投资出现环比负增长-5%, 我们预计全年可稳定在 10% 以下。

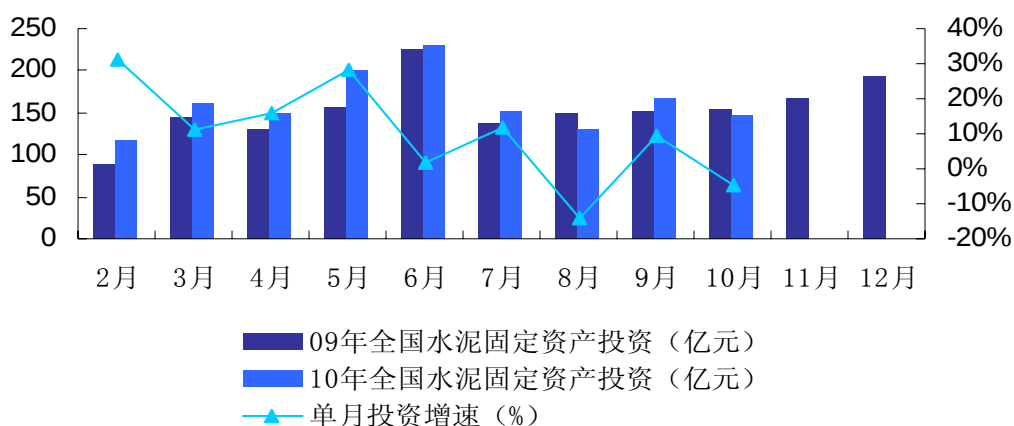
若新建生产线政策 11 年不会放松, 将保障 11-12 年有效新增供给由 1.6 亿吨下降至 5000 万吨以下, 环比下滑约 70%。

图 10: 全国水泥固定资产投资逐步下滑



资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

图 11: 单月水泥固定资产投资环比负增长



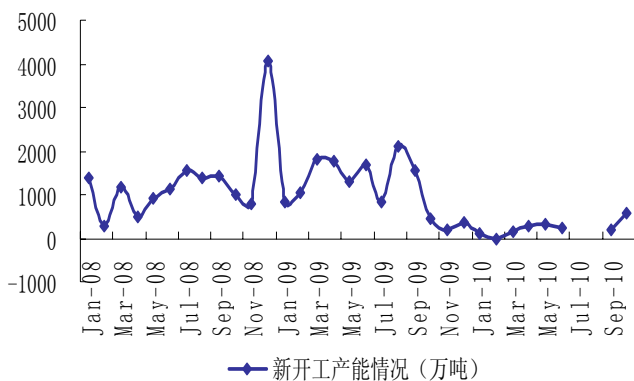
资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

表 3: 新开工生产线

地区	09 年		1Q10		2Q10		3Q10		4Q10		10 年	
	生产 线数	新开工 产能	生产 线数	新开工 产能	生产 线数	新开工 产能	生产 线数	新开工 产能	生产 线数	新开工 产能	生产 线数	新开工 产能
东北	4	730							1	360	1	360
华北	15	3080			1	200	1	200			2	400
西北	22	4470	1	100	3	300	1	200	3	300	8	900
西南	21	3930	1	180	2	320					3	500
中南	17	3030	1	89							1	89
华东	13	3260									0	0
合计	92	18500	3	369	6	820	2	400	4	660	15	2249

资料来源: 申万研究

图 12: 新开工生产线大幅下滑



资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

表 4: 新增产能预测

	乐观	中性	悲观
新增产能(亿吨)	0.5	1.5	2
有效新增产能(亿吨)	-0.5	0.5	1
产能利用率(%)	86.6%	83.0%	81.3%

资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

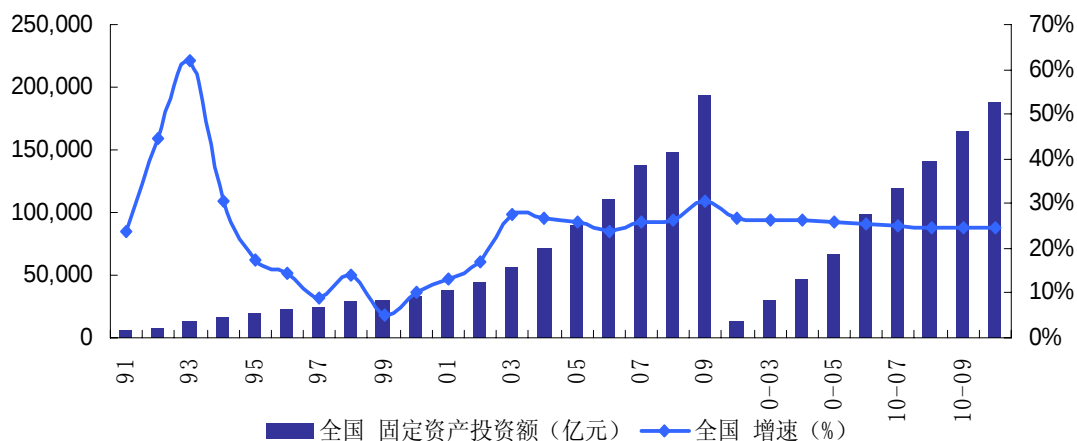
2.2 需求端：四季度地产不确定加大

10 年 10 月全国累计固定资产投资达到 18.8 万亿，保持高速增长势头，同比增速达到 24.4%，考虑到 09 年高基数效应影响，固定资产投资高增长依然势头依然持续。按照申万宏观小组预测，预计 11 年全年固定资产投资增速回落至 23.6%，增速下滑约 0.5%，其中 11 年基建投资增长 21.5%，增速同比提高 5.58%。

10 年地产投资逐步回升预计全年维持在 33%，新开工面积同比增长 31.7%，预计 11 年地产投资增速下滑至 19%，新开工面积下滑至 5%，其中商业地产负增长 15%，保障房同比增长 70%（新开工套数 1000 万套）。

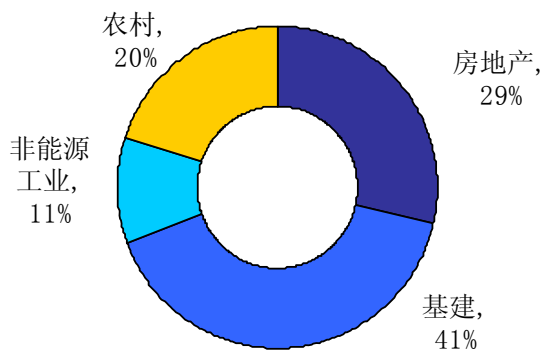
综合对投资增速判断，我们将水泥下游需求分为四块：基础设施建设、房地产、工业、农村建设。预计 11 年下游需求主要发展趋势为，基建投资持续，基建拉动水泥需求占比维持在 41%，同时房地产投资增速下滑，拉动水泥需求占比下滑，由 29% 下滑至约 27%。

图 13：全国固定资产投资持续高位



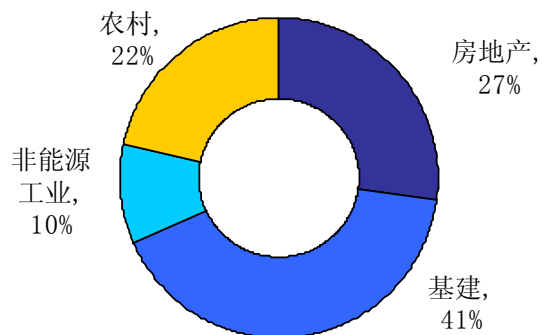
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 14：2010 年下游需求占比情况



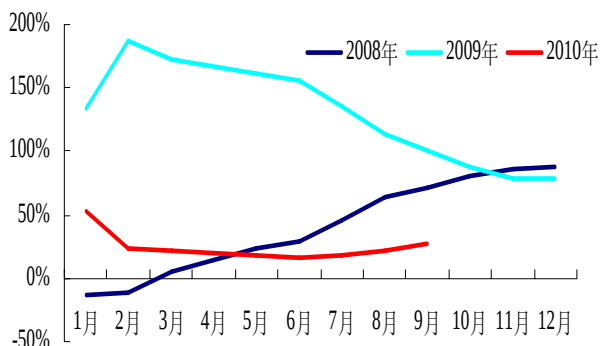
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 15：2011 年下游需求占比情况



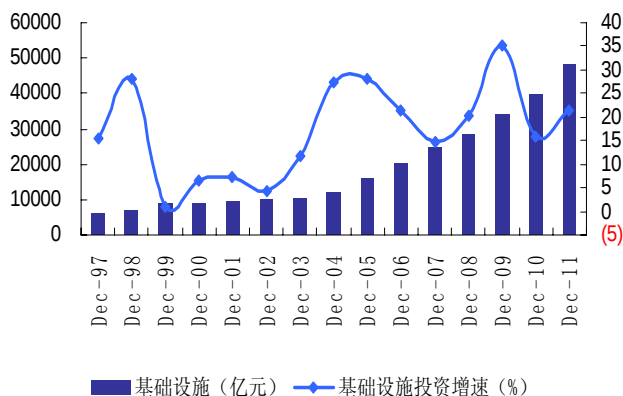
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 16: 铁路基建投资增速情况



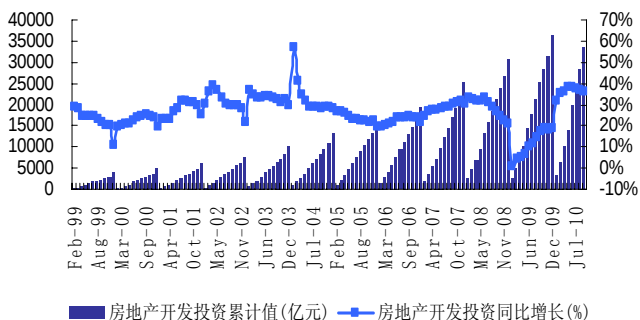
资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

图 17: 基建投资增长依然延续



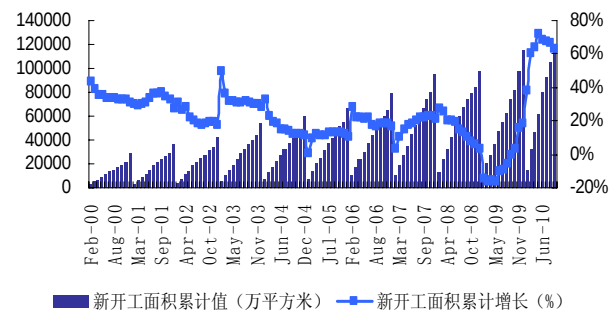
资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

图 18: 房地产投资增速持续高位



资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

图 19: 房地产新开工增速达历史高位



资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

表 5：水泥需求预测表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
房地产投资（亿元）	15909	19423	25280	30580	36232	47826	56913	65450
yoy（%）	21%	22%	30%	21%	18%	32%	19%	15%
房地产消耗水泥量（万吨）	28637	31077	32864	39754	39855	52608	54068	58905
占比	25%	23%	22%	25%	24%	29%	27%	28%
基础设施建设（亿元）	24717	28340	34098	45184	46033	53859	65438	75254
yoy（%）	28%	15%	20%	33%	25%	17%	22%	15%
基建水泥消耗量（万吨）	59321	62348	68197	72295	73653	75402	81798	82779
占比	53%	47%	46%	46%	45%	41%	41%	39%
非能源工业（亿元）	20615	26972	36137	47325	61001	79301	97937	120463
yoy（%）	40%	31%	34%	31%	29%	30%	24%	23%
非能源工业消耗水泥量	8246	10789	14455	16091	18300	19825	19587	24093
占比	7%	8%	10%	10%	11%	11%	10%	11%
农村建设（亿元）	13679	16629	19859	24133	29801	36655	43986	52784
yoy（%）	19%	22%	19%	22%	23%	23%	20%	20%
新农村消耗水泥量	16414	28270	31775	28960	32781	36655	42667	47505
	1.20	1.70	1.60	1.20	1.10	1.00	0.97	0.90
占比	15%	21%	22%	18%	20%	20%	22%	22%
合计	11.3	13.2	14.7	15.7	16.5	18.4	19.6	21.3
增速		18%	11%	7%	5%	12%	8%	7%

资料来源：中国国家统计局，申万研究

在 11 年基建投资 21.5%和房地产投资 19%假设下，我们预计水泥全年增速在 8%，水泥需求量为 19.6 亿吨，11 年新增水泥需求量为 1.2 亿吨。

表 6：2011 年基建、地产投资对应水泥需求弹性分析

	房地产					
	悲观	偏悲观	中性	偏乐观	乐观	
	10.0%	15.0%	19.0%	20.0%	25.0%	
基础设施建设	5.0%	-0.6%	0.6%	1.6%	1.9%	3.1%
	15.0%	3.0%	4.3%	5.3%	5.5%	6.7%
	20.0%	4.9%	6.1%	7.1%	7.3%	8.6%
	25.0%	6.7%	7.9%	8.9%	9.1%	10.4%
	10.0%	15.0%	19.0%	20.0%	25.0%	

资料来源：申万研究

2.3 总体分析：供需结构好转

供给端：由于水泥生产线新开工高点集中在 08 年 12 月，考虑一年到一年半投产期，产能在 10 年集中释放，在 38 号文出台后 10 年新开工生产线大幅下滑 88%，预计 11 年产能供给压力将大大减轻，中性测算水泥 11 年产能释放量为 1.5 亿吨。

需求端：我们预计水泥全年增速在 8%，较 10 年下滑约 6%，11 年水泥需求量为 19.6 亿吨，新增水泥需求量为 1.2 亿吨。

从供需结合来看，供给端在新建生产线限制和产能淘汰支持下供给压力减轻，同时需求端在长期动力支持下，保持正增长态势，则行业产能利用率将逐步提高，供需结构逐步改善。

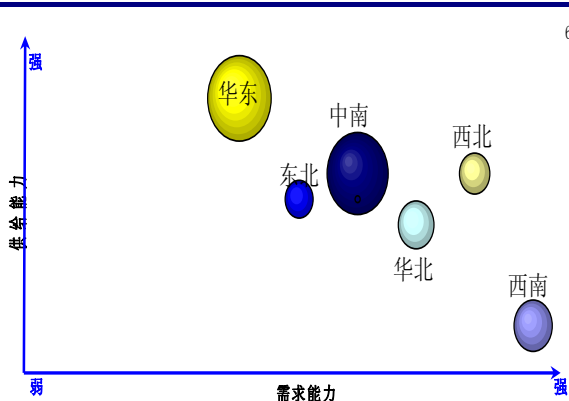
表 7：水泥供需预测表

	2007	2008	2009	1H 2010	2H 2010	2010E	2011E	2012E
产量(亿吨)	13.5	13.9	16.3	8.5	9.9	18.4	19.6	21.3
产量增速(%)	9.60%	2.50%	18%	16%	10%	13%	8%	7%
新干法产量(亿吨)		8.8	10.6	11.6	12.4	14.3	15.3	16.0
新增需求(亿吨)		0.3	2.4	1.2	0.9	2.1	1.2	1.7
产能(亿吨)	17.2	18.7	20.5	21.9	22.1	22.1	22.6	23.1
新增供给(亿吨)		2.0	2.6	1.4	1.3	2.6	1.5	1.0
落后(亿吨)		8.1	7.4	7.4	6.4	6.4	5.4	4.9
落后产能淘汰(亿吨)		0.5	0.7	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
有效新增供给(亿吨)		1.5	1.9	1.4	0.3	1.6	0.5	0.0
新干法(亿吨)		10.5	13.1	14.5	15.7	15.7	17.2	18.2
新增产能扣除新增需求(亿吨)		1.2	(0.5)	0.2	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(1.7)
产能利用率		72%	77%	78%	85%	80%	83%	88%

资料来源：申万研究

综合分析区域供需情况，需求指标主要参考水泥需求增速；供给指标主要参考新增产能比例情况以及区域集中度。我们认为从供给控制角度来看，优势最明显的为华东市场，主要受益企业为海螺水泥。从需求推动角度来看，我们认为主要受益地区为西北区域，受益企业冀东水泥、中材下属企业，包括祁连山、天山股份、赛马实业等。

图 20：房地产投资增速持续高位



资料来源：Wind，申万研究

表 8：分区域供需打分表

区域	需求增速	供给增量比重排名	集中度排名	供给综合得分	09年水泥产能情况	水泥产能排名
华北	3	4	4	8	2404	4
东北	5	2	5	7	7120	6
华东	6	1	2	3	35379	1
中南	4	3	3	6	31549	2
西南	1	6	6	12	13272	3
西北	2	5	1	6	7962	5

资料来源：Wind，申万研究

3.十二五重点：兼并重组提高集中度

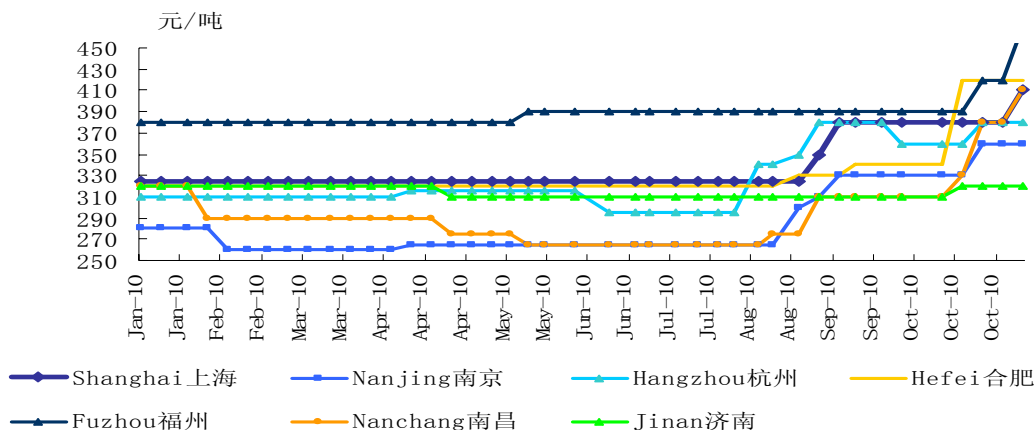
3.1 东部区域开启市场变革

华东地区是我国经济发展的龙头，也是水泥消费最集中的区域，其中上海、江苏、浙江、安徽、江西这五个华东省份，水泥产量占全国比重达到 22.96%。但这一区域也是全国竞争最激烈、水泥价格最低的地区。从盈利来看，华东五省的水泥在全国毛利占比仅为 17%，毛利率也仅为 11%，低于全国平均 15%。由于华东水泥长期处于低价竞争阶段，水泥均价在 250-300 元/吨，较西北地区 400-500 元/吨价格而言差异太大。在这种价格环境压力下，企业必须提高自身管理水平，降低成本以获得盈利，因此华东水泥管理效率、新干法比例均优于全国其他区域，上海和浙江新干法比例更是达到了 99%-100%。

随着 7 月底浙江限电政策的全面展开，区域供需格局出现逆转，由浙江开始启动带动江苏、安徽等省份水泥价格暴涨，随着节能减排逐步推进，对供给端特别是落后产能控制将加强，同时由于华东市场较为成熟，大企业区域控制力强，华东市场价格不断超预期，目前已达到 500-600 元/吨。

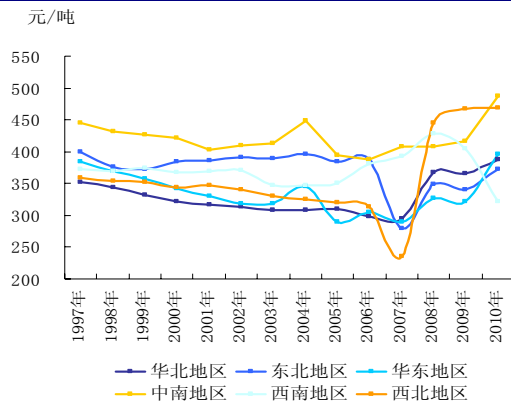
我们认为，本次节能减排带来的短期供给紧张，导致区域价格暴涨，充分说明了供需的微妙形势，而未来节能减排的推进，包括淘汰落后产能也将降低有效供给，价格高位运行可能将会持续。

图 21：华东区域市场价格快速上涨



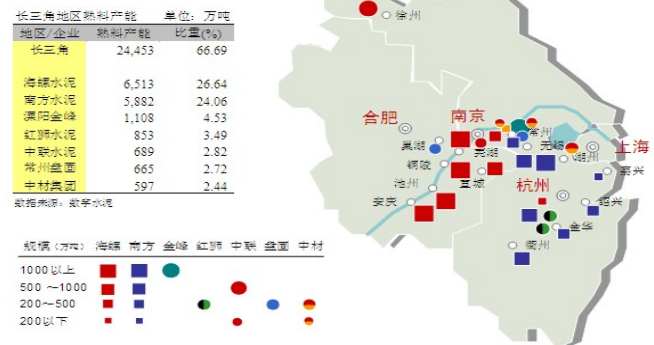
资料来源：中国国家统计局，申万研究

图 22：华东水泥价格触底回升



资料来源：Wind，申万研究

图 23：华东区域市场情况



资料来源：Wind，申万研究

本次价格上涨，主要催化剂为节能限电，就深层因素而言，我们认为主要包括行业内因和外部政策因素：

首先，行业内因为华东市场作为成熟区域，市场集中度高，海螺和中建材市场新干法占有率已达46%，同时市场经历近5年价格低位运行，市场竞争充分。正是由于激烈的市场竞争，华东地区企业管理效率优于全国，其中浙江、江西管理费用率低于全国平均水平1%。

表 9：华东五省新干法生产线情况

地区	新干法生产线（条）	新干法熟料产能（万吨）
上海	3	139.5
江苏	58	5883.8
浙江	92	7207.5
安徽	76	9014.8
江西	46	3453.4
合计	275	25699

资料来源：申万研究

表 10：2009 年底海螺、南方水泥生产线分布

地区	新干法生产线（条）	新干法熟料产能（万吨）
海螺水泥		
江苏	3	372
浙江	1	155
安徽	37	5406.4
江西	3	294.5
合计	44	6227.9

南方水泥

地区	生产线	熟料产能
江苏	9	806
浙江	46	3797.5
安徽	4	387.5
江西	11	734.7
合计	70	5725.7

资料来源：申万研究

其次，就政策因素而言，（1）供给政策新增产能受限，不必担心价格上涨后，新建产能增加，如浙江、四川现象（2）节能减排政策，对于落后产能能源控制加大，有利于大企业控制市场。

正是由于上述原因，使得企业看到华东地区范例，特别是由于海螺在行业内示范带头作用，定价观念将由“价格战”向“价格协同”转变。

3.2 涨价市场效应、政策支持促十二五整合

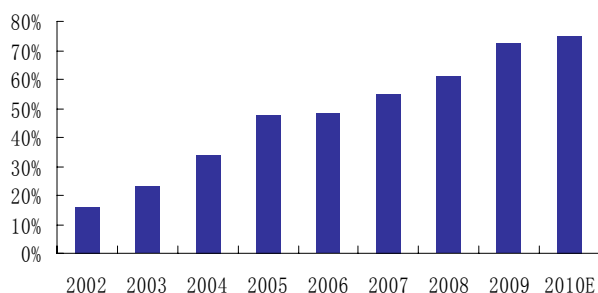
未来行业政策推进将进一步推动行业收购整合加快，主要政策支持体现在三个方面：

首先，目前工信部和协会正在制定的《水泥产业发展政策》中“十二五规划”重点支持企业联合、重组、并购，力争使水泥熟料生产企业数量从目前的 3000 家左右，减少到 1000 家左右。至 2015 年，前 10 家企业水泥产量达到全国水泥产量的 35%以上目前为 24%，同时熟料产能集中度达到 55%上。

其次，09 年 9 月出台的 38 号文中严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。前期出台的《水泥行业准入政策》规定：对水泥熟料年产能超过人均 900 公斤的省份，原则上应停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。按照 09 年底产能和人口测算，属于停批范围的省份为安徽、宁夏、浙江、内蒙，处在红线附近省份包括湖北、广西、陕西、海南，若考虑 10 年新线投产可能会达到标准。按照行业控制产能的政策趋势，在新增受限政策执行后，大企业扩张只能通过收购兼并方式进行。

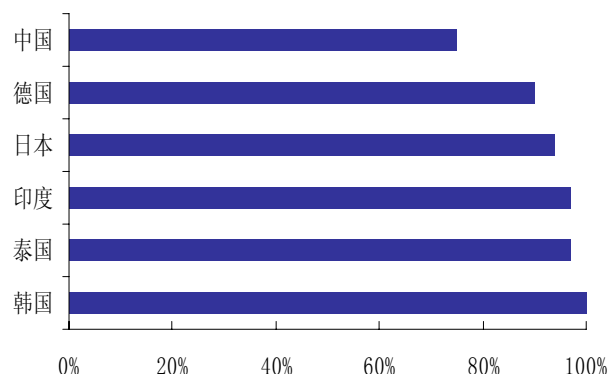
最后，产业发展政策中可能出台对于能耗指标限制，包括熟料综合煤耗 107 公斤标煤，熟料综合能耗 111 公斤标煤，水泥综合电耗 85 度，水泥综合能耗 88 公斤标煤。从节能减排的角度支持新干法发展，而相对大企业新干法比例高，有利于行业集中提高。

图 24：中国新干法比例不断提高



资料来源：Wind，申万研究

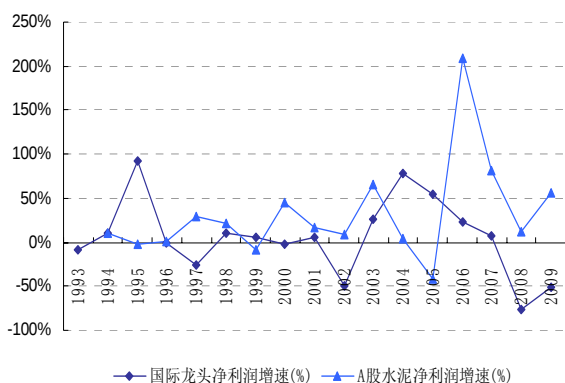
图 25：与世界发达国家依然有差距



资料来源：Wind，申万研究

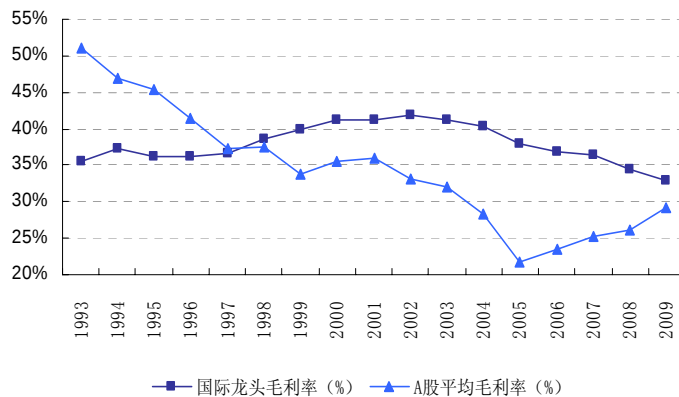
我们将国际水泥巨头 Holcim、Lafarge、Cemex 作为国外可比企业，对比发现国内水泥行业受益产量高速增长，净利润增速持续高位。但从盈利角度来看，国际水泥企业毛利率明显高于国内企业，国内企业平均毛利率一般在 20%-30%，国际水泥龙头在 09 年金融危机下水泥毛利率依然可达 32.9%，明显要高于国内平均水平。说明水泥企业虽然盈利高速增长，但单位盈利能力还有待提高，这也将成为未来 5-10 年行业长期增长动力。

图 26：国内外水泥净利润增速对比



资料来源：Wind，申万研究

图 27：国内外水泥毛利率对比



资料来源：Wind，申万研究

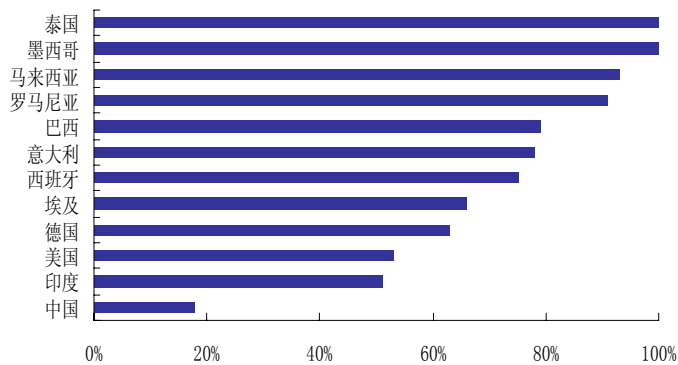
3.3 海外市场经验，推进国内整合

水泥行业目前集中度偏低，截止 2010 年 10 月前五家水泥企业产量占比仅为 17%，按照世界通行的水泥标准，前四家集中度需达到 22.4%为低集中度要求，中国水泥行业尚未达到国际低集中度标准要求。

从欧美发达国家经验来看，前七家水泥企业已垄断市场需求的 60%-70%，才使得他们在建设高峰期过后，依然能保持良好盈利。未来 A 股水泥行业龙头企业海螺、冀

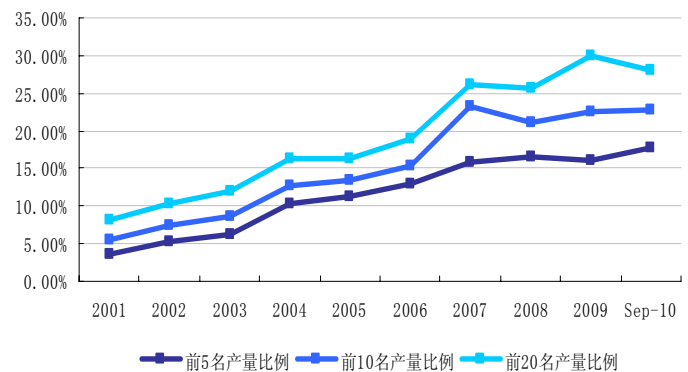
东、华新，目前其市占率仍偏低仅为 8%、2.4%、1.7%，未来将受益于行业集中度提高，市场控制力加强，从而带来吨盈利能力提高。

图 28：世界前 5 名市场集中度



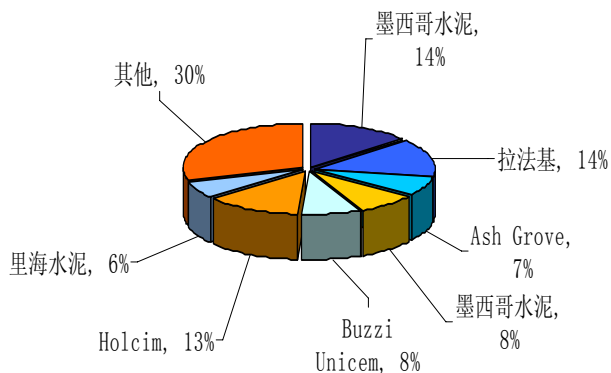
资料来源：Wind，申万研究

图 29：中国水泥行业集中度偏低



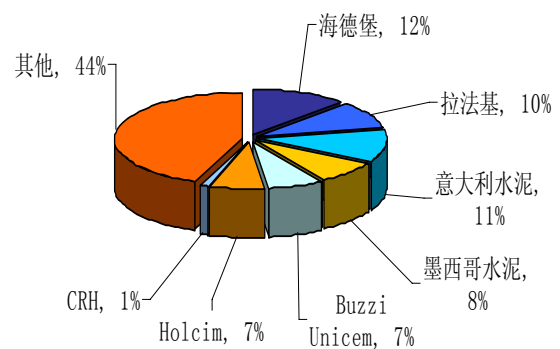
资料来源：Wind，申万研究

图 30：欧洲水泥行业集中度



资料来源：Wind，申万研究

图 31：美国水泥行业集中度



资料来源：Wind，申万研究

从国外 Cemex 发展经历来看，市场逐步走向成熟后，企业也是主要通过并购重组的路径进行扩张，最终成为世界前三大水泥企业。

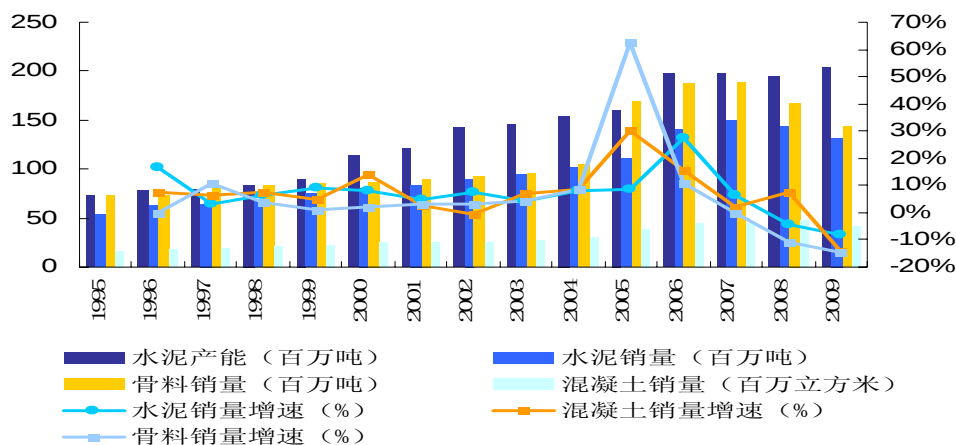
表 11：Cemex 发展路径

年份	收购事件	收购效果	公司水泥产能（百万吨）
1985	CEMEX 开始专注于水泥，剥离其他业务		
1987	收购墨西哥 Cementos Anahuac		
1989	收购 Cementos Tolteca	成为世界第十大水泥企业	
1992	收购西班牙 Valenciana 和 Sanson	成为世界第五大水泥企业	

1993	收购牙买加 70 万吨的产能, 收购巴巴多斯 40 万吨的产能, 收购特立尼达多巴哥的 70 万吨产能	
1994	收购委内瑞拉 Vencermos、巴拿马 Cemento Bayano、美国得克萨斯州 Balcones	
1995	1 收购多米尼加共和国 Cementos Nacionales	73
1996	收购哥伦比亚 Cementos Diamante 和 Industrias e Inversiones Samper 大多数股权	77.8
1997	收购印度尼西亚 PT Semen Gresik 的 20% 的股权; 收购 Rizal 另外 40% 的股权, 收购 AP0 水泥公司 99.9% 的股份	78.9
1998	收购埃及的 Assiut, 收购智利的 Bio Bio 的 12 % 的股权, 收购哥斯达黎加的 Cemento del Pacifico	83.2
1999		90

资料来源: 申万研究

图 32: CEMEX 公司扩张情况



资料来源: 中国国家统计局, 申万研究

3.4 区域整合初见成效，跨区域成为未来趋势

目前从区域整合情况来看, 已经初见成效, 除西南地区前两名市场占比仅为 17.8% 以外, 其他区域特别是华北、华东、西北区域前两名市场集中度已经分别达到 39.2%、38.3%、40.1%。

表 12：水泥区域整合情况

主要区域	新干法熟料产能 (万吨)	前两名熟料产能 (万吨)	前两名新干法占比 (%)	前五名熟料产能 (万吨)	前五名新干法占比 (%)	09 年水泥产量 (万吨)	前五名水泥产量占比 (%)
华北	10772	4222	39.2%	5591	51.9%	19137	30.4%
东北	7120	1865	26.2%	3543	49.8%	11281	32.7%
华东	35379	13533	38.3%	18893	53.4%	58677	33.5%
其中：							
长三角	24453	12395	50.7%	15045	61.5%	38487	40.7%
山东	7127	4252	59.7%	5224	73.3%	14037	38.7%
江西	3799	1245	32.8%	2319	61.0%	6153	39.2%
华中	17657	4440	25.1%	8068	45.7%	26233	32.0%
华南	13892	4570	32.9%	7759	55.9%	17366	46.5%
西南	13272	2359	17.8%	3525	26.6%	20219	18.1%
西北	7962	3195	40.1%	4978	62.5%	9985	51.9%
全国	106054	34184	32.2%	52357	49.4%	162898	33.4%

资料来源：数字水泥，中国国家统计局，申万研究

表 13：区域市场公司情况

主要区域	前两名新干法占比 (%)	前五名新干法占比 (%)	第一	第二	第三	第四	第五
华北	39.2%	51.9%	冀东水泥	金隅水泥	中联水泥	蒙西水泥	鹿泉曲寨
			2404	1818	584	529	256
东北	26.2%	49.8%	亚泰集团	北方水泥	山水集团	天瑞集团	冀东水泥
			1023	842	672	512	494
华东	38.3%	53.4%	海螺水泥	南方水泥	中联集团	山水水泥	溧阳金峰
			6836	6697	2165	2087	1108
其中：							
长三角	50.7%	61.5%	海螺水泥	南方水泥	溧阳金峰	红狮水泥	中联水泥
			6513	5882	1108	853	689
山东	59.7%	73.3%	中联集团	山水水泥	泉兴水泥	申丰水泥	丛林集团
			2165	2087	375	341	256
江西	32.8%	61.0%	南方水泥	亚洲水泥	万年青	红狮水泥	海螺集团
			815	430	409	341	324
华中	25.1%	45.7%	华新集团	天瑞集团	南方水泥	葛洲坝	中联水泥
			2479	1961	1490	1115	1023
华南	32.9%	55.9%	台湾水泥	华润水泥	海螺水泥	塔牌水泥	福建水泥
			2319	2251	1876	767	546
西南	17.8%	26.6%	拉法基瑞安	峨胜水泥	昆钢嘉华	华新集团	星船城
			1592	767	443	375	348
西北	40.1%	62.5%	中材集团	冀东水泥	尧柏水泥	声威集团	青松建化
			2189	1006	670	670	443
全国	32.2%	49.4%					

资料来源：数字水泥，中国国家统计局，申万研究

就市场整合这块，我们综合考察两个维度指标（1）区域内整合优势：企业优势（区域前两名企业较第三名产能优势情况）、市场优势（前两名市场占比）作为考核指标。

（2）跨区域整合优势，区域多个市场占优。综合而言：未来具备良好区域优势的为华东、华北、西北市场，主要受益企业为海螺、冀东、中材，同时跨区域整合优势企业为冀东、海螺，而未来具有整合潜力区域：西南（拉法基）市场集中度低，但有企业优势。

表 14：区域内整合优势

	企业优势	市场优势	市场优势	企业优势
华北	623%	39.2%	优	优
东北	178%	26.2%	差	差
华东	525%	38.3%	优	优
长三角	1019%	50.7%	优	优
山东	1034%	59.7%	优	优
江西	204%	32.8%	差	差
华中	198%	25.1%	差	差
华南	144%	32.9%	差	差
西南	433%	17.8%	差	优
西北	377%	40.1%	优	优

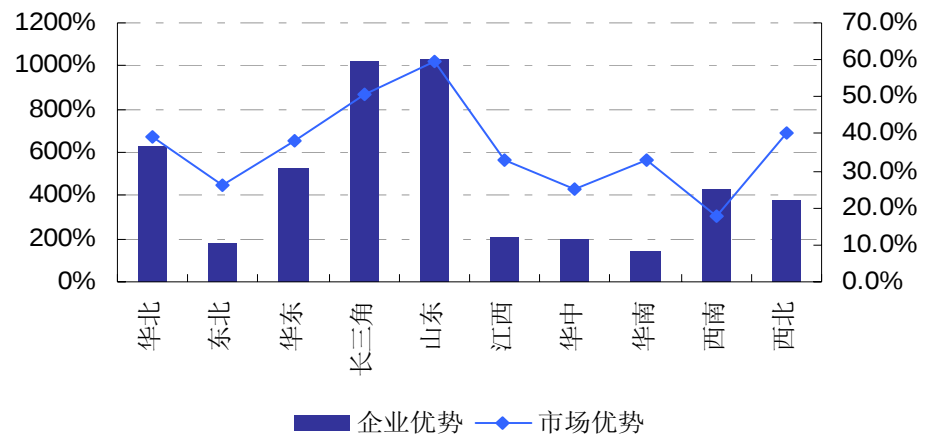
资料来源：Wind，申万研究

表 15：跨区域扩张优势

	地区
华北	冀东 金隅
东北	亚泰 北方
华东	海螺 南方
华中	华新 天瑞 南方
华南	台泥 华润 海螺
西南	拉法基 峨胜
西北	中材 冀东

资料来源：Wind，申万研究

图 33：全国水泥固定资产投资逐步下滑



资料来源：中国国家统计局，申万研究

4. 投资策略：供给向好拐点，推动供需结构改善

维持行业评级至“看好”。行业 11 年供给拐点将现，有效新增供给 1.6 亿吨下滑约 70%至 5000 万吨。我们认为在供给端压力不断减缓，包括新建产能严格控制、和落后产能加速淘汰；需求端在城镇化和保障性住房建设促进下保持正增长趋势，则行业中长期供需结构将逐步改善，产能利用率不断提升。

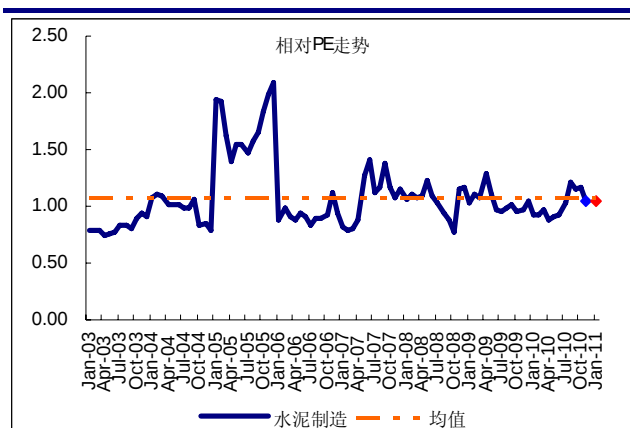
11 年行业重点公司 PE12 倍，PB2.7 倍，估值偏低。11 年供给控制明确，十二五规划以及市场示范效应，推进行业兼并重组加快，行业集中度提高。主要推荐企业：结合区域供需、区域整合、跨区域扩张三方面优势，主要推荐公司为海螺水泥、冀东水泥，其次为赛马实业、祁连山、天山股份、四川双马。催化剂：新增产能严格控制，保障房建设超预期，市场整合力度超预期。

表 16：三维指标企业比较

	区域供需	区域内整合	跨区域整合
海螺水泥	优	优	优
冀东水泥	优	优	优
中材（祁连山、赛马、天山）	优	优	
拉法基（四川双马）		优	

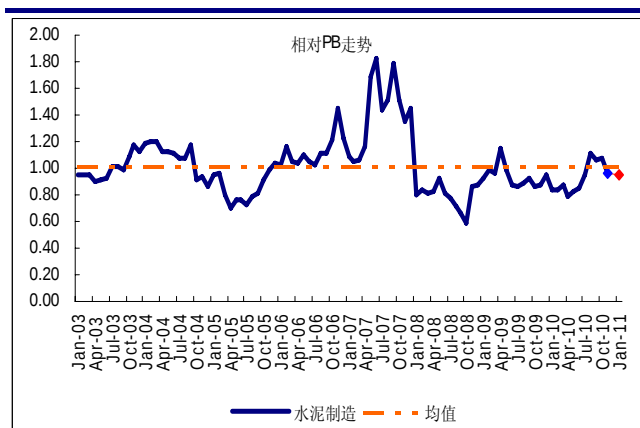
资料来源：申万研究

图 34：水泥相对 PE



资料来源：Wind，申万研究

图 35：水泥相对 PB



资料来源：Wind，申万研究

从区域供需、区域内整合以及跨区域扩张三方面分析，我们认为三者兼备企业为海螺水泥、冀东水泥，其他具有区域整合和扩张优势企业主要为中材下属企业，包括祁连山、赛马实业、天山股份和四川双马。

4.1 首推公司之一：海螺水泥

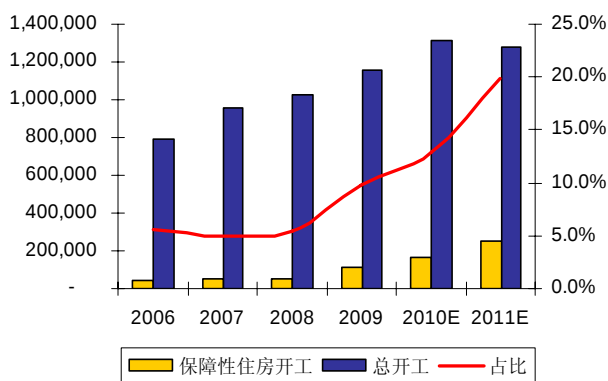
2010 年住房保障工作任务，提出全年共建设保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户。较 09 年“改扩建各类保障性住房 200 万套，棚户区改造解决住房 130 万套”任务同比增长约 50%。按照申万地产小组预测，2010 年保障性住房新开工面积为 1.68 亿平米，2011 年新开工面积为 2.53 亿平米，包含 10 年、11 年保障房开工面积增速 50%预期。

我们按照房地产每平方米水泥消耗量 200 公斤测算，10、11 年水泥需求整体拉动量在 3360、5060 万吨，占 09 年整体产量 1.8%、3%。未来保障性住房建设加快，将成为行业重要催化剂，同时由于沿海城市特别是长三角、珠三角、北京地区房价偏高，未来这些区域将成为保障房建设重点，主要受益企业为海螺水泥。

由于水泥新建生产线政策还未放开，未来新建生产线难度将加大，因此公司未来战略将逐步调整，实行并购与新增生产线并举的扩张政策。按照公司项目建设情况，预计 10、11 年公司产量增长均在 3000 万吨左右，预计公司 10-12 年销量在 1.4/1.65/1.95 亿吨。

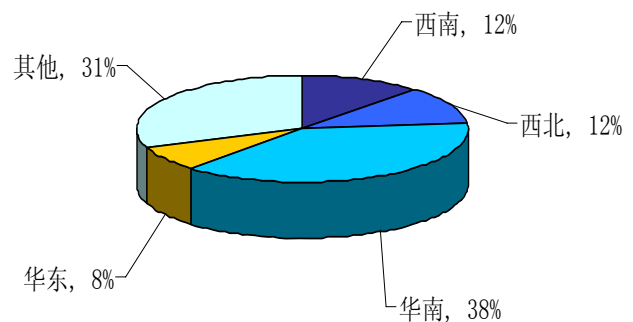
海螺通过“T”型战略，在安徽建设生产基地，在中国水泥最大消费市场长三角地区建设粉磨站，通过长江水路将基地于市场连接在一起。目前在华东市场占有率达到 27%，随着华东市场价格趋势向上，公司成为最受益企业。

图 36：保障房建设情况



资料来源：Wind，申万研究

图 37：海螺水泥新增产能布局占比



资料来源：Wind，申万研究

4.2 首推公司之二：冀东水泥

冀东水泥。公司 10 年步入产销量高速增长期，09 年水泥产能达到 5500 万吨（不包括秦岭项目），水泥销量为 2956 万吨。预计 10 年新增产能约为 2820 万吨，总产能达到 8320 万吨，水泥及熟料销量达到 4500 万吨，同比增速达到 60%，产能高增长逐步释放。12 年产能扩张至 1.2 亿吨，三年产能复合增长率 30%。

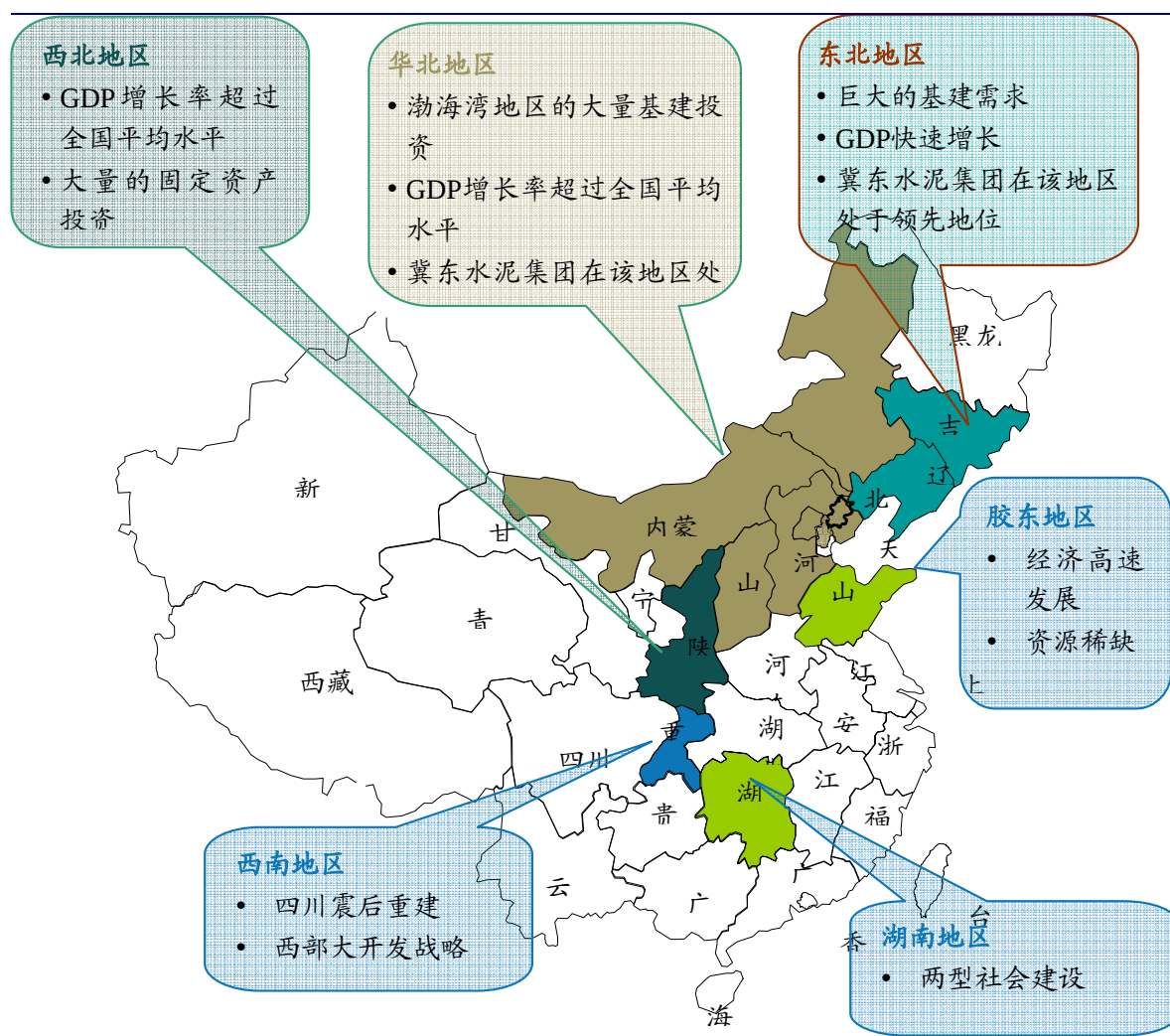
表 17：冀东区域扩张情况

区域	已建	在建拟建
华北地区		
河北	2080	1200
天津	80	
内蒙古	840	180
山西	400	360
合计	3400	1740

西北地区			
	陕西	920	180
东北地区			
	吉林	520	
	辽宁	320	
西南、胶东地区			
	湖南	220	
	重庆	120	540
	胶东		180
总计		5500	2820

资料来源：申万研究

图 38：冀东水泥生产线布局



资料来源：数字水泥、申万研究

4.3 其他关注企业

甘青地区：祁连山、赛马实业

祁连山：公司 09 年年能 1000 万吨，10-11 年自建产能 500 万吨，预计收购产能 1000 万吨，自身淘汰 200 万吨落后产能，总产能达到 2300 万吨，有效新增 1300 万吨。我们预计祁连山 10-11 年水泥销量在 800/1200 万吨，公司市场控制力不断提升，目标市场占有率达到 60%，预计 10-11 年 EPS 为 1.2/1.5 元。

赛马实业：宁夏地区水泥龙头，目前产能 490 万吨，其中新型干法 394 万吨，在宁夏市场占有率达 60%，控制力较强。公司产能快速扩张，预计 11 年可达到 1500 万吨，较 09 年增长一倍。

新疆地区：天山股份

新疆地区水泥产量在 2029 万吨，主要生产企业天山股份和青松建化在新疆地区市场份额达到 70%，市场集中度高，其中青松建化市场集中在南疆地区，天山股份市场份额在北疆地区。

我们认为未来加大投资，对于铁路、公路等基建的投资必不可少，天山股份 10 年销量 1600 万吨，同比增长 33%，其中 40%产销量位于江苏地区。

表 18：水泥板块估值

		股价（12.6）	EPS				PE				PB
			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	2010
重点公司											
冀东水泥	000401. SZ	22.05	0.37	0.80	1.20	1.60	60	28	18	14	3.4
海螺水泥	600585. SH	26.78	0.72	1.00	1.60	2.50	37	27	17	11	3.0
华新水泥	600801. SH	27.06	1.18	1.25	0.50	1.00	23	22	54	27	2.4
亚泰集团	600881. SH	7.09	0.17	0.39	0.35	0.70	41	18	20	10	1.9
平 均							46	24	18	12	2.9
其他热点关注公司											
赛马实业	600449. SH	32.78	1.40	2.60	2.80	3.20	23	13	12	10	2.6
祁连山	600720. SH	17.36	0.45	0.90	1.15	1.60	39	19	15	11	3.4
青松建化	600425. SH	23.41	0.25	0.40	0.56	0.80	94	59	42	29	4.8
天山股份	000877. SZ	28.01	0.49	0.90	1.35	1.90	57	31	21	15	3.2
平 均							51	29	21	16	3.4

资料来源：申万研究

附表 1: 人均熟料产能统计

省市名称	2008 年新干法熟料产能 (万吨)	2009 年新投产熟料产能 (万吨)	2009 年熟料产能 (万吨)	2009 年人口 (万人)	人均熟料产能 (公斤/人)
全国	76,196.45	19,489.27	95,685.72	133,474.00	716.89
华北	8,083.25	1,720.50	9,803.75	15,866.99	617.87
北京市	731.60		731.60	1,755.00	416.87
天津市	204.60		204.60	1,228.16	166.59
河北省	3,673.50	589.00	4,262.50	7,034.40	605.95
山西省	1,697.25	387.50	2,084.75	3,427.36	608.27
内蒙古	1,776.30	744.00	2,520.30	2,422.07	1,040.56
东北	5,133.60	1,085.00	6,218.60	10,884.55	571.32
辽宁省	2,573.00	775.00	3,348.00	4,319.00	775.18
吉林省	1,689.50	232.50	1,922.00	2,739.55	701.58
黑龙江	871.10	77.50	948.60	3,826.00	247.94
华东	31,607.60	2,954.30	34,561.90	38,486.46	898.03
上海市	139.50		139.50	1,921.00	72.62
江苏省	5,564.50	341.00	5,905.50	7,725.00	764.47
浙江省	6,847.90	282.10	7,130.00	5,180.00	1,376.45
安徽省	7,737.60	1,122.20	8,859.80	6,131.00	1,445.08
福建省	1,943.70	620.00	2,563.70	3,627.00	706.84
江西省	3,391.40	93.00	3,484.40	4,432.16	786.16
山东省	5,983.00	496.00	6,479.00	9,470.30	684.14
中南	19,737.70	6,144.20	25,881.90	36,971.07	700.06
河南省	5,511.80	1,116.00	6,627.80	9,487.00	698.62
湖北省	3,090.70	1,860.00	4,950.70	5,720.00	865.51
湖南省	2,473.80	1,850.70	4,324.50	6,406.00	675.07
广东省	4,780.20	434.00	5,214.20	9,638.00	541.00
广西区	3,431.70	620.00	4,051.70	4,856.00	834.37
海南省	449.50	263.50	713.00	864.07	825.16
西南	6,661.90	5,356.80	12,018.70	19,703.03	609.99
重庆市	1,503.50	1,019.90	2,523.40	2,859.00	882.62
四川省	1,977.80	3,090.70	5,068.50	8,185.00	619.24
贵州省	843.20	542.50	1,385.70	3,798.00	364.85
云南省	2,182.40	703.70	2,886.10	4,571.00	631.39
西藏区	155.00		155.00	290.03	534.43
西北	4,972.40	2,228.90	7,201.30	9,748.59	738.70
陕西省	2,290.90	852.50	3,143.40	3,772.00	833.35
甘肃省	846.30	372.00	1,218.30	2,635.46	462.27
青海省	155.00	254.20	409.20	557.30	734.25

宁夏区	514.60	387.50	902.10	625.20	1,442.90
新疆区	1,165.60	362.70	1,528.30	2,158.63	708.00

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

王丝语：金属非金属

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

