

行业评级：推荐

水泥行业

行业研究报告

第一创业研究所

曹柱 S1080210110001

电话：0755-25832960

邮件：caozhu@fcsc.cn

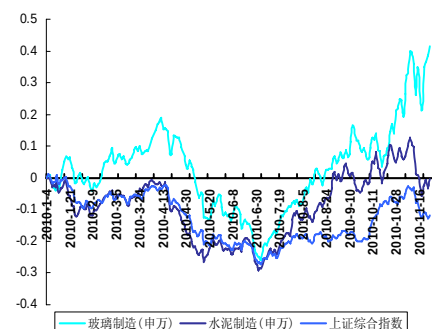
大企业时代下的投资选择

——水泥行业 2011 年上半年投资策略

重点关注公司与评级

公司名称	投资评级
海螺水泥	强烈推荐
冀东水泥	强烈推荐
天山股份	强烈推荐
太行水泥	强烈推荐
塔牌集团	强烈推荐
华新水泥	审慎推荐
青松建化	审慎推荐
祁连山	审慎推荐

2010 年水泥行业指数与上证指数对比



相关报告

摘要:

- **预计需求增长确定** 随着城镇化、中西部开发等因素的推动，预计我国基础设施建设投资十二五仍将保持增长。预计未来高铁与高速公路的投资可能会超预期。而城镇化与住房需求人数增长等因素也将推动十二五期间房地产投资保持高增速。为此，我们预计未来水泥需求的增长比较确定。11 年，我们预计铁路投资预计可以保持 30%的增速、公路投资保持 10%的增速、房地产投资将保持 20%的增速。预计届时将拉动 10%的水泥需求增量。
- **产能将不再成为困扰行业的问题** 我们预计明年我国将新增产能 2.3 亿吨，淘汰产能 1 亿吨，净新增产能约 1.3 亿吨。预计明年新增需求可以完全消耗净新增产能。而 38 号文、《水泥行业准入条件》的出台，标志着 12 年后我国可能将进入产能负增长时代。
- **行业集中度提升 并购重组将升温** 国务院今年 9 月份发布了 27 号《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，把水泥行业作为国家未来推进兼并重组的重点行业之一，鼓励优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组。为此，预计未来一段时间内我国的并购重组将升温，我国水泥行业将迈入大企业时代。
- **海外扩张第一炮打响 未来值得期待** 随着冀东集团迈出海外扩张的第一步，未来我国水泥企业大规模海外扩张的时代来临值得期待。大规模海外扩张或许将成为资本市场抛开国内视角，用世界的眼光审视我国水泥企业的成长空间的开始。
- **我们对水泥行业坚定看好，给予行业“推荐”评级。** 主要理由：1、明年行业整体供求关系向好，行业盈利水平将提升；2、长期看，支撑基础建设投资与房地产投资增长的因素仍存在，十二五行业仍存在成长空间；3、并购重组将升温，行业集中度提高，大企业对区域价格控制力将增强，提高利润空间将成为行业利润增长的新途径；4、海外扩张，或成行业未来保持持续增长的另一途径；5、目前水泥股的市盈率（TTM）为 21.63 倍、A 股整体市盈率（TTM）为 19.4 倍，而未来行业还存在诸多超预期因素，估值还有提升空间。
- **选股逻辑：**1、短期有确定利润增长的。这将使得股票有上涨的催化剂。2、长期成长性可以期待的。这样可以给予公司较高的估值溢价。3、目前，估值便宜，有提升空间。按照上述原则，我们重点推荐**海螺水泥、冀东水泥、天山股份**。除此之外，我们还建议重点关注可能受益于落后产能淘汰的**塔牌集团**以及与金隅集团将合并的**太行水泥**。

目 录

(一) 2010 年水泥行业回顾	4
1 水泥行业指数跑盈大盘	4
2 2010 年水泥行业盈利将创新高	4
2.1 固定资产投资保持高增长	4
2.2 全国大部分区域水泥价量齐升	6
2.3 煤炭价格前低后高 全年整体上保持平稳	7
2.4 全年行业的盈利将创历史新高	7
(二) 需求展望：多因素支撑十二五水泥需求 增长确定	8
1 铁路：“十二五”将是铁路高投资时代	8
1.1 我国铁路营运里程亚洲第一	8
1.2 高铁未来将飞速发展	8
1.3 预计未来两年铁路投资保持 30%的复合增长率	8
1.4 西部将成为未来铁路投资的重点区域	8
2 公路：多因素支撑公路投资继续增长	9
2.1 公路有待改造升级的空间很大	9
2.2 高速公路投资有望继续高增长 西部区域成重点	10
2.3 人均 GDP 不高 继续支撑运输需求高增长	11
2.4 城镇化提速 公路需求增加	11
2.5 预计公路投资十二五平均可以保持 5 % 以上的复合增速	12
3 房地产投资：预计十二五仍可以保持 20%的复合增速	13
3.1 “十一五”房地产投资年均复合增速达 22.22%	13
3.2 城镇化加速 加大房地产需求	13
3.3 住房需求人口的增长 拉动房地产需求	14
3.4 预计十二五年均房地产投资增速可达 20%	14
3.5 预计明年房地产投资增速为 20%	14
4 建材下乡拉动水泥需求	15
(三) 供给展望：产能将不再成为困扰行业的问题	16

1 过去几年产能高速增长	16
2 受国家产能控制的影响 行业投资增速大幅下滑	17
3 11 年预计新增产能 2.3 亿吨	18
4 落后产能淘汰成为行业高增长下的调节剂	19
5 1 2 年后行业产能将进入负增长时代	20
(四) 供求判断：未来供求关系有望持续改善.....	20
(五) 区域：东部看供给 西部看需求.....	20
(六) 并购重组下集中度提升 未来将是大型企业的时代.....	22
1 我国水泥行业集中度有待提高	22
2 政府在政策上支持企业重组整合.....	23
3 未来将进入大型企业时代	24
(七) 海外扩张第一炮打响 未来值得期待.....	24
1 冀东发展打响海外扩张第一炮	24
2 海外市场空间还广阔	24
3 海外成为全球四大水泥生产商的主要收入来源.....	25
4 我国水泥企业海外开拓值得期待	27
(八) 估值与投资策略	27

(一) 2010 年水泥行业回顾

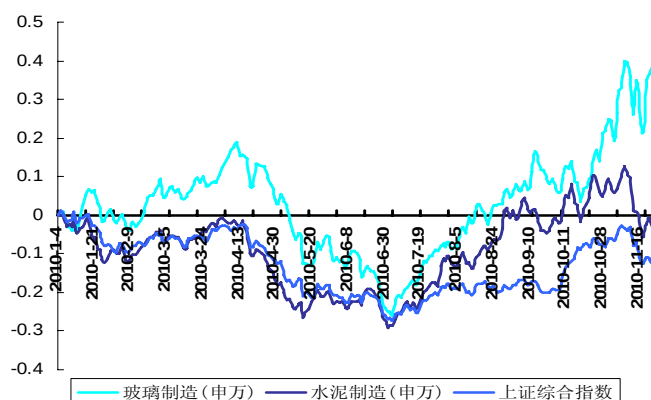
1 水泥行业指数跑赢大盘

2010 年，我国水泥板块整体上跑赢大盘。据我们统计，申万水泥指数在上半年基本上保持与大盘同步，下半年涨幅较好，最高跑赢上证指数 20 个百分点。

我们认为，以下方面的几个因素决定了 10 年水泥行业板块的走势：

- 上半年主要受国家房地产调控政策的影响，市场预期房地产市场销售会下降，从而影响到房地产投资，影响水泥需求，导致整个板块上半年上涨乏力；
- 下半年随着房地产销售火爆增长、保障性住房建设的超预期、房地产投资数据的明朗、以及国家拉闸限电限制落后产能等方面的措施，使得市场对水泥行业的信心增强，从而导致下半年水泥板块跑赢大盘。

图 1：2010 年建材主要板块与上证指数走势对比



资料来源：第一创业研究所

2 2010 年水泥行业盈利将创新高

2.1 固定资产投资保持高增长

截至 10 月份，我国共实现城镇固定资产投资 18.76 万亿元，同比增长 24.5%，比 2009 年增速 33.15% 有所下降。分区域看，华北、东北、华东、中南、西南、西北地区分别实现固定资产投资 3.11、2.28、5.78、3.95、1.95、1.31 万亿元，同比增速分别达 20.59%、29.60%、21.11%、26.25%、25.24%、30.68%。由于 08 年底国家 4 万亿投资拉动，去年固定资产投资的基数比较高，今年全国固定资产投资增速下降已经是意料中的事情。我们预计，10 年全年我国全年可实现固定资产投资总额 23.25 亿元，同比增速可以保持在 24% 左右。区域上，由于国家西部大开发等振兴区域措施的出台，西部区域的固定资产投资增速明显高于全国的平均水平，我们认为未来这一趋势仍将持续与扩大。

图 2: 全国固定资产投资累计及同比增速

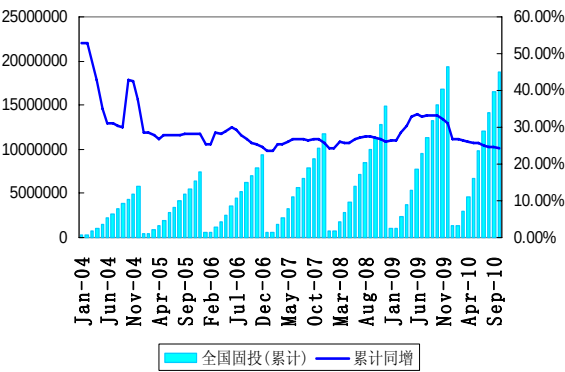
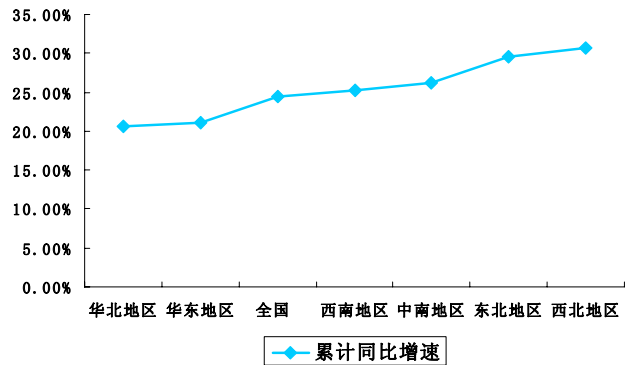


图 3: 分区域固定资产投资累计同比增速



资料来源： 国家统计局

受益 4 万亿投资，10 年我国基建投资增速尽管与 09 年比，大幅回落，但仍然保持了比较高的增长速度。其中，前 10 月，我国实现交通固定资产投资 1.02 亿元，同比增长 17.90%；区域上，华北、东北、华东、华南、西南、西北分别实现投资额 1,674、835、2,422、2,379、1,889、1,019 亿元，同比增速分别达 15.41%、-8.20%、9.13%、26.65%、39.26%、19.66%；全国铁路固定资产投资达 5,790 亿元，同比增速 30.75%，其中，基建投资为 5,103 亿元，同比增速达 30.66%。按照铁道部规划与交通部预测，预计 10 年全年，我国可以实现交通固定投资总额与铁路固定资产投资总额可分别达 1.25 万亿元与 8400 亿元，同比增速可分别达 13.1%与 22%。

图 4: 全国交通固定资产投资累计及同比增速

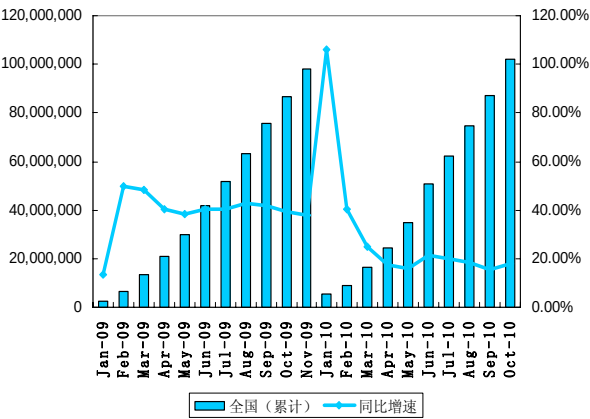
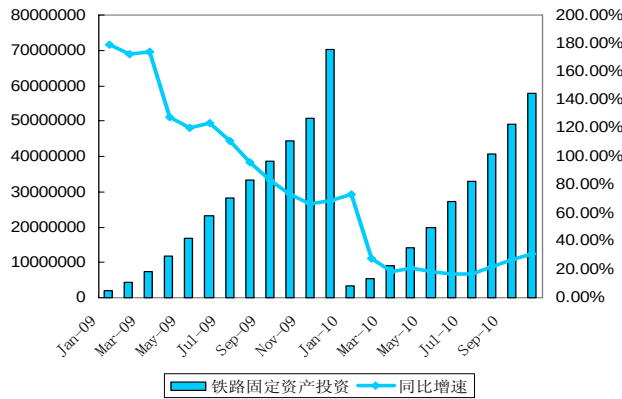


图 5: 全国铁路固定资产投资累计及同比增速



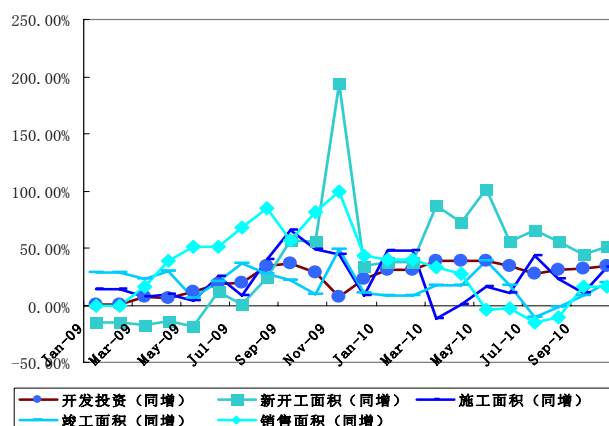
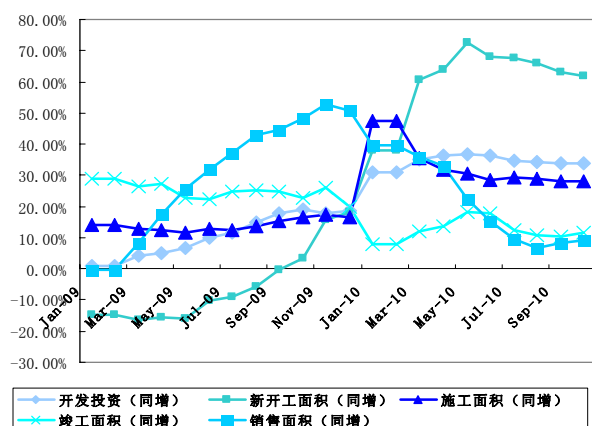
资料来源： 交通部、铁道部

随着国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》以及后面“国 10 条”的发布，10 年我国进入了最严厉的房地产调控政策周期。在调控政策的影响下，4 月份开始房地产销售面积的增速开始出现同比负增长。而房地产开发投资受此影响比较小，每月的同比增速仍保持在 30%以上。总体上，我国 10 年前 10 月共实现房屋销售面积 7.24 亿平方米，同比增长 9.13%，相比去年同期 48.40% 的增速已大幅滑落；房地产开发投资 3.8 万亿元，同比增长 33.83%；房地产新开工面积 13.18 亿平方米，同增 61.97%。预计全年，我国房地产开发投资可以实现

4.8 万亿元，同比增速可以达 33%。

图 6：房地产行业主要指标累计同比增速

图 7：房地产行业主要指标月度同比增速



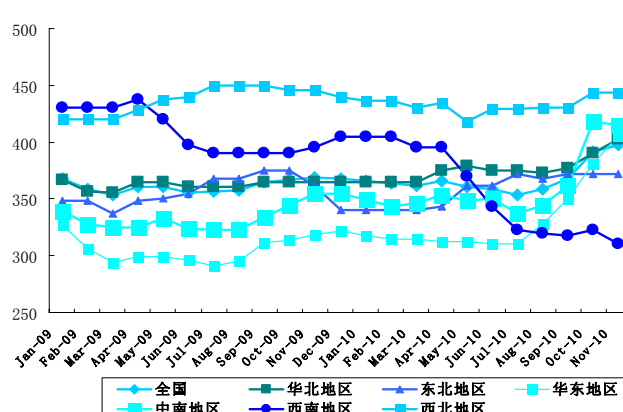
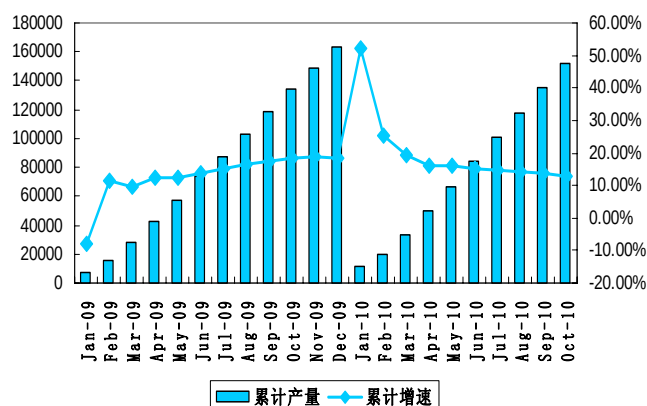
资料来源：国家统计局

2.2 全国大部分区域水泥价量齐升

今年前 10 月，我国水泥行业在需求旺盛的情况下，延续了 09 年行业的景气度，除个别区域受新增产能压力较大的影响之外，绝大部分地区都实现了量价齐升的良好局面。截至 10 月份，我国共生产水泥 15.16 亿吨，同比增长 13%。价格方面，截至 11 月 19 日，全国 P.o42.5 水泥平均价格达 397.42 元，比去年同期价格大幅增长。全年来看，上半年受新增产能投放过快的影响，价格与去年同期相比基本持平，略有增长。而下半年，部分地区开始拉闸限电限制落后产能，从而改善了局部地区的供求关系，价格在 9 月份后环比开始快速增长。区域上，西南、西北地区的产量增速最快，分别达 32.15%、23.88%，而华北、中南、东北、华东四个区域的增速分别为 15.62%、14.71%、9.81%、5.03%。价格方面，西北地区仍然最高，P.o42.5 标号的水泥目前为 444 元/吨，西南地区最低，为 310 元/吨。华北、东北、中南、华东地区价格分别为 403 元/吨、372 元/吨、415 元/吨、406 元/吨。西南地区价格今年价格与去年同期相比下降，主要因素是今年西南四川等省份新增产能过大，供求失衡。而华东、中南受消费旺季与拉闸限电等因素的影响，也在下半年出现环比较大的提升。

图 8：1-10 月水泥产销量及同比增速（单位：万吨）

图 9：P.o42.5 散装水泥的价格（单位：元/吨）



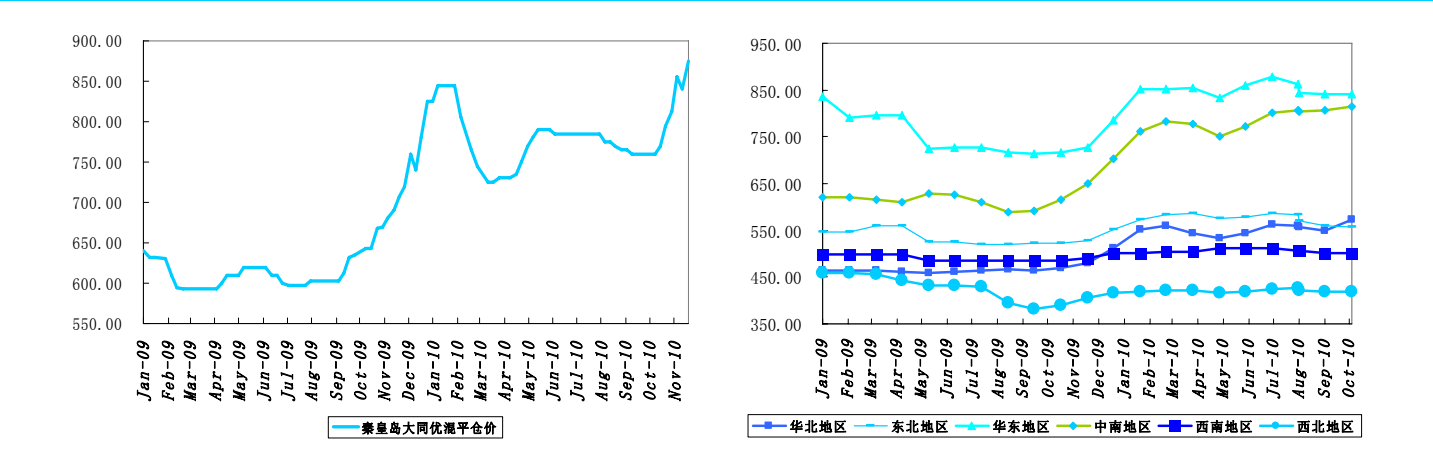
资料来源： 数字水泥网

2.3 煤炭价格前低后高 全年整体上保持平稳

在水泥的成本结构中，煤炭与电力分别约占 40%与 30%。电力价格由于波动幅度较小，为此对水泥的生产成本影响也较为固定。煤炭方面，由于我国煤炭资源区域分布的不均衡以及煤炭需求区域间的差异，使得区域间的价格也存在较大差异。总体上西部产煤区价格要低于东部区域的价格，同样，西部区域煤炭价格的波动幅度也较小。截至 10 月份，六大区域中，西北、西南等产煤区域价格最低，其中西北、西南地区的价格分别为 420 元/吨与 502.5 元/吨，价格自 09 年来波动幅度较小，全年基本上保持平稳。华东地区与中南地区由于是煤炭的主要需求区，而煤炭资源匮乏，价格要远高于西部区域。目前价格分别为 840.83 元/吨与 813.33 元/吨。全年看，价格呈现的是前低后高的走势，10 月末价格较年初有较大幅度的上涨，与去年同期相比也有一定的增长。华北地区，作为我国主要的煤炭输出产地，目前价格为 573.2 元/吨，全年价格同比去年上涨 20%左右。东北地区，价格比较平稳，目前平均价在 557.5 元/吨。汇总六大区域全年的情况看，煤炭价格整体上比较平稳。

图 10: 秦皇岛大同优混平仓价走势 （单位:元/吨）

图 11: 各地无烟煤平均价格走势 （单位：元/吨）



资料来源： 数字水泥网

2.4 全年行业的盈利将创历史新高

前 8 个月水泥工业经济运行数据表明，1~8 月份水泥产量同比增长 16.72%，我国水泥行业实现销售收入 4138.75 亿元，同比增长 22.09%；实现利润总额 266.73 亿元，同比增长 21.41%。随着 9 月份以来各地实施的拉闸限电措施，限制高耗能产能，各地区的景气度进一步的提高，预计全年行业的盈利将超预期，创历史新高。前 3 季度，我国水泥板块上市公司共实现销售收入 649.58 亿元，同比增长 25.61%；实现利润总额 76.57 亿元，同比增长 25.32%；毛利率 25.38%，与去年同期基本持平。汇总各区域主要上市公司前 3 季度的财务指标，我们可以看出西北、华北地区上市公司的整体盈利能力最好，毛利率水平最高，其中赛马实业毛利率高达 42.94%，远高于全国平均水平。而西南地区的四川双马与中南地区的华新水泥今年的毛利率仅为 22.43%与 16.11%，在营业收入略增的情况下，营业利润同比去年负增长，反映出了这两个区域由于新增产能投放过大，

导致供需失衡，而区域行业景气度下降。

表 1: 我国水泥上市公司的主要财务指标

	营业收入	营业利润	营收同增 (%)	利润同增 (%)	毛利率 (%)
水泥板块	649.58	76.58	25.61	25.32	25.38
赛马实业	16.85	4.69	34.21	35.42	42.94
祁连山	22.76	4.61	20.72	30.06	36.68
冀东水泥	80.06	13.89	64.30	51.70	31.63
青松建化	13.34	2.58	30.80	27.00	30.54
天山股份	39.97	5.71	26.73	55.33	28.70
塔牌集团	20.46	2.52	17.86	39.20	27.92
西水股份	6.04	0.6	23.84	-33.60	27.25
海螺水泥	223.58	37.09	26.55	39.87	26.73
亚泰集团	66.84	6.09	27.90	-16.58	24.85
四川双马	4.61	0.51	-12.94	-37.49	22.43
华新水泥	52.92	0.85	3.99	-77.69	16.11

资料来源: wind

(二) 需求展望: 多因素支撑十二五水泥需求 增长确定

1 铁路: “十二五”将是铁路高投资时代

1.1 我国铁路营运里程亚洲第一

据铁道部数据显示,“十一五”期间,我国铁路将共实现 2.2 万亿的投资, 新建铁路 1.6 万公里以上, 中国铁路运营总里程达到 9 万公里以上, 居亚洲第一位。

1.2 高铁未来将飞速发展

11 年,我国将迈入“十二五”。日前,国家发改委已经初步编制出“十二五”规划纲要。同时,国家发改委还将编制 10 个专项规划,而综合运输体系的“十二五”专项规划是其中之一。该规划初步提出,十二五期间将建成 4 万公里快速铁路网,包括客运专线、区级干线、城际轨道交通,这个网覆盖 50 万以上人口的城市。目前,已投入运营的高速铁路运营里程已达到 7000 多公里,同时,还有 1 万公里高速铁路(时速 250 公里以上)在建。预计十二五期间将有 2 万公里高速铁路新建。按照每平方公里投资成本 1.1 亿元来计算,整个十二五期间,我国仅快速铁路网投资就超过 3 万亿元。

1.3 预计未来两年铁路投资保持 30%的复合增长率

据 10 年铁路工作会议的精神,预计 2010 年至 2012 年,新线投产达到 2.6 万公里,其中客运专线 9200 公里。至此,到 2012 年全国铁路运营里程将达到 11.2 万公里。预计为实现目标,平均每年投资将超过 1 万亿元,我国未来两年铁路投资仍将会保持 30%的复合增长率。

1.4 西部将成为未来铁路投资的重点区域

我国西部 12 省区市占我国国土面积 71.5%，集中了我国 50%以上的煤炭储量和 81%以上的天然气储量，但进出西部的铁路能力十分紧张。如果不改变中部地区铁路不畅的状况，不仅中部崛起的目标难以实现，而且对我国东西间、南北间的客货运输形成“梗阻”。为此，为了保障西部大开发的顺利实施，未来中西部将成为我国铁路建设的重点区域。据铁道部发展计划司司长杨忠民介绍，未来将有超过一半的在建铁路投资是用于增加中西部路网密度。到 2012 年底，包括客运专线、区际干线项目在内，西部地区将有 1.2 万公里铁路投入运营，营业里程将达到 4 万公里以上，路网密度增加一倍。未来西部地区铁路投资将会爆发式增长。

表 2：我国 0 9 年以来新开工铁路线

开工日期	项目名称	建设里程
2010年1月	合肥至蚌埠铁路客运专线开工建设	131
2009年2月26日	沪杭铁路客运专线开工建设	160
2009年3月21日	赣州至韶关、茂名至湛江铁路开工建设	302
2009年3月22日	武汉至孝感、黄石、咸宁、黄冈四条城际铁路客运专线开工建设	
2009年7月5日	哈尔滨至齐齐哈尔客运专线开工建设	286
2009年7月14日	宁启铁路复线电气化工程开工建设	
2009年7月28日	石门至长沙铁路增建二线工程开工建设	262.8
2009年7月29日	宿淮铁路开工建设	210.8
2009年8月10日	阜六铁路开工建设	139
2009年9月26日	渝怀铁路重庆北至涪陵段增建二线工程开工建设	97.7
2009年9月27日	成都至蒲江铁路、巴中至达州铁路、成都至都江堰铁路彭州支线、达州至万州铁路电气化改造、成都站扩能改造工程等五项工程同时开工建设	
2009年9月29日	贵阳市域快速铁路网开工建设	259
2010年3月26日	沪昆铁路客运专线长沙至昆明段建设开工建设	1167
2010年3月22日	成都至重庆铁路客运专线（重庆段）开工建设	308
2010年3月21日	天津至保定铁路，张家口至唐山铁路，新建石家庄站、保定站，邯郸至长治铁路扩能改造工程开工	909
2010年3月17日	青岛至荣成城际铁路、海天至青岛铁路、临沂至临沭铁路、青岛北客站工程开工建设	410
2010年3月17日	沈阳至丹东铁路客运专线、丹东至大连铁路开工建设	502
2010年6月30日	长沙至株洲、湘潭城际铁路建设开工建设	95.5
2010年4月25日	邯郸（邢台）至黄骅港铁路开工建设	432.5
2010年9月27日	拉萨至日喀则铁路拉开工建设	253
汇总合计		5925.3

资料来源：铁道部

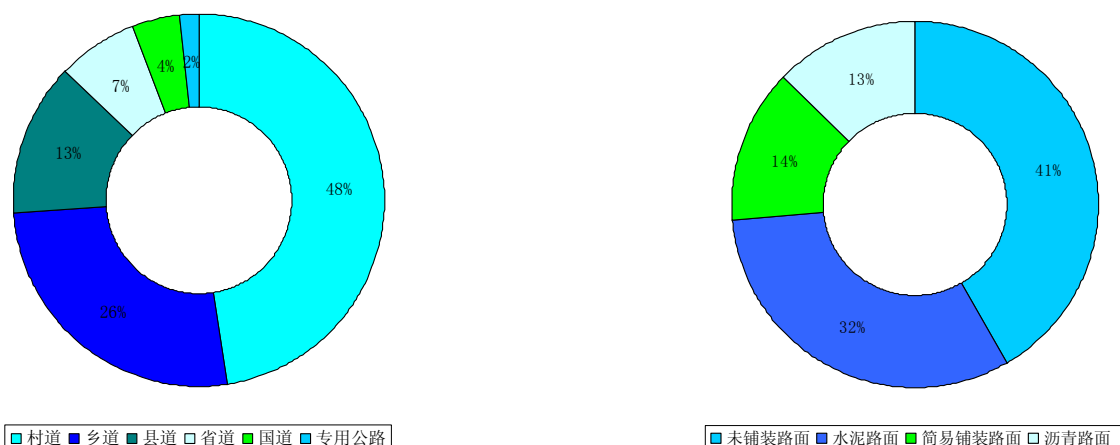
2 公路：多因素支撑公路投资继续增长

2.1 公路有待改造升级的空间很大

截至 2009 年底，全国公路总里程达 386.08 万公里。其中，国道 15.85 万公里，省道 26.60 万公里，县道 51.95 万公里，乡道 101.96 万公里，专用公路 6.72 万公里，村道 183.00 万公里。按公路路面类型分，各类型路面里程分别为：有铺装路面 172.00 万公里，其中沥青混凝土路面 48.89 万公里，水泥混凝土路面 123.10 万公里，比上年末分别增加 25.51 万公里、4.78 万公里和 20.73 万公里；简易铺装路面 53.25 万公里，未铺装路面 160.83 万公里。从我国公路路面的结构上看，简易铺装路面与未铺装路面占现有公路的 55.45%，有待升级改造的公路比例还很高，未来升级改造的空间很大。

图 12：按照种类分类型公路占比

图 13：按路面分各类型公路占比



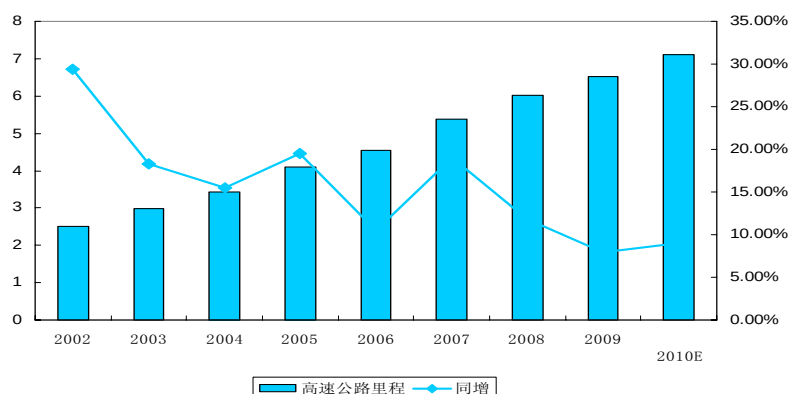
资料来源：交通部

2.2 高速公路投资有望继续高增长 西部区域成重点

截至 2009 年底，我国有高速公路 6.51 万公里。其中 2009 年新增高速公路 4800 公里。2010 年，前 3 季度我国完成交通公路投资 4798.1 亿元，同比增长 38.5%。预计全年可以完成 5800 公里的高速公路，届时我国高速公里总里程将达到 7.1 万公里。

国家发展和改革委员会副主任徐宪平近日表示，十二五期间，我国将建成超过 8 万 5 千公里的国家高速公路网，覆盖 20 万以上人口的城市。按照 04 年我国制定《高速公路中长期规划》，我国在 2020 年将建成 8.5 万公里国家高速公路网，当时已建成 2.9 万公里、在建 1.6 万公里、待建 4.4 万公里，分别占总里程的 24%、19%和 52%。要实现国家高速公路网规划，当时计算需投资约 2.2 万亿元（静态投资），其中东部地区 4300 亿元、中部地区 5700 亿元、西部地区 12000 亿元。预计，我国将在十二五期间提前实现《高速公路中长期规划》。为实现 8 万 5 千公里的高速公路目标，西部地区的投资份额需约占全国总投资的一半，而在我国在过去几年，东部投资额要大大高于中部与西部，为此，为实现这一目标，在未来几年中西部地区的投资份额需提高，特别是西部地区，将掀起一轮新的高速公路建设热潮。

图 14：各年高速公路里程数（单位：万公里）

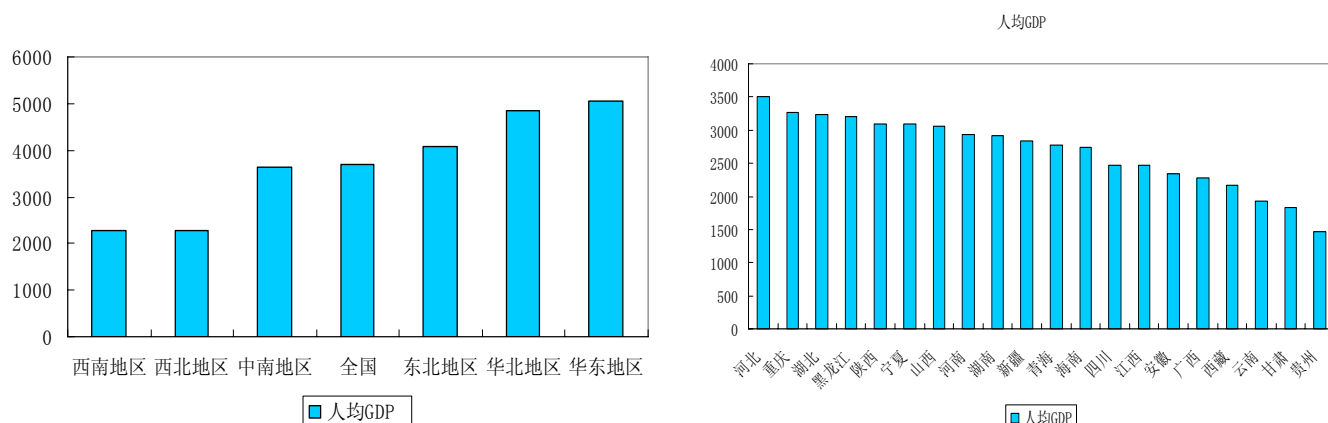


资料来源：交通部

2.3 人均 GDP 不高 继续支撑运输需求高增长

发达国家的资料显示，在人均 GDP 达到 5000 美元之前，运输需求将持续保持高速增长，在人均 GDP 达到 5000 美元之后，运输需求的增长速度有所减缓。09 年末，我国人均 GDP 为 3700 美元，离 5000 美元还有一定的距离。预计实现人均 GDP5000 美元至少还有几年时间。为此，我们认为在十二五初期仍会保持较高的运输需求。从区域上，华北、东北、华东、中南、西南、西北地区人均 GDP 分别为 4862、4079、5061、3648、2263、2677 亿美元，可以看出西北、西南、中南等区域人均 GDP，未来很长一段时间还处于对交通运输需求的快速增长期。而华北地区虽然整体进入交通运输需求增速放缓期，但山西、河北的人均 GDP 仅在 3000 美元左右，为此，这两个省份未来仍然处于交通需求的快速增长期。

图 15: 我国 09 年各地区人均 GDP (单位: 美元) 图 16: 人均 GDP 在全国平均水平以下的省份 (单位: 美元)



资料来源: Wind

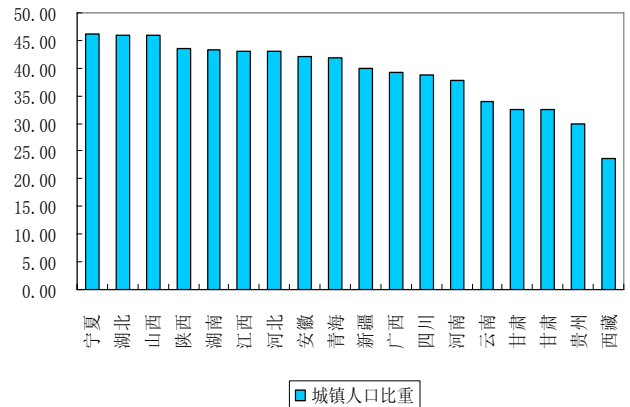
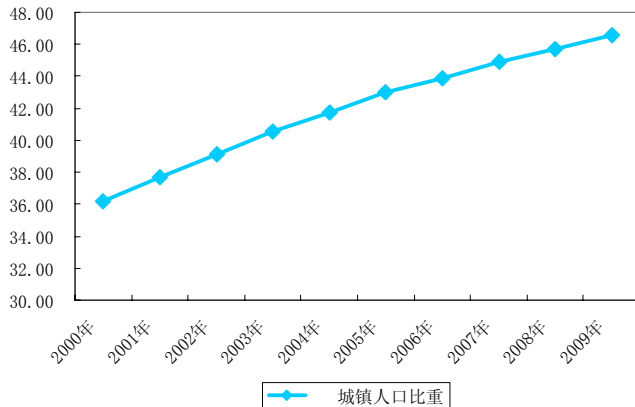
2.4 城镇化提速 公路需求增加

2009 年底，全国城镇人口达 6.22 亿，城镇化水平为 46.6%，已经逐步接近中等收入国家的平均水平。官方预计，我国未来每年以 1.2% 的速度推进城镇化进程，到 2020 年前后城镇化率将达到 60%，我国将有超过 8.4 亿的城镇居民人口。城镇化的飞速发展，将加快我国对公路建设的需求，尤其是中西部城镇化率比较低的省份。

图 17: 2000 年来我国城镇人口比重 (%)

图 18: 城镇人口比重低于在全国平均水平的省份 (%)

城镇人口比重

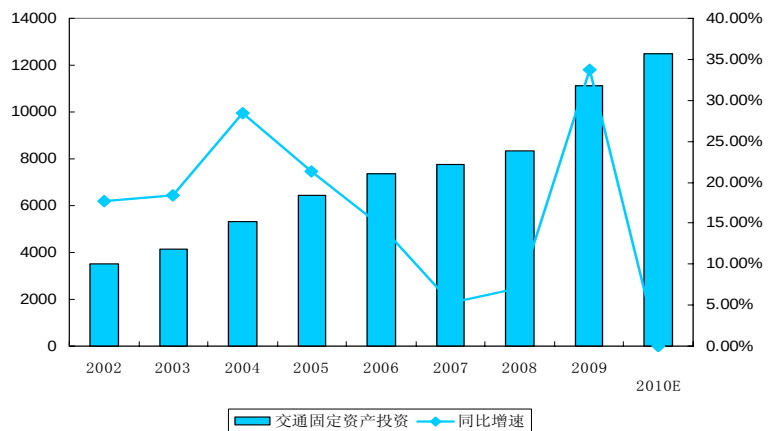


资料来源：Wind

2.5 预计公路投资十二五平均可以保持 5 % 以上的复合增速

十一五期间，我国交通运输固定资产投资的平均复合增长率为 11.11%。其中，09 年以来受国家 4 万亿投资的拉动，交通运输固定资产投资的增速加快，09 年同比增速达 34%，预计 10 年的投资增速可达 14%。目前，我国人均公路里程还远低于发达国家，公路等级不高，有待提升改造的公路占比还很大，高速公路网未来几年仍处于加快建设的阶段。而我国人均 GDP 的水平还很低，随着城镇化速度的加快，未来几年人们对运输的需求仍处于快速增长阶段。随着国家经济的增长，为了满足与提高人们的生活需求，预计我国在十二五期间交通固定资产投资仍可以保持较快的增速。受十一五投资基数较大的影响，我们认为十二五期间投资增速可能会比十一五有所降低。预计未来两年有望保持 10% 的年增速，之后需求将保持平稳，整个十二五预计将有 5% 以上的复合增长率。区域上，未来东部区域的交通固定资产投资增速将放缓，中西部将加快，特别是西部区域，十二五预计将迎来未来交通运输投资增长的高峰期。

图 19: 我国各年交通运输投资及增速（单位：万元）



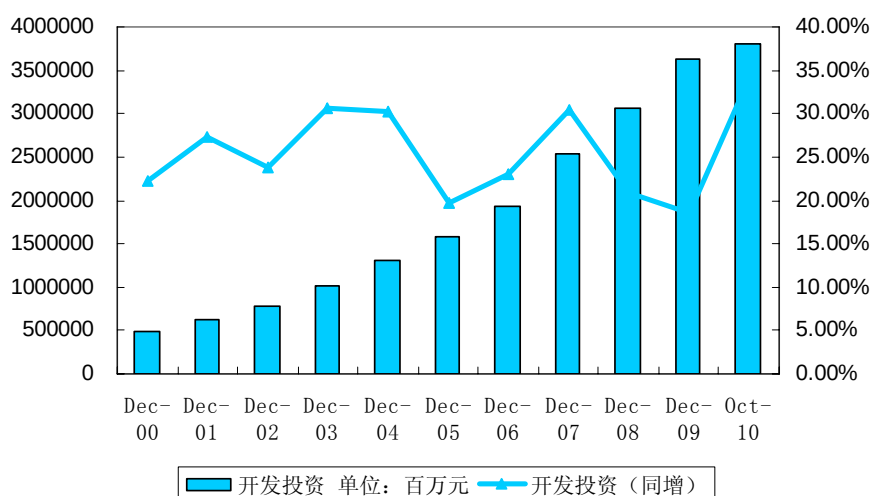
数据来源：交通部

3 房地产投资：预计十二五仍可以保持 20%的复合增速

3.1 “十一五” 房地产投资年均复合增速达 22.22%

2000 年后，我国房地产投资在房地产实施市场化后高速增长。从 2000 年 4902 亿元发展到 2009 年的 3.62 万亿元，平均复合增长率 22.22%。按照我们预计，今年我国房地产投资可达 4.8 万亿元，增速可达 33%，整个十一五我国房地产投资的复合增长速度达 20%。

图 20：我国各年房地产开发投资额及增速（单位：百万元）

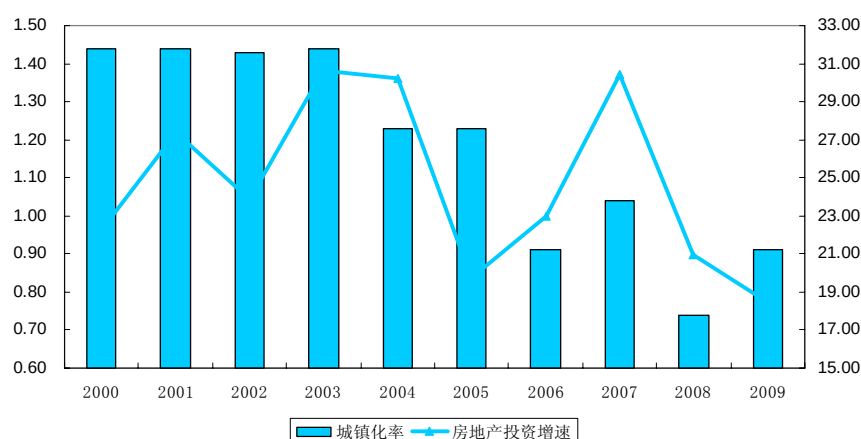


数据来源：交通部

3.2 城镇化加速 加大房地产需求

我国城镇化水平从 2000 年的 36.22% 提高到 09 年的 46.59%。其中 05 年以前年均城镇化水平要显著高于 06 年以后的年均水平，而此时，房地产投资的增速也快于 06 年以后的房地产投资增速。若十二五期间，年均城镇化水平提高到 1.2%，为了满足人们的居住需求，无疑会加快房地产投资的增速。

图 21：我国各年城镇人口提高百分比与房地产投资增速（单位：%）

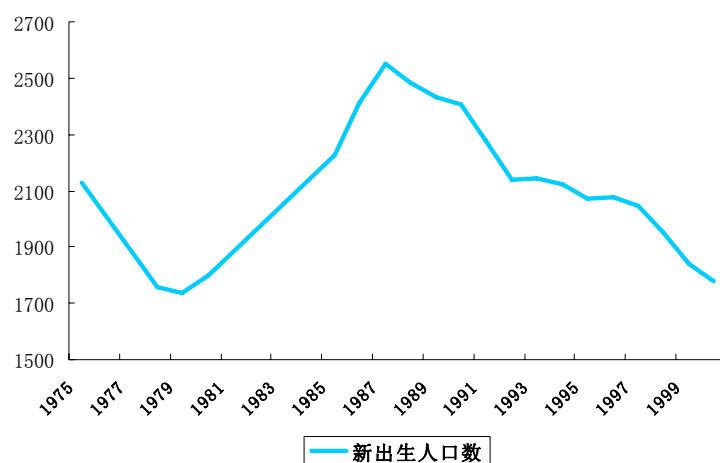


数据来源：国家统计局

3.3 住房需求人口的增长 拉动房地产需求

- 据调查，一般 25—34 岁左右的年轻人是住房需求的主体。十二五期间，这部分人的出生时间主要集中于 1975 年到 1990 年。
- 据统计，我国建国后，曾经出现了三个人口出生高峰，分别是“1949-1957”、“1962-1970”、“1981—1990”这三个阶段。
- 在“十一五”期间，需求端主要集中于“1970-1985”这个年龄阶段，只包含了人口出生高峰期中的“1981-1985”这个年龄阶段人口。而十二五期间，“1981—1990”人口完全进入住房需求期。
- 我们统计了 1975 年以后人口的出生状况，我们发现，1981-1990 年这段人口出生高峰期中，1985 到 1990 年出生的人口要高于 1981-1985 年出生的人口，而 1986 到 1990 年出生的人口在十二五期间正好刚开始迈入这个年龄阶段。
- 为此，我们认为十二五期间，随着“1981—1990”高峰期出生的人口成为房地产需求主体，这部分人的需求将会大大拉动房地产投资。

图 22：我国 1975-2000 年出生人口数（万人）



数据来源：国家统计局

3.4 预计十二五年均房地产投资增速可达 20%

综合来看，随着城镇化进程的加速以及“80-90”高峰期的人口成为房地产需求的主体，“十二五”期间房地产需求将保持较高的增长速度。从此次十七届五中全会的情况来看，解决“民生”问题，将成为我国在“十二五”期间的重点工作。为此，我们认为，为了满足人们巨大的居住需求，解决好民生问题，“十二五”期间的房地产投资增速仍将保持较快的发展水平，预计届时年均房地产投资增速仍可达到 20%。

3.5 预计明年房地产投资增速为 20%

10 年,为了平稳发展我国的房地产市场,我国进入了一轮新的房地产调控周期。此次调控在一定程度上控制了房价过快上涨的势头,抑制了房地产投机。但此次调控是否会大幅降低明年房地产投资增速?我们认为不会,主要原因是:

一、**我国内生的房地产需求还很大。**从前 10 月房地产销售的情况看,在 4 月份“国十条”的影响下,5 月份房地产销售面积开始出现同比负增长,但是,在 9 月份后出现迅速反弹,9、10 月的同比增速达 16%。说明了我国内生的房地产需求还很大,此次调控只是使房地产消费延缓,在未来一段时间内必会出现集中爆发。

二、**目前房地产开发商的现金还很充足,开发投资的意愿还很强。**我们对目前房地产月度相关数据,与 08 年房地产投资开始大幅下滑时的月度数据做了对比分析。据我们统计,前三季度房地产上市公司现金余额为 2529 亿元,比 09 年同期增加了 240 亿元,是 08 年房地产投资开始下滑时现金余额的 1.26 倍。所以,可以看出房地产开发商的现金流还很充裕。同时,我们分析发现,在 08 年 1 月房地产销售面积开始出现同比负增长后,08 年房地产开发投资月度增速是从 7 月份开始大幅下滑,而房地产新开工面积从 4 月份开始便出现同比大幅下降。而从目前的情况看,我国房地产月度新开工面积仍保持着 50%的同比增速。这说明,房地产开发商的投资力度并没有减弱。

三、**国家保障性住房的投资力度将加大。**据近日中国住建部日前向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》,明确提出,2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套,这相比 2010 年新增 420 万套。增长了 72.4%,以此计算,2011 年保障性安居工程投资或将达 1.4 万亿元人民币,预计占整个 10 年房地产投资总额的 30%。保障性住房的加大投资,将在很大程度上减少房地产调控对房地产投资增速下降的影响。

综上所述,我们预计明年我国房地产投资的增速不会大幅下降,预计全年可以保持 20%的同比增速。

4 建材下乡拉动水泥需求

酝酿已久的建材下乡,终于拉开了帷幕。住建部于 10 年 10 月发布了《关于开展推动建材下乡试点的通知》。通知指出了本次试点的目标与具体工作内容。其中,工作目标为:

(一)探索工作办法。在山东省、宁夏回族自治区(以下称试点省区)开展推动建材下乡试点;

(二)支持建材下乡。试点省区可结合本省实际情况制定政策,支持农户依法依规建设自用住房,有效推动建材下乡,并由地方财政承担相关支出;

(三)检验政策效果。通过试点,检验推动建材下乡、支持农民依法依规建设自用住房对提高土地利用和资源配置效率、改善农民住房条件、扩大农村内需、抑制落后产能在农村的扩散、促进建材行业结构调整等方面的效果。

通过此次工作目标我们可以看出,在山东、宁夏开展推动建材下乡试点,主要是探索各类推动建材下乡的具体措施、操作办法和工作模式,为制定建

材下乡政策提供经验。试点阶段，水泥产品将作为主要品种，并鼓励使用散装水泥和预拌混凝土。在建材选用方面，六部委要求要有利于建材行业结构调整、严防落后产能向农村市场扩散，严禁采用按产业发展政策应予淘汰的产品。六部委还要求，试点省区住房城乡建设部门要会同省级工业和信息化、商务主管部门制定下乡建材（水泥）生产经营企业资格、产品标准、流通渠道覆盖率、经销网点条件等具体要求，招标确定建材下乡企业，并向社会公告。中标企业应制定代储代存、保证质量、及时供货的具体方案，实行水泥直接配送到户。水泥直接配送流程要实行闭合管理，以便于检查核对。从以上几点来看，大公司无疑都有明显的优势。该政策本身也会加快落后产能的淘汰。

目前，农村市场的需求在整个水泥需求中占比约 20%左右。此次试点的实施，将为建材下乡全国性推广作好铺垫。随着建材下乡的推广，将给我国水泥行业未来带来新的需求增量，成为拉动我国水泥需求的另一要素。

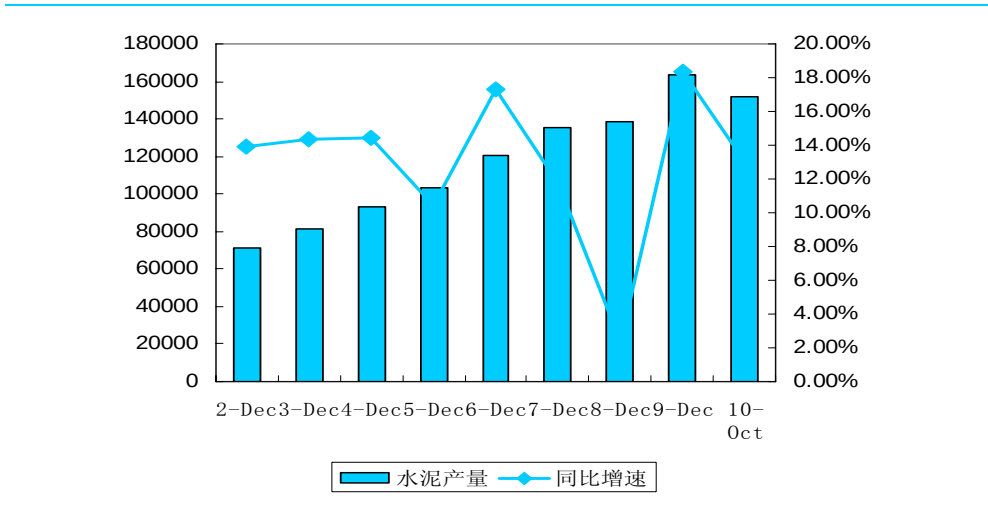
（三）供给展望：产能将不再成为困扰行业的问题

1 过去几年产能高速增长

2000 年后，我国水泥产业飞速发展。据统计，2000～2009 年我国共生产水泥 105 亿吨，是 1949～1999 年 50 年水泥产量的 1.7 倍。2009 年，受 4 万亿投资的拉动，中国水泥产量达到 16.37 亿吨，占世界水泥总产量超出了 50%。预计 10 年我国水泥产量可以达到 18.35 亿吨，同比增速可达 12%。

巨大的水泥产量背后的支撑因素是我国近年经济高速发展下的巨大需求。受近年需求高增长的影响，我国水泥行业固定资产投资 08、09 这两年中一直保持着 60 %以上的同比增速。较高的投资增速，使得我国的泥产业产能在国家淘汰落后产能情况下仍保持着较高增长速度，同时，新型干法水泥的产能占比不断提升。

图 23：我国各年水泥产量及同比增速（单位：万吨）



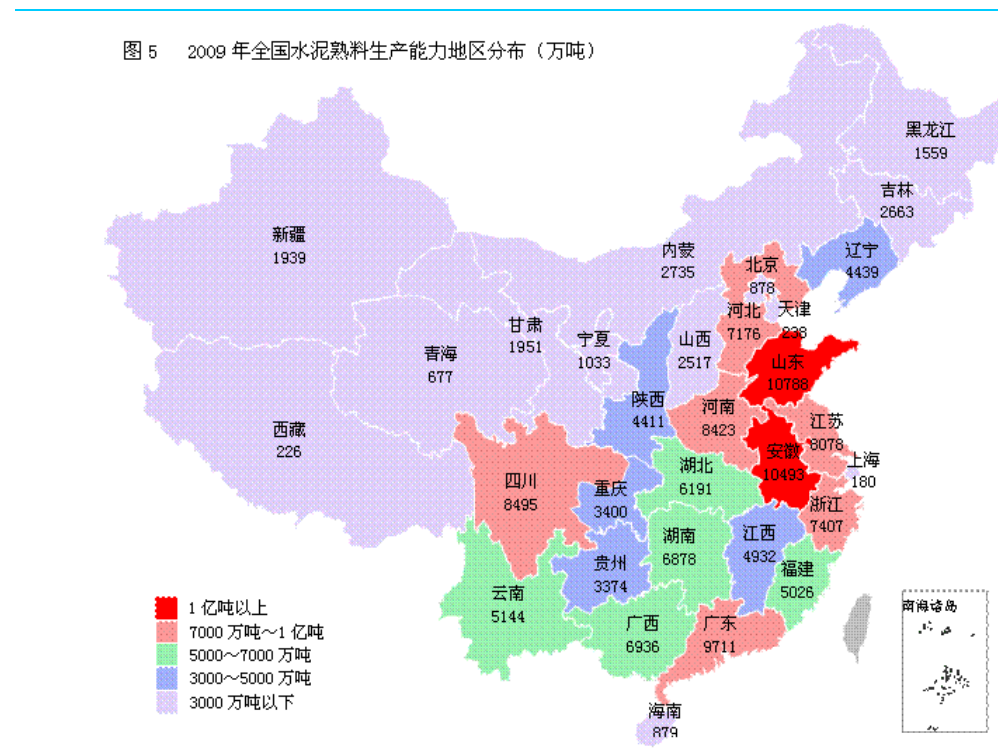
数据来源：数字水泥

截至 2009 年末，全国水泥熟料生产能力 13.88 亿吨，其中新型干法熟料能力 9.61 亿吨，全年运营的新型干法熟料生产线 1017 条，新型干法熟料能力已占水

泥熟料生产能力 69.28%，新型干法生产线平均日产规模达到 2839 吨。截至年末，全国水泥生产能力达 22.69 亿吨。

在 2009 年全国 13.88 亿吨水泥熟料生产能力中，华北、东北、华东、中南、西南、西北地区熟料生产能力占全国的比重分别为 9.76%、6.24%、33.79%、28.11%、14.86%、7.21%。在 2009 年末水泥新型干法生产线中，东部和中部地区分别拥有 357 和 335 条，生产能力分别占全国新型干法总能力的 39.28% 和 34.61%。水泥熟料生产新型干法比例东部地区 68.91%，中部地区则已达到 76.23%。在新型干法规模构成中，东部地区日产 4000 吨以上生产线生产能力已达到 60.12%，中部地区达到 58.59%。西部地区新型干法生产线 325 条，生产能力占全国新型干法总能力 26.11%，新型干法比例 62.26%，日产 2000 吨及以下生产线生产能力占新型干法能力 54.23%。

图 24：09 年全国水泥熟料产能地区分布（万吨）



数据来源：中国建材信息总网

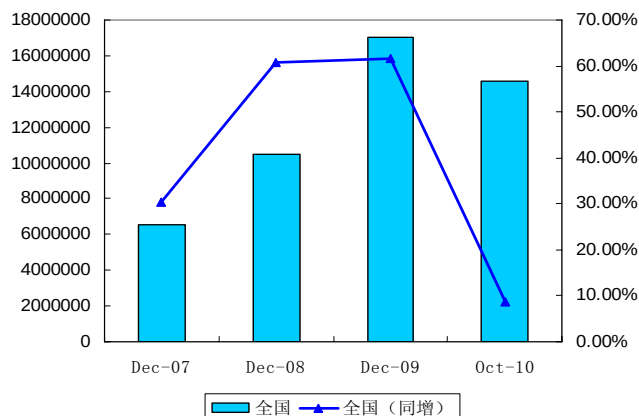
2 受国家产能控制的影响 行业投资增速大幅下滑

为了防止产能过剩，国家在 09 年 10 月出台了 38 号《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》，其中把水泥行业作为重点控制产业，严格控制新增产能。自 38 号文发布后，除了新疆之外，国家已经停止了新建生产线的审批。在 38 号文的调控下，我国水泥行业过高投资得到了抑制。从 10 年前 10 月的数据看，我国水泥行业固定资产投资为 1456 亿元，同比增长仅为 8.75%，与去年同期相比增速大幅下滑。单月数据显示，个别月份水泥行业固定资产投资同比增速已经出现负增长。

区域上，从近两年行业投资数据看，华北、西北的区域投资份额在逐步上升，而中南与华东地区的投资份额逐年下降。西南在经过 09 年投资高峰之后，今年投

资增速有所下滑。从各地区行业投资的同比增速看，10年华北、西北在各区域中最高，同比保持着30%以上的增速。截至09年底，我国人均吨熟料数达1.05吨，目前低于这个数目的省份主要有四川、辽宁、河北、海南、广东、吉林、新疆、贵州、河南、西藏、甘肃、山西、黑龙江等省份，而这些省份主要集中在中西部。我们认为，随着国家对中西部地区的开发力度的加大，国家最有可能会放开中西部地区的产能控制，中西部的区域仍将会继续成为未来水泥行业的投资热点区域。

图 25：我国各年水泥投资额及同比增速



数据来源：数字水泥

表 3：历年各地区水泥投资额占比

	华北占比	东北占比	华东占比	中南占比	西南占比	西北占比
2007	10.11%	11.32%	21.48%	34.60%	17.06%	5.39%
2008	12.53%	8.39%	20.45%	32.39%	19.31%	6.92%
2009	13.17%	6.87%	19.77%	25.86%	25.36%	8.96%
2010前10月	18.08%	8.23%	18.16%	22.45%	21.66%	11.42%

数据来源：数字水泥

表 4：全国及各地区水泥投资额同比增速

时间	全国 (同增)	华北 (同增)	东北 (同增)	华东 (同增)	中南 (同增)	西南 (同增)	西北 (同增)
2007	30.51%	27.64%	47.91%	10.88%	22.42%	90.24%	82.41%
2008	60.76%	99.18%	19.23%	53.12%	50.47%	82.04%	106.30%
2009	61.75%	70.01%	32.46%	56.37%	29.15%	112.35%	109.57%
2010前10月	8.75%	36.55%	24.91%	6.41%	0.95%	-11.00%	34.61%

数据来源：数字水泥

3 11 年预计新增产能 2.3 亿吨

据统计，2009 年全国新投产新型干法熟料生产线 131 条，新增熟料生产

能力 1.57 亿吨，折合水泥生产能力达 2 亿吨。按照水泥生产线 1-1.5 年的建设周期，根据过往水泥投资的增速，我们预测 10 年我国至少有 2.6 亿吨的新增产能。我们统计了 09 年 9 月份到目前媒体公布的新建生产线情况，仅媒体公布的新建产能就近 2 亿吨。从目前各月投资投资增速的情况来看，我们认为明年我国新增水泥产能预计比 10 年略少，预计在 2.3 亿吨左右。

4 落后产能淘汰成为行业高增长下的调节剂

为了加快节能减排、加快行业结构调整，淘汰落后产能已经成为近年我各国水泥行业主要的政策之一。从近年国家陆续出台淘汰落后水泥计划以及出台限期淘汰落后产能具体目录来看，可以看出国家对淘汰落后水泥产能的决心。10 年年初，国务院发布了《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》，通知指出：2012 年底前，淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径 3.0 米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。续《通知》之后，中国工业和信息化部于 8 月份发布了 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在今年 9 月底前关闭。其中，涉及到水泥总产能 1.07 亿吨。

按照工信部统计，截至 2009 年底我国水泥行业落后产能约有 5 亿吨，预计 10 年淘汰 1 亿吨落后产能，未来将有 4 亿吨产能待淘汰。按照《通知》中的规定，我们预计未来两年落后产能的力度将会逐步加大，预计 11 于 12 年年均淘汰落后产能将超 1 亿吨。预计在整个十二五期间，我国落后水泥产能有望全部出清。

表 5：2009 年我国各区域新型干法水泥熟料占比

地 区	水泥熟料	新型干法熟料		其它熟料	新型
	生产能力	生产线	生产能力	生产能力	干法比例 %
东 部	54796	357	37761	17036	68.91
中 部	43655	335	33280	10376	76.23
西 部	40319	325	25103	15216	62.26
山 东	10788	56	6250	4538	57.93
安 徽	10493	73	9739	753	92.82
广 东	9711	43	5660	4051	58.28
四 川	8495	50	4824	3671	56.78
河 南	8423	62	6701	1722	79.55
江 苏	8078	48	6297	1781	77.95
浙 江	7404	80	7215	189	97.45
河 北	7176	40	4384	2792	61.1
广 西	6936	34	4816	2120	69.44
湖 南	6878	37	3660	3218	53.21
湖 北	6191	52	4916	1276	79.4
云 南	5144	64	3589	1555	69.77
福 建	5026	30	2663	2363	52.98
江 西	4932	37	3336	1596	67.64
辽 宁	4439	34	3404	1035	76.69
陕 西	4411	33	3086	1325	69.96
重 庆	3400	24	1798	1602	52.87
贵 州	3374	20	1307	2067	38.74

数据来源：数字水泥

5 1 2 年后行业产能将进入负增长时代

工信部于 10 年 11 月 30 日正式发布《水泥行业准入条件》，此次水泥行业准入条件规定对“新型干法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”。此次《水泥行业准入条件》延续了国家在 09 年 10 月出台的 38 号文控制新增产能的整体原则，要求各省、自治区、直辖市要根据水泥产能总量控制、有序发展原则，严格控制新建水泥（熟料）生产线项目，同时规定“对新型干法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。”对新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰此次政策，人均新型干法水泥熟料 900 公斤的省份停批生产线，意味着在这一批新上项目完成后，我国水泥行业不会有新增产能，反而随着落后产能的淘汰，总量会下降，这标致着我国水泥行业在 12 年后进入产能负增长时代。

（四）供求判断：未来供求关系有望持续改善

综合来看，我们认为我国水泥行业在十二五期间的需求增长是比较确定的。而供给端受国家限制新增产能以及落后产能逐步淘汰的影响，行业净新增产能将可控。十二五期间，我国水泥行业的供求关系会持续改善。

从我国水泥行业的需求结构上来看，基建、房地产、新农村一般占比为 40%、30%、20%。对于明年我国水泥行业的供求关系判断，我们认为需求端在铁路保持 30%增速、公路保持 10%增速、房地产投资 20%增速的情况下，我国明年水泥行业全年需求保守可以保持 10%的同比增速，这将至少带动 1.8 亿吨新增需求，预计我国水泥行业的产量将超过 20 亿吨。产能方面，明年预计新增水泥产能约有 2.3 亿吨，同时，预计将有 1 亿吨的落后产能淘汰，为此，我们认为明净新增将有 1.3 亿吨。从而可以看出，即使考虑到 10 年新增产能在 11 年完的全释放以及落后产能淘汰低于预期的情况下，明年我国水泥行业的供求关系仍然可以保持平衡。为此，我们认为，明年我国水泥行业的供需将会好于今年，从而带动明年水泥行业盈利能力大幅提高。而时间上，一般受下半年旺季需求拉动，落后产能下半年的集中淘汰的影响，预计下半年行业景气度会好于上半年。

（五）区域：东部看供给 西部看需求

由于水泥产品的特殊性，决定了其不适于长途运输。一般来讲，水泥产品的公路的运输半径为 200 公里、铁路运输半径 500 公里、水路的运输半径为 1500 公里。为此，分析水泥区域的景气度，对分析我国水泥上市公司的未来投资价值有重要意义。综合分析供给与需求因素，我们认为东部地区主要看供给的减法效应，而西部区域主要看需求的加法效应。我们认为除了西南、中南湖北等区域外，其他区域的供求关系在短期内都处于好转状态。

表 6: 我们对我国主要地区水泥未来供求关系的判断

	短期供求（11-12）	长期供求（12 年之后）
华东地区	1、短期受益于国家高铁投资、高速公路投资、保障性住房投资力度加大的影响，需求保持一定的增长； 2、新增产能较小，随着落后产能淘汰，区域产能将保持不增长或负增长； 3、供求关系将改善，行业盈利水平提升； 4、福建、山东落后产能占比较高，有可能受益于国家落后产能淘汰力度的加大。	1、受基建投资高增长时代的结束，需求将保持稳定； 2、供给端受国家对新增产能的控制与对落后产能的淘汰的结束，供给保持稳定； 3、供求关系趋于稳定，行业进入成熟期。
华北地区	1、预计基建投资有望保持高增长，同时，受益环渤海经济开发的拉动与保障性住房的拉动，未来水泥需求有望保持较高增长； 3、除内蒙外，山西与河北人均新型干法比例还不高，近两年水泥固定资产投资保持高增长，未来预计仍有大量新增产能的投放。该区落后产能占比还很大，产能淘汰存在空间； 3、预计随着高需求与落后产能的淘汰，该区的供求情况会继续保持向好，有可能超预期。	1、河北、山西、内蒙古等地的人均 GDP 不高，城镇化水平低于全国平均水平，而且资源丰富，为此未来对基础设施投资与房地产投资的需求仍有提升空间。同时，环渤海经济的开发也将拉动水泥的需求； 2、在国家严格控制新增产能的情况下，未来新增产能的空间有限； 3、预计未来在供求关系保持良好的情况下，区域市场仍有一定的成长空间。
中南地区	1、该区域新上项目多，政府投资力度大，预计该区域的水泥需求仍有望保持着较高的增速； 2、该区域部分地区（湖北、广西）前期行业固定资产投资力度过大，一定程度上影响了区域行业的景气度。但今年以来新增投资已经出现负增长，预计未来新增产能压力有限。而且，湖南、广东等地的落后产能占比还很大； 3、随着新增产能的下降，新增需求有望很快消化过剩产能。预计湖北地区的供求关系会逐步趋好，同时，落后产能的淘汰也将为湖南与广东地区水泥企业带来投资机会。	1、中南地区除广东之外的人均 GDP 处于全国平均水平，与华东地区相比还有很大的差距，城镇化水平低于全国平均水平，为此未来对基础设施投资与房地产投资的需求仍有提升空间； 2、在国家严格控制新增产能的情况下，未来新增产能的空间有限； 3、预计未来在供求关系保持良好的情况下，区域市场仍有较大成长空间。
西北地区	1、随着西部大开发的推进，该区域水泥固定资产投资高增长必将成为必然。仅 10 年，国家计划西部大开发新开工 23 项重点工程，投资总规模就达 6822 亿元。新疆地区是我们最看好的西北区域之一，随着对口援疆资金的陆续到位，该区将掀起了一轮建设高； 2、该区域水泥新增固定资产比较高，预计未来新增产能较大； 3、我们认为该区域供求关系未来会继续保持向好。	1、该区的人均 GDP 与城镇化水平还远低于全国平均水平，西部大开发还将要在很长一段时间内推进，为此未来固定资产高增长将会是常态； 2、区域新增产能预计仍会增加； 3、在国家政策调控下，有四川例子在先的情况下，预计新增产能不会过分放大，我们对区域供求关系保持信心。该区域的成长性将在很长一段时间内保持。

西南地区

- 1、作为西部大开发的区域之一，我们预计未来该区域的固定资产投资的增速仍会保持，从而带动较高的水泥需求增长；
- 2、目前，西南地区的四川、重庆等地的新增水泥行业固定资产投资虽同比负增长，但是由于前期新增产能过快，未来两年产能压力还很大，仍需要时间去消化。而贵州近年水泥行业固定资产投资过快增长，未来可能会集中释放，对行业造成较大压力，有可能导致行业未来短期的供求关系恶化。相比之下，云南的供求关系可能在西南区域最好。

东北地区

- 1、预计未来基建投资需求稳定增长，从而带动水泥需求的稳定增长；
- 2、除人均水泥占比很低的黑龙江固定资产投资处于高增长之外，辽宁出现负增长，而吉林的水泥投资增速也很小；
- 3、预计辽宁市场供求关系平稳，而黑龙江与吉林处供求关系会向好。

1、该区的人均 GDP 与城镇化水平还远低于全国平均水平，西部大开发还将在很长一段时期内推进，为此未来固定资产高增长将会是常态；

2、随着固定资产投资增速的加快，产能压力将得以消化，该区域将仍会是最具有成长空间的区域。

1、该区域资源丰富，黑龙江与吉林的人均 GDP 还很低，未来随着基础设施建设大规模启动，需求增长空间仍较大；

2、该区域黑龙江的水泥人均占有量还很低，未来仍有很大的产能需求空间。而另外两省预计产能增速可控；

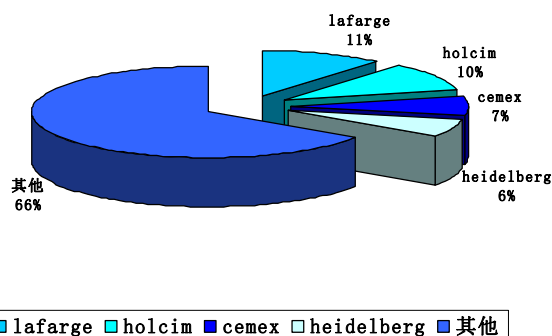
3、预计辽宁供需关系平稳，吉林地区与黑龙江的市场发展空间还很大。

（六）并购重组下集中度提升 未来将是大型企业的时代

1 我国水泥行业集中度有待提高

我国水泥行业，目前的集中度还很低，与世界平均水平还有一定的差距。2009 年，年生产能力在 500 万吨以上的水泥企业（集团）65 家，水泥熟料生产能力 6.73 亿吨，占水泥熟料总生产能力的 48.53%，水泥熟料产量 5.6 亿吨，占水泥熟料总产量的 51.91%；其中 1,000 万吨以上的水泥企业（集团）20 家，水泥熟料生产能力 4.82 亿吨，占水泥熟料总生产能力的 34.76%，水泥熟料产量 4.19 亿吨，占水泥熟料总产量的 38.82%。从 10 年的 1-10 月的数据看，前 20 家水泥生产企业水泥产量占全国的 30.74%，前 10 家生产企业的水泥生产量占比 23.38%，而前 5 家水泥企业集团占比为 15.22%。而据我们统计，2008 年全世界除中国外的水泥产量为 14 亿吨，而法国 Lafarge、瑞士 Holcim、墨西哥 Cemex、德国 Heidelberg 四大水泥集团公司的产量就占 34.5%，可见，虽然我国占据了世界一半的水泥产能，而我国水泥行业的产业集中度与世界大型水泥企业集团相比还有一定的差距。

图 26：2008 年世界四大水泥集团产量在除中国外地区的占比



数据来源：第一创业证券研究所

表 7：1-10 月我国水泥熟料产量排名前 20 的企业

企业名称	孰料产量	去年同期	今年占比	去年占比
全国	151940.96	131859.16		
海螺	8873.94	8308.12	5.84%	6.30%
南方	5967.96	5209.97	3.93%	3.95%
冀东	3611.5	2764.32	2.38%	2.10%
中联	3534.16	3188.47	2.33%	2.42%
山水	2637.46	2457.6	1.74%	1.86%
中材	2487.15	1907	1.64%	1.45%
华新	2478.76	2117.2	1.63%	1.61%
亚泰	2086.09	2033.5	1.37%	1.54%
华润	2050.35	1479.4	1.35%	1.12%
拉法基瑞安	1775.86	1663.09	1.17%	1.26%
天瑞	1707.66	1204.64	1.12%	0.91%
金隅	1487.53	1350.26	0.98%	1.02%
亚泥	1475.48	1125.79	0.97%	0.85%
红狮	1239.45	884.23	0.82%	0.67%
金峰	1202.16	1191.77	0.79%	0.90%
台泥	1176.75	1105.22	0.77%	0.84%
北方	824.24	706.09	0.54%	0.54%
祁连山	757.24	600.04	0.50%	0.46%
蒙西	723.27	566.94	0.48%	0.43%
同力	612.24	583.17	0.40%	0.44%
20家合计	46709.25	40446.82	30.74%	30.67%

数据来源：数字水泥

2 政府在政策上支持企业重组整合

水泥企业集中度的提高，将提高企业的话语权，对稳定区域水泥价格、成本转嫁，维持水泥行业平稳发展有重要的意义。为此，为了更好的促进我国水泥行业的平稳发展，国家陆续出台了政策支持大型企业进行并购重组，来提高产业的集中度。国务院于今年 9 月份发布了 27 号《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，《意见》把水泥行业作为国家未来推进兼并重组的重点行业之一。根据《意见》，未来将推动水泥优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资

合作，提高产业集中度，并在税收、财政上支持企业并购重组。

近年来我国水泥行业的重组在国家政策支持以及大型企业的自我发展扩张需求的推动下，风起云涌。中国建材重组整合南方水泥与北方水泥、拉法基瑞安重组四川双马、太行水泥与金隅合并、冀东水泥收购 ST 秦岭、赛马实业收购西水股份、中材集团入住天山与祁连山等。据悉，水泥工业“十二五”规划草案(以下简称草案)已进入征求意见阶段。“十二五”期间，水泥工业的发展方向将不再是以新增生产能力为主导，而将转向深层次的产业结构调整和产业优化升级。该草案提出，至 2015 年，前 10 家企业水泥产量达到全国水泥产量的 35%以上，而前 10 家的平均规模大于 7000 万吨产能。为此，我国水泥行业在十二五期间集中度的提升，还有一定的空间，预期我国水泥行业的重组力度会进一步加大。

3 未来将进入大企业时代

企业集团的并购重组，将成为企业的规模扩张的另一重要重要途径，对企业保持规模上的成长性具有重要意义。而且，企业重组整合后，将会给企业带来规模效益与区域控制溢价。在未来企业并购重组的过程中，大企业集团无论是在资金上还是在国家产业政策的支持力度上，都会占有绝对优势。为此，我们建议大家重点关注十二五期间我国水泥行业重组整合带来的投资机会，尤其是大企业的投资机会。随着并购重组的推进，集中度提升，未来将进入大企业时代。

(七) 海外扩张第一炮打响 未来值得期待

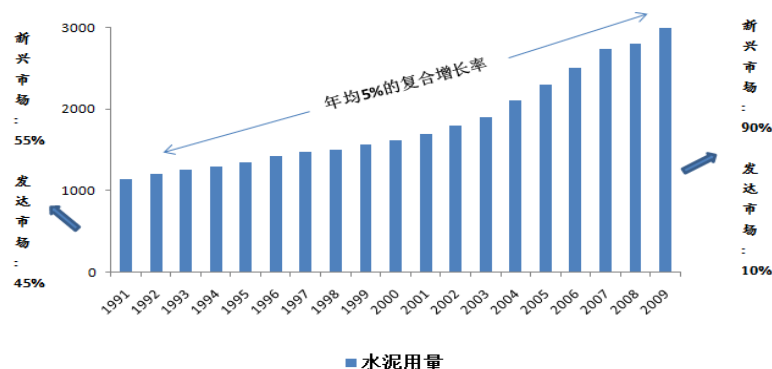
1 冀东发展打响海外扩张第一炮

今年 9 月,河北冀东发展集团(冀东水泥的控股母公司)联合国内中非发展基金在南非建设水泥生产线的项目获得核准。据悉，此次新建的水泥厂位于南非林波波省，建设周期为两年，2012 年投产时将具备日产 2500 吨水泥熟料的产能。该水泥厂的建设 and 日常运营将完全由冀东发展集团负责。这是中国水泥厂商第一次在海外直接投资建厂。作为我国水泥行业国际化的第一枪,是否将成为我国水泥企业走出国门的开始？我们认为在我国国内目前严控新增产能，以及未来基建投资放缓的情况下，海外扩张或许将成为我国水泥行业大型企业的寻找发展空间的最好选择，预计也是必然的选择。为此，我们对国际水泥行业的巨头的海外扩张情况以及海外发展空间情况进行了研究。

2 海外市场空间还广阔

从过去 20 年世界水泥行业的需求情况看，新兴市场一直是近 20 年全球的主要消费主体。在过去 20 年，尽管世界水泥年均 5 % 的复合增长率增长，新兴市场在世界水泥市场消费量占比却一直不断提高，水泥用量份额从最初的 55% 上升的 90% 的比例。

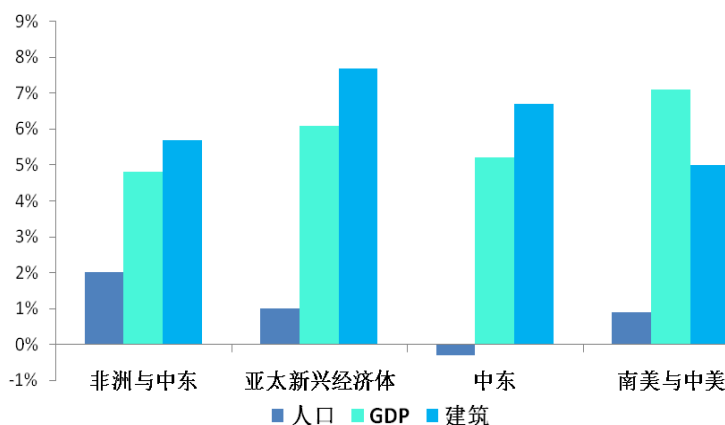
图 27：近 20 年全球水泥用量及各市场用量占比



资料来源: (Cembureau, JP Morgan)

由于新兴市场人口增长以及城市化的推进,其对住房与基础设施的需求将不断增长。而新兴市场主要经济体自然资源丰富,同时,在发展中积累了大量的财富,所有这些因素将持续支撑未来对水泥高需求。据联合国人口署(United Nations for population)、《全球建筑展望》以及《牛津 GDP 与建筑经济研究》预测,到 2020 年全球主要新兴市场经济体的 GDP、人口、建筑的复合增长率情况如图:

图 28: 世界主要新兴经济体人口、GDP、建筑未来 10 年复合增长率预测

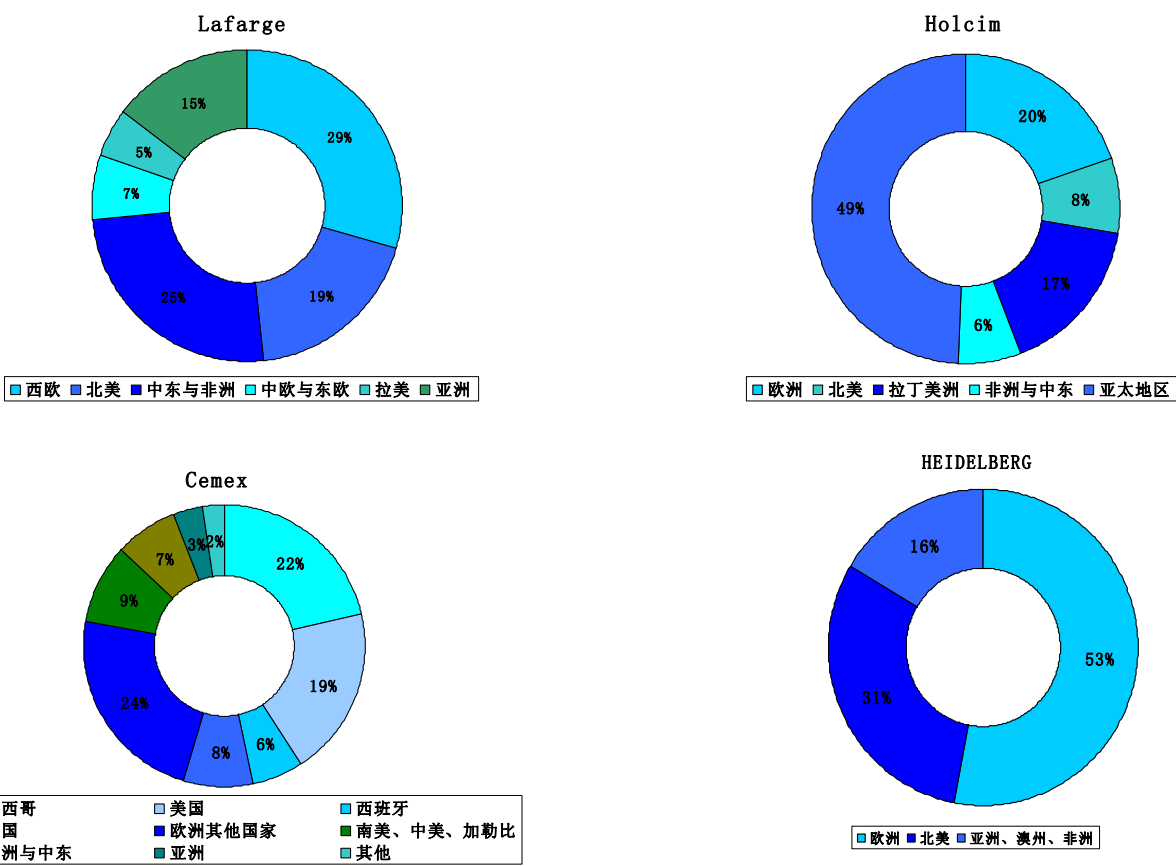


资料来源: United Nations for population (2010E-20E), global Construction Perspectives and Oxford Economics for GDP (2009E-20E data) and for construction (2009E-20E)

3 海外成为全球四大水泥生产商的主要收入来源

目前,从四大国际水泥生产商法国 Lafarge、瑞士 Holcim 公司、墨西哥 Cemex 公司以及德国 Heidelberg 水泥公司的海外收入占比情况看,这四大水泥生产商海外收入占比分别为 70%、80%、78%、47%,可以看出目前四大水泥厂商的海外收入为公司收入来源的主要部分。其中,来自亚太、非洲、南美、中东等地新兴市场的收入是其海外收入的来源。

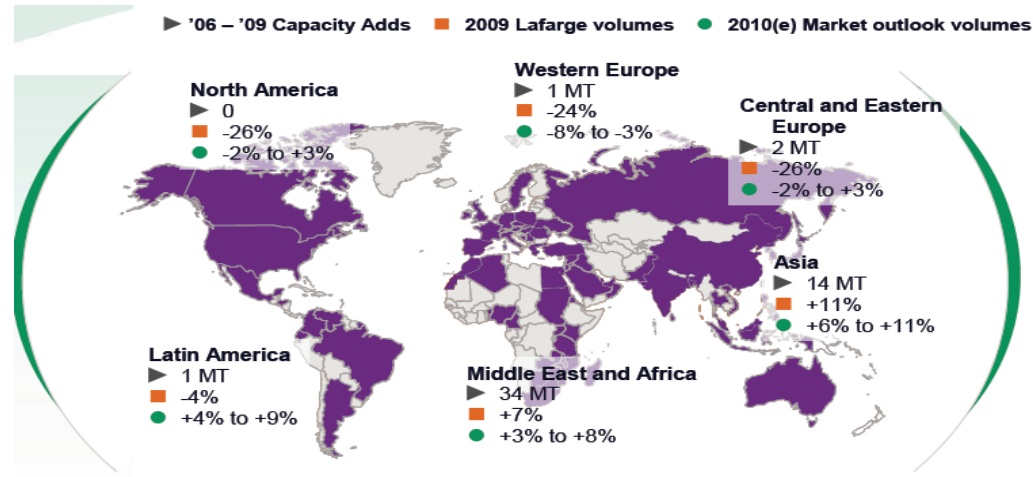
图 29: 2009 年世界四家水泥企业销售收入地域来源



资料来源： 第一创业证券研究所

从 Lafarge 过往的经营战略看，目前 Lafarge 70% 的收入来自新兴市场，而过去的一段时间内公司把绝大部分新增产能投放到了新兴市场，而公司在未来一段时间也将把新兴市场作为未来主要发展的领域。从 06-09 年四年的数据看，公司 90 % 的新增产能投放到了亚洲、中东、非洲等需求高增长区域。公司预计 10 年与 11 年将在中东、非洲、亚洲继续新增 2100 万吨的水泥产能。

图 30: Lafarge06-09 年全球产能扩张情况



4 我国水泥企业海外开拓值得期待

新兴经济体未来水泥市场广阔的发展空间以及世界水泥巨头的过往发展经验与未来的发展策略，无疑对受困于如何继续发展壮大的国内水泥企业一条很好的启示。目前，国内部分地区基础设施建设高增长的时代有可能很快就过去，区域水泥市场将趋向饱和。海外开拓无疑将成为我国水泥企业未来保持成长性的最好途径。从政府的政策方面，《国务院关于促进企业兼并重组的意见》也将推动水泥优势企业实施境外并购和投资合作作为一个未来支持领域。而此次冀东集团的海外投资成功获批，也反映出了国家对水泥企业海外投资的支持态度。随着冀东集团迈出海外扩张的第一步，我国水泥企业是否会像华为、中兴一样在十二五期间就开始大规模走向全球扩张的时代？我们拭目以待。但我们预计充满开拓精神与勇于挑战自我的我国水泥企业走出去的日子离我们不会太远。其也将成为资本市场抛开国内视角，用世界的眼光审视我国水泥企业的成长空间的开始。水泥企业走出过国门，将使其享受世界新经济的发展，对其保持较高的成长性以及提升自身的估值都有着重要的意义。我们建议大家重点关注国有背景的冀东水泥、海螺水泥等国内上市公司的投资动向，努力寻找我国未来的拉法基！

（八）估值与投资策略

综合分析，我们对水泥行业坚定看好，给予行业“推荐”评级。主要理由：1、明年行业整体供求关系向好，行业盈利水平将提升；2、长期看，支撑基础建设投资与房地产投资增长的因素仍存在，十二五行业仍存在成长空间；3、并购重组将升温，行业集中度提高，大企业对区域价格控制力将增强，提高利润空间将成为行业利润增长的新途径；4、海外扩张，或成行业未来保持持续增长的另一途径；5、目前水泥股的市盈率（TTM）为 21.63 倍、A 股整体市盈率（TTM）为 19.4 倍，而未来行业还存在诸多超预期因素，预计估值还有提升空间。

具体公司选择上，我们认为应该遵循以下逻辑：1、短期有确定利润增长的。这将使得股票有上涨的催化剂。2、长期成长性可以期待的。这样可以给予公司较高的估值溢价。3、目前，估值便宜，有提升空间。按照上述原则，我们重点推荐海螺水泥、冀东水泥、天山股份。主要理由如下：

1、短期有确定利润增长。我们认为利润增长主要来源两部分，一个是自身产能扩张带来的量上增长，另一个是价格提升带来的利润空间提升。

海螺水泥：公司目前拥有水泥产能约 1.3 亿吨，另在建熟料产能近 3000 万吨（合计水泥产能有 4000 万吨）。预计公司 10 年可以实现水泥和熟料净销量 1.4 亿吨，11 年与 12 年每年可实现新增 3000 万吨的净销量。为此，公司每年产销量仍可以保持较高增速。而预期十二五期间水泥行业集中度将大幅提高，预期行业并购重组将升温，海螺作为我国目前最大水泥生产企业，未来开展并购重组预计是必然。并购重组将成为公司产能扩张的又一通道。公司的主要产能分布在华东地区与华南地区，而华东地区未来两年随着供求关系改善，行业集中度提升，行业存在着提价空间。公司将充分受益。

冀东水泥：公司目前的熟料产能为 4620 万吨，水泥产能为 6350 万吨。目前在建熟料产能为 2170 万吨，水泥产能达 2690 万吨。未来两年新增产能还很大。公司 09 年开始陆续收购了陕西秦岭、奎山水泥与康达公司，已经开始了并购重组。公司作为三北地区最大的水泥企业，未来有可能成为该地区并购重组的先锋。我们对三北地区未来两年的行业景气度的仍旧看好，为此，我们认为公司未来两年利润增长仍可确定。

天山股份：预计公司年底将有水泥产能 2000 万吨，其中约 600 万吨左右在江苏，其余都在新疆。公司目前在建、拟建项目达 2400 万吨，并且都在新疆地区，新建产能可以保证公司未来 3 年的产能增长。随着新疆区域大开发 11 年进入实质性阶段，未来新疆基建投资有望进入高速增长阶段。为此，我们看好新疆未来市场的景气度。公司在江苏地区的生产线在最近几年一直处于非盈利的状态，随着华东市场景气的好转，将给公司利润增长提供又一来源。

2、长期成长性可以期待。我们认为在随着东部地区市场进入成熟阶段，未来可供企业新建产能自我成长的空间不大。而西部地区随着城镇化推进、基础设施建设加速等，长期来看，具有一定的产能新增空间。所以我们总体上认为，西部地区的可成长空间要好。未来受制于国内可开拓空间的限制，我们认为企业发展的途径有两条：一、并购重组；二、海外扩张。但无论并购重组还是海外扩张，都需要一定的资金实力与国家的政策支持，在这方面大企业将无疑具有绝对优势，所以，我们认为十二五以后将成为大水泥企业的时代。其中，我们认为国资背景的企业将最有可能成为海外扩张的先锋军，而海外扩张或将成为企业保持长期成长的最好途径。

海螺水泥：公司的控股股东为安徽海螺集团公司，隶属于安徽省国有资产监督管理委员会，为国有背景。公司目前国内最大的水泥生产商，未来最有可能成为国内并购重组与海外拓展的先锋军。

冀东水泥：公司的控股股东为冀东发展集团有限责任公司，隶属于唐山市人民政府国有资产监督管理委员会，为国有背景。公司为我国四大水泥生产厂商之一，公司已经开始了并购重组的步伐，未来有望加快。公司的母公司已经开始在南非建厂投资，在积累经验后，公司有可能成为最先走出国门的上市公司。

天山股份：公司目前我疆内的最大水泥生产企业，随着新增产能的大幅扩张，公司未来将长期受益新疆开发。

3、目前，预计海螺、冀东、天山 10 年的市盈率分别为 18.37、18.02、20.15 倍，而预计未来两年 EPS 年均增速可以达到 30%、30%、34%。目前，行业的市盈率与 A 股市场的整体市盈率相当，据我们宏观策略组估计，明年 A 股上市公司的整体业绩增速为 20%，而三家企业的增长率未来要高于市场的整体增速，为此，我们认为估值还有提升空间。同时，大水泥企业未来存在着并购重组与海外扩张等超预期因素，我们认为这些企业还可以适当的给予估值溢价。

除此之外，我们还建议重点关注可能受益于落后产能淘汰的**塔牌集团**以及将与金隅集团合并的**太行水泥**。

表 8：主要上市公司业绩预测、估值、评级

名称	股价	EPS (元/股)				P/E				BPS	P/B	ROE	投资评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E				
海螺水泥	27.92	1.00	1.52	2.00	2.70	27.9	18.4	14.0	10.3	8.14	3.4	9.99	强烈推荐
冀东水泥	22.71	0.81	1.26	1.68	2.12	28.0	18.0	13.5	10.7	5.51	4.1	14.09	强烈推荐
天山股份	27.2	0.90	1.35	1.82	2.40	30.2	20.2	15.0	11.3	3.57	7.6	14.24	强烈推荐
太行水泥	13.17	0.20	0.40	0.86	1.10	65.9	32.9	15.3	12.0	2.31	5.7	9.26	强烈推荐
塔牌集团	15.52	0.54	0.74	1.00	1.25	28.7	21.0	15.5	12.4	4.80	3.2	8.42	强烈推荐
华新水泥	29.09	1.24	0.84	1.40	2.00	23.5	34.6	20.8	14.6	11.29	2.6	1.97	审慎推荐
青松建化	22.07	0.43	0.59	0.85	1.10	51.3	37.4	26.0	20.1	3.14	7.0	10.31	审慎推荐
祁连山	17.2	0.86	1.20	1.50	1.80	20.0	14.3	11.5	9.6	4.45	3.9	16.25	审慎推荐

资料来源：第一创业证券研究所，股价为 2010 年 12 月 14 日收盘价

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120