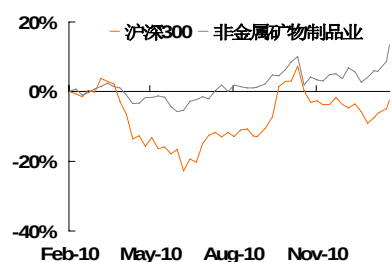


水泥行业月报

全年水泥价格涨幅下限10%

强烈推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

《中化岩土调研简报：深耕细作带来垄断优势》2011.2.22

《利源铝业业绩预增点评：成长中的金股，强烈推荐》2011.1.27

《西部建设重大事项点评：收购增厚业绩90%，上调至“强烈推荐”》2011.1.19

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22627752
douzeyun001@pingan.com.cn

- **目前价格回落幅度符合预期。**一季度特别是春节后，受需求尚未恢复的影响，水泥价格出现季节性回落，月环比小幅小跌2%，幅度符合我们之前“淡季不淡”的预期。在需求仍在回升、新增供给较多的影响下，水泥价格压力较大，至3月中旬之前仍将在底部徘徊。
- **预计水泥价格3月中旬后回升。**我们认为，三月中旬之后气温回升、用工问题将逐渐缓解，需求全面复苏，水泥价格将快速回升，预计全年平均价格同比将出现10%以上的涨幅。主要原因是今年新增需求将显著大于新增供给，在边际供求关系决定水泥即期价格的逻辑下，水泥价格保持高位运行概率较大。
- **边际供求差扩大助推水泥价格。**估计拉闸限电减少了2010年有效水泥产能1亿~1.4亿吨。我们在《建材行业2011年度投资策略：莫使金樽空对月》中做过测算，预计2011年水泥边际供求差1.3亿吨。因此，边际供求差将替代拉闸限电，成为助推水泥价格上涨的主要因素。
- **全年水泥均价上涨10%概率大。**假设全国各地水泥价格以目前价格持续到年末、以采集时点水泥价格同比涨跌幅的算术平均作为全年涨跌幅的数据，则可得出2011年水泥价格同比上涨10%的结论。特别是水泥边际供求差较大（负值）的华东、华北和华南地区，在四季度旺季再次出现水泥价格大幅上涨的概率较大。
- **维持对水泥行业“强烈推荐”的评级。**行业基本面持续改善和并购重组发生概率增大，提升了水泥行业整体的估值中枢。我们按盈利可能超预期、估值修复的逻辑，强烈推荐海螺水泥、冀东水泥；按区域内需求增长确定的逻辑，推荐天山水泥、青松建化、祁连山；按业绩弹性大的逻辑，推荐华新水泥、同力水泥、江西水泥、福建水泥、塔牌集团。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (元/股)			PE (倍)				评级
		2010-2-25	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
海螺水泥	600585.SH	34.28	1.00	1.59	2.47	3.44	34.2	21.6	13.9	10.0	强烈推荐
冀东水泥	000401.SZ	25.52	0.81	1.18	1.88	2.35	31.5	21.7	13.6	10.9	强烈推荐
天山股份	000877.SZ	37.35	0.90	1.53	2.70	4.52	41.4	24.4	13.9	8.3	推荐
青松建化	600425.SH	19.58	0.43	0.72	1.18	1.42	45.3	27.0	16.6	13.8	推荐

正文目录

一、预计水泥价格将见底回升	4
1.1 季节性供求失衡导致一季度价格回调	4
1.2 预计三月中旬以后水泥价格将回升	4
二、全年水泥价格上涨 10%以上概率大	5
2.1 2010 年拉闸限电的影响在 2011 年将由边际供求差替代	5
2.2 预计水泥价格将同比上涨 10%以上	5
三、维持对水泥行业“强烈推荐”评级	6
3.1 水泥行业：供求改善提高盈利，行业整合提高估值	6
3.2 海螺水泥：未来 2 年业绩可能再翻倍，目标价 50 元	6
3.3 冀东水泥：淘汰落后受益最大，目标价 32 元	7
各区域近三年水泥周价格	8
主要水泥上市公司高标号水泥出厂价	9
各区域水泥煤炭价格差	10
成本、需求、产量等其他数据	11

图表目录

图表 1: 2008 ~ 2010 年一季度水泥价格较低	4
图表 2: 预计未来 2~3 年边际供求关系持续改善	5
图表 3: 预计 2011 年水泥价格同比上涨 10%	6
图表 4: 主要水泥上市公司市场一致性盈利预测和投资评级	7
图表 5: 华北地区近三年水泥周价格	8
图表 6: 东北地区近三年水泥周价格	8
图表 7: 华东地区近三年水泥周价格	8
图表 8: 中南地区近三年水泥周价格	8
图表 9: 西南地区近三年水泥周价格	8
图表 10: 西北地区近三年水泥周价格	8
图表 11: 海螺水泥高标号水泥出厂价	9
图表 12: 冀东水泥高标号水泥出厂价	9
图表 13: 福建水泥高标号水泥出厂价	9
图表 14: 同力水泥高标号水泥出厂价	9
图表 15: 四川双马高标号水泥出厂价	9
图表 16: 福建水泥高标号水泥出厂价	9
图表 17: 华北地区水泥煤炭价格差	10
图表 18: 东北地区水泥煤炭价格差	10
图表 19: 华东地区水泥煤炭价格差	10
图表 20: 中南地区水泥煤炭价格差	10
图表 21: 西南地区水泥煤炭价格差	10
图表 22: 西北地区水泥煤炭价格差	10
图表 23: 秦皇岛煤价 (元/吨, 车板价)	11
图表 24: 广州煤价 (元/吨, 含税库提价)	11
图表 25: 全国水泥投资完成情况 (万元)	11
图表 26: 各区域水泥投资完成情况 (万元)	11
图表 27: 全国水泥总产量 (万吨)	11
图表 28: 全国水泥制造主营业务收入	11

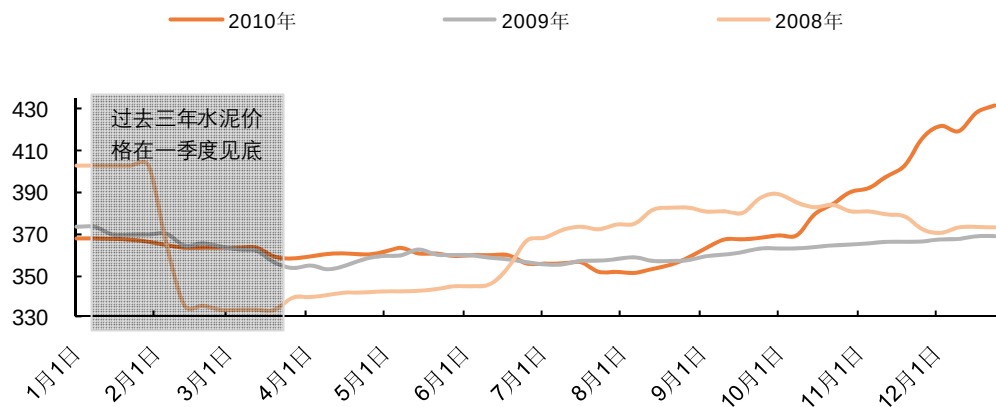
一、预计水泥价格将见底回升

1.1 季节性供求失衡导致一季度价格回调

春节后，在需求尚未回升、供给已逐步恢复的影响下，水泥企业库存增加，价格较节前有所回落，全国高标号水泥平均价格月环比小幅下降2%，降价幅度较大的地区是广西、山东和河南。其中，广西高标号水泥降价50元/吨、低标号100元/吨，主要原因是春节前后有3条年产180吨的新型干法线投产，而受天气影响当地的工地还未大面积复工，需求尚未恢复。

产能投放多的地区水泥价格跌幅大，印证了我们前期的观点：边际供求关系是决定水泥即期价格的主要因素。我们认为，从目前时点到3月中旬将是水泥价格的低点，全年水泥价格底部将逐步明朗。

图表 1：2008～2010年一季度水泥价格较低



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

1.2 预计三月中旬以后水泥价格将回升

- 1、节后建筑工地逐步复工，水泥需求将恢复，特别是华东、华南，预计将于2月底恢复到节前的需求水平。而华北、西南、西北地区也将在3月中旬左右全面复工。需求的快速回升将对价格形成有效支撑。
- 2、从2010年的水泥固定资产投资增速看，1季度为水泥投资增速的高点，之后逐步降低。按照1年左右的建设期估算，2011年1季度产能增速为年内高点。

在需求仍在回升、新增供给较多的影响下，水泥价格压力较大，至3月中旬之前仍将在底部徘徊。但是，我们认为，需求全面复苏之后，水泥价格将快速回升，预计全年平均价格同比将出现10%以上的涨幅。主要原因是今年新增需求将显著大于新增供给，在边际供求关系决定水泥即期价格的逻辑下，水泥价格保持高位运行概率较大。

二、全年水泥价格上涨10%以上概率大

2.1 2010 年拉闸限电的影响在 2011 年将由边际供求差替代

2010年三季度之后，在拉闸限电和供求关系改善的共同作用下，水泥价格环比上涨幅度较大。市场担心在限电结束后供给的恢复会导致水泥价格回落到限电前的水平。

我们认为，2010年拉闸限电对价格的影响在2011年将由边际供求差替代，水泥价格继续上涨的概率较大。

去年水泥企业因限电而停产的时间平均在15~20天左右，按全年330天有效生产时间计算，减少的产能在4.5%~6%左右，约为1亿~1.4亿吨。我们在《建材行业2011年度投资策略：莫使金樽空对月》中做过测算，预计2011年水泥产能增加0.5亿吨、增幅约2%~3%，而需求将增加1.8亿吨、增幅达10%，边际供求差1.3亿吨。因此，边际供求差将替代拉闸限电，成为助推水泥价格上涨的主要因素，全年水泥价格继续上涨的概率较大。

图表 2：预计未来2~3年边际供求关系持续改善

单位：亿吨	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
新增产能	1.43	2.51	2.50	1.50	0.50
淘汰落后产能	0.60	0.76	1.00	1.00	1.00
有效新增产能	0.83	1.75	1.50	0.50	-0.50
新增产量（需求）	0.34	2.41	2.47	1.85	1.42
边际供求差（供一求）	0.49	-0.66	-0.97	-1.35	-1.92

资料来源：数字水泥，平安证券研究所

2.2 预计水泥价格将同比上涨 10%以上

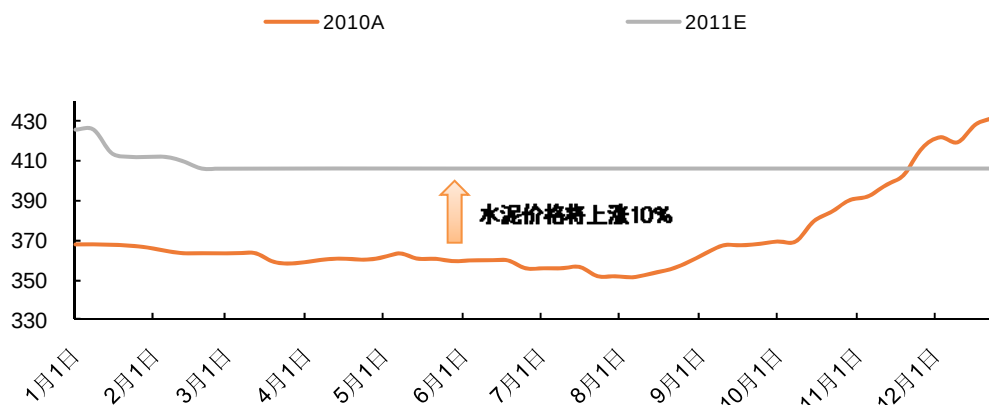
按照边际供求关系决定水泥即期价格的逻辑，我们认为，当前时点的水泥价格即为全年水泥价格的低点。因此，为确定全年水泥价格涨幅的下限，我们做如下假设：

- 1、至年底，全国各地水泥价格不上涨或下跌，即以目前价格持续到年末；
- 2、以采集时点水泥价格同比涨跌幅的算术平均，作为全年涨跌幅的数据。

照此估算（见图表3），假设以目前的淡季价格作为全年水泥价格，预计2011年水泥价格同比上涨10%。

我们认为，当前时点的水泥价格将成为全年的低点，因此全年水泥价格至少将上涨10%。特别是水泥边际供求差较大（负值）的华东、华北和华南地区，在四季度旺季再次出现水泥价格大幅上涨的概率较大。

图表 3：预计2011年水泥价格同比上涨10%



资料来源：数字水泥，平安证券研究所

三、维持对水泥行业“强烈推荐”评级

3.1 水泥行业：供求改善提高盈利，行业整合提高估值

行业基本面持续改善和并购重组发生概率增大，提升了水泥行业整体的估值中枢。目前水泥股的估值仍接近历史低位。我们认为，边际供求向好带来的水泥价格持续上涨，将改变市场对于水泥企业的盈利预期，而行业整合事件的发生，将使大企业拥有更多的话语权，改变水泥的价格体系。两者共同作用下，水泥股的估值中枢提升条件充分。

我们认为有两个时间窗口：一季度淡季不淡，估值修复，建议标配；四季度水泥价格可能超预期上涨，2011年、2012年水泥企业盈利预期提高，建议超配。

我们按盈利可能超预期、估值修复的逻辑，推荐海螺水泥、冀东水泥；按区域内需求增长确定的逻辑，推荐天山水泥、青松建化、祁连山；按业绩弹性大的逻辑，推荐华新水泥、同力水泥、江西水泥、福建水泥、塔牌集团。

3.2 海螺水泥：未来2年业绩可能再翻倍，目标价50元

1、**华东地区一季度淡季不淡概率大。**我们认为，华东地区一季度淡季不淡概率大、全年水泥价格仍有上升空间，主要原因是：1、水泥价格主要受供求关系影响，华东地区水泥行业集中度超过70%，一季度大企业在短暂的清库存之后，会通过生产调节、主动停产检修等措施，支撑水泥销售价格，足以抵消小企业复产的影响；2、华东地区2011年产能负增长较为确定，供求关系开始出现逆转。自2010年下半年开始，安徽、浙江、江苏、福建等华东省份陆续出现水泥固定资产投资负增长，预计华东地区2011年将淘汰超过2000万吨落后产能，产能持续负增长较为确定。在该地区水泥需求仍将出现增长的前提下，我们预计全年平均的产能利用率可达到约90%，超过理论值4个百分点，二、四季度旺季很有可能出现局部供不应求、价格再度暴涨的局面。

2、**关注公司并购动向。**公司2010年上半年收购云南龙陵水泥100%股权，该公司拥有1条日产2500吨新型干法熟料线、年产120万吨水泥磨和4.5MW余热发电项目。我们认为，本次收购仅为小试牛

刀，在严格限制新建产能的水泥产业政策约束下，公司将积极寻找收购机会，特别是在集中度较高的地区，通过收购当地龙头企业迅速占领市场。预计公司2011年将会有与新建产能相当的资金投入到并购当中，未来产能增长可能有50%来自收购兼并。

3、 **维持“强烈推荐”的投资评级。**预测公司2011年、2012年EPS分别为2.47元、3.44元，对应目前股价的动态PE分别为14倍和10倍。我们认为，公司作为行业龙头，吨毛利仍有较大提升空间，存在估值修复和盈利超预期双重机会，维持年度策略报告以来的“强烈推荐”评级，6个月内目标价50元。

4、

3.3 冀东水泥：淘汰落后受益最大，目标价 32 元

1、 产能增速行业领先。公司2010年计划（含已建）新增产能约2000万吨，2011年将新建熟料产能约1000万吨，产能增速明显快于其他水泥企业。我们认为，产能增长是2011年公司业绩增长的主要来源，公司在稳固三北（华北、东北、西北）的基础上，将尝试通过并购和新建并举的方式向其他区域扩张。

2、 看好华北水泥涨价。根据2010年8月工信部公布的水泥淘汰落后企业名单，华北地区今年将淘汰落后产能超过2500万吨，淘汰数量占09年产量13%，是淘汰力度最大的区域。此外，目前华北地区拉闸限电的政策仍在延续，价格回落的时间比往年延迟一周左右。在淘汰落后严格执行、拉闸限电力度不减的预期下，我们看好2011年华北水泥价格上涨。

3、 维持“强烈推荐”的投资评级。预测公司2011年、2012年的EPS分别为1.61元、1.97元，对应当前股价的动态PE分别为16倍、13倍。我们认为，公司产能增速行业领先，核心区域水泥价格上涨预期强烈，维持“强烈推荐”的投资评级，6个月目标价32元。

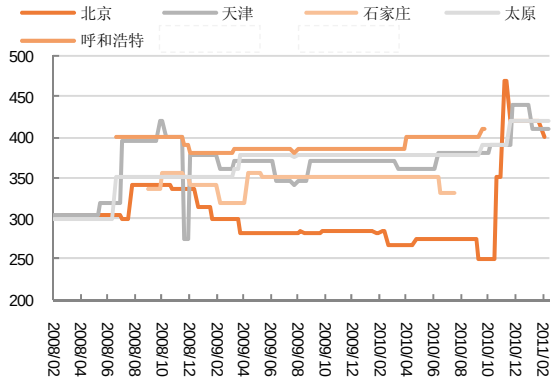
图表 4：主要水泥上市公司市场一致性盈利预测和投资评级

股票名称	股票代码	股票价格		EPS（元/股）			PE（倍）				评级
		2010/2/15	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
海螺水泥	600585.SH	34.28	1.00	1.52	2.09	2.67	34.2	22.5	16.4	12.8	强烈推荐
冀东水泥	000401.SZ	25.52	0.81	1.22	1.63	2.00	31.5	21.0	15.6	12.8	强烈推荐
江西水泥	000789.SZ	16.52	0.17	0.38	0.82	0.99	99.0	43.4	20.1	16.6	推荐
天山股份	000877.SZ	37.35	0.90	1.51	2.13	2.74	41.4	24.8	17.5	13.6	推荐
同力水泥	000885.SZ	16.34	0.45	0.21	0.28	0.54	36.4	77.8	58.1	30.3	推荐
塔牌集团	002233.SZ	16.97	0.54	0.75	1.01	1.22	31.5	22.7	16.7	14.0	推荐
青松建化	600425.SH	19.58	0.43	0.59	0.85	1.09	45.3	33.2	23.2	17.9	推荐
祁连山	600720.SH	18.13	0.86	1.10	1.53	1.91	21.1	16.5	11.9	9.5	推荐
华新水泥	600801.SH	39.03	1.24	0.89	1.45	1.85	31.5	44.1	26.8	21.1	推荐

资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

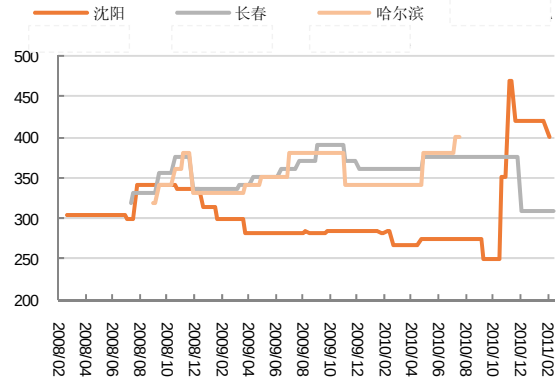
各区域近三年水泥周价格

图表 5：华北地区近三年水泥周价格



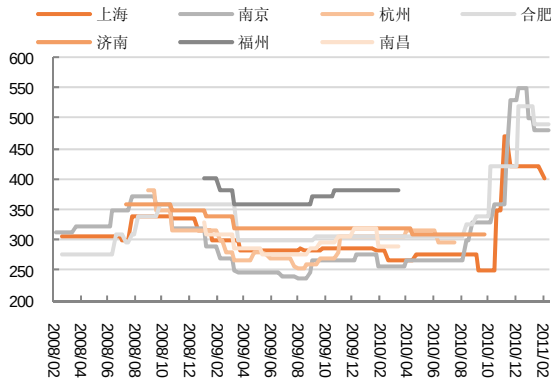
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 6：东北地区近三年水泥周价格



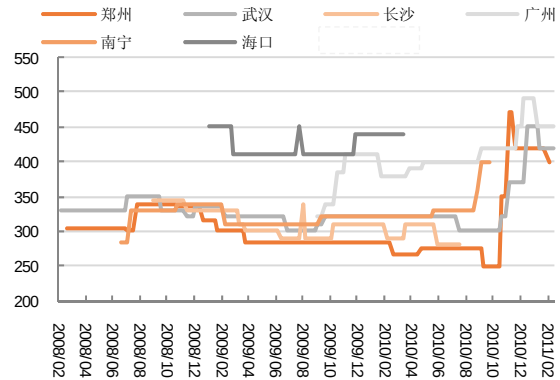
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 7：华东地区近三年水泥周价格



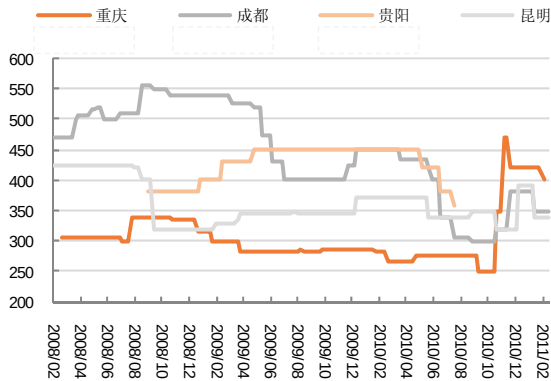
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 8：中南地区近三年水泥周价格



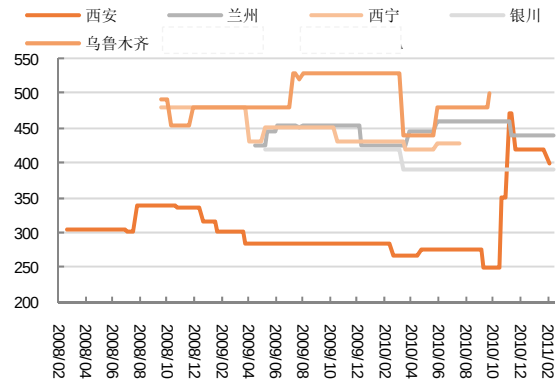
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 9：西南地区近三年水泥周价格



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

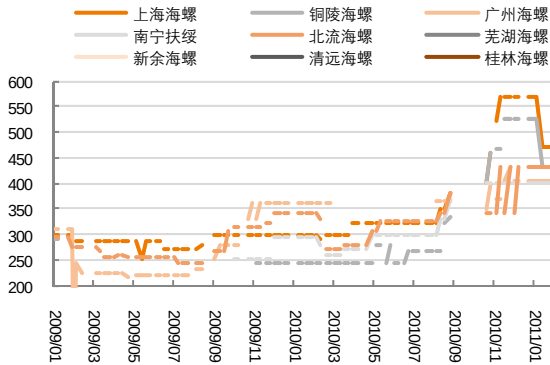
图表 10：西北地区近三年水泥周价格



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

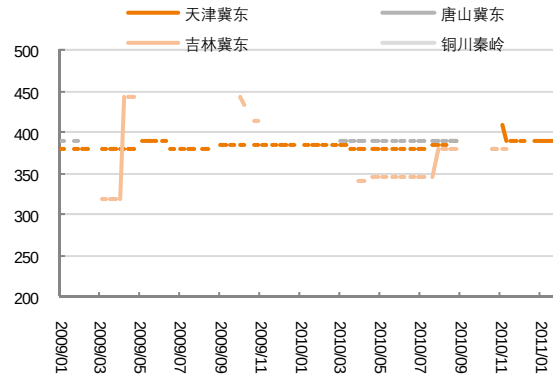
主要水泥上市公司高标号水泥出厂价

图表 11：海螺水泥高标号水泥出厂价



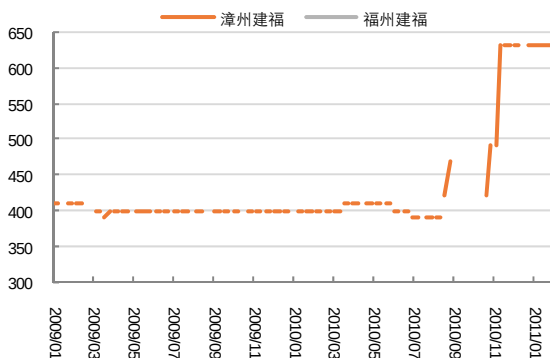
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 12：冀东水泥高标号水泥出厂价



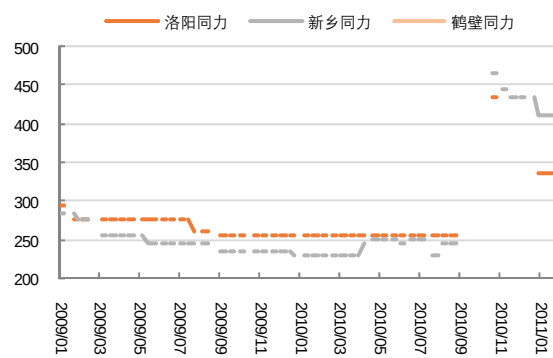
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 13：福建水泥高标号水泥出厂价



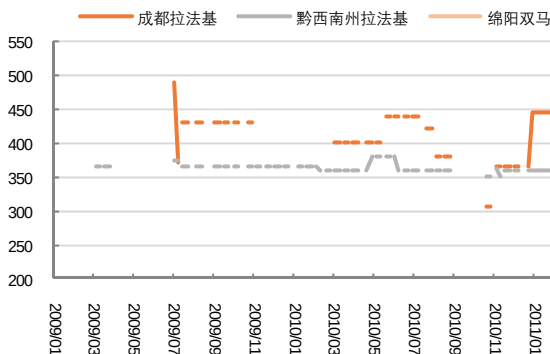
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 14：同力水泥高标号水泥出厂价



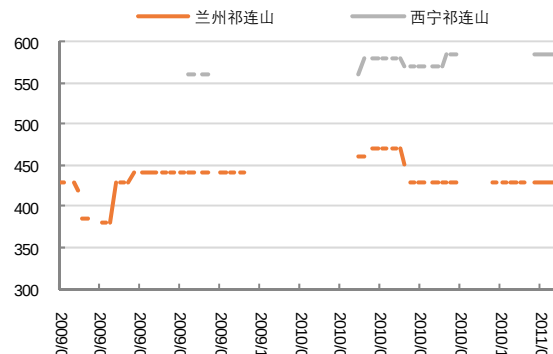
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 15：四川双马高标号水泥出厂价



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

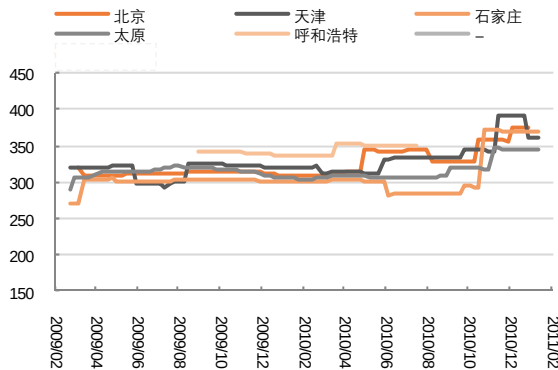
图表 16：福建水泥高标号水泥出厂价



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

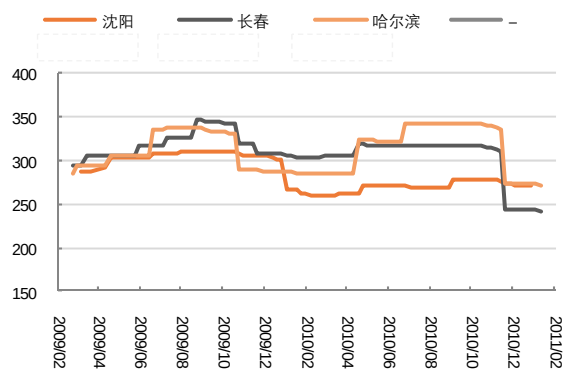
各区域水泥煤炭价格差

图表 17：华北地区水泥煤炭价格差



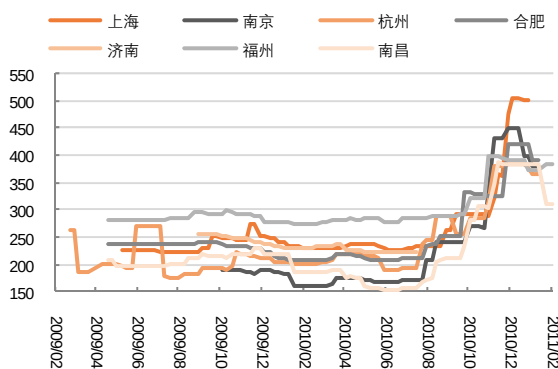
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 18：东北地区水泥煤炭价格差



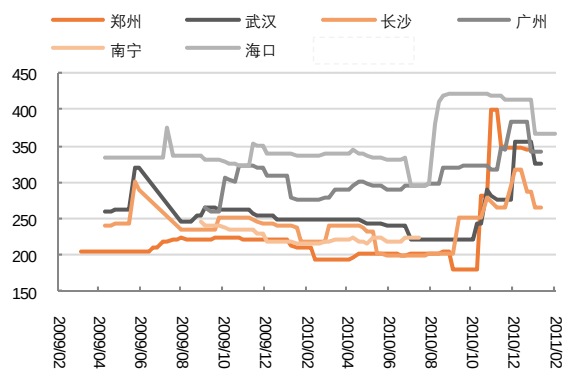
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 19：华东地区水泥煤炭价格差



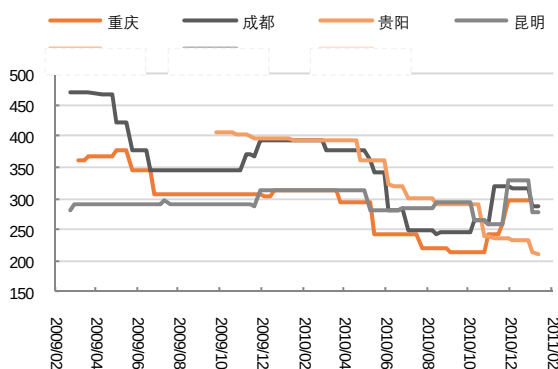
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 20：中南地区水泥煤炭价格差



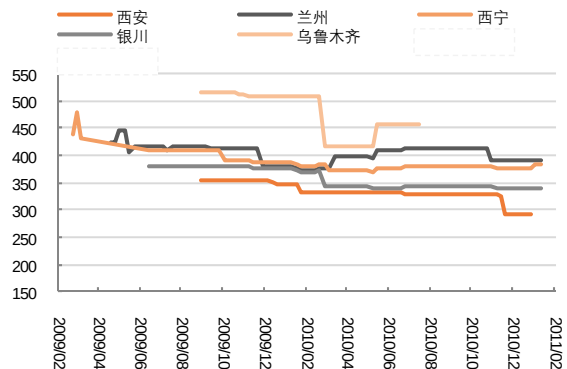
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 21：西南地区水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

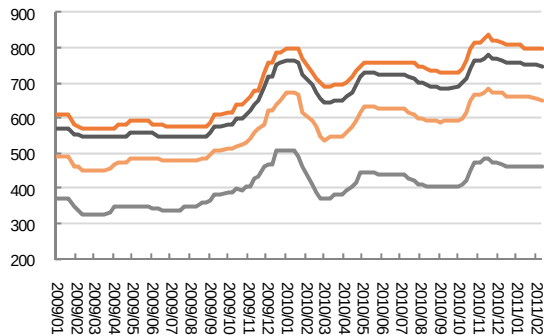
图表 22：西北地区水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

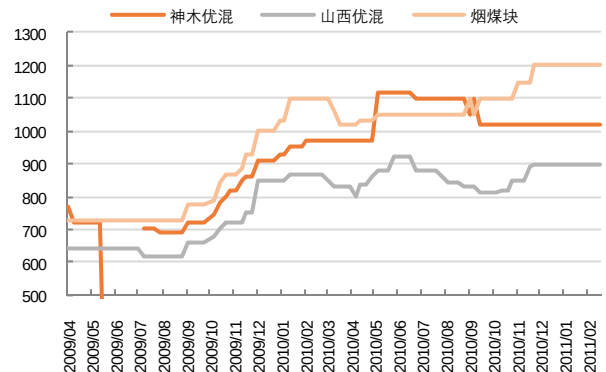
成本、需求、产量等其他数据

图表 23：秦皇岛煤价（元/吨，车板价）



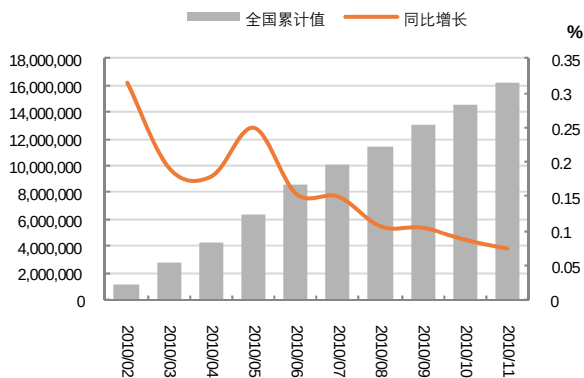
资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

图表 24：广州煤价（元/吨，含税库提价）



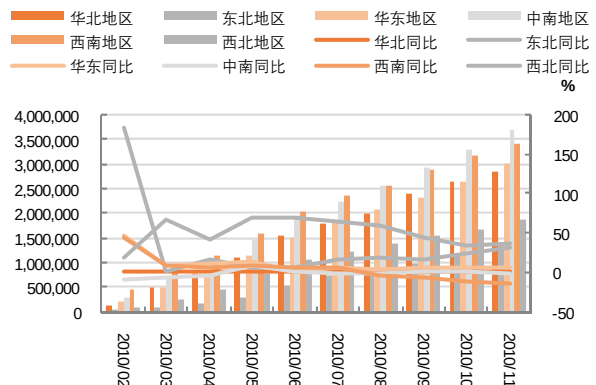
资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

图表 25：全国水泥投资完成情况（万元）



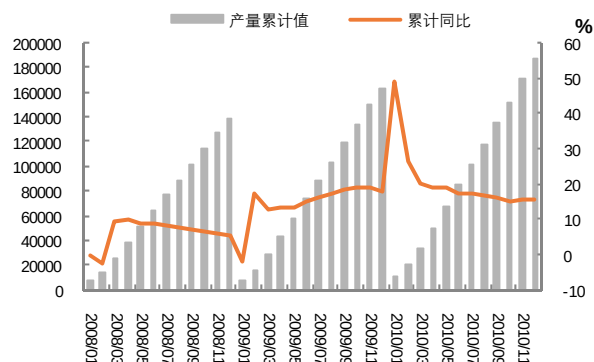
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 26：各区域水泥投资完成情况（万元）



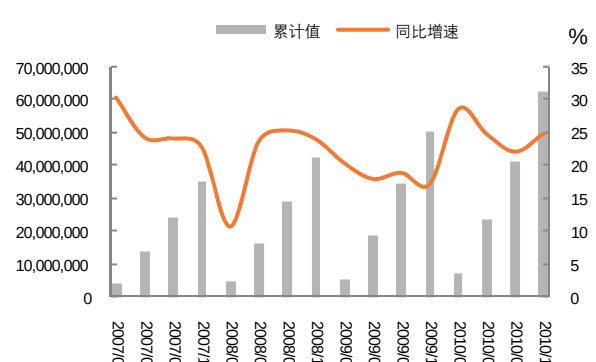
资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 27：全国水泥总产量（万吨）



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

图表 28：全国水泥制造主营业务收入



资料来源：数字水泥网，Wind资讯，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257