

水泥行业

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

抓大放小 寻找业绩增长明确的个股

—水泥行业二季度投资策略 2010.3.30

投资要点:

- 我们继续坚定的看好水泥股在 2011 年的表现，特别是淘汰落后产能预期强地区的大型水泥企业。水泥板块经过去年四季度到今年一季度的反弹，估值由 10 倍动态市盈率左右，到现在估值为 2011 年动态市盈率 16.63 倍，处于历史中位水平。
- 二季度我们建议投资者逢低继续增持业绩稳健增长个股，如有回调是好的建仓机会；波段操作业绩弹性大的公司，因为前期涨幅已经比较大，年报出炉将缩小想象空间。关注华新水泥、江西水泥等，重点推荐：海螺水泥、冀东水泥，海螺水泥维持 2 月跟踪报告目标价位 55 元，保持“强烈推荐”评级，冀东水泥目标价位 33 元，维持“推荐”评级。
- 水泥价格大涨，从而水泥企业盈利大幅增加，板块表现靓丽。而水泥价格大涨的根本原因，还是在于供需关系改善。
- 冀东水泥、金隅股份最近大幅提高水泥价格，除了煤炭涨价、矿山开采成本增加等原因之外，我们认为很重要的一点在于企业协同，两者在区域市场占有率接近40%，仿效华东企业提价增利意愿强烈。吉林亚泰集团、湖北华新也可能借助区域企业价格联盟来提价增利。
- 西北水泥由于二季度产能大量投放，需密切跟踪水泥销售的价格变化，据此对未来预期业绩及目标价进行调整，关注“天山股份、祁连山”等。
- 由于日本地震灾后重建需求水泥量每年仅增加4000万吨左右，且国内水泥质量与其国家标准有较大差距，关注可能增加出口的：亚泰集团、海螺水泥。
- 风险提示：淘汰落后产能、限制新增产能政策放开是最大的风险。

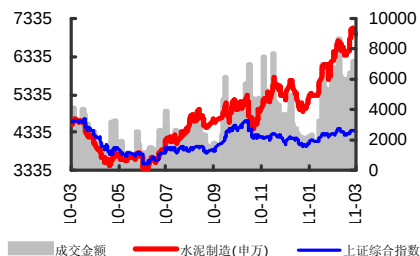
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

强于大势

市盈率(TTM, 整体法): 27.94
 预测市盈率(整体法): 16.63

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	11.18	33.81	51.35
相对表现(%)	9.76	26.96	38.51

资料来源:WIND

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	目标价	11EPS	12EPS
海螺水泥	增持	55	3.4	4.35
冀东水泥	增持	33	1.9	2.25
金隅股份	中性	18	1.03	1.13
华新水泥	中性	52	3.2	4.1
江西水泥	中性	21	1.28	1.6

研究员:左红英

执业证书 S0820209120023

联系人:谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告 净利润同比增长 8 倍 淮河
 治理增加水泥需求—巢东股份业绩预
 增 800%公告点评 2011-2-10

紧盯供给端 行业机会提升—水泥行业
 跟踪分析报告 2011-2-21

内 容 目 录

1	水泥行业表现靓丽，建议逢低增持，特别是海螺水泥、冀东水泥等业绩提升明确、还有上涨空间的个股。	5
1.1	水泥板块二级市场走势抢眼，一个月涨幅第三、三个月板块涨幅第一	5
1.2	与二级市场水泥股的强势相对应的，是全国水泥市场的景气度维持高位——“淡季不淡”。而三月下旬即将进入旺季，行业景气将继续上行。	5
1.3	行业估值动态市盈率在 17.6 倍-19 倍，属于历史估值范围 15-20 倍区间。未来行业景气继续上行，企业盈利将超预期，行业估值会再次降低，还有上涨空间。	6
1.4	行业供需改善是水泥板块靓丽表现的最重要因素	7
1.5	我们的推荐顺序为：海螺水泥、冀东水泥、金隅股份、华新水泥、江西水泥，但由于前期很多个股涨幅已经很多，二季度重点推荐公司只有海螺水泥、冀东水泥。	10
2	华北地区将继华东地区呈现企业协同增强的局面吗？	11
3	西北水泥一季度表现良好，未来走势将如何？	12
4	日本地震对我国水泥出口是否有很大拉动？	14
5	下游基建、保障房对水泥价格上涨的承受力如何？	17

表 目 录

表 1：水泥板块一个月涨幅第三、三个月板块涨幅第一	5
表 2：全国高标号水泥价格 2011 年淡季 1 月到三月变化	6
表 3：水泥板块预测市盈率	7
表 4：水泥供需平衡测算表	8
表 5：2010-2011 分区域净增产能预测	8
表 6：水泥下游行业需求增长预测	10
表 7：全国各区域水泥龙头企业	12
表 8：2011 年各季度新疆计划投产新型干法水泥生产线	13

图 目 录

图 1: 水泥板块最近两年 PE 走势	7
图 2: 新干法产能占比及新干法孰料人均量	9
图 3: 水泥企业集中度及平均规模	12
图 4: 四川汶川地震前后水泥需求量 (万吨)	15
图 5: 日本建筑开工面积中钢结构占比	15
图 6: 日本过去 15 年水泥产量	16
图 7: 中日水泥强度对比	16

本报告的目的在于回答几个问题，依照重要性顺序，分别是：

1. 水泥板块已经涨幅不少的状态下，行情未来可否延续？根据是什么？哪些企业有望取得超预期表现？

水泥价格大涨，从而水泥企业盈利大幅增加，板块表现靓丽。而水泥价格大涨的根本原因，还是在于供需关系改善。我们**建议继续增持**，如果有回调，是好的建仓机会，特别是海螺水泥、冀东水泥等业绩提升明确的个股，还有较大涨幅空间。

我们上调海螺水泥 2011—12 年业绩至 3.4、4.35 元、维持 2 月行业跟踪报告的目标价 55 元，距离目标价位还有 40% 的涨幅，保持“强烈推荐”评级。调整冀东水泥盈利预测至 2011 年 EPS 在 1.9-2.25 元、目标价格 33 元，还有 15% 涨幅，维持“推荐”评级。

江西水泥 2011—12 年业绩至 1.28、1.6 元、目标价 21 元，华新水泥 2011—12 年业绩至 3.2、4.1 元、目标价 52 元，金隅股份（600192）2011 年 EPS 预测 1.03-1.13 元、目标价格 18 元，暂时调整为“中性”。

就涨幅而言，江西水泥、华新水泥等都接近推荐的目标价位，所以二季度重点推荐公司只有海螺水泥、冀东水泥。

2. 华北地区会不会继华东地区呈现企业协同增强的局面？

数字水泥网信息：3 月 20 日冀东水泥针对北京、天津两地发布提价通知，北京提价 100 元/吨；天津提价 80 元/吨。3 月 26 日金隅也将执行所有品种水泥价格上调 100 元/吨销售方案。由于北京水泥市场一直以金隅为主导，所以可以确定北京价格上调将会在 3 月 26 日起开始执行。此次价格上调幅度较大，超出前期预测。

冀东水泥、金隅股份涨价的原因，除了煤炭涨价、矿山开采成本增加、治理超载超限导致运输费用提高之外，我们认为很重要的一点在于企业协同，两者在区域市场占有率接近40%，仿效华东企业提价增利意愿强烈。

如上述条件，我们认为吉林亚泰集团、湖北华新也可能借助区域企业价格联盟来大幅提价。

3. 西北水泥一季度表现良好，未来走势将如何？

最近一个月，西北水泥、以及有重组概念的水泥股涨势远超水泥板块。西北水泥走强主要是由于区域需求旺盛，出货量增加，而价格维持在高位，使得全年业绩弹性加大。

因为新疆全年水泥投放量较大，如果西北水泥价格在二季度产能大量投放的情况下还能维持，或者如同第二个问题中，出现大企业之间的价格协同，则股价还可看高一线。但如果随着产能投放，价格出现大幅下滑，则可能出现区域板块股价下滑的走势。总之，还是年初那句话“紧盯供给端”，跟踪水泥销售的价格变化。

4. 日本地震对我国水泥出口是否有很大拉动？

日本由于建筑中木结构、钢结构比例较高，灾后重建可能引发的水泥年需求量并不高，预计每年增加4000万吨以上。但日本属于地震多发国家，对建材强度的要求远远超过我国。我国的水泥强度未达到日本的国家标准。我国常用的各等级水泥在制成混凝土以后 3天和 28天的强度分别比日本国家标准低10%-50%。这将导致我国水泥在日本市场的拓展难度较大。

由于日本此次地震中海啸带来的损失较大，我们估计灾后重建时，日本可能会更多采用钢结构。利好国内上市公司：精工钢构。公司2005年获得了日本钢结构 H等级认证，并且在 10年复审中顺利通过，是国内最早通过日本认证的企业之一。

5. 下游基建、保障房对水泥价格上涨的承受力如何？

我国水泥需求的大体格局是——基建：房地产：农村为4:3:3，水泥价格上涨首先导致的将是水泥需求的再平衡，水泥的短缺真正影响的是农村的水泥需求。

由于通货膨胀因素，人工、钢材等等都在涨价，水泥价格由于在建安成本中百分比只有个位数，价格哪怕上涨200—300元，对下游的基建、地产企业影响也不大。

1 水泥行业表现靓丽，建议逢低增持，特别是海螺水泥、冀东水泥等业绩提升明确、还有上涨空间的个股。

1.1 水泥板块二级市场走势抢眼，一个月涨幅第三、三个月板块涨幅第一

表 1：水泥板块一个月涨幅第三、三个月板块涨幅第一

板块序号	板块名称	1 月成份区间涨跌幅 %	板块名称	3 月成份区间涨跌幅 %
1	SW 纺织服装	6.12	SW 水泥制造	14.34
2	SW 家用电器	5.5	SW 家用电器	10.33
3	SW 水泥制造	4.75	SW 黑色金属	7.95
4	SW 轻工制造	3.53	SW 建筑建材	5.09
5	SW 商业贸易	3.13	SW 交运设备	3.38
6	SW 综合	3.07	SW 化工	3.1
7	SW 食品饮料	2.56	SW 采掘	2.15
8	SW 公用事业	1.87	SW 综合	2.07
9	SW 采掘	1.55	SW 纺织服装	1.59
10	SW 信息设备	1.53	SW 房地产	1.49
11	SW 房地产	1.37	SW 机械设备	1.23
12	SW 医药生物	1.33	SW 轻工制造	-0.03
13	SW 电子元器件	1.33	SW 金融服务	-1.51
14	SW 黑色金属	-0.17	SW 有色金属	-1.61
15	SW 餐饮旅游	-0.47	SW 公用事业	-1.77
16	SW 化工	-0.6	SW 商业贸易	-2.43
17	SW 机械设备	-1.01	SW 交通运输	-2.68
18	SW 有色金属	-1.08	SW 信息设备	-4.03
19	SW 金融服务	-2.01	SW 电子元器件	-5.63
20	SW 建筑建材	-2.01	SW 食品饮料	-6.4
21	SW 信息服务	-2.18	SW 农林牧渔	-6.49
22	SW 交运设备	-2.5	SW 餐饮旅游	-6.87
23	SW 农林牧渔	-2.71	SW 医药生物	-7.63
24	SW 交通运输	-6.3	SW 信息服务	-7.98

注：板块涨跌幅按照流通市值加权平均计算 资料来源：wind 2011-03-18

1.2 与二级市场水泥股的强势相对应的，是全国水泥市场的景气度维持高

位——“淡季不淡”。而三月下旬即将进入旺季，行业景气将继续上行。

全国高标号水泥价格 2011 年年初 431 元，截至 3 月 14 日降到 402 元，但与 2010 年 1 月到 3 月全国高标号水泥价格 374-369 元相比，仍有 15%-9% 的涨幅。水泥价格仍在高位运行——“淡季不淡”。3 月中旬湖北鄂东水泥提价 30 元/吨，后期预计鄂西北和豫西南水泥价格也将上调，由此中南区域和华东区域产品价差得到消除。

表 2：全国高标号水泥价格 2011 年淡季 1 月到三月变化

区域	2011-3-14	2011-1-4	年初至今涨跌幅
全国	402.5	431.83	-6.79%
华北	374.17	414.17	-9.66%
华东	456	524	-12.98%
西南	352	366	-3.83%
东北	352.5	345	2.17%
中南	413.33	450	-8.15%
东南	458.33	508.33	-9.84%
西北	473	473	0.00%

数据来源：光大证券数据周报 爱建证券

1.3 行业估值动态市盈率在 17.6 倍-19 倍，属于历史估值范围 15-20 倍区间。

未来行业景气继续上行，企业盈利将超预期，行业估值会再次降低，还有上涨空间。

图 1.: 水泥板块最近两年 PE 走势



表 3: 水泥板块预测市盈率

板块名称	预测市盈率(整体法)	预测市盈率-未来 12 月(算术平均)	市盈率(TTM, 整体法)
SW 水泥制造	17.62	19.22	29.86

数据来源: WIND 2011-03-24 市盈率(TTM, 整体法)剔除规则: 剔除负值

1.4 行业供需改善是水泥板块靓丽表现的最重要因素

如同我们在2月份跟踪报告中对全年水泥板块的分析, 由于供需改善, 水泥行业景气度仍然处于上行区间。2011年全年需求增长13%, 达到21.18亿吨, 由于淘汰落后产能1亿吨, 供给仅增加6.2%, 这样将会出现1.7亿吨的缺口, 约占全年需求量4.72%, 将在很大程度上支撑水泥价格维持高位, 行业景气提升。

供给端持续改善, “淘”旧“限”新仍在进行。

淘汰落后产能进度: “十一五”期间国家整顿高耗能行业, 累计淘汰水泥落后产能4亿吨, 仅2010 年就淘汰落后产能近亿吨(工信部公布截至2010年 9月底, 各地完成了水泥9155万吨落后产能关停任务, 全年统计数据暂时未出), 而2009 年淘汰落后产能 7400 万吨, 可以看出淘汰步伐在加快。

2011 年落后产能淘汰还将达亿吨。当前我国还有 3.2 亿吨落后产能没有淘汰, 根据《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》，我国要在 2012 年完成对所有落后产能的淘汰，预计 2011 年要淘汰落后产能 1 亿吨，新投产产能 1.6 亿吨，净增产能只有 6000 万吨左右，而 2011 年全年需求预计增长近 2.8 亿吨，达到 21.18 亿吨（后有分行业需求预计），则会出现 1.7 亿吨的供给缺口，约占全年需求量 4.72%。

表 4：水泥供需平衡测算表

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
水泥产量	123,500	135,412	138,800	163,725	186,796	194,378	202,045
+/- %	16.10%	9.60%	2.50%	18.00%	12.50%	5.50%	3.90%
水泥国内供给量	119,887	132,111	136,258	162,161	183,090	194,378	202,045
+/- %	15.10%	10.20%	3.10%	19.00%	12.90%	6.20%	3.90%
水泥消费量	119,887	132,111	136,258	162,161	183,729	211,832	229,489
+/- %	15.10%	10.20%	3.10%	19.00%	13.30%	15.30%	8.34%
过剩（短缺）					-639	-17,454	-27,444
水泥总产能	141,037	146,966	160,278	182,096	200,685	208,638	214,805
+/- %	4.40%	4.20%	9.10%	13.60%	10.20%	4.00%	3.00%
新型干法产能	67,037	78,966	98,278	127,496	154,085	170,038	181,205
新型干法产能占比	48%	54%	61%	70%	77%	81%	84%
产能利用率	88%	92%	87%	90%	92%	93%	94%

数据来源：数字水泥网 爱建证券

11 年需求并未减缓，且由于水泥行业投资减速、淘汰落后产能的因素的存在，整体水泥行业相比今年有着更好的景气程度。我们测算了全国各个区域的供需差，以直观预测 2011 年的区域景气度，大致由高到低为：华北、中南、华东。对于处在这些区域的龙头企业，由于市场控制力强，有理由水泥价格和盈利都看高一线。

表 5：2010-2011 分区域净增产能预测

区域	2009年产量	2010年 新增水 泥产能	2010年 淘汰水 泥产能	2010年 净增水 泥产能 /2009年 产量	2010年预 计产量	2011年 新增水 泥产能	2011年 淘汰水 泥产能	2011年 净增水 泥产能 /2010年 产量
全国	162897.83	26420	10727.7	9.63%	183726.19	12013	10000	1.10%
华北	19137.06	3277	2564.3	3.72%	21624.88	851	2191.37	-6.20%
东北	11280.89	732	916.6	-1.64%	12070.55	969	699.96	2.23%
华东	58677.29	4465	2134.6	3.97%	62197.93	1085	1630.09	-0.88%
中南	43599.23	4457	2643.8	4.16%	48831.14	2306	3517.22	-2.48%

西南	20218.77	6809	1286.6	27.31%	26520.95	3383	1058.88	8.76%
西北	9984.59	6679	1181.8	55.06%	12480.74	3419	902.48	20.16%

来源：爱建证券

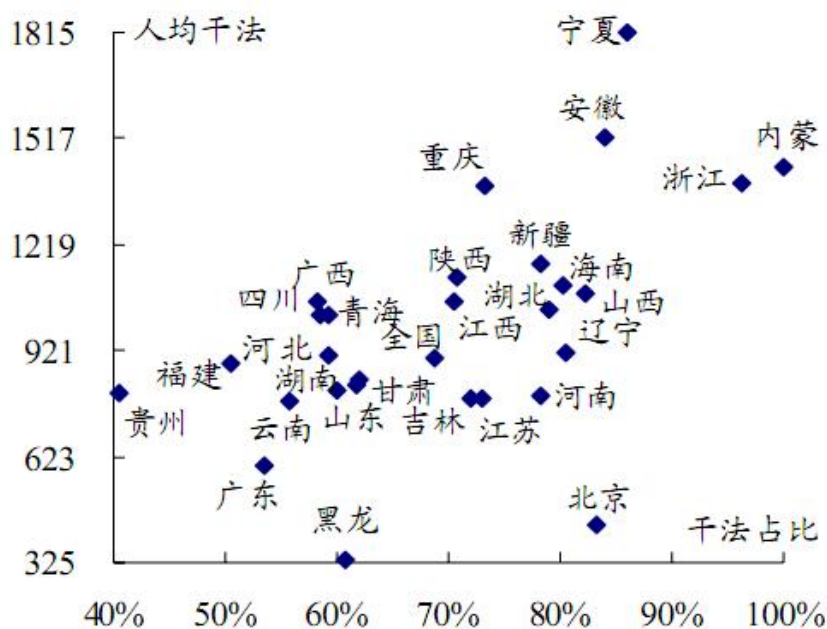
国家政策执行坚决，2010年华东限电、水泥价格大涨也是表现形式之一。而2011年一季度淡季不淡，水泥价格保持高位运行，到3月中旬，全国高标号水泥均价仅下降了30元，也是供给端发力，从而保证水泥价格的进一步体现。

限“新”致使水泥投资增速、总额都大幅下降

2011年《水泥行业准入条件》正式实施，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。

全国大部分省份水泥产能都超过人均900公斤，如果不批准新线，可以预见未来两年内主要为在建的水泥线投产形成的产能，新增产能增加非常有限。如上文的估算，2011年约有1.2亿吨水泥产能投放，主要在西部地区，2011年下半年以后将进入新增产能空档期，行业也会在产能释放之后走出比较稳定的上升行情。

图 2：新干法产能占比及新干法熟料人均量



数据来源：DC，CEI，爱建证券

需求端维持年初预计，2011年需求21亿吨，同比增长13%。

2010 年全年水泥产量达到 18.8 亿吨，而 2011 年预计在保障房、水利、建材下乡全国推开三项的拉动下，水泥的需求还将维持高位，将达到 21 亿吨，增速达 13%。

千万套保障性住房对平抑地产投资下滑有明显作用。地产投资下滑较快——我们预计 2011 年房地产开发投资增速将下降到 20%左右；基建特别是水利投资，将弥补地产投资下滑对固定资产投资的影响。水利方面，预计未来十年，年均水利投资额将达到 4000-5000 亿，较“十一五”期间年均 1174 亿的规模增长 240%，我们预计水利投资将转化为每年 6000—7500 万吨的水泥需求。建材下乡全国推开有望超预期提升水泥需求。

表 6：水泥下游行业需求增长预测

	2009	2010	2011E	2012E	10/09	11/10	12/11
城镇房屋	69,927	79,231	84,348	93,746	13.31%	6.46%	11.14%
居住建筑	26,977	30,990	33,032	36,811	14.88%	6.59%	11.44%
商品房	22,998	25,298	26,320	29,191	10.00%	4.04%	10.91%
经济适用房、廉租房及其他保障性住房	3,979	5,692	7,400	9,620	43.05%	30.01%	30.00%
城镇商业建筑及工业建筑	15,973	17,251	17,596	18,124	8.00%	2.00%	3.00%
基础设施建设	67,435	77,484	80,892	83,517	14.90%	4.40%	3.25%
高速铁路	4,836	6,045	7,053	7,500	25.00%	16.67%	6.34%
水利建设	1,578	2,098	5,000	6,000	32.95%	138.32%	20.00%
水电建设	1,522	1,751	1,926	2,118	15.05%	9.99%	9.97%
农村建设	39,284	43,999	46,592	55,226	12.00%	5.89%	18.53%
农村住宅及农业建筑	8,044	8,849	10,176	12,194	10.01%	15.00%	19.83%
农村基础设施建设（含二级以下公路）	31,240	35,151	36,416	43,033	12.52%	3.60%	18.17%
全国水泥需求量合计	162,161	186,800	211,832	229,489	15.19%	13.40%	8.34%

数据来源：爱建证券

1.5 我们的推荐顺序为：海螺水泥、冀东水泥、金隅股份、华新水泥、江西水泥，但由于前期很多个股涨幅已经很多，二季度重点推荐公司只有海螺水泥、冀东水泥。

区域景气提高趋势下，如果水泥价格维持高位，则水泥产能最大的企业，无疑将是盈利最多的。而在量价配合下，盈利提高幅度最大的企业，也将在EPS/PE上充分体现。就目前我们的分析，投资梯队为：海螺水泥、冀东水泥、金隅股份、华新水泥、江西水泥。

我们上调海螺水泥 2011—12年业绩至3.4、4.35元、维持2月行业跟踪报告的目标价55元，距离目标价位还有40%的涨幅，保持“强烈推荐”评级。江西水泥2011—12年业绩至1.28、1.6元、目标价21元，华新水泥 2011—12年业绩至 3.2、4.1元、目标价52元，暂时调整为“中性”。

后文将重点讨论华北水泥的前景，并调整冀东水泥盈利预测至2011年 EPS在 1.9-2.25元、目标价格33元，维持“推荐”评级。金隅股份（600192）2011年 EPS预测 1.03-1.13元、目标价格18元，暂时调整为“中性”。

就涨幅而言，江西水泥、华新水泥、金隅股份等都接近推荐的目标价位，海螺水泥距离目标价位还有40%的涨幅，冀东水泥也有15%涨幅，所以二季度重点推荐公司只有海螺水泥、冀东水泥。

2 华北地区将继华东地区呈现企业协同增强的局面吗？

数字水泥网信息：3月 20 日冀东水泥针对北京、天津两地发布提价通知，北京提价 100元/吨；天津提价 80元/吨。3月 26日金隅也将执行所有品种水泥价格上调 100 元/吨销售方案。由于北京水泥市场一直以金隅为主导，所以可以确定北京价格上调将会在 3月 26 日起开始执行。此次价格上调幅度较大，超出前期预测。

目前江浙电力供应紧张，浙江部分地区缺口达到 20%，而且根据电源投资周期性推断，未来两年内电力供应紧张都将维持。去年四季度由于限电导致能耗较高的水泥生产企业开工不足，供应出现短缺，水泥价格大涨。今年的电力供应紧张有可能导致全年各月的平均限电。这样，对于水泥企业避免了“一刀切”，有利于提早安排生产销售计划，保证市场需求。另一方面，水泥淡季一季度华东地区企业采取的主动限产保价措施，可能延期到二季度。浙江水泥协会计划 4—6 月每月停窑 10 天，江苏水泥企业也有限产计划，这样既可以达到限产保价的效果，又能在客观上减少电力消耗，对于水泥企业来言是远远利大于弊的。

冀东水泥、金隅股份涨价的原因，除了煤炭涨价、矿山开采成本增加、治理超载超限导致运输费用提高之外，我们认为很重要的一点在于企业协同，两者在区域市场占有率接近 40%，仿效华东企业提价增利意愿强烈。去年四季度，由于国家限电，同时华东地区企业协同，导致水泥价格大涨从而企业业绩大幅提高，已经引起全国水泥企业的极大兴趣。而位于水泥价格相对较低、区域集中度高的水泥企业，想要借助协同提价增利，我们认为客观条件已经具备，成功概率较高。

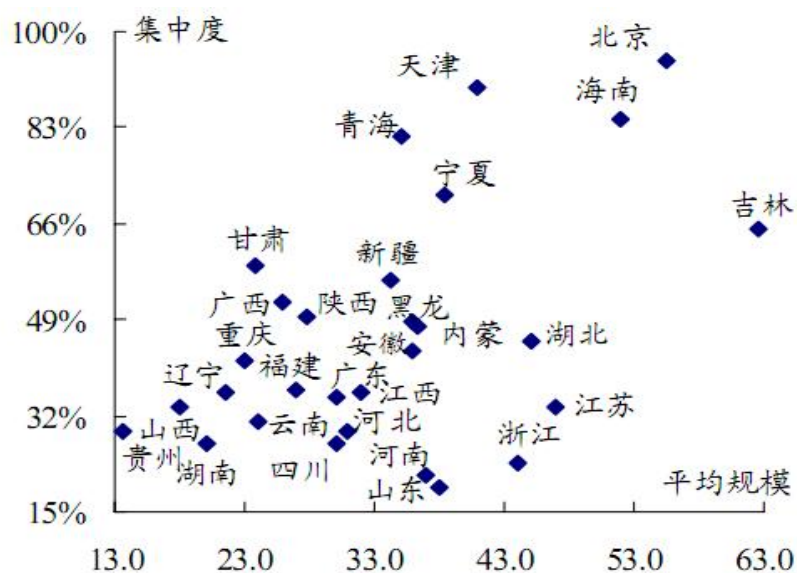
如上述条件，我们认为吉林亚泰集团、湖北华新也可能借助区域企业价格联盟来大幅提价。再有就是中材旗下西北的三家企业，天山股份、青松建化、祁连山，但区域目前价格已经处于高位，且二季度新投产产能较多，后续价格需密切跟踪。如果区域价格出现超出全国平均水平的上涨，则区域企业盈利弹性增大，股价可看高一线。

表 7：全国各区域水泥龙头企业

区域	省份	龙头企业
华北	河北、山西、陕西、内蒙	冀东水泥、金隅集团
华东	江苏、浙江、山东、安徽	中国建材、海螺水泥
华中	湖北、湖南、江西、河南	华新水泥、海螺水泥、中国建材
华南	广东、广西、福建	台泥集团、华润水泥、海螺水泥
西北	新疆、甘肃、宁夏、青海	中材股份
东北	黑龙江、吉林、辽宁	亚泰集团、天瑞集团、山水集团
西南	四川、重庆、贵州、西藏、云南	集中度较低，企业较多

资料来源：爱建证券

图 3：水泥企业集中度及平均规模



数据来源：DC，爱建证券

冀东水泥、金隅股份盈利预测调整

考虑到此次京津地区大幅提价及未来河北地区提价预期（需密切跟踪），我们上调冀东水泥盈利预测至 2011 年 EPS 在 1.9-2.25 元，金隅股份（600192）2011 年 EPS 预测 1.03-1.13 元。目前水泥行业 2011 年 PE 为 17.6 倍，若和行业估值水平一致，保守估计金隅股份、冀东水泥目标价格分别在 33 元、18 元。

3 西北水泥一季度表现良好，未来走势将如何？

最近一个月，西北水泥、以及有重组概念的水泥股涨势远超水泥板块。西北水泥走强主要是由于区域需求旺盛，出货量增加，而价格维持在高位，使得全年业绩弹性加大。新疆 2011 年前 2 个月水泥产量 76 万吨、同增 55%（增速居全国第 2 位，全国增速为 9%）、增速比上年同期提高 33 个百分点。天山乌昌地区目前出货量同比高 1-2 倍。青松水泥签订 4 月 32.5 水泥价格 360-380 元之间、同比高 20-30 元左右，5 月价格比 4 月高 40 元（同比高 60-80 元左右）。天山乌昌现在 32.5 标号水泥价格 420 元，去年同期 360-370 元。

板块内涨幅最大的前十家公司（2011-01-21~2011-03-18）分别是：

涨幅排名	代码	证券名称	涨幅
1	600720.SH	祁连山	20.00%
2	600801.SH	华新水泥	19.54%
3	000935.SZ	四川双马	17.41%
4	600425.SH	青松建化	16.55%
5	000877.SZ	天山股份	10.30%
6	600881.SH	亚泰集团	6.84%
7	600539.SH	狮头股份	6.73%
8	600217.SH	*ST 秦岭	6.38%
9	600585.SH	海螺水泥	6.35%
10	002233.SZ	塔牌集团	6.24%

数据来源：WIND

因为新疆全年水泥投放量较大，如果西北水泥价格在二季度产能大量投放的情况下还能维持，或者如同第二个问题中，出现大企业之间的价格协同，则股价还可看高一线。但如果随着产能投放，价格出现大幅下滑，则可能出现区域板块股价下滑的走势。总之，还是年初那句话“紧盯供给端”，跟踪水泥销售的价格变化。

表 8：2011 年各季度新疆计划投产新型干法水泥生产线

企业名称	熟料规模 t/d	所在地区	建成时间	各季度投产 t/d
图木舒克市前海水泥有限公司	2500	喀什（图木舒克）	2011.01	14500
阿克苏天山多浪水泥有限公司喀什分公司	4000	喀什	2011.01	
阿克苏天山多浪水泥有限公司叶城分公司	4000	喀什	2011.01	
新疆金龙水泥有限公司	4000	伊犁	2011.01	
喀什飞龙水泥有限公司	2000	喀什（市）	2011.04	15000
鑫疆建材有限责任公司	2500	伊犁（特克斯）	2011.04	
莎车隆基水泥有限公司	2500	喀什（莎车）	2011.05	

喀什疏勒新森水泥有限公司	2500	喀什（疏勒）	2011.05	
青松本部	2500	阿克苏	2011.05	
新疆天基水泥有限公司	3000	阿克苏	2011.05	
喀什红旗水泥有限公司	2500	喀什	2011.08	
库车青松水泥公司	5000	阿克苏（库车）	2011.08	17500
伊犁霍城三山水泥公司	3000	伊犁（霍城）	2011.08	
乌苏青松水泥有限公司	2500	乌苏	2011.08	
伊犁天山	4500	伊犁（察县）	2011.09	
山东山水水泥集团	15000	喀什（英吉沙）	2011.12	15000
合计				62000

数据来源：爱建证券

4 日本地震对我国水泥出口是否有很大拉动？

本部分对日本灾后重建可能引发的水泥需求、我国供应日本水泥的可能性进行测算。

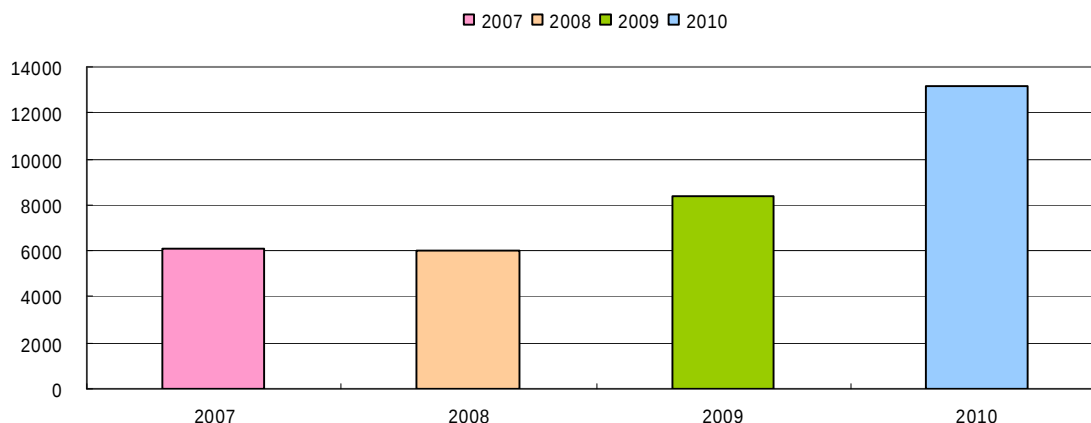
日本灾后重建可能引发的水泥需求量。根据对比汶川地震和日本地震，粗略测算在未来两年内日本灾后重建所需水泥量将达 8000 万吨。因为两次地震虽然有级数差别，但在受灾人口数，受灾面积方面，都有很大的相似性，故采用对比估计日本灾后重建水泥需求量。

项目	四川	日本
人口（万人）	8750	12000
土地面积（万平方公里）	48.5	37.8
地震级数	8	9

资料来源：四川地震局 公开媒体

由四川汶川地震前后水泥需求量可见，2009-2010 年间，水泥需求量激增 9000 万吨左右，而震前水泥需求量是较为平稳的，即便算上经济增长，水泥需求量的增长在这两年也要高于 8000 万吨，即年需求量增加 4000 万吨以上。

图 4：四川汶川地震前后水泥需求量（万吨）



数据来源：《水泥》 爱建证券

以两次地震、汶川灾后重建水泥需求类比，日本震后重建需求量粗略估计每年也将增加 4000 万吨以上。而日本国内 2010 年的水泥需求量仅为 4177 万吨，因为日本属于地震多发国家，建筑中木结构、钢结构比例较高。

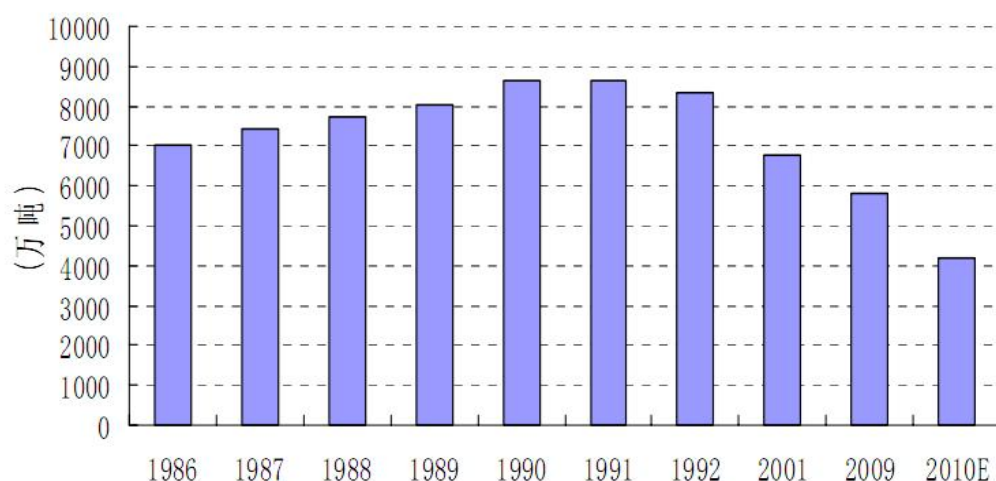
图 5：日本建筑开工面积中钢结构占比



数据来源：日本统计局、爱建证券研究

按建筑面积排序，2007 年木结构所占比例为 35.4%，仅次于占 38.8% 的钢结构（数据来自日本统计年鉴）。也就是说，这两种房屋结构在其建筑中占比已经超过 70%，而剩下的钢筋混凝土结构和钢筋混凝土结构中才需要水泥，与中国的建筑中高比例使用水泥相差很大。

图 6:日本过去 15 年水泥产量



数据来源:《水泥》 万方数据

由于建筑中水泥用量比例低, 2010 年日本全国的水泥产量仅为 4177 万吨, 仅相当于高峰期 1991 年左右水泥需求量 8648 万吨的 48.3%。如果按照前文的估计, 明后两年年均水泥需求增量超过 4000 万吨, 则相当于 2010 年产量翻番。

2001 年日本产能 8030 万吨, 而 10 年间淘汰落后产能不到 10%, 2010 年水泥产量低主要是因为需求不足, 开工率低。按照 2009 年日本水泥产量 5832 万吨, 发达国家 70-80%左右的开工率计算, 目前日本水泥产能也在 7000 万吨以上。

通过前文两步估计, 日本水泥的产能与灾后重建的缺口仅为 1000~1500 万吨左右, 除非在此次地震中水泥企业遭受比较大的损失, 水泥产能遭到较大破坏, 但目前尚未有相关报道统计。1000~1500 万吨左右的水泥需求量, 仅占 2010 年国内水泥产量 18.68 亿吨的 1%不到, 对国内水泥行业供求关系影响可以忽略不计。

日本水泥质量高于国内水泥的平均水平, 影响灾后重建需求。

日本处于地震多发国家, 对建材强度的要求远远超过我国。我国的水泥强度未达到日本的国家标准。我国常用的各等级水泥在制成混凝土以后 3 天和 28 天的强度分别比日本国家标准低 10%-50%。这将导致我国水泥在日本市场的拓展难度较大。

图 7: 中日水泥强度对比

水泥品种	日本		水泥品种	中国	
	3 天	28 天		3 天	28 天
普通水泥	30.4	53	42.5	16	42.5
速硬水泥	38	58	52.5	22	52.5
硅酸盐水泥	29.2	60.9	52.5R	26	52.5

资料来源: CEMENT TECHNOLOGY 中国水泥国家标准

可能支持日本灾后重建的国内水泥企业

水泥本身因为体积大、运输中还要做防水防潮等措施，远距离运输成本在其总成本中占比较大，一般产销半径为 200-500 公里。如果支持日本灾后重建，可能的企业是距离近的，如位于东北的亚泰集团、冀东水泥，还有就是有出口经验的海螺水泥。建议重点关注亚泰集团，因为其在当地市场占有率超过 40%，如果有增量需求，可能引起区域水泥价格上涨，业绩弹性相对大。

日本灾后重建的对钢结构企业出口促进大

这次日本 9.0 级地震中建筑倒塌直接导致的人员伤亡几乎可以忽略，却是海啸去了成千上万的生命；而 2010 年 8.8 级智利地震同样引发了巨大的海啸，却只造成了 200 多人的死亡(其中许多还是建筑物倒塌引起的)。智利与日本同是地震危险度很高、从而对建筑抗震非常重视的国家，就科技与经济发展水平而言，日本远非智利可比，日本建筑物的抗震能力也绝对世界一流(这次地震其实也证明了日本建筑物在抗震防倒塌方面的成功)。但此次海啸造成日本人员伤亡巨大，很大一部分是因为建筑中采用木结构较多，而木结构在海啸中不堪一击。

目前发达国家建筑中钢架构比例高，如澳大利亚钢框架住宅占比 50%，美国工程中钢结构也占到 51%。而日本钢结构开工建筑面积占比从 1960 年的 13%提升至现 40%左右，预制装配住宅中钢结构占比高达 71%。我们估计灾后重建时，日本可能会更多采用钢结构。

利好国内上市公司：精工钢构。公司 2005 年获得了日本钢结构 H 等级认证，并且在 10 年复审中顺利通过，是国内最早通过日本认证的企业之一。

5 下游基建、保障房对水泥价格上涨的承受力如何？

我国水泥需求的大体格局是——基建：房地产：农村为 4:3:3，上市建筑、地产企业开工项目集中在城镇，对于水泥价格的承受能力比农村要高得多。而基建由于其政府投资属性，很多不以盈利为目标，建安成本在其投资决策中考虑更少。因此，水泥价格上涨首先导致的将是水泥需求的再平衡，水泥的短缺真正影响的是农村的水泥需求。

而由于通货膨胀因素，人工、钢材等等都在涨价，水泥价格的上涨幅度并不算大。建筑成本中，混凝土建筑的人工成本约占 30%，钢筋 20%，水泥价格大涨也不到 10%。普通建筑每平方米混凝土用量约 0.35 立方米，而水泥在混凝土中的配比为 310-320 公斤/立方米。因此，水泥价格上涨 300 元，建筑造价上升 100 元左右，对下游的基建、地产企业影响不大。

投资评级说明

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

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任一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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。