

水泥行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

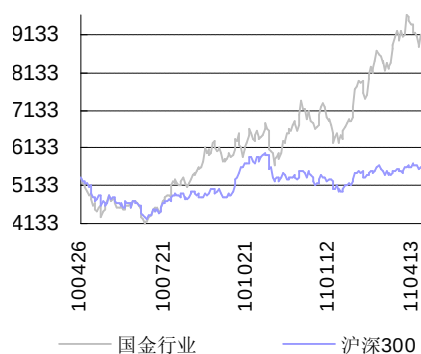
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

水泥数据将打破困局暨年报季报小结

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	50.09
市场优化平均市盈率	29.70
国金水泥指数	9083.95
沪深 300 指数	3299.94
上证指数	3010.52
深证成指	12708.42
中小板指数	7156.68



相关报告

1. 《大逻辑下水泥股仍存较大机会》，2011.4.6
2. 《日本地震对中国水泥行业的影响点评》，2011.3.14
3. 《进一步增加水泥资产的配置》，2011.2.27

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
 (8621)61038234
 hegww@gjzq.com.cn

主要事件：

- n 近期水泥股又出现了一些调整，市场存在纠结，逻辑上存在困局；
- n 大部分公司的年报和季报披露完毕，近期行业运行数据也已掌握，数据或许能打破困局。

主要观点

- n 我们认为“自上而下”的思路以及当心水泥价格向上动力不足是近期行业出现调整的主要原因，我们认为行业运行数据或许能打破困局，使行业整体仍走出向上的走势。当然这些数据都是我们前期强调的供给面逻辑（也称行业生态环境发生好转）的验证，而且在超预期的验证。
- n **数据一：**以海螺水泥为例，一季度吨毛利在 125 元以上，净利润同比增长将近 180%，这些数据足以说明行业运行环境的好转趋势，更重要的是进入四月份以来，海螺水泥所在区域的价格趋势进一步好转和明朗（比如上周福州趋势又上涨 50 元等等），我们认为海螺水泥吨毛利逐渐走高、甚至继续超过去年高点的概率还很大。
- n **数据二：**而从行业数据来看，一季度水泥产销增速超过 18% 的增长也在说明需求没有问题，而且从目前的表现形势来看，今年全年需求增速超过我们之前预测 9% 的概率还很大，后续需求的看点自然还是保障房、水利设施投资和西部基建等诸多方面。
- n **数据三：**从供给面的行业数据来看，水泥行业固定资产投资增速同比下降 23.5%，这也在说明供给面做减法的数据依据越来越充分，而且未来负增长趋势将进一步扩大。
- n **从政策层面来看：**需要重点说明三个方面

其一：关于限价：我们还是强调水泥被大面积限价的概率很低，理由就是目前水泥价格并未对下游产生不能忍受的成本压力，而且水泥价格上涨与 CPI 关联度很低，从目前和协会、部分企业等部门沟通了解的情况，我们认为水泥价格未来的走势还是看供需关系，只要供需逻辑没有问题，水泥价格上涨趋势不会改变。

其二：关于新线审批：我们重申今年之内放开的概率很低，国家放开新线审批更多考虑的战略性的考虑，而不是短期水泥价格趋势，即使未来放开，也是会参照 38 号文和落后产能淘汰的执行情况分区域有节奏放开，短期之内没有预期放开的论据。

其三：关于落后产能淘汰：近期媒体报道出 1.3 亿吨今年的淘汰量，这又是一个超预期的量，进一步表达了政府对水泥行业结构性调整的的决心，更能支持行业生态环境在未来将进一步好转，而且今年淘汰量的水分将大幅度降低。

主要结论

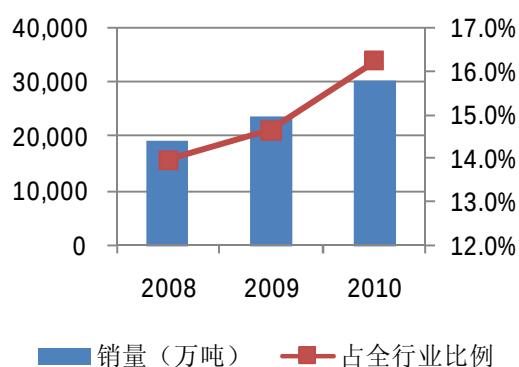
- n 支持我们看好水泥行业的理由只有两个：其一，行业供给面逻辑使得行业整体生态环境在逐渐好转；其二，目前的估值水平从自下而上的行业层面来看并未充分这种生态环境的好转。只要这两点理由还存在，我们看好的理由就是充分的。
- n 从第一点来看，从上述的三点数据和政策已经很明显在说明，行业正走在好转的路上，而且未来还要持续，未来的数据会进一步验证这种趋势。

- n 而从第二点来看，我们始终拿海螺水泥为列，因为海螺水泥是行业标杆，其估值水平的趋势决定行业估值的趋势，即使个股估值趋势可能有差异，但方向上是与海螺水泥趋同的。如果按照我们目前的盈利预测水平，海螺水泥就 10 倍 PE 多一点，很明显，这是一个偏低的估值水平，就像我们上篇报告所说“目前的估值水平更多的是反映了很多投资者自上而下看行业充满更多的谨慎预期，而并未反映完全反映生态环境不断好转的预期”，因此，我们目前时点还看好水泥行业的投资机会。
- n 我们给予水泥资产的目标估值区间大约为 11 年 15~20 倍之间，推荐标的是：大水泥——海螺水泥、冀东水泥；东部中小水泥——巢东股份、福建水泥（区域涨价的趋势和公司管理逐步改善的预期或被市场低估）、江西水泥、华新水泥、金隅股份、塔牌集团等。西部水泥——祁连山、四川双马、赛马实业。对于新疆的天山股份和青松建化，则存在今年 EPS 超预期的机会。

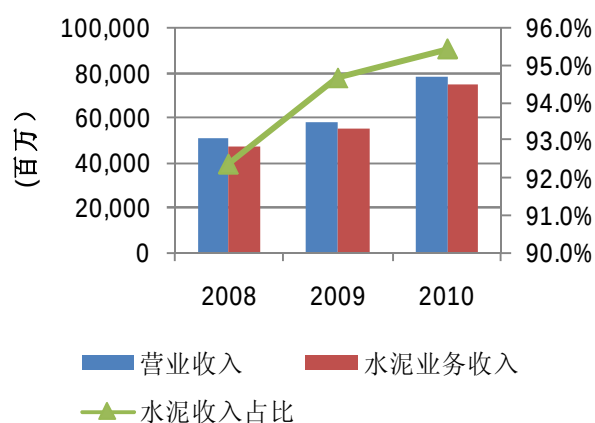
主要水泥公司 2010 年业绩总结

- n 我们的考察样本包括海螺水泥、冀东水泥、巢东股份、江西水泥、华新水泥、同力水泥、福建水泥、塔牌水泥、赛马实业、祁连山、天山股份、青松建化等 12 家上市公司。
- n 2010 年上述 12 家样本公司实现水泥熟料销量 30343 万吨，同比增长 26.2%，高于整个水泥行业 14.3% 的产量增速；占全国水泥总销量的 16.2%，上升 3.4 个百分点。
- n 2010 年样本公司共实现营业收入 788.41 亿元，同比增长 35.3%；水泥业务实现销售收入 752.46 亿元，同比增长 36.4%，占营业收入比重为 95.4%，上升 0.7 个百分点。

图表1：样本公司水泥销量和占全行业的比例



图表2：样本公司营业收入和水泥业务收入



来源：公司年报、国金证券研究所

- n 分公司来看，收入增长最快的公司是冀东水泥，收入同比增长 58.3%，增长最少的是同力水泥，增长 9.8%。

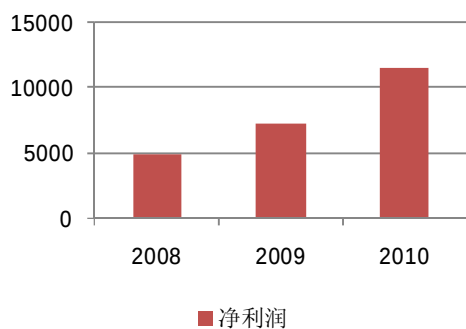
图表3：样本公司收入增速

	海螺水泥	巢东股份	江西水泥	福建水泥	华新水泥	塔牌集团	同力水泥	冀东水泥	赛马实业	祁连山	天山股份	青松建化
2009 收入增速	3.2%	13.8%	49.3%	-6.7%	8.8%	16.4%	4.2%	53.0%	30.9%	34.1%	17.8%	31.6%
2010 收入增速	38.0%	34.6%	34.3%	18.0%	22.6%	20.6%	9.8%	58.3%	34.1%	21.5%	38.6%	40.3%

来源：公司年报、国金证券研究所

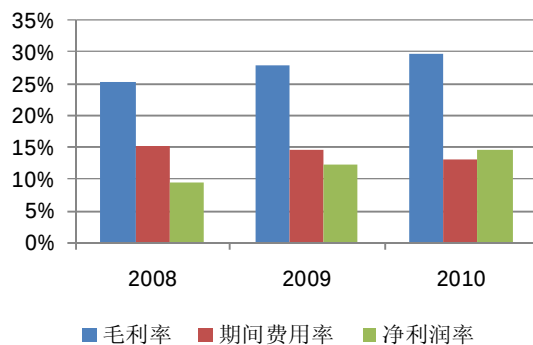
- n 2010 年样本公司实现销售毛利率 29.8%，同比增加 1.9 个百分点；实现销售净利率 13.5%，同比增加 2.1 个百分点，三项费用率为 13.2%，同比下降 1.5 个百分点。

图表 3: 样本公司净利润 (百万元)



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 4: 样本公司毛利率、净利率、费用情况



- n 分公司来看, 销量增长最快的公司是冀东水泥, 同比增长 92.2%。净利润增长最快的是巢东股份, 同比增长 1136.3%。

图表 5: 样本公司销量增速

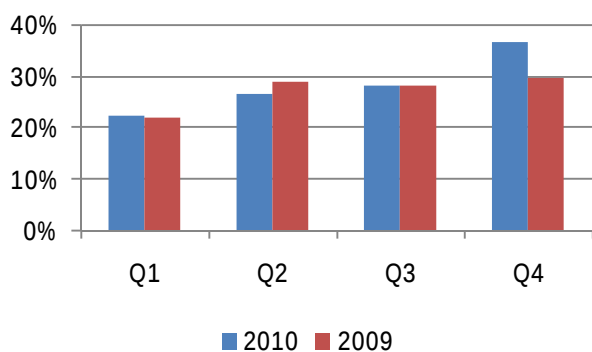
	海螺水泥	巢东股份	江西水泥	福建水泥	华新水泥	塔牌集团	同力水泥	冀东水泥	赛马实业	祁连山	天山股份	青松建化
09 增速	16.0%	39.2%	66.6%	8.7%	13.7%	24.6%	256.6%	43.3%	11.5%	10.9%	25.2%	24.3%
10 增速	15.7%	14.4%	23.6%	7.7%	19.7%	11.9%	11.8%	92.2%	30.9%	29.9%	21.2%	10.3%

来源: 公司年报、国金证券研究所

4 季度水泥价格大幅上涨是盈利改善的主要原因

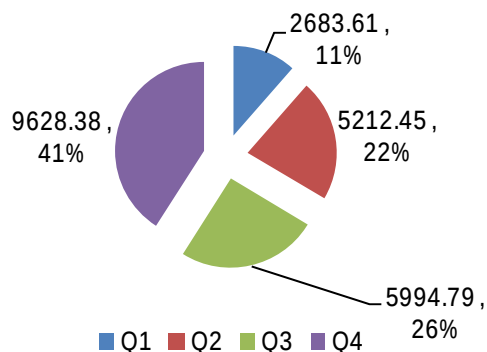
- n 通过分析去年分季度毛利率, 可以发现, 前三季度样本公司的毛利率没有明显改善, 但 4 季度毛利率出现飙升, 达到 37%, 同比增加 7 个百分点, 造成全年毛利率上升 1.9 个百分点。

图表 6: 样本公司 2009、2010 分季度毛利率



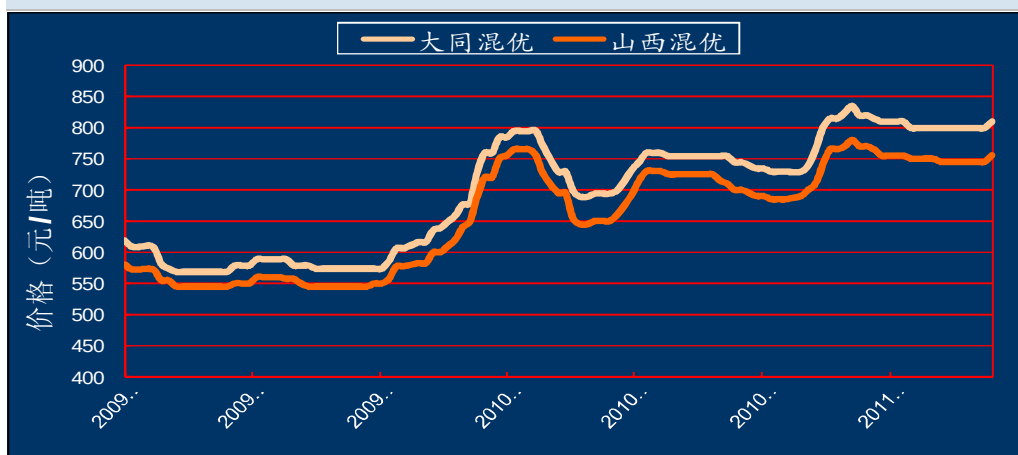
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 7: 样本公司 2010 分季度毛利 (百万元)



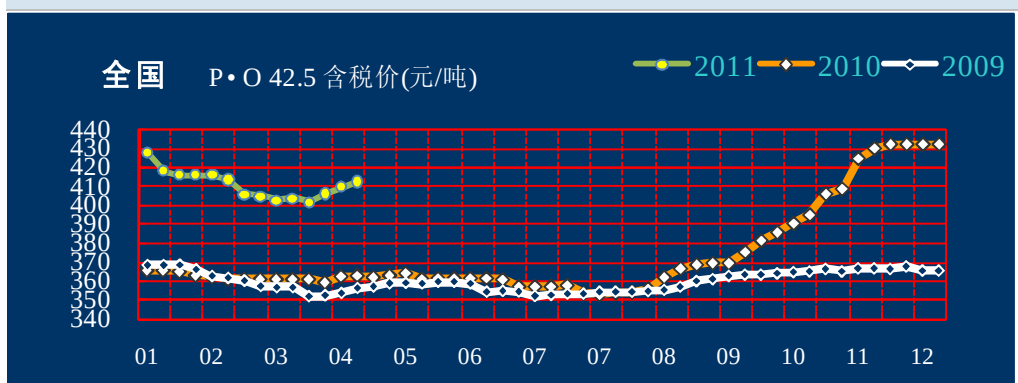
- n 主要成本煤炭的价格保持平稳, 限电和淘汰落后造成的水泥价格大幅上涨是毛利率大幅走高的主要原因。9 月末全国 PO425 水泥价格为 369.33 元/吨, 同比上涨 1.8%, 较去年底上涨 1%; 12 月末水泥价格上涨至 431.83 元/吨, 同比上涨了 18.1%。

图表 8: 全国煤炭价格走势



来源: WIND 国金证券研究所

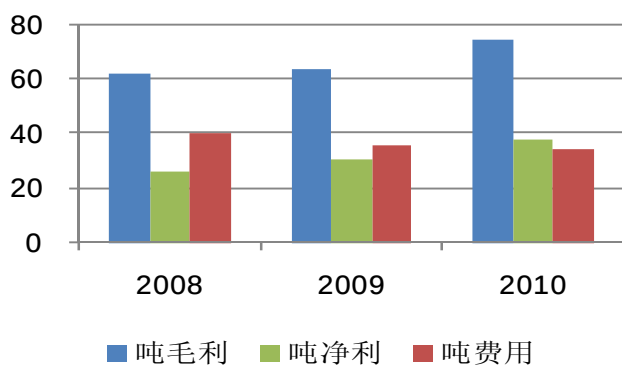
图表 9: 全国 PO425 水泥价格走势 (元)



来源: DC、国金证券研究所

- n 2010 年样本公司吨售价 248 元, 同比上升 18 元; 吨毛利 75 元, 同比上升 11 元; 吨净利 38.1 元, 同比上升 7.6 元。吨销售费用 12.1 元, 同比下降 1.5 元, 吨管理费用 15.1 元, 同比下降 0.6 元, 吨财务费用 7.1 元, 同比上升 0.7 元。

图表 10: 样本公司吨水泥售价、毛利、净利



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 11: 样本公司吨水泥期间费用

