



高业绩持续化解估值压力

年报情况：行业盈利提升，东西部差距缩小。

截至目前，中信建投分类的水泥板块 19 家公司全部公布年报，这 19 家公司全年共实现营业收入 1141.50 亿元，同比 09 年增长了 38.17%；实现营业利润 166.76 亿元，同比增长 51.97%；实现利润总额 197.21 亿元，同比增长 50.68%，归属于母公司的净利润 143.50 亿元，同比增长 47.51%。从盈利能力看，上市公司 2010 年毛利率为 28.50%，相比 09 年提高了 0.96 个百分点。整体来看 2010 年得益于水泥行业价格上升，相关上市公司仍然保持较快的利润增长，成长能力和盈利能力都有较大提高。

个股表现：西北持续景气，东部奋起直追。

从收入增速来看，增长较快的有金隅股份、冀东水泥、ST 秦岭、青松建化、天山股份、海螺水泥等，增速均在 35% 以上。从利润增速来看，增长较快的主要有重整的 ST 秦岭，以及受益于价格上涨的东部水泥如海螺水泥、江西水泥、福建水泥，此外新疆的天山股份和青松建化表现较好。过去两年独领风骚的西北龙头赛马实业和祁连山则出现了毛利率的小幅回落，利润增速下降。而内蒙古的西水股份、东北的亚泰集团、西南的四川双马和山西的狮头股份则出现了负增长。从盈利能力来看，整体西北水泥股领衔，华东龙头股也表现较好。西北的赛马实业仍以 41.21% 的高毛利率位居榜首，祁连山居次席，但毛利率较 09 年出现较大幅度回落。海螺水泥受益价格提升，吨毛利提高，摘得探花。

一季报情况：价格维持高位，同比去年业绩暴增。

从一季报情况来看，这 19 家公司今年 1-3 月份共实现营业收入 268.76 亿元，同比 09 年增长了 48.80%；实现营业利润 41.87 亿元，同比增长 233.77%；实现利润总额 45.77 亿元，同比增长 160.02%；归属于母公司的净利润 31.73 亿元，同比增长 133.76%。从盈利能力看，由于水泥价格同比去年同期涨幅较高，水泥上市公司盈利能力明显上升。2011 年一季度毛利率为 31.80%，相比 2010 年同期大幅提高了 8.84 个百分点。从个股情况上来看，仍然是以涨价幅度最高的华东、中南水泥股表现抢眼，巢东股份、海螺水泥、塔牌集团、江西水泥、华新水泥、同力水泥、尖峰集团同比业绩均大幅上涨。而西部地区 and 北部地区水泥一季度则表现较弱，祁连山、赛马实业、亚泰集团、青松建化、四川双马、西水股份和 ST 秦岭同比利润增速均出现下滑。从毛利率的变化上，大多数水泥股毛利率同比去年均有提高，东部水泥吨毛利甚至能够翻番，出现毛利率下滑的主要是赛马实业、祁连山、四川双马、青松建化、西水股份、ST 秦岭。而 ST 秦岭甚至出现毛利率为负的情况。

水泥

维持

增持

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440210080009

发布日期：2011 年 5 月 5 日

市场表现



相关研究报告

11.04.20	玻纤行业迎来量价齐升的黄金发展期
11.02.28	水泥行业深度报告：革新中发展 调整中前进
10.12.14	2011 年建材投资策略报告：产业整合和创新创造行业机会



行业利润水平明显提高，水泥价格高位有望贯穿全年。

水泥行业虽然存在较为严重的产能过剩现象，但由于受新增产能掐断，东部企业限电以及企业主动限产等因素影响，庞大的产能放受客观和主观多方面限制，并没有有效释放，而需求端受保障房及相关基建投资带动整体保持相对稳定的增长。因此，在供给端受限条件短期难以出现变化的基础上，我们有理由判断行业高利润水平格局将贯穿全年并可能持续到 2012 年。

行业评级：维持“增持”评级。

我们认为，一方面，行业在限制新建产能政策不变的情况下，供需格局不断改善，电力供应紧张和企业主动限产使水泥行业迎来很好的盈利机会。作为周期类板块中的投资品种，水泥相对其他行业，行业的区域独特性和供给格局改变，使得行业在近期的高盈利更具确定性，从而使板块 PE 水平相对较低。同时不排除价格继续提升盈利继续提升的可能性，从而使水泥板块显得 PE 水平更低。从 PE 估值来看，主要的水泥公司目前估值水平都不高，主要水泥上市公司 11 年的市盈率水平基本都不超过 15 倍，我们认为伴随盈利的兑现和业绩超预期贡献，水泥股还会有较好表现。维持行业“增持”评级。另一方面，我们认为水泥区域景气度各不相同，在整体高盈利的判断中，我们更看好东北地区 and 新疆地区的水泥市场，二季度或迎来很好的投资机会。主要逻辑在于这两个地区的主要是需求带来的景气度上升，并没有在供给端对主要企业的产能发挥进行主动或者被动限制。

投资建议：看好亚泰集团、海螺水泥、冀东水泥等龙头公司及新疆水泥股

水泥板块年报和季报都体现了很好的收益和增长，PE 水平相对较低，因此认为现阶段还能带来较好收益。考虑未来各种因素造成的景气不确定性，我们认为更多关注区域景气度确定，估值水平相对较低的优质水泥上市公司。个股上主要推荐东北区域的亚泰集团和新疆区域的天山股份，青松建化；同时，也推荐龙头公司海螺水泥和冀东水泥等龙头公司。



行业年报及一季报信息评述

年报情况：行业盈利提升，东西部差距缩小

整体盈利能力继续提升

截至目前，中信建投分类的水泥板块 19 家公司全部公布年报，这 19 家公司全年共实现营业收入 1141.50 亿元，同比 09 年增长了 38.17%；实现营业利润 166.76 亿元，同比增长 51.97%；实现利润总额 197.21 亿元，同比增长 50.68%，归属于母公司的净利润 143.50 亿元，同比增长 47.51%。从盈利能力看，上市公司 2010 年毛利率为 28.50%，相比 09 年提高了 0.96 个百分点。整体来看 2010 年得益于水泥行业价格上升，相关上市公司仍然保持较快的利润增长，成长能力和盈利能力都有较大提高。

个股表现：西北持续景气，东部奋起直追

从收入增速来看，增长较快的有金隅股份、冀东水泥、ST 秦岭、青松建化、天山股份、海螺水泥等，增速均在 35%以上。其中金隅股份以 60.83%的增速居首，冀东水泥以 58.29%的增速居次位，两者均为华北地区的水泥龙头，增长较快一方面来自区域较高的水泥需求，另一方面也来自公司本身较快的产能释放。新疆水泥股受区内投资带动和产能释放仍然表现出较快增长，东部龙头海螺水泥受益于水泥价格四季度上涨表现亦不俗。相反西南的四川双马，湖北大冶的尖峰集团和山西龙头狮头股份、河南龙头同力水泥则表现较弱，成长乏力。

从利润增速来看，增长较快的主要有重整的 ST 秦岭，以及受益于价格上涨的东部水泥如海螺水泥、江西水泥、福建水泥，此外新疆的天山股份和青松建化表现较好。过去两年独领风骚的西北龙头赛马实业和祁连山则出现了毛利率的小幅回落，利润增速下降。而内蒙古的西水股份、东北的亚泰集团、西南的四川双马和山西的狮头股份甚至出现了负增长。

从盈利能力来看，整体西北水泥股领衔，华东龙头股也表现较好。西北的赛马实业仍以 41.21%的高毛利率位居榜首，祁连山居次席，但毛利率较 09 年出现较大幅度回落。海螺水泥受益价格提升，吨毛利提高，摘得探花。

表 1：上市公司 2010 年年报财务分析指标表

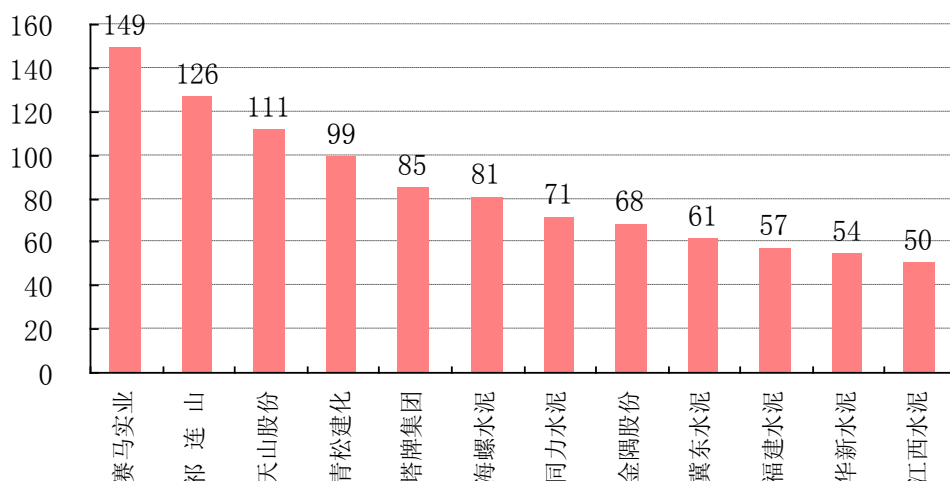
股票代码	股票名称	销售毛利率		销售净利率		收入增长率		利润总额增长率		净利润增长率	
		2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
600585	赛马实业	41.21	42.73	24.26	25.86	34.11	30.86	28.98	72.97	26.33	65.02
601992	祁连山	35.35	42.05	17.84	19.03	21.49	34.05	12.11	104.87	20.42	128.45
600801	海螺水泥	32.08	28.53	18.41	14.65	38.04	3.18	80.46	37.92	74.12	35.96
000401	冀东水泥	31.69	31.71	14.18	15.34	58.29	51.85	54.01	122.96	40.88	125.91
600318	巢东股份	30.92	13.99	8.01	0.87	34.64	13.84	1363.66	105.61	1136.34	105.71
002233	塔牌集团	29.17	26.73	9.94	8.57	20.59	16.42	50.15	7.27	43.11	10.67
000877	天山股份	28.90	26.40	11.84	10.61	38.63	17.78	60.29	46.90	43.98	88.66
000789	青松建化	28.80	28.56	18.16	17.64	40.27	31.63	36.49	74.06	47.33	76.74
600881	亚泰集团	26.25	28.96	7.08	14.2	32.92	35.82	-26.78	157.04	-34.03	129.50
000885	金隅股份	26.10	28.54	12.7	15.45	60.83	37.62	44.45	230.86	42.97	237.65
600291	西水股份	24.45	24.59	3.72	52.19	14.44	19.28	-89.56	1274.26	-95.27	1230.17

行业年报综述

600720	同力水泥	22.62	23.82	6.5	6.05	9.77	4.23	20.39	-20.52	13.50	-20.79
600449	华新水泥	22.27	23.54	7.79	8.19	22.63	8.77	16.00	24.21	14.40	8.81
600425	*ST 秦岭	22.09	14.19	35.35	-53.38	44.11	-14.63	195.64	10.33	200.42	8.35
000935	四川双马	21.53	24.30	7.35	30.45	-12.16	21.62	-74.74	169.45	-83.86	292.30
600802	江西水泥	20.48	18.14	7.55	4.75	34.26	49.34	122.91	50.53	131.91	34.90
600668	尖峰集团	19.60	15.26	11.33	6.13	0.05	10.97	92.93	131.74	79.68	144.35
600217	福建水泥	19.52	12.52	0.60	-8.33	18.02	-6.74	124.08	-1914.89	108.46	-2016.8
600539	狮头股份	14.96	17.69	0.27	0.16	-13.27	11.1	-47.74	296.31	41.23	-57.59

资料来源：中信建投证券研发部

从吨毛利上来看，西北四龙头赛马实业、祁连山、天山股份、青松建化吨毛利基本在 100 元左右。第二梯队是东部的塔牌集团和海螺水泥，吨毛利达到 80 元以上。

图 1：上市公司吨水泥毛利比较


资料来源：中信建投证券研发部

一季报情况：价格维持高位，同比去年业绩暴增

从一季报情况来看，这 19 家公司今年 1-3 月份共实现营业收入 268.76 亿元，同比 09 年增长了 48.80%；实现营业利润 41.87 亿元，同比增长 233.77%；实现利润总额 45.77 亿元，同比增长 160.02%；归属于母公司的净利润 31.73 亿元，同比增长 133.76%。从盈利能力看，由于水泥价格同比去年同期涨幅较高，水泥上市公司盈利能力明显上升。2011 年一季度毛利率为 31.80%，相比 2010 年同期大幅提高了 8.84 个百分点。

从个股情况上来看，仍然是以涨价幅度最高的华东、中南水泥股表现抢眼，冀东股份、海螺水泥、塔牌集团、江西水泥、华新水泥、同力水泥、尖峰集团同比业绩均大幅上涨。而西部地区 and 北部地区水泥一季度则表现较弱，祁连山、赛马实业、亚泰集团、青松建化、四川双马、西水股份和 ST 秦岭同比利润增速均出现下滑。

从毛利率的变化上，大多数水泥股毛利率同比去年均有提高，东部水泥吨毛利甚至能够翻番，出现毛利率下滑的主要是赛马实业、祁连山、四川双马、青松建化、西水股份、ST 秦岭。而 ST 秦岭甚至出现毛利率为负的情况。

表 2：上市公司 1q2011 年年报财务分析指标表

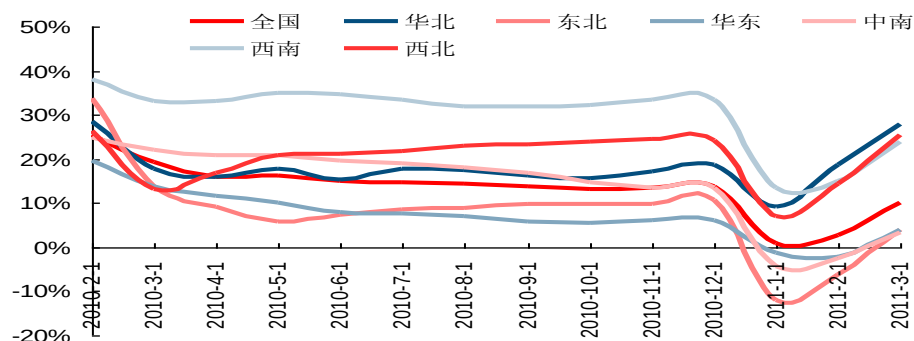
股票代码	股票名称	销售毛利率		销售净利率		收入增长率		利润总额增长率		净利润增长率	
		1q2011	1q2010	1q2011	1q2010	1q2011	1q2010	1q2011	1q2010	1q2011	1q2010
600318	巢东股份	44.08	18.85	23.31	-9.78	152.01	25.21	914.46	54.89	700.87	53.05
600585	海螺水泥	39.77	24.14	24.24	13.55	53.45	17.98	198.13	91.32	179.70	93.75
002233	塔牌集团	32.38	25.36	13.88	7.79	33.48	12.99	138.75	31.77	139.90	39.85
600720	祁连山	31.91	33.79	7.67	14.35	6.63	18.53	-34.13	50.19	-44.95	54.58
000789	江西水泥	30.93	16.72	13.24	2.72	89.77	27.90	1002.73	71.45	2250.20	205.73
601992	金隅股份	29.47	26.22	8.70	8.27	46.96	34.56	88.23	69.78	90.09	91.58
600449	赛马实业	27.63	40.04	-4.79	-7.44	104.09	-28.18	-25.45	-117.73	-33.81	-134.86
600802	福建水泥	27.40	11.44	6.37	-12.00	49.98	11.92	202.46	43.71	180.06	27.23
000401	冀东水泥	27.16	24.14	0.16	2.18	73.99	105.73	13.43	475.51	-137.76	276.93
600881	亚泰集团	26.89	25.9	6.08	8.14	23.20	36.83	10.48	88.64	-16.46	92.59
000877	天山股份	26.23	14.34	-2.54	-13.57	48.20	18.18	77.54	-37.16	85.12	-46.61
600801	华新水泥	24.84	14.89	5.78	3.76	61.37	0.88	164.96	39.31	105.57	62.19
000885	同力水泥	24.7	14.04	4.87	3.60	63.52	1.34	119.25	8.17	149.95	5.87
600425	青松建化	22.8	31.19	2.84	11.40	15.99	14.73	-55.67	8.08	-64.70	26.41
600668	尖峰集团	21.94	13.82	13.06	0.83	33.01	6.87	1597.28	186.56	1796.13	167.51
000935	四川双马	14.46	21.18	6.47	17.53	-11.38	8.22	-65.59	158.47	-86.31	183.52
600539	狮头股份	12.52	8.22	1.09	0.51	-19.60	-12.82	204.24	-75.27	73.18	-75.45
600291	西水股份	10.00	22.28	-39.16	-4.17	28.90	4.19	-1234.79	-195.08	-1182.51	-366.68
600217	*ST 秦岭	-1.59	13.34	-33.41	-4.21	-16.39	-22.92	-563.71	89.08	-650.15	89.98

资料来源：中信建投证券研发部

行业利润水平明显提高，水泥价格高位有望贯穿全年

水泥行业虽然存在较为严重的产能过剩现象，但由于受新增产能掐断，东部企业限电以及企业主动限产等因素影响，庞大的产能释放受客观和主观多方面限制，并没有有效释放，而需求端受保障房及相关基建投资带动整体保持相对稳定的增长。因此，在供给端受限条件短期难以出现变化的基础上，我们有理由判断行业高利润水平格局将贯穿全年并可能持续到 2012 年。

图 2：分区域水泥需求整体增速



资料来源：中信建投证券研发部

图 3：华北地区水泥价格走势

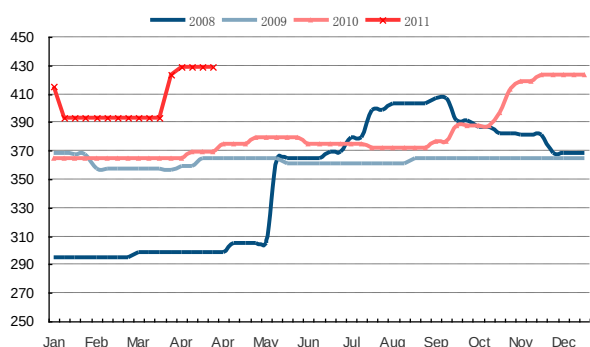


图 4：东北水泥价格走势

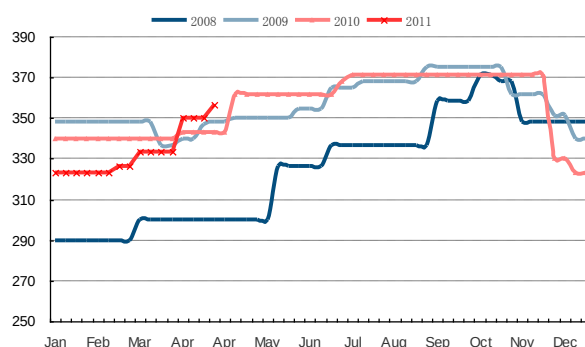


图 5：华东地区水泥价格走势

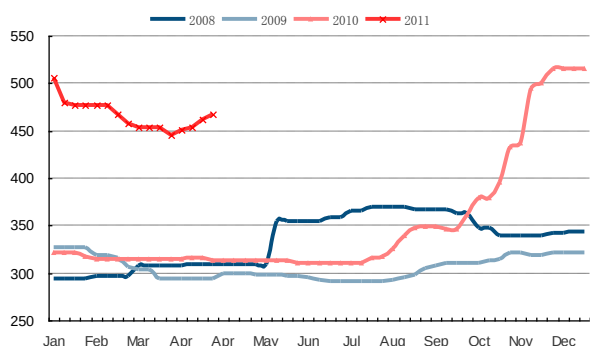


图 6：中南地区水泥价格走势

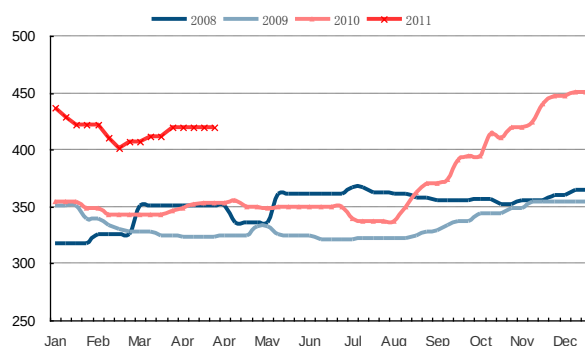


图 7：西南水泥价格走势

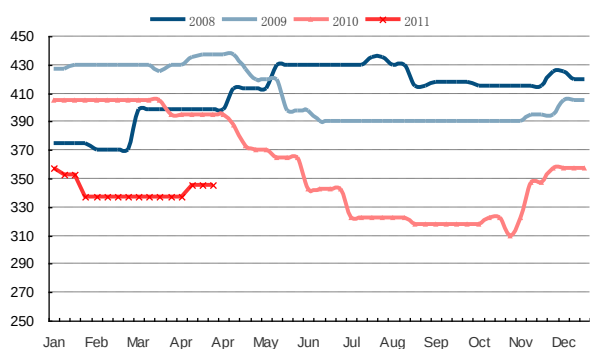


图 8：西北水泥价格走势

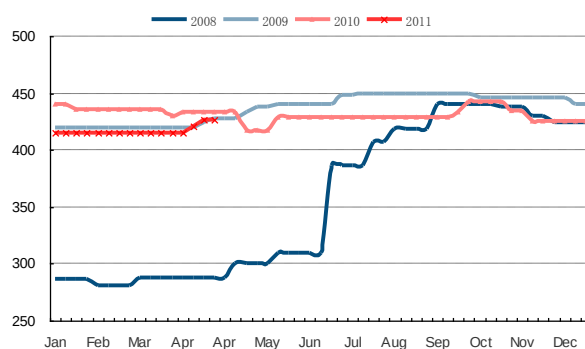


图 9：全国水泥累计季度毛利率和销售利润率走势图

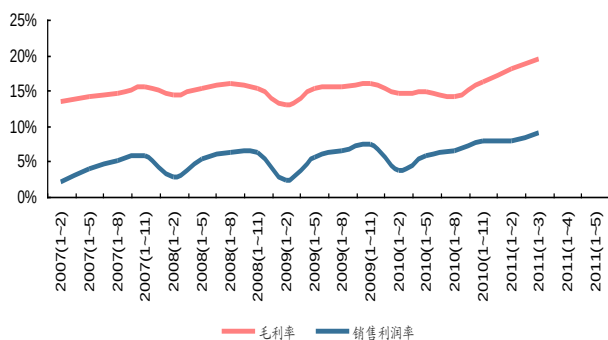
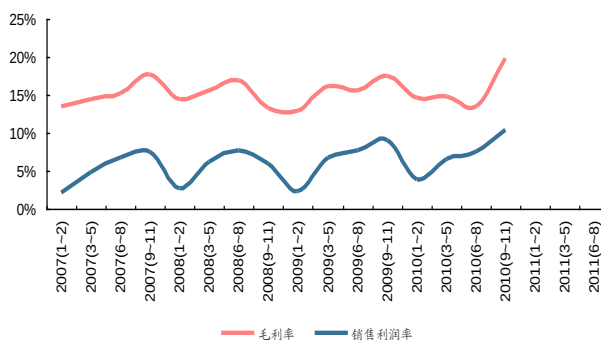


图 10：全国水泥单季度毛利率和销售利润率走势图

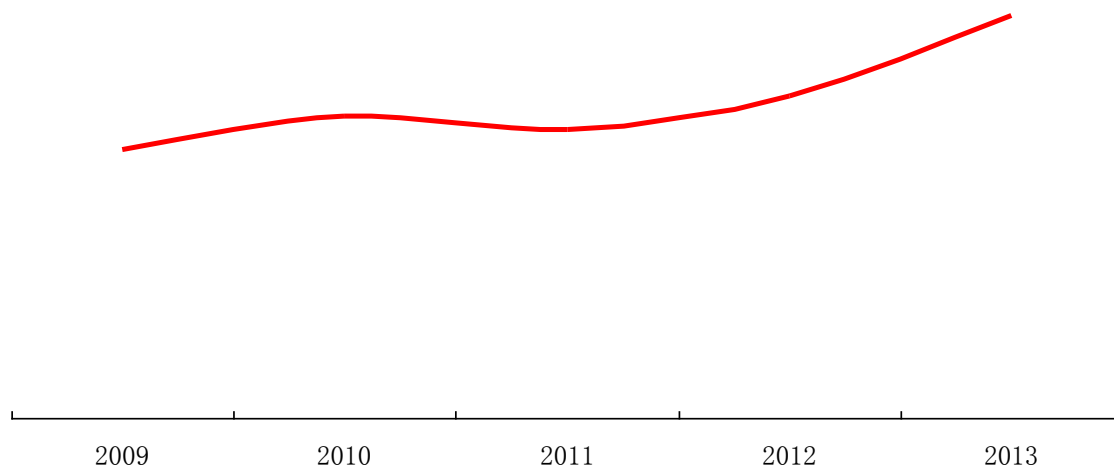


资料来源：数字水泥网、中信建投证券研发部



根据我们的数据分析,假设今后三年水泥的水泥需求增长分别在 10%、6%、5%的水平,则水泥的需求增长有 4 亿多吨,若淘汰落后产能能够达到 2 亿吨,则市场会腾出 6 亿多吨的市场空间。而未来 3 年中新增产能预计仅 3 亿吨左右,去年新增的 3 亿吨产能在今年将得到很好的消化。而在产能依然过剩的情况下,行业限制新建产能的政策也难以发生改变。基于政策不发生大的变化的基础上,我们对于水泥的长期景气度很看好。具体测算表见下表。

图 11: 水泥行业预计景气走势示意图



资料来源: 中信建投证券研发部

表 3: 全国水泥产业供需情况分析

单位: 亿吨

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥产量	14.24	16.44	18.68	20.55	21.78	22.87
增速	4.58%	15.48%	13.63%	10.00%	6.00%	5.00%
新增需求	0.39	2.20	2.24	1.87	1.23	1.09
新投产生产线(条)	120	176	203	92	60	30
当年投产熟料产能	1.43	1.95	2.43	1.10	0.70	0.35
当年投产水泥产能	1.86	2.79	3.74	1.69	1.08	0.54
当年实际释放产能 (上年*70%+当年*30%)	1.96	2.34	3.07	3.12	1.51	0.92
淘汰落后产能	0.50	0.50	0.80	0.80	0.70	0.30
缺口	-0.83	0.36	-0.03	-0.46	0.43	0.47

资料来源: 中信建投证券研发部



行业投资评价和建议

行业评级：维持“增持”评级

1、行业在限制新建产能政策不变的情况下，供需格局不断改善，电力供应紧张和企业主动限产使水泥行业迎来很好的盈利机会。作为周期类板块中的投资品种，水泥相对其他行业，行业的区域独特性和供给格局改变，使得行业在近期的高盈利更具确定性，从而使板块 PE 水平相对较低。同时不排除价格继续提升盈利继续提升的可能性，从而使水泥板块显得 PE 水平更低。

2、从 PE 估值来看，主要的水泥公司目前估值水平都不高，主要水泥上市公司 11 年的市盈率水平基本都不超过 15 倍，我们认为伴随盈利的兑现和业绩超预期贡献，水泥股还会有较好表现。

3、我们认为水泥区域景气度各不相同，在整体高盈利的判断中，我们更看好东北地区 and 新疆地区的水泥市场，二季度或迎来很好的投资机会。主要逻辑在于这两个地区的主要是需求带来的景气度上升，并没有在供给端对主要企业的产能发挥进行主动或者被动限制。

表 4：水泥上市公司估值水平比较

单位：元

代码	股票名称	股价 (2.25)	PE			评级
			2010	2011	2012	
600881.SH	亚泰集团	8.74	34	15	12	重点推荐
600585.SH	海螺水泥	37.78	22	11	9	重点推荐
000401.SZ	冀东水泥	26.03	23	14	11	推荐
000877.SZ	天山股份	41.00	32	16	12	重点推荐
600425.SH	青松建化	25.28	34	18	13	重点推荐
002233.SZ	塔牌集团	21.78	28	19	15	推荐
600720.SH	祁连山	19.53	19	13	12	推荐
600449.SH	赛马实业	36.62	13	11	9	推荐
600801.SH	华新水泥	49.92	35	17	13	推荐

投资建议

水泥板块年报和季报都体现了很好的收益和增长，PE 水平相对较低，因此认为现阶段还能带来较好收益。考虑未来各种因素造成的景气不确定性，我们认为更多关注区域景气度确定，估值水平相对较低的优质水泥上市公司。

个股上主要推荐东北区域的亚泰集团和新疆区域的天山股份，青松建化；同时，也推荐龙头公司海螺水泥和冀东水泥等龙头公司。



风险分析

保障房等固定资产投资跟不上，使水泥需求明显下滑，而水泥供给端又不能很好控制，释放产能使供给快速增长，可能是水泥价格的快速回落，从而冲淡年报和季报的业绩行情。

限制新建产能的政策突然改变，打破对未来市场格局的预期，企业经营的主要目标又回归到以抢占市场份额为主要目的，从而导致价格回落。

煤炭、人力等成本的快速上涨，使水泥行业的预期利润大幅降低。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

韩梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材行业研究员。3 年证券行业从业经验。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。