

湘财证券研究所

建材行业研究小组

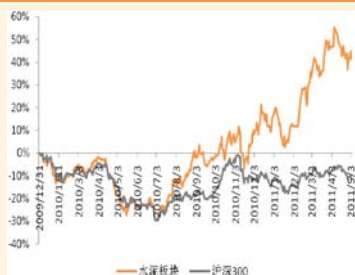
许雯 分析师

执业编号：S0500511050001

Tel: 021-68634510-8221

E-mail: xw3315@xcsc.com

近一年水泥板块走势图：



数据来源：WIND

投资要点：

□盈利能力分析：

行业盈利能力持续提升，销售毛利率、净利率以及净资产回报率、总资产回报率均有提高。虽然成本大幅上升，但水泥价格上升幅度可以完全覆盖成本的上升幅度，这主要得益于行业供需关系的改善和较强的需求支撑。期间费用率的下降也体现出行业整体费用控制能力的提升。

□成长能力分析：

行业的营业收入、营业利润和归属上市公司股东的净利润同比均保持了较快的增长，成长性较为乐观。营业利润和归属上市公司股东净利润的同比增长幅度有所回落，主要是因为基数原因以及行业整体所得税率的增加。上市公司方面，冀东水泥、海螺水泥、江西水泥和天山股份的成长性表现较为突出。

□运营能力分析：

行业年度和季度的主要运营指标得到一定改善。年末应收账款周转率较上年同期上升了 1.14 次，总资产周转率同比上升 0.017 次。由于行业销售规模扩大导致存货的增加，从而造成存货周转率同比略微下降 0.059 次。

□偿债能力分析：

行业的偿债能力与上年相比基本保持了稳定。流动比率和速动比率是近五年来的相对高值，说明了行业的短期偿债能力处于相对较好的水平。长期偿债能力方面，行业整体资产负债率保持在 55% 左右；受益于行业利润总额的大幅提升，已获利息倍数近两年处于 06 年以来的高位。

□资产结构分析：

近几年来资产结构的安全性和稳定性在逐步改善。固定资产占总资产比例基本维持了 08、09 年的水平，与 06、07 年相比有一定程度的下降；流动资产比率较 09 年略有提高；由于行业销售规模的扩大使得存货有所上升，存货在总资产和流动资产中的占比呈现出上升态势。

□现金流量分析：

10 年行业的销售收现率和销售现金比率均处于 06 年以来的平均水平，较 09 年略有下降。主要原因是一方面产品销量的增长导致了未到收款期的应收账款的增加，另一方面由于企业为了平稳生产成本而增加了原材料的库存，使得当期的现金支出有扩大趋势造成的。

投资策略：

就 2011 年全年来讲，我们测算，净新增产能为 1.85 亿吨左右，需求新增量约为 1.92 亿吨，行业整体的供需状况较好。2011 年一季度，经历了企业协同联合从而导致水泥价格持续走高之后，整个水泥行业的经营理念 and 方式得到了一定的转变，这将有利于行业的良性发展，更有利于水泥价格的稳定。我们认为未来几个月，虽然行业成本会有所增加，但是在限电减产、需求已全面启动、落后产能加速淘汰等诸多利好的作用下，水泥价格将会维持高位，并呈现出价量齐升的态势。

从区域角度来看，我们考察了区域的水泥固定资产投资情况，我们认为 2011 年东北地区、西北地区和华北地区的水泥产能释放压力较小；并且需求方面，在区域振兴规划之下，东北、西北和华北地区的固定资产投资有望保持较快增长。因此，2011 年我们最看好的区域是东北、西北和华北。

考虑到行业的基本面向好，价格将维持高位并有望继续上涨，我们给予行业“增持”的投资评级。在选股思路，我们建议选择“供需情况较好的区域+市场占有率较高的公司”。考虑区域的行业发展环境、公司的基本面，我们重点推荐：冀东水泥、天山股份、祁连山。此外，考虑到公司的全国布局以及较好的管理能力和成本控制能力，我们重点推荐海螺水泥。

目录:

一、水泥上市公司 2010 年年报及 2011 年一季报数据分析.....	5
1.1 样本选择.....	5
1.2 盈利能力分析.....	5
1.3 成长能力分析.....	9
1.4 运营能力分析.....	12
1.5 偿债能力分析.....	13
1.6 资产结构分析.....	16
1.7 现金流量分析.....	19
二、水泥行业投资策略及重点公司推荐.....	20

图目录:

图 1 水泥行业销售利润率	5
图 2 分季度水泥行业销售利润率	6
图 3 水泥行业期间费用率	8
图 4 分季度水泥行业期间费用率	8
图 5 水泥行业净资产回报率和总资产回报率	9
图 6 分季度水泥行业净资产回报率和总资产回报率	9
图 7 水泥行业营业收入及增长率情况	10
图 8 水泥行业营业利润及增长率情况	10
图 9 水泥行业归属上市公司股东净利润及增长率情况	11
图 10 分季度水泥行业营业收入及增长率情况	11
图 11 分季度水泥行业营业利润及增长率情况	12
图 12 分季度水泥行业归属于上市公司股东净利润及增长率情况	12
图 13 水泥行业运营能力主要指标情况	13
图 14 分季度水泥行业运营能力主要指标情况	13
图 15 水泥行业流动比率、速动比率	14
图 16 分季度水泥行业流动比率、速动比率	14
图 17 行业资产负债率	15
图 18 分季度行业资产负债率	15
图 19 行业已获利息倍数	16
图 20 分季度行业已获利息倍数	16
图 21 水泥行业流动资产、固定资产占总资产比例	17
图 22 分季度水泥行业流动资产、固定资产占总资产比例	18
图 23 水泥行业存货占资产的比例	18
图 24 分季度水泥行业存货占资产的比例	19
图 25 水泥行业现金流量主要指标情况	20
图 26 分季度水泥行业现金流量主要指标情况	20
图 27 水泥行业 PE	21
图 28 水泥行业 PB	22

表目录:

表 1 上市公司 2010 年利润率及同比变化	6
表 2 上市公司 2011 年一季度利润率及同比变化	7
表 3 重点上市公司推荐	22

一、水泥上市公司 2010 年年报及 2011 年一季报数据分析

1.1 样本选择

SW 水泥制造业共有 21 家上市公司，本报告统计样本为其中的 17 家，剔除了 3 家 ST 上市公司和金隅股份（由于金隅股份房地产业务占比过大，为了较为真实地反映水泥行业，我们在数据分析中剔除了该样本）。

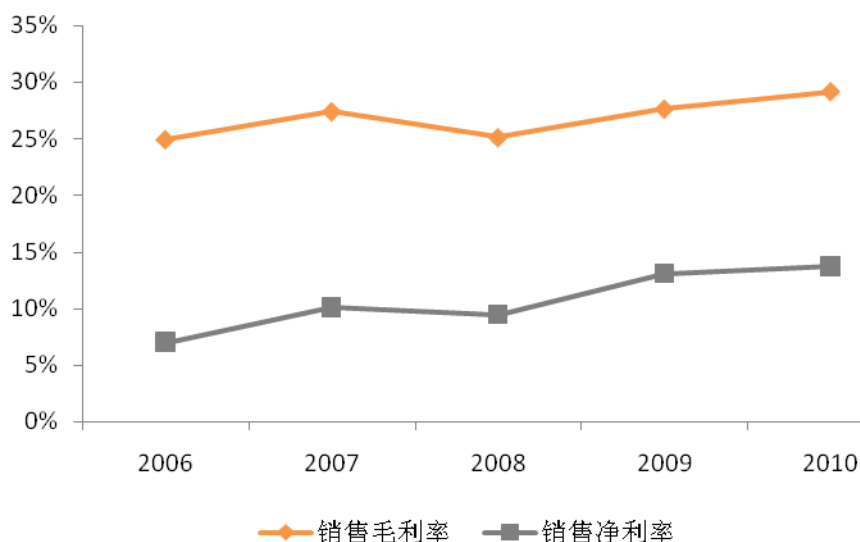
1.2 盈利能力分析

2010 年水泥制造业上市公司的盈利能力整体表现良好，行业销售毛利率、净利率及净资产回报率、总资产回报率均较上年有所提高。

2010 年行业销售毛利率为 29.18%，较 09 年上升了 1.55 个百分点，销售净利率为 13.70%，较 09 年上升了 0.63 个百分点。虽然 2010 年水泥行业成本大幅上升，但水泥价格上升幅度大于成本上升幅度导致行业利润率仍有较好的表现。其更深层次的原因在于 2010 年水泥行业有较强的需求支撑，量价均较上年有所增加。

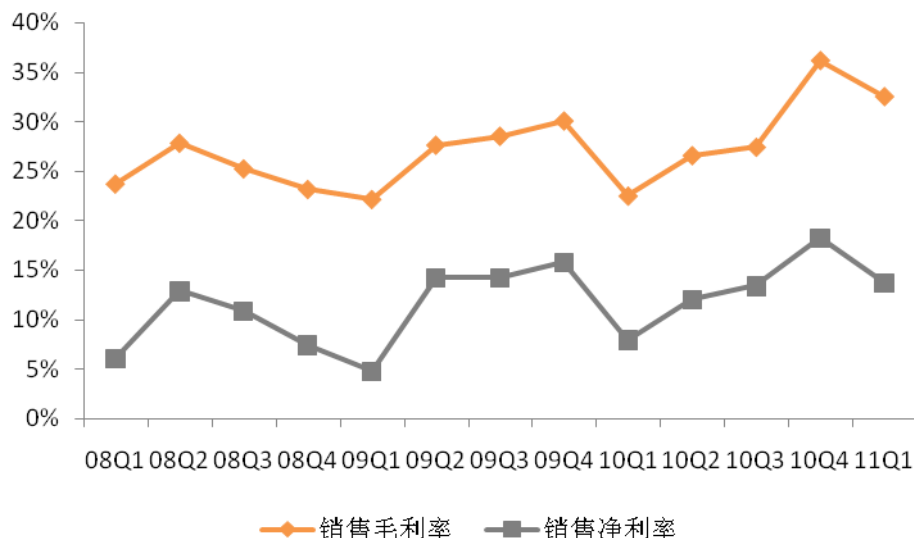
分季度来看，2010 年内各季度行业毛利率、净利率呈现出环比上升态势。2011 年一季度，水泥销售价格继续上涨，单季毛利率、净利率分别达到 32.53% 和 13.68%，同比上升 10.08 和 5.79 个百分点，创近三年来一季度利润率的新高。

图 1 水泥行业销售利润率



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 2 分季度水泥行业销售利润率



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

分公司来看, 2010 年赛马实业的销售毛利率和净利率均位列第一, 但同比有小幅下滑。公司通过收购和新建生产线的投产, 有效扩大了区外的市场份额。海螺水泥凭借其优秀的市场统筹能力和控制能力, 位列利润率前三。西水股份由于财务费用率的大幅上升和投资收益的大幅减少导致了净利率的大幅下降。季度数据来看, 巢东股份、海螺水泥位列 11 年一季度毛利率前两位, 净利率排名第一、第二也分别是海螺、巢东。赛马实业由于处于销售淡季, 一季度业绩出现亏损, 毛利率同比下跌幅度最大, 但我们认为一季度的亏损属于公司的正常现象。

表 1 上市公司 2010 年利润率及同比变化

证券简称	销售毛利率	同比变化	销售净利率	同比变化
赛马实业	41.21%	-1.52%	24.26%	-1.60%
海螺水泥	32.08%	3.55%	18.41%	3.76%
青松建化	28.80%	0.24%	18.16%	0.52%
祁连山	35.35%	-6.70%	17.84%	-1.19%
冀东水泥	31.69%	-0.11%	14.18%	-1.22%
天山股份	28.90%	2.49%	11.84%	1.23%
尖峰集团	19.60%	4.34%	11.33%	5.20%
塔牌集团	29.17%	2.44%	9.94%	1.38%
巢东股份	30.92%	16.93%	8.01%	7.14%
华新水泥	22.27%	-1.27%	7.79%	-0.40%
江西水泥	20.48%	2.34%	7.55%	2.80%
四川双马	21.53%	-2.77%	7.35%	-23.10%
亚泰集团	26.25%	-2.71%	7.08%	-7.12%

同力水泥	22.62%	-1.20%	6.50%	0.46%
福建水泥	19.52%	7.00%	0.60%	8.93%
狮头股份	14.96%	-2.74%	0.27%	0.10%
西水股份	24.45%	-0.13%	3.72%	-48.46%

数据来源: WIND, 湘财证券研究所

表 2 上市公司 2011 年一季度利润率及同比变化

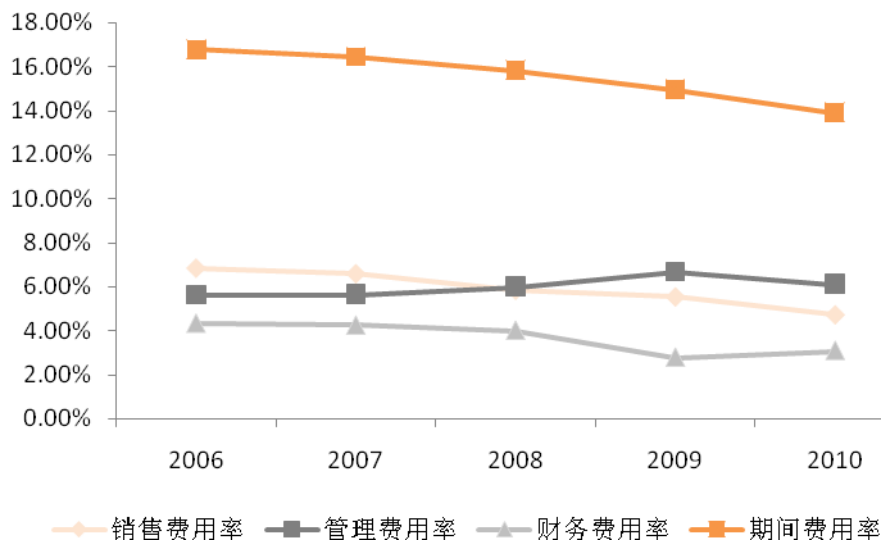
证券简称	销售毛利率	同比变化	销售净利率	同比变化
海螺水泥	39.77%	15.62%	24.24%	10.69%
巢东股份	44.08%	25.23%	23.31%	33.08%
塔牌集团	32.38%	7.01%	13.88%	6.09%
江西水泥	30.93%	14.21%	13.24%	10.52%
尖峰集团	21.94%	8.12%	13.06%	12.23%
祁连山	31.91%	-1.88%	7.67%	-6.68%
四川双马	14.46%	-6.71%	6.47%	-11.07%
福建水泥	27.40%	15.96%	6.37%	18.37%
亚泰集团	26.89%	0.99%	6.08%	-2.05%
华新水泥	24.84%	9.96%	5.78%	2.02%
同力水泥	24.70%	10.66%	4.87%	1.26%
青松建化	22.80%	-8.39%	2.84%	-8.56%
狮头股份	12.52%	4.30%	1.09%	0.58%
冀东水泥	27.16%	3.02%	0.16%	-2.02%
天山股份	26.23%	11.90%	-2.54%	11.03%
赛马实业	27.63%	-12.41%	-4.79%	2.65%
西水股份	10.00%	-12.28%	-39.16%	-35.00%

数据来源: WIND, 湘财证券研究所

期间费用率方面, 行业的销售费用率、管理费用率均有下降, 财务费用率有小幅上升, 三项费用率同比下降了 1.06 个百分点, 体现出行业整体费用控制能力的提升。其中, 海螺水泥的期间费用率为 9.51%, 处于行业领先水平。分季度看, 行业 11 年一季度的期间费用率依然保持着同比下降的趋势。

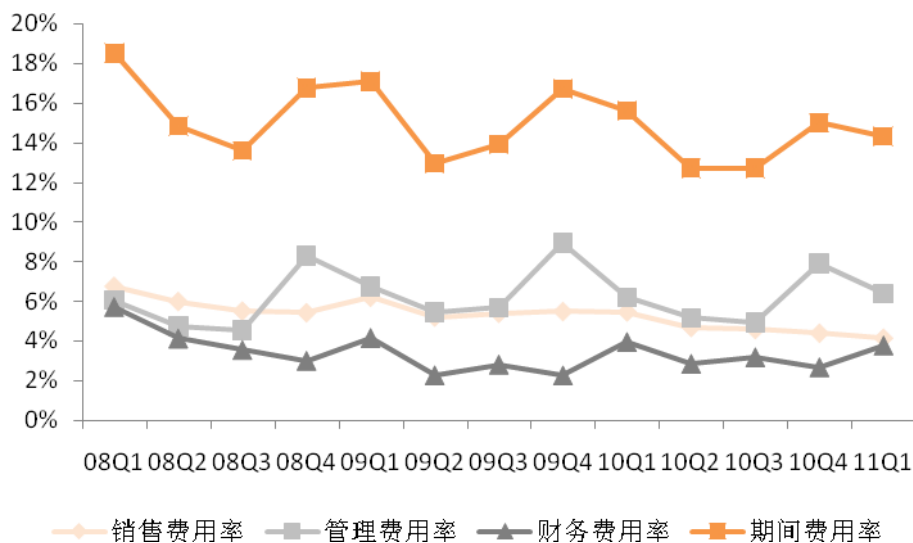
2010 年行业的净资产回报率和总资产回报率较上年同期分别上涨 2.33 个百分点和 0.56 个百分点, 达到 16.37% 和 7.22%。净资产回报率的上升主要是由于净利率的上升和权益乘数的增加。从分季度数据看, 2011 年一季度, 行业净资产回报率和总资产回报率同比上升 1.78 个百分点和 0.76 个百分点, 是 08 年以来的单季最高值。

图 3 水泥行业期间费用率



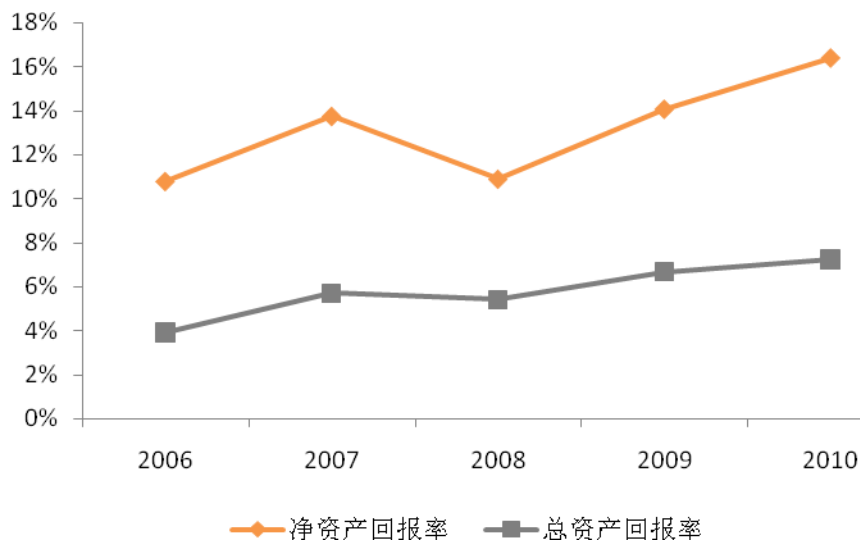
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 4 分季度水泥行业期间费用率



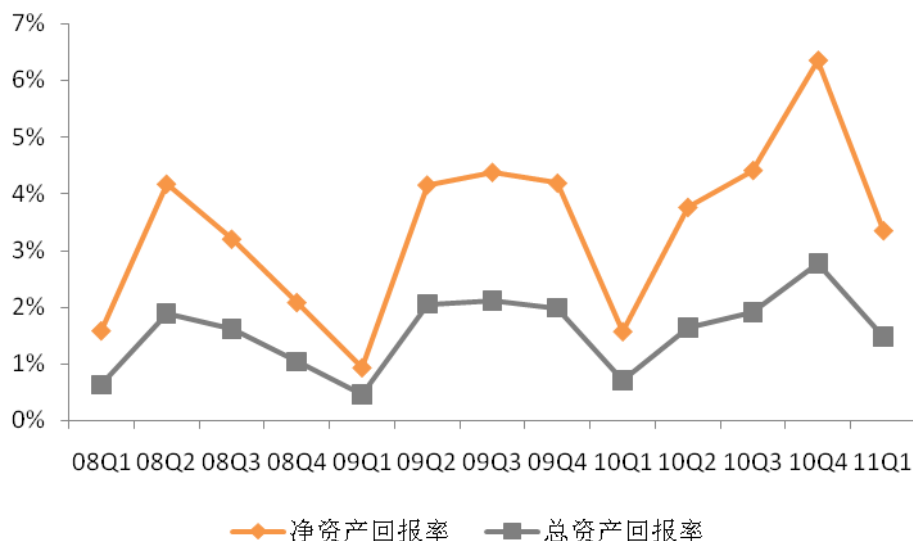
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 5 水泥行业净资产回报率和总资产回报率



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 6 分季度水泥行业净资产回报率和总资产回报率



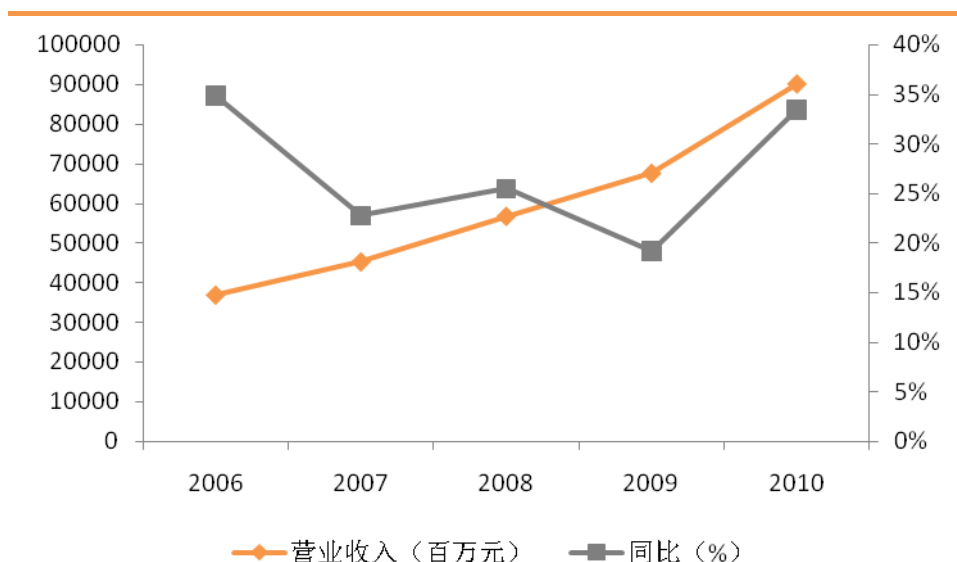
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

1.3 成长能力分析

从年度数据来看, 行业的营业收入、营业利润和归属上市公司股东的净利润均保持了较快的同比增长。我们观察 2009 年和 2010 年两年的同比增长幅度可以看到, 2010 年营业收入的同比增长幅度较 09 年大, 而营业利润和归属上市公司股东净利润的同比增长幅度较 09 年有一定程度的回落。2010 年行业产品销售的量价提升带来营业收入同比增长 33.4%, 同时毛利

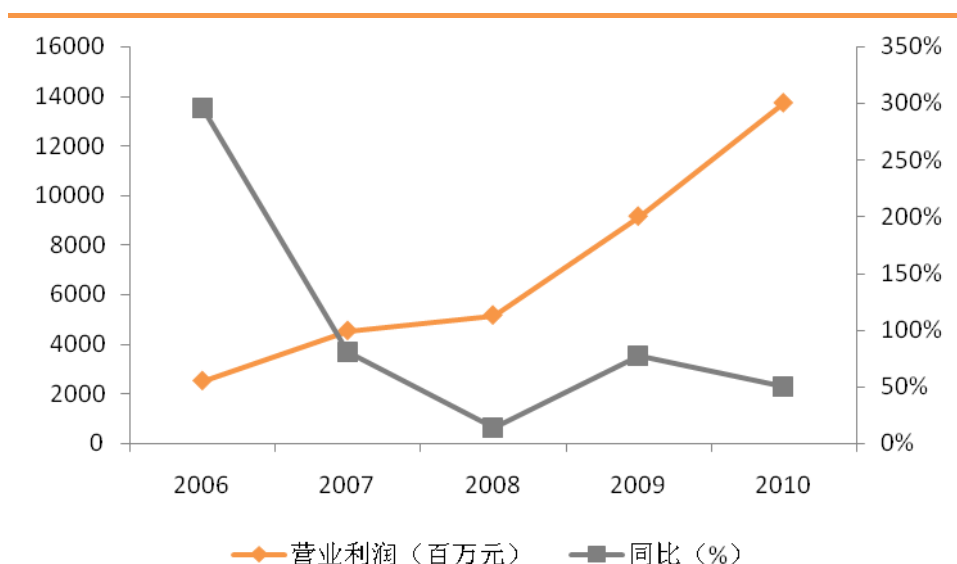
率也保持了较快增长,在分析各财务项目之后我们认为,造成营业利润同比增幅放缓的主要原因在于 09 年基数较高。归属上市公司股东净利润的同比增速放缓,其最主要原因是行业整体所得税率的增加。从季度数据来看,2011 年一季度行业的成长性依然非常乐观。就各上市公司而言,冀东水泥、海螺水泥、江西水泥和天山股份的成长性较为优越。

图 7 水泥行业营业收入及增长率情况



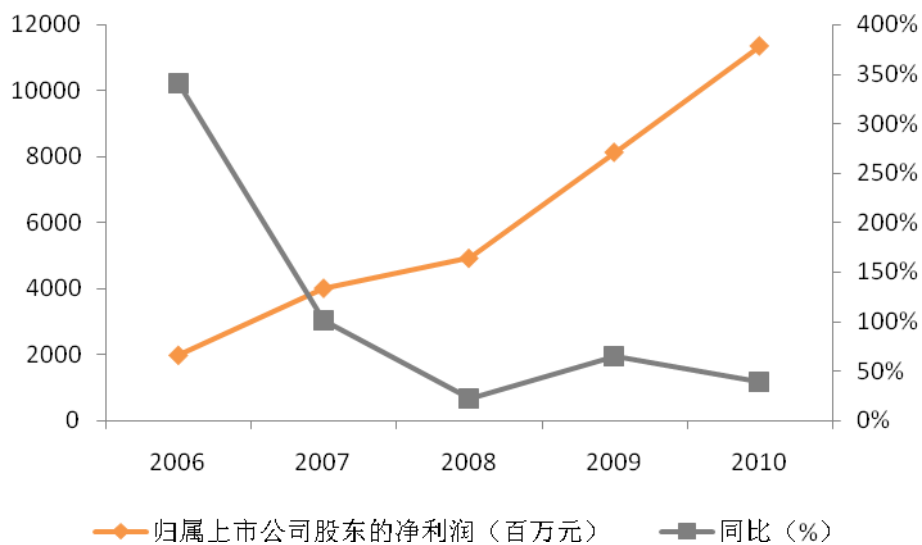
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 8 水泥行业营业利润及增长率情况



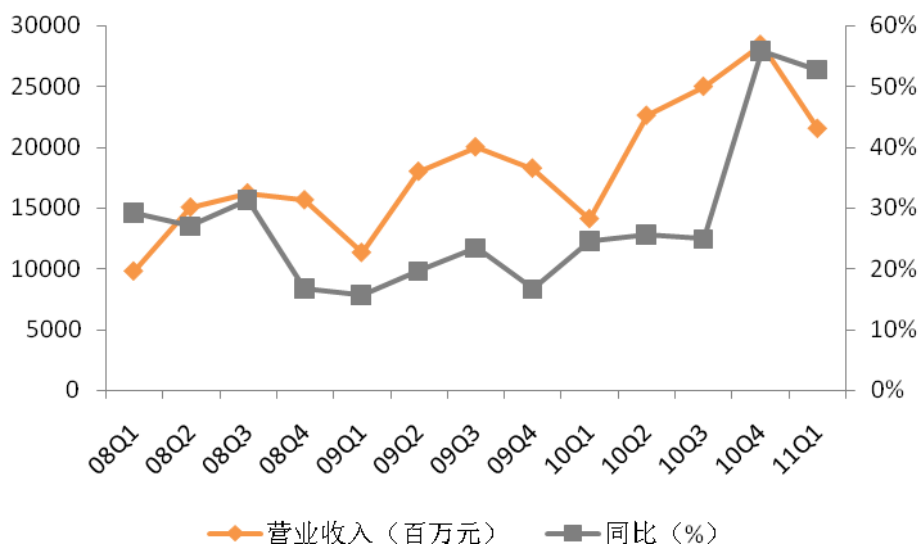
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 9 水泥行业归属上市公司股东净利润及增长率情况



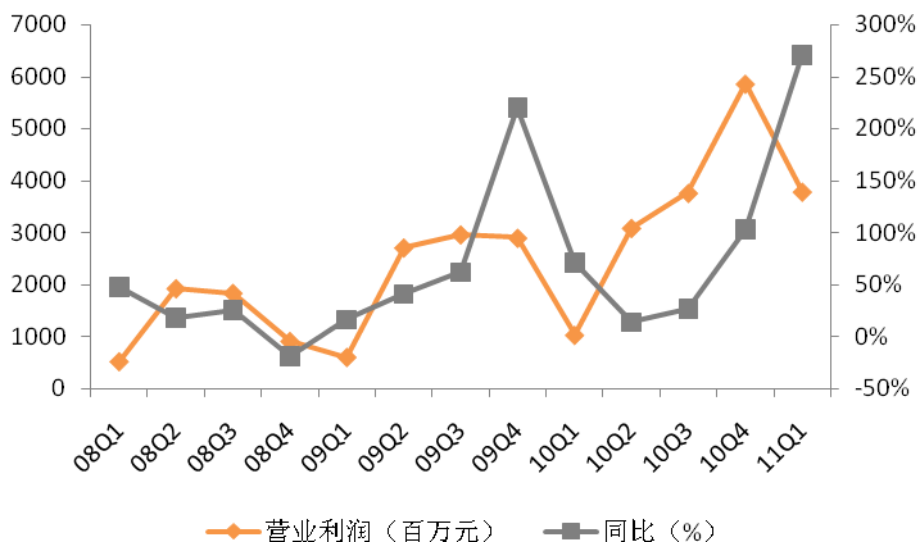
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 10 分季度水泥行业营业收入及增长率情况



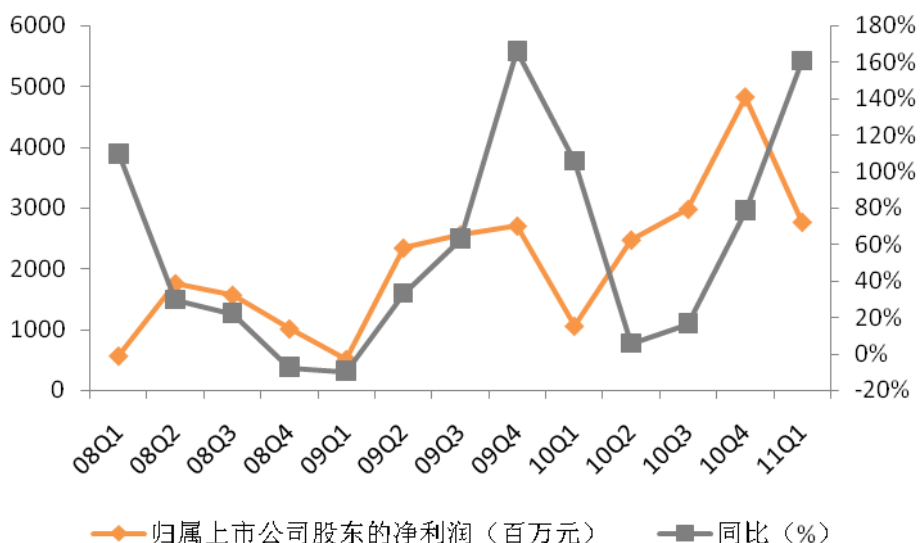
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 11 分季度水泥行业营业利润及增长率情况



数据来源：WIND， 湘财证券研究所

图 12 分季度水泥行业归属于上市公司股东净利润及增长率情况



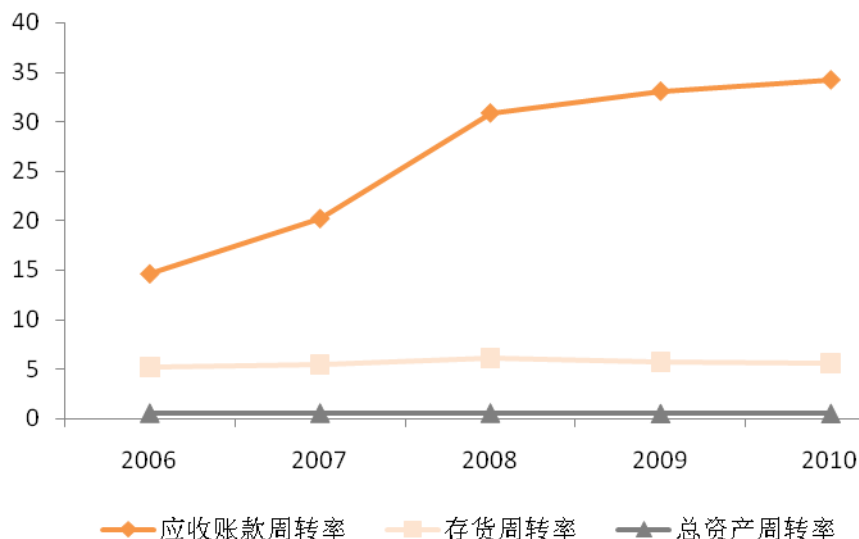
数据来源：WIND， 湘财证券研究所

1.4 运营能力分析

2010 年度行业的主要运营指标得到了一定的改善。应收账款周转率较上年同期上升了 1.14 次，总资产周转率同比上升 0.017 次，存货周转率同比略微下降 0.059 次。我们认为存货周转率的小幅下降主要是由于行业销售规模扩大导致存货的增加造成的。2011 年一季度的数据同比变化与 2010 年年度数据保持了一致性。各家上市公司中，海螺水泥、江西水泥、

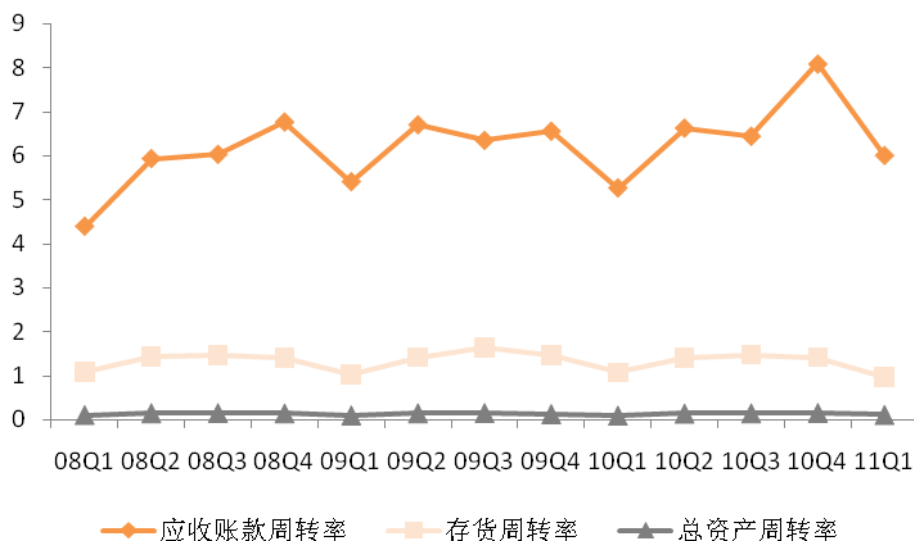
天山股份、塔牌集团等表现出了较好的运营能力。

图 13 水泥行业运营能力主要指标情况



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 14 分季度水泥行业运营能力主要指标情况



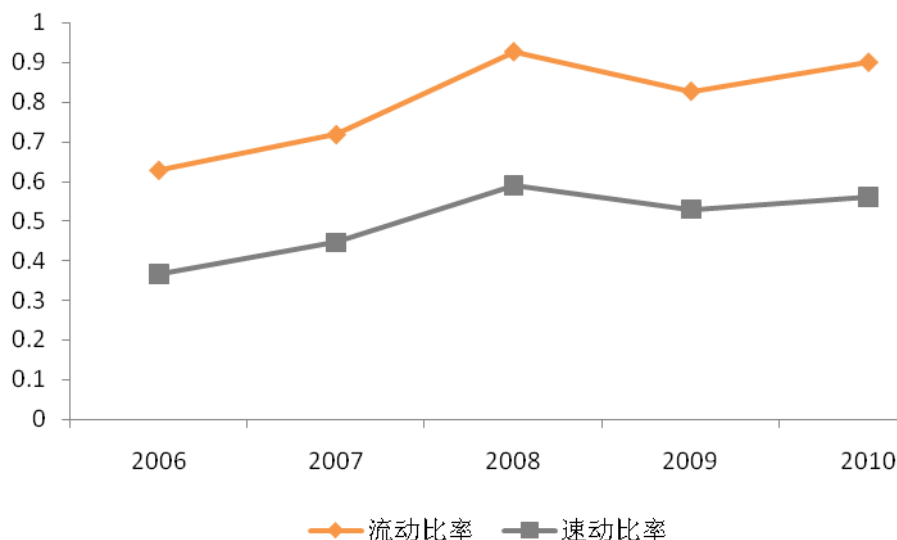
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

1.5 偿债能力分析

2010 年行业的偿债能力与 09 年相比略有改善, 基本保持了稳定。10 年末期水泥行业流动比率为 0.9 倍, 较 09 年上升 0.07 倍; 速动比率 0.56 倍, 较 09 年上升 0.03 倍。10 年的流动比率和速动比率是近五年来的相对高

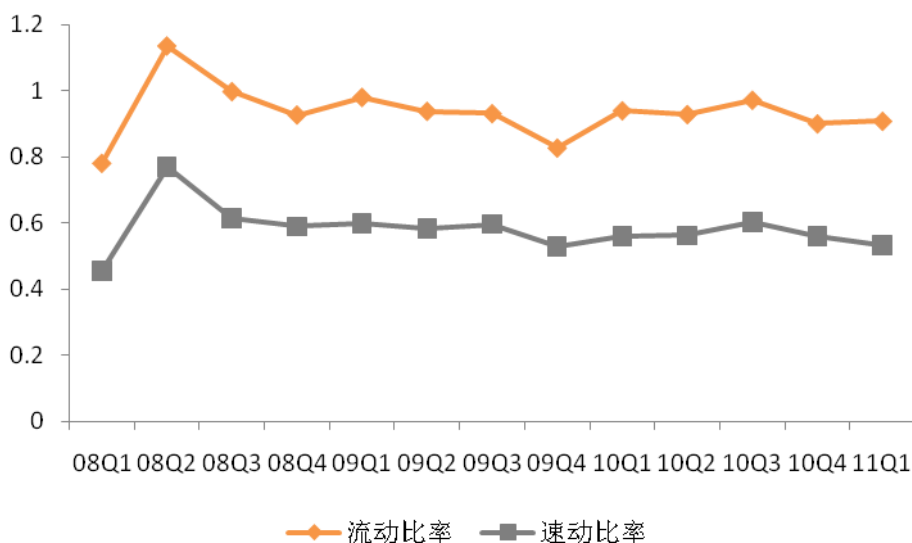
值, 说明了行业的短期偿债能力处于相对较好的水平。从季度数据来看, 11 年一季度行业的流动比率和速动比率也保持了近年来一季度的相对高位。各上市公司中, 青松建化、海螺水泥、天山股份、狮头股份的流动比率和速动比率均高于行业水平, 体现出较强的短期偿债能力。资产负债率方面, 年度数据和季度数据表明行业近年资产负债率基本保持稳定, 处于 55% 左右。其中四川双马由于 2011 年一季度都江堰公司并表计算, 调整后的一季度资产负债率为 37.45%。海螺水泥、尖峰集团、青松建化的资产负债率在 40% 左右, 具有相对较低的财务风险和较强的财务稳健性。

图 15 水泥行业流动比率、速动比率



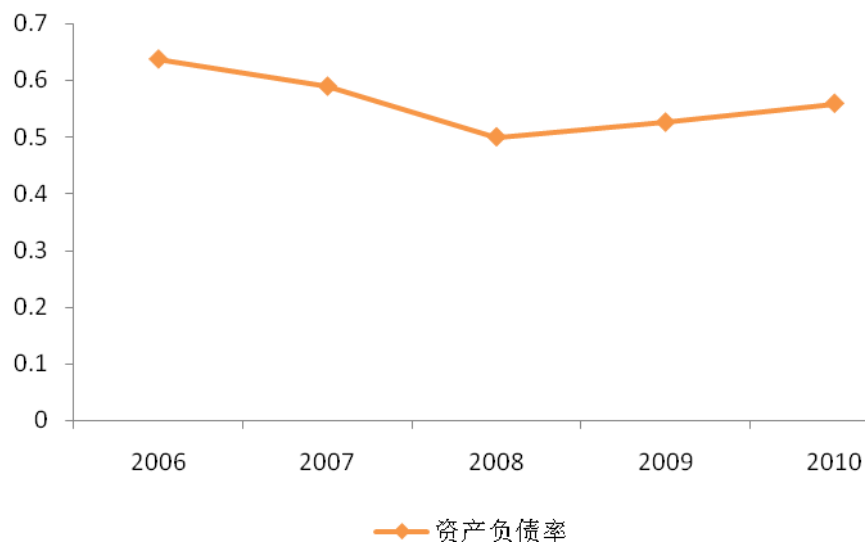
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 16 分季度水泥行业流动比率、速动比率



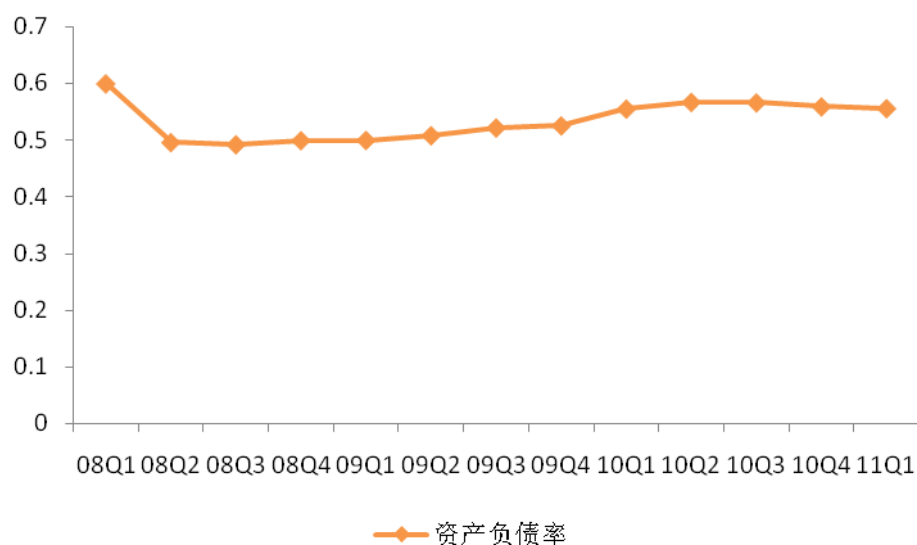
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 17 行业资产负债率



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 18 分季度行业资产负债率

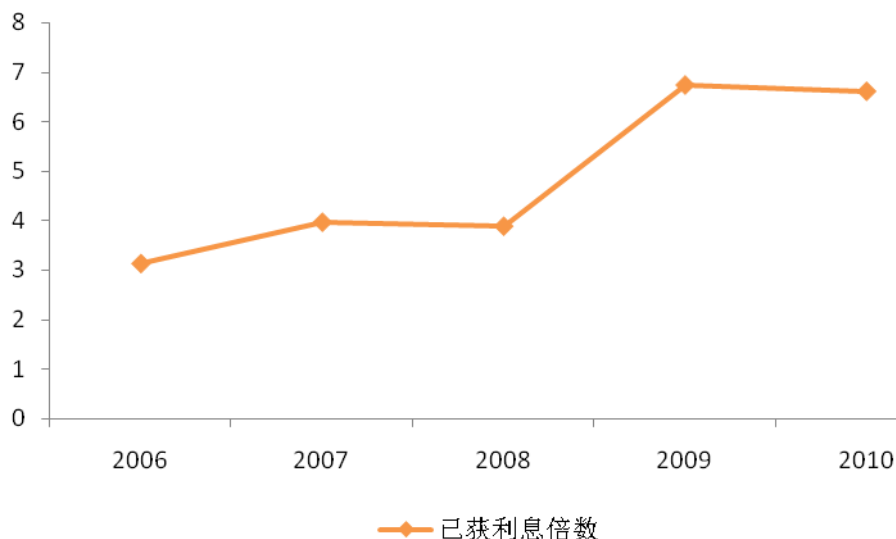


数据来源: WIND, 湘财证券研究所

此外, 行业的已获利息倍数近两年处于 06 年以来的高位, 2010 年行业已获利息倍数为 6.61, 2011 年一季度为 5.95。这一指标较历年水平的大幅提高主要得益于行业利润总额的大幅提升, 说明行业盈利能力近两年出现明显好转, 也印证了我们在成长性分析中提到的行业近年保持着快速增长。盈利能力的提高增强了行业支付债务利息的能力和长期偿债能力。各

上市公司中，海螺水泥的已获利息倍数排名第一，远高于行业平均水平。

图 19 行业已获利息倍数



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 20 分季度行业已获利息倍数



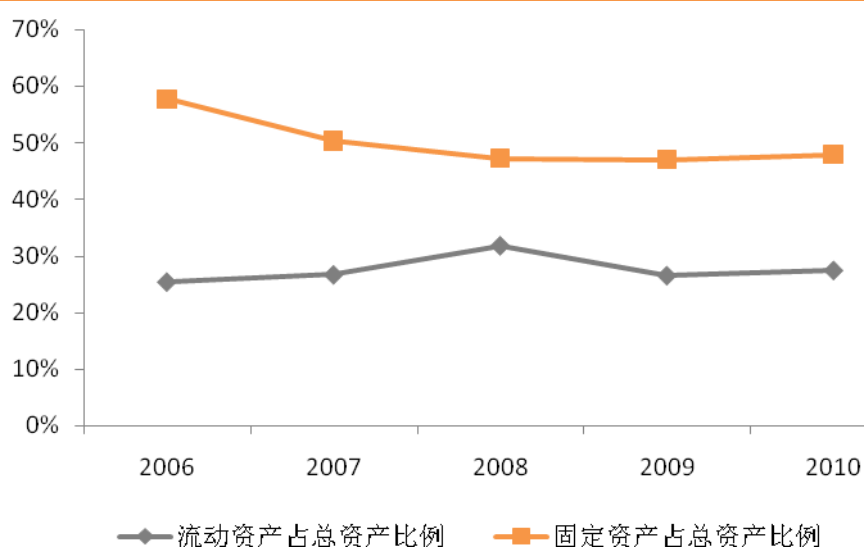
数据来源：WIND，湘财证券研究所

1.6 资产结构分析

在偿债能力分析中，我们已经看到行业的资产负债率近年来基本保持稳定，维持在 55% 左右。我们进一步对流动资产比率、固定资产比率以及存货占总资产比例等指标进行了分析。

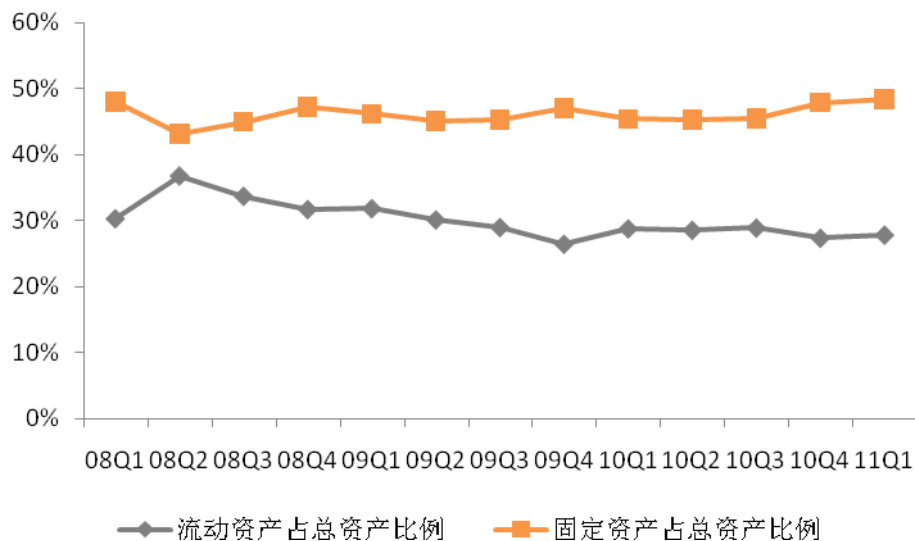
从数据分析来看，水泥行业的资产结构较为合理。水泥是重资产行业，因此固定资产占总资产比例相对较高。2010 年水泥行业固定资产占总资产比例为 47.85%，基本维持了 08、09 年的水平，与 06、07 年相比有一定程度的下降，行业近几年来资产结构的安全性和稳定性在逐步改善。流动资产比率为 27.39%，较 09 年的 26.48%略有提高。2010 年由于行业销售规模的扩大使得存货有所上升，存货在总资产和流动资产中的占比呈现出上升状态。2010 年末存货占总资产比例为 7%，较年初上升 0.91 个百分点；存货占流动资产比例为 25.56%，较年初上升 2.57 个百分点。季度数据与年度数据基本一致。

图 21 水泥行业流动资产、固定资产占总资产比例



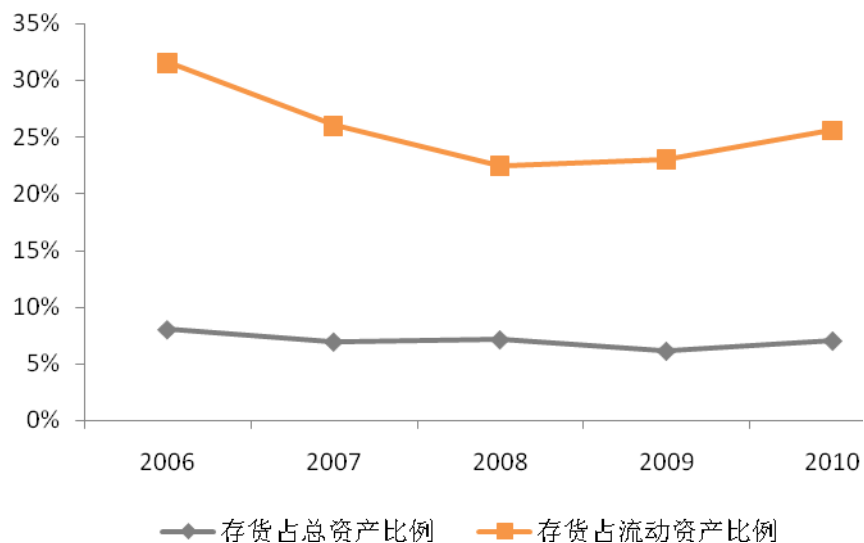
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 22 分季度水泥行业流动资产、固定资产占总资产比例



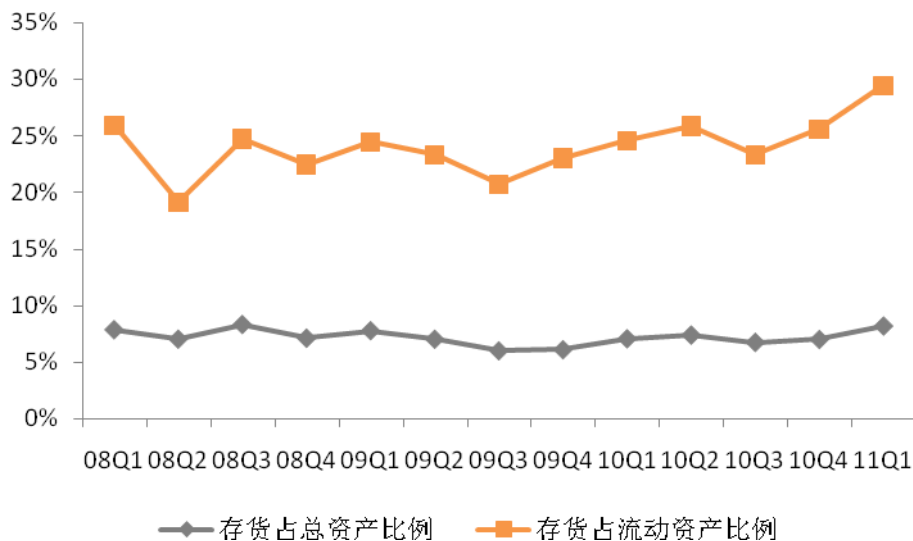
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 23 水泥行业存货占资产的比例



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图 24 分季度水泥行业存货占资产的比例



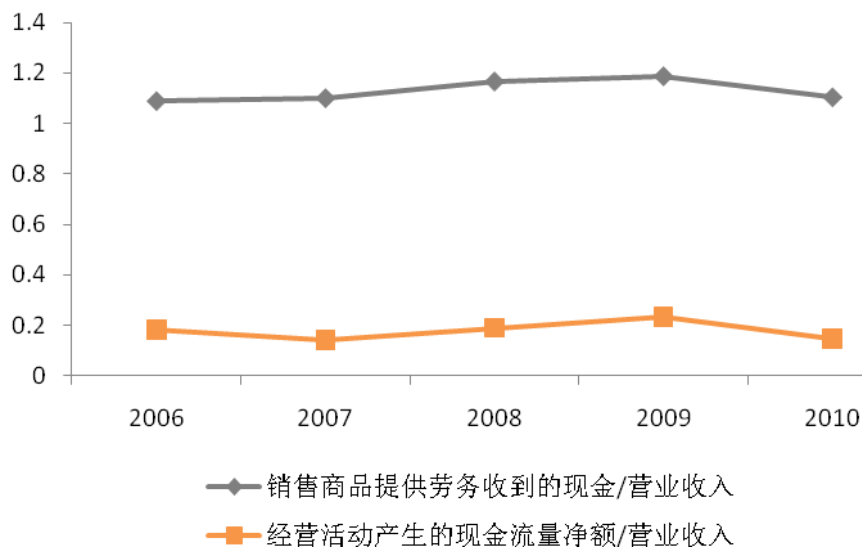
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

1.7 现金流量分析

我们分析行业的销售收现率, 即销售商品提供劳务收到的现金/营业收入。可以看到, 2010 年行业的销售收现率处于 06 年以来的平均水平, 较 09 年略有下降。主要原因是 10 年产品销量的增长导致了未到收款期的应收账款的增加。销售现金比率即经营活动产生的现金流量净额/营业收入, 也处于 06 年以来的平均水平附近, 较 09 年略有下降。我们认为, 销售现金比率的略微下降一方面是由于应收账款的增加, 另一方面是由于企业为了平稳生产成本而增加了原材料的库存, 使得当期的现金支出有扩大趋势造成的。

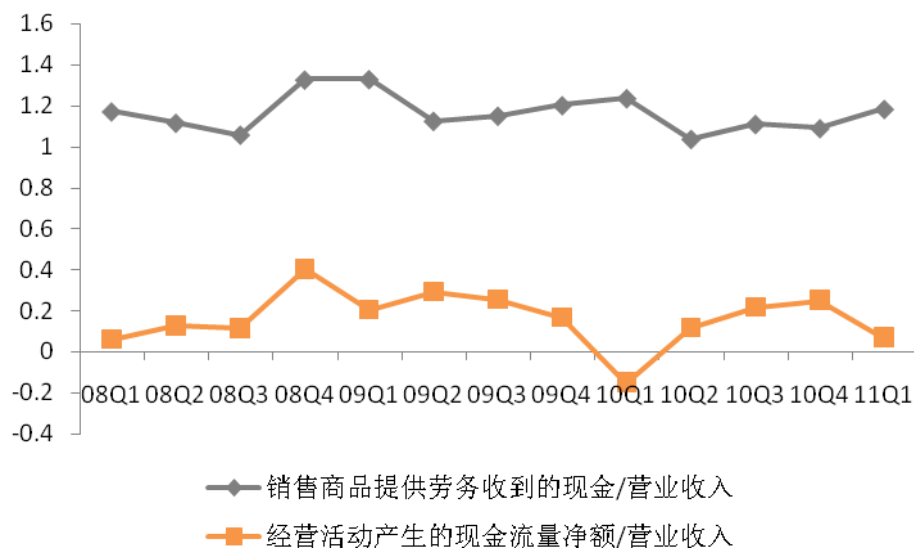
从季度数据分析中我们可以看到, 由于水泥行业具有较强的季节性特征, 因此季度销售现金比率也呈现出一定的季节特征。

图 25 水泥行业现金流量主要指标情况



数据来源：WIND， 湘财证券研究所

图 26 分季度水泥行业现金流量主要指标情况



数据来源：WIND， 湘财证券研究所

二、水泥行业投资策略及重点公司推荐

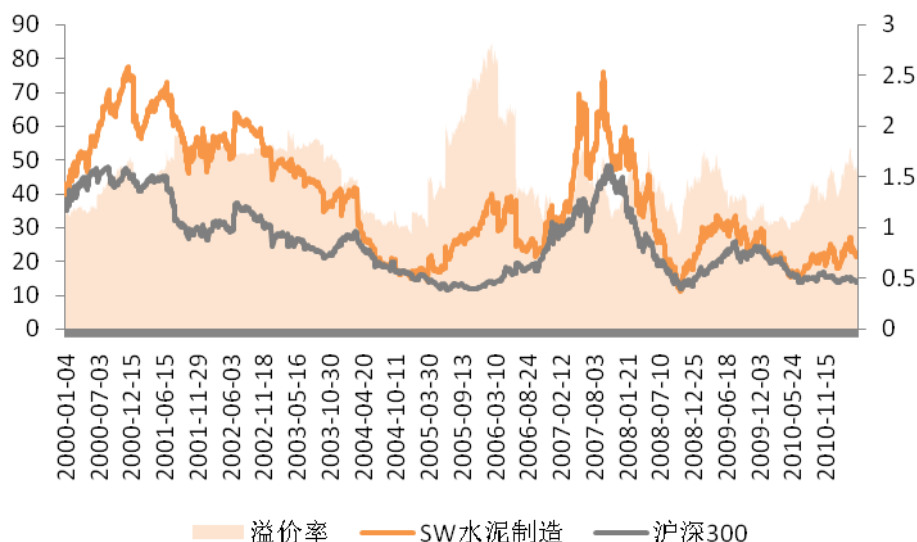
2011 年一季度水泥行业走出了淡季不淡的行情，4 月份随着销售旺季的到来，水泥价格继续环比上涨。我们测算，就 2011 年全年来讲，净新增产能为 1.85 亿吨左右，需求新增量约为 1.92 亿吨，行业整体的供需状况较好。2011 年一季度，经历了企业协同联合从而导致水泥价格持续走高之

后，整个水泥行业的经营理念和方式得到了一定的转变，这将有利于行业的良性发展，更有利于水泥价格的稳定。我们认为未来几个月，虽然行业成本会有所增加，但是在限电减产、需求已全面启动、落后产能加速淘汰等诸多利好的作用下，水泥价格将会维持高位，并呈现出价量齐升的态势。

从水泥行业固定资产投资角度看，我们认为 2011 年东北地区、西北地区和华北地区的水泥产能释放压力较小；并且需求方面，在区域振兴规划之下，东北、西北和华北地区的固定资产投资有望保持较快增长。因此，2011 年我们最看好的区域是东北、西北和华北。

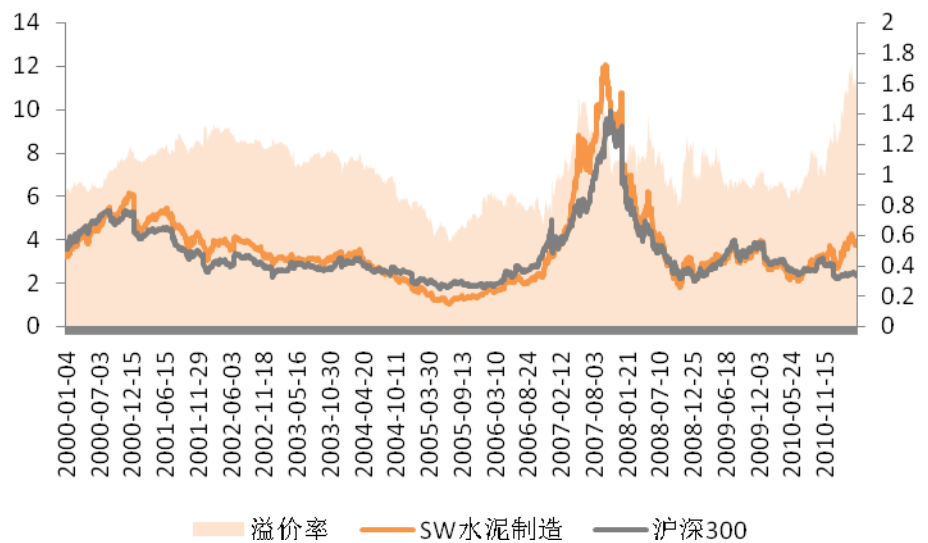
估值方面，以 2011 年 5 月 4 日收盘价计算，水泥行业 PE 为 21.98 倍，处于历史均值一下；PB 为 3.8 倍，处于历史均值左右。水泥板块经过近期的回调，估值压力得到一定的释放。

图 27 水泥行业 PE



数据来源：WIND， 湘财证券研究所

图 28 水泥行业 PB



数据来源：WIND， 湘财证券研究所

考虑到行业的基本面向好，价格将维持高位并有望继续上涨，我们给予行业“增持”的投资评级。在选股思路上，我们建议选择“供需情况较好的区域+市场占有率较高的公司”。考虑区域的行业发展环境、公司的基本面，我们重点推荐：冀东水泥、天山股份、祁连山。此外，考虑到公司的全国布局以及较好的管理能力和成本控制能力，我们重点推荐海螺水泥。

表 3 重点上市公司推荐

股票代码	股票名称	EPS			PE			推荐推荐理由
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600585	海螺水泥	1.75	3.50	4.20	21.59	10.79	9.00	全国布局，行业龙头，成本控制能力、管理能力强。
000401	冀东水泥	1.15	1.82	2.55	22.63	14.30	10.21	较快的产能扩张和高毛利地区的布局是公司的亮点。
000877	天山股份	1.39	2.50	3.40	29.50	16.40	12.06	新疆地区的绝对龙头，是新疆跨越发展的最大受益者。
600720	祁连山	1.03	1.45	2.00	18.96	13.47	9.77	充分享受甘肃、青海区域发展优势。

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。