

水泥行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

贺国文

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

数据进一步验证之前的逻辑

事件

水泥行业 4 月份全国产量 18556 万吨，同比增长 22.4%；今年 1~4 月全国累计生产水泥 55459 万吨，同比增长 19.6%。

评论

行业运行数据验证我们之前的逻辑：4 月份在其他原材料行业产量低速增长的时候，水泥产量继续保持 20%以上的增长，水泥价格也同时环比大幅度提升。微观层面上，主要水泥企业的发货量、熟料库位比以及吨毛利情况都呈现良好的势头。这些数据一再地验证了我们一直强调的逻辑，即供给面减法逻辑使得水泥行业具备独特的比较优势。我们相信，未来的行业运行数据还会继续验证这个逻辑。

未来基本面仍将持续改善：近日工信部下达今年淘汰任务 1.33 亿吨，超出此前市场预期的 1 亿吨。不论今年水泥新投产 1.8 亿吨还是 2 亿吨，水泥景气度的趋势都是下半年好于上半年、明年好于今年，而且这种向上的趋势对需求的依赖比较小，是比较确定的。

目前估值有较大安全边际：目前海螺的市盈率仅为 10 倍左右，这个市盈率明显是偏低的。我们认为目前估值水平更多反映的是宏观面相对比较谨慎的预期，并未反映行业今明两年景气不断好转的预期。

投资建议

在投资建议方面，我们认为水泥股的行情尚未结束，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。

行业运行数据验证我们之前的逻辑

固定资产投资持续超预期

- 在年度策略和二季度策略中提到，今年是“十二五”开局之年，固定资产投资不会差。4月份固定资产投资和房地产投资超越预期，显示出旺盛的投资需求。今年前4个月全国累计固定资产投资62716亿元，同比增长25.4%，比3月份高出0.4个百分点；前四个月房地产投资13340亿元，同比增长34.3%，比3月份高出0.3个百分点。

图表1. 全国固定资产投资增速



来源：统计局、国金证券研究所

图表2. 全国房地产投资增速



4月份水泥量升价涨、企业经营继续向好

- 4月份全国水泥产量18556万吨，同比增长22.4%；今年1~4月全国累计生产水泥55459万吨，同比增长19.6%。4月底全国水泥平均价格为383元/吨，较月初上涨36元/吨，涨幅约10%。

图表3. 全国水泥产量增速



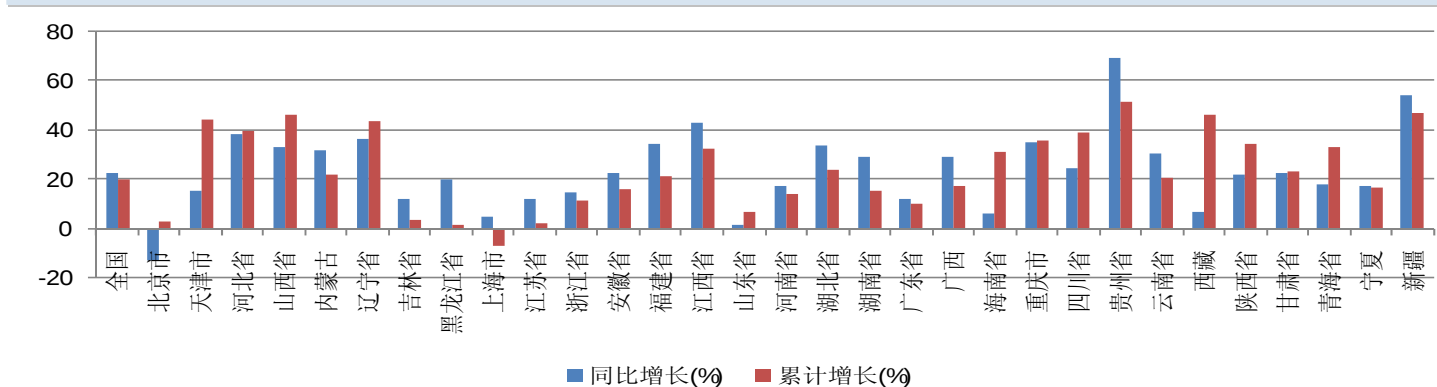
来源：数字水泥、国金证券研究所

图表4. 全国水泥价格走势



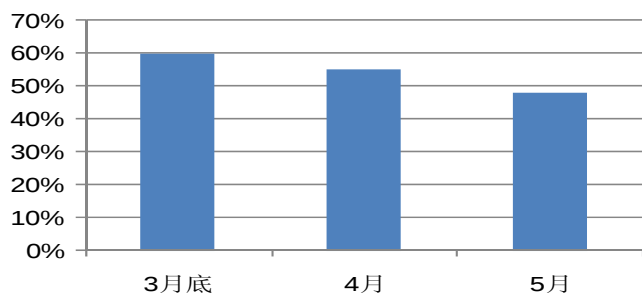
- 分省份来看，水泥产量增加较多的省份主要位于华北、西南、西北。当月增速较快的省份有贵州、新疆、河北、江西、辽宁、重庆等地；累计增速较快的省份有贵州、新疆、西藏、天津、河北、山西、辽宁等地。

图表5. 各省市4月份当月产量和累计产量增速



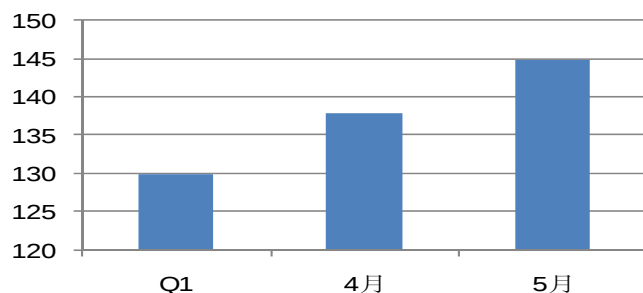
来源：华通数据、国金证券研究所

图表6. 华东部分企业库位水平预测



来源：公开信息、国金证券研究所

图表7. 华东部分企业吨毛利走势预测 (元)



基本面持续改善是比较确定的

- 近日，工信部分解下达 2011 年淘汰落后产能目标任务，要求今年淘汰落后水泥产能 1.33 亿吨，高于此前预计的 1 亿吨。
- 从供需形势来看，无论今年新增水泥产能 1.8 亿吨还是 2 亿吨，水泥景气度的趋势是下半年好于上半年、明年好于今年，而且这种向上的趋势对需求的依赖比较小，是比较确定的。

图表8. 分区域供需差测算

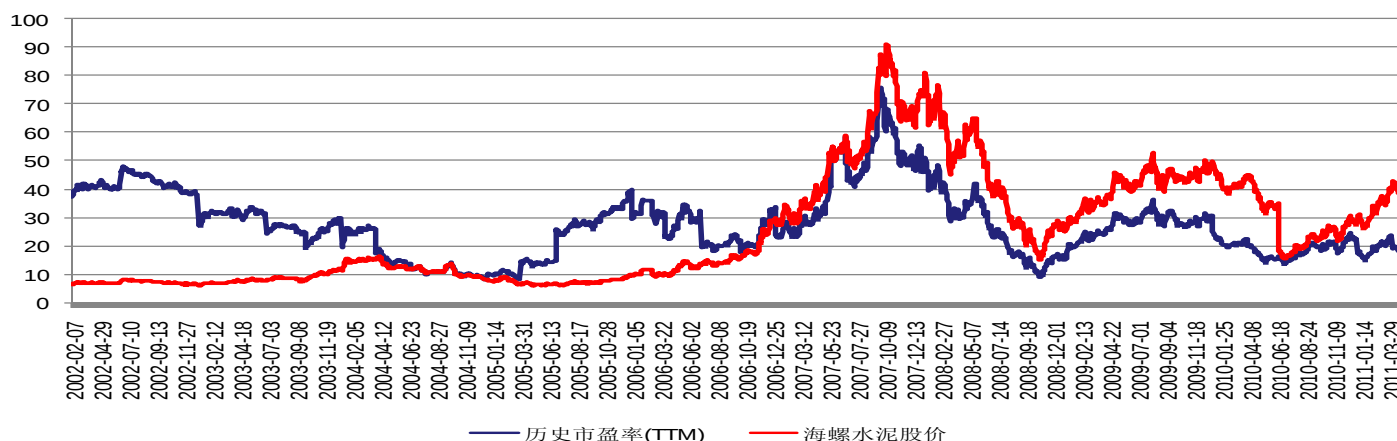
区域	2009产量	2010新增水泥产能	2010年淘汰水泥产能	2010年净增水泥产能/2009年产量	2010产量	2011年新增水泥产能	2011年淘汰水泥产能	2011年净增水泥产能/2010年产量	2012年新增水泥产能	2012年淘汰水泥产能	2012年净增水泥产能/2010年产量
全国	163,125	32984	10728	13.64%	187082	18400	10000	4.49%	7992	10000	-1.07%
华北	19,508	6359	2564	19.45%	23580	3400	2200	5.09%	1450	2191.37	-3.14%
东北	11,218	1471	917	4.94%	12580	1100	700	3.18%	300	699.96	-3.18%
华东	58,238	4135	2135	3.43%	62079	1800	1700	0.16%	1000	1630.09	-1.01%
中南	43,981	5880	2644	7.36%	49153	3000	2500	1.02%	2000	3517.22	-3.09%
西南	20,232	10504	1287	45.56%	26965	4400	2000	8.90%	1000	1058.88	-0.22%
西北	9,948	4635	1182	34.71%	12726	4700	900	29.86%	2000	902.48	8.62%

来源：华通数据、国金证券研究所

估值仍有提升空间

- 目前估值有较大安全边际：目前海螺的市盈率仅为 10 倍左右，这个市盈率明显是偏低的。我们认为目前估值水平更多反映的是宏观面相对比较谨慎的预期，并未反映行业今明两年景气不断好转的预期。
- 在投资建议方面，我们认为水泥股的行情尚未结束，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。

图表9. 市盈率的历史走势图



来源：WIND、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；

减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室