

淡季面临调整，长期增长确定性高

——水泥行业 2011 年 7 月跟踪报告

研究员：朱勤

执业证书编号：S0570510120057

电话：025-84457777-379(办公室)

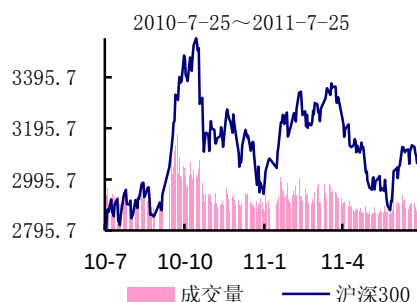
E-mail: chuqinghome@163.com

地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(维持)

建筑材料 II

市场走势图



相关研究

- 1 《建筑材料 II (301201): 水泥区域分化明显，平板玻璃进入下降周期》 2011.6
- 2 《南玻 A(000012): 平板玻璃行业步入下降周期，公司业绩增长将放缓》 2011.5
- 3 《赛马实业(600449): 低估值高成长凸显投资价值》 2011.5
- 4 《北新建材(000786): 一季度业绩稳定增长，未来产量加速扩张》 2011.4
- 5 《祁连山(600720): 产能翻番，增长可期》 2011.4

投资要点：

- **2011 年上半年全国水泥市场景气维持高位，水泥产量与固定资产投资同步实现快速增长。**全国 1-6 月实现固定资产投资 12.46 万亿元，同增 25.6%，受此拉动，水泥产量达到 9.51 亿吨，同增 19.57%，增速高于去年同期的 17.49%；6 月单月生产水泥 1.98 亿吨，环比增速由 5 月的 5.78% 下降至 0.85%。
- **雨季来临，水泥行业进入季节性调整期。**全国水泥价格保持高位，但环比略有回调，地区分化逐步加剧。截至 7 月中旬，全国高标水泥平均价格达到 436 元，同比提高 80 元/吨，但较 6 月中旬下降 8 元/吨。7-8 月是水泥市场的传统淡季，高温多雨天气影响建筑活动，工程项目施工进度缓慢，导致需求出现季节性下降，价格同步作出调整，但这种下降不是趋势性的，整体幅度有限，雨季过后即会恢复至正常水平。
- **我们判断水泥市场中长期总体需求无忧，景气维持关键在于供给层面。**在全国层面上，固投增速预计会逐步放缓，但不存在需求不足的问题。供给面对新增产能的严格控制是今年水泥价格维持高位的关键因素，今年淘汰 1.53 亿吨落后产能力度亦超出预期，但区域景气会因供求结构差异而继续分化。
- **我们判断行业盈利整体依然处于价值回归过程中，但会依区域周期变化而波动。**今夏华东景气将好于去年同期，停窑限电有望成为稳定价格的重要因素，大企业控制力增强也意味着市场日趋成熟；华南正处于过渡期，区域的整合力度正在加大；华北、西南因为产能的无序扩张将经历阵痛；东北市场需求增长快过供给，预计近期仍将较好表现；西北仍将享受相对较好的盈利，但更多竞争者进入将抑制价格提升。
- **我们依然看好水泥行业整体发展前景，淡季的调整不改长期业绩增长的确定性，故维持行业“增持”评级。**对区域市场拥有较强控制力的海螺水泥、在新疆与江苏都拥有产能配置的天山股份是我们重点关注的对象，而业绩弹性出色的华新水泥、江西水泥也具备充分的投资价值。

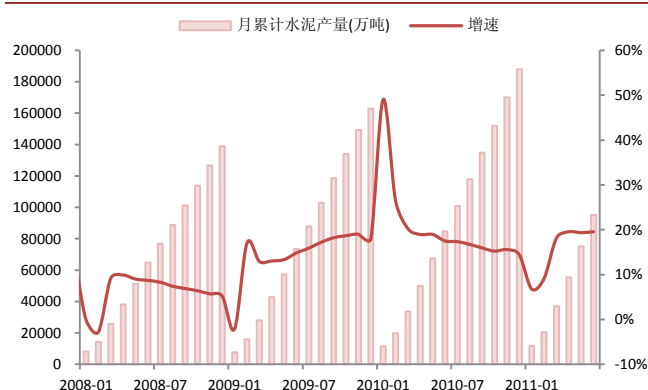
重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
海螺水泥	27.40	买入	1.16	2.19	3.14	3.40	23.62	12.51	8.73	8.06
华新水泥	28.50	买入	0.71	2.25	2.48	2.77	40.14	12.67	11.49	10.29
江西水泥	19.61	买入	0.39	1.12	1.39	1.63	50.28	17.51	14.11	12.03
天山股份	34.61	买入	1.39	2.17	2.86	4.32	24.90	15.95	12.10	8.01
冀东水泥	24.94	推荐	1.15	1.62	1.98	2.34	21.69	15.40	12.60	10.66

水泥行业进入淡季，短期面临调整

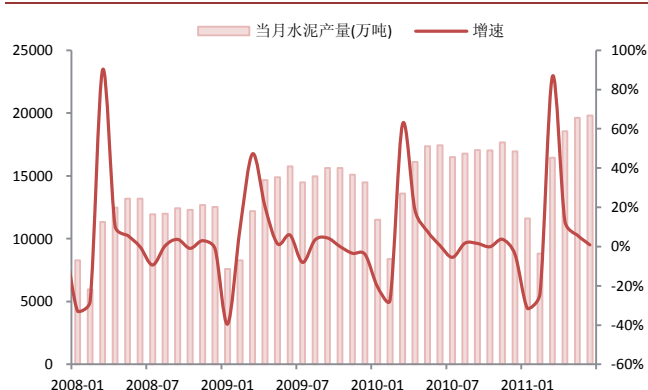
2011 年上半年全国水泥市场景气维持高位，水泥产量与固定资产投资同步实现快速增长。全国 1-6 月实现固定资产投资 12.46 万亿元，同增 25.6%，受此拉动，水泥产量达到 9.51 亿吨，同增 19.57%，增速高于去年同期的 17.49%；其中 6 月单月生产水泥 1.98 亿吨，环比增速由 5 月的 5.78% 下降至 0.85%。分地区来看，1-6 月华东地区累计产量达到 3.10 亿吨，同增 6.3%，占全国总产量比重达到 33%，其次为华北地区的 2.46 亿吨，占比 26%，同增 21.16%，再次为西南地区，累计生产水泥 1.52 亿吨，同增 24.61%。

图 1 全国水泥累计产量及增速



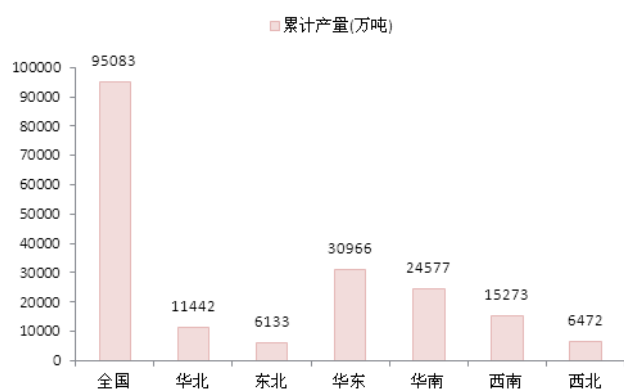
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 2 全国水泥当月产量及增速



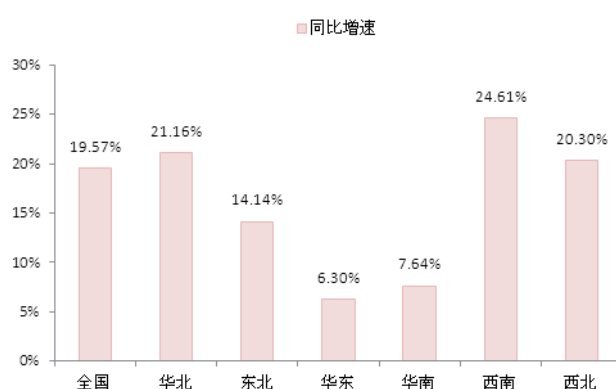
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 3 分地区 2011 年 1-6 月水泥累计产量



资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 4 分地区 2011 年 1-6 月水泥产量增速

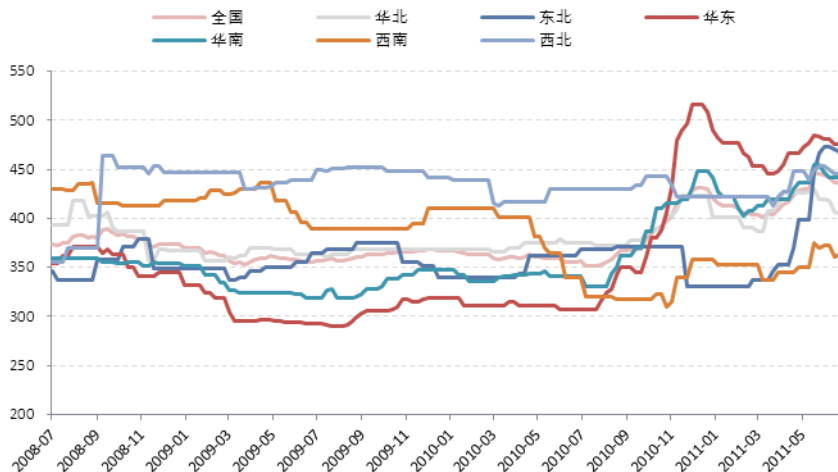


资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

全国水泥价格保持高位，环比略有回调，地区分化逐步加剧。截至 2011 年 7 月中旬，全国高标水泥平均价格达到 436 元，较去年同期高出 80 元/吨，但较 6 月高点下降 8 元/吨。分地区看，华东、东北、华南高标水泥均价远超去年同期，增幅分别达到 168/102/101 元/吨，而华北、西南水泥价格依然受到产能放量影响，维持低位，西北水泥价格基数较高，且处于地域淡季，因此价格增幅有限。环比来看，前两个季度各地水泥价格一致上涨的态势在二季度下半段终结，华北环比下降幅度最大，达到 15 元/吨。

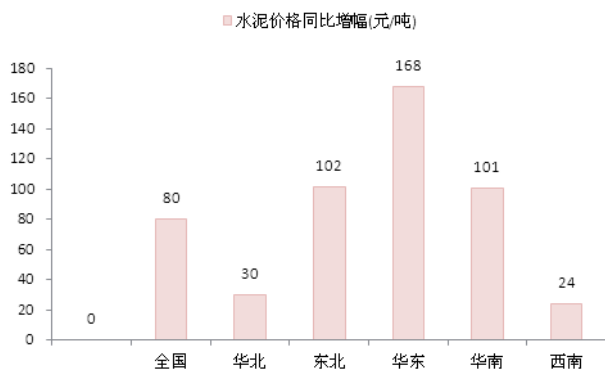
由于 7-8 月是水泥市场的传统淡季，高温多雨天气影响建筑活动，工程项目施工进度缓慢，导致水泥需求出现季节性下降，价格基本同步作出调整，但这种下降不是趋势性的，整体幅度有限。我们判断水泥价格在仍将进一步小幅调整，雨季过后即会恢复至正常水平。

图 5 全国分区域水泥价格（PO 42.5 散装含税价）



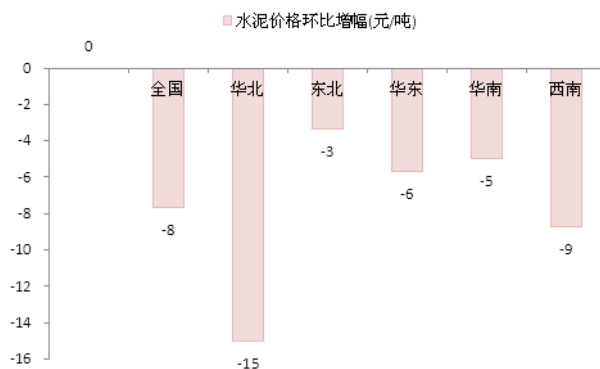
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 6 分地区水泥价格同比增幅



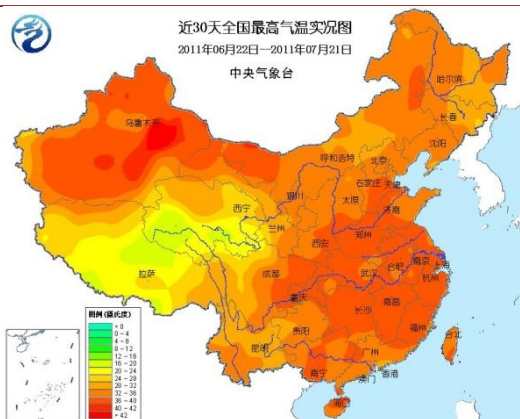
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 7 分地区水泥价格环比增幅



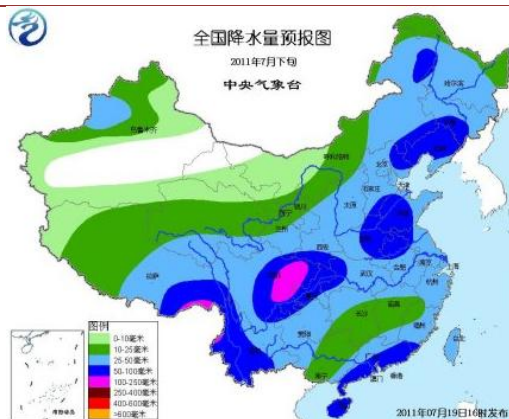
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 8 全国各地区普遍高温



资料来源：中央气象台，华泰证券研究所

图 9 全国东部南部地区仍将出现大量降雨



资料来源：中央气象台，华泰证券研究所

与市场景气相对应，2011 年上半年水泥行业盈利快速攀升。2011 年 6 月份，发改委公布的重点建材企业水泥平均出厂价（含税）为 391.9 元/吨，比上月上涨 4.9 元/吨，按年上涨 97.2 元/吨。6 月底，重点建材企业水泥库存 1670 万吨，按年下降 19.8%。前 5 个月，建材行业实现利润 1020.5 亿元，按年增长 62.7%，增幅同比提高 1.7 个百分点。其中，水泥行业利润 352.6 亿元，增长 1.7 倍，提高 141 个百分点。

煤炭价格依然保持高位，7月中旬秦皇岛煤炭现货（山西混优）价格为840元/吨，环比小幅回落5元/吨，目前的水泥价格足够吸收煤炭价格带来的成本上涨。我们预计7-8月水泥行业的盈利将有小幅的波动，但全年业绩会保持相对稳定。

图 10 秦皇岛煤炭价格走势



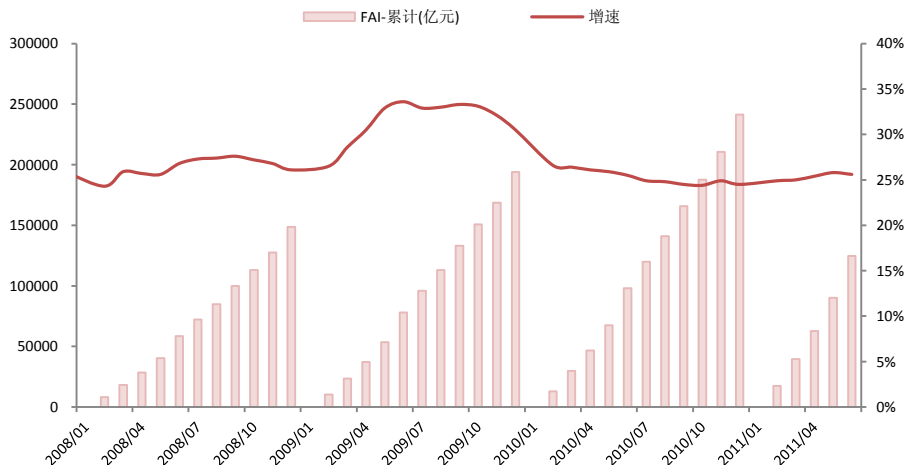
资料来源：Wind，华泰证券研究所

总体需求无忧，关键还看供给

我们判断水泥市场中长期总体需求无忧，景气维持关键在于供给层面。在全国层面上，我们认为不存在需求不足的问题；供给面对新增产能的严格控制是今年水泥价格维持高位的关键因素，但区域供求结构的差异必然带来水泥市场景气的分化。

在需求层面上，上半年25.6%的固定资产投资是水泥产量增长的动力。其中，交运固投增长了16.3%，尽管增速略低于去年同期，但仍在总量上保证了需求的稳定。房地产市场尽管受到紧缩政策制约，但投资仍然增长了32.9%，施工面积增长31.6%，新开工面积增长21.0%。上半年基建和投资增长有来自去年新开工项目的惯性因素，预计下半年会略有放缓。

图 11 全国固定资产投资（不含农户）及增速

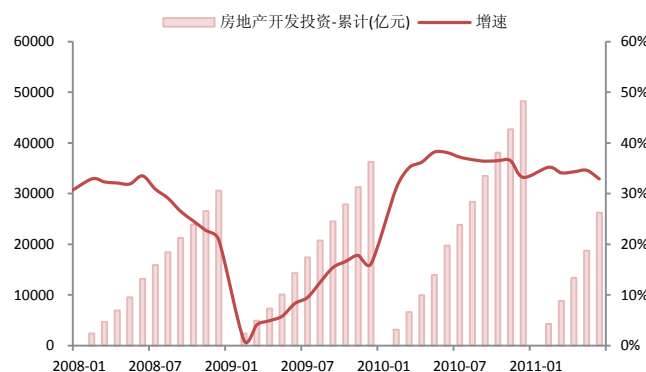


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

我们认为房地产市场近期仍将继续受到政策的压制，新开工和施工面积已经减速，但保障房项目大量开

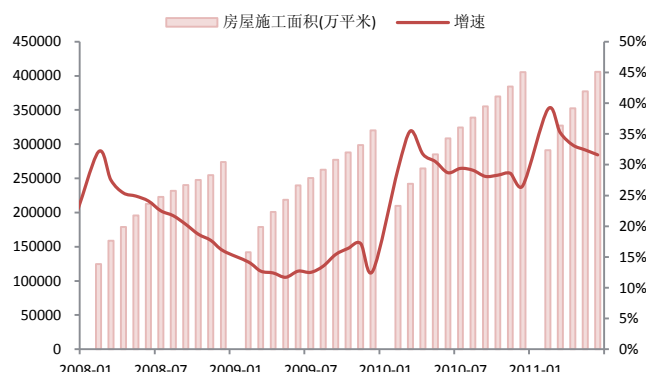
工将对房地产市场形成一定支撑,预计 1000 万套保障房将形成 1 亿吨的水泥需求,因此不会出现急刹车的情况。基建方面交运和水利建设增速预计将维持目前 15%左右的增速,而全年固定资产投资将维持在 22.5%左右,这一水平的固投增速引致的水泥需求约在 20.63 亿吨左右,增速约 9.8%。如果下半年宏观层面的紧缩政策有序退出,需求或存在略超预期的可能。

图 12 全国房地产开发投资及增速



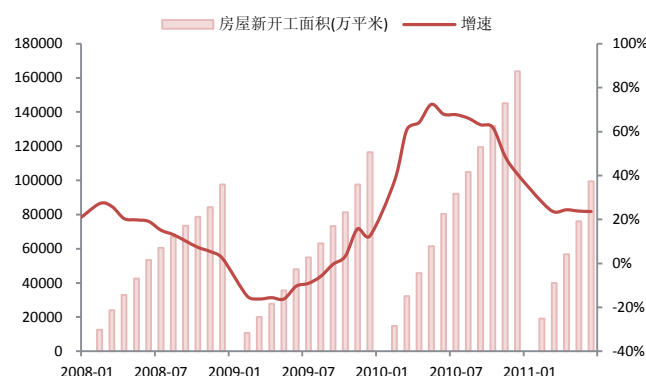
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 13 全国房屋施工面积及增速



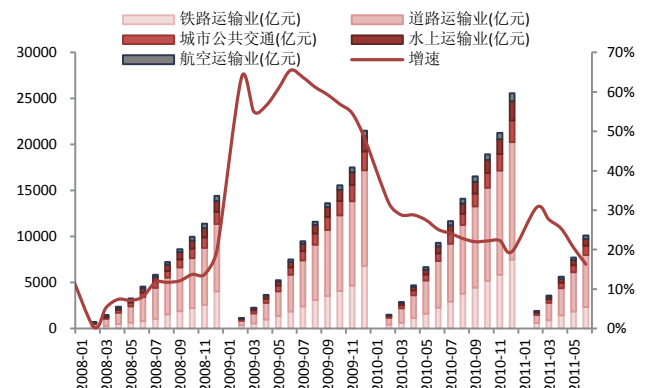
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 14 全国房屋新开工面积及增速



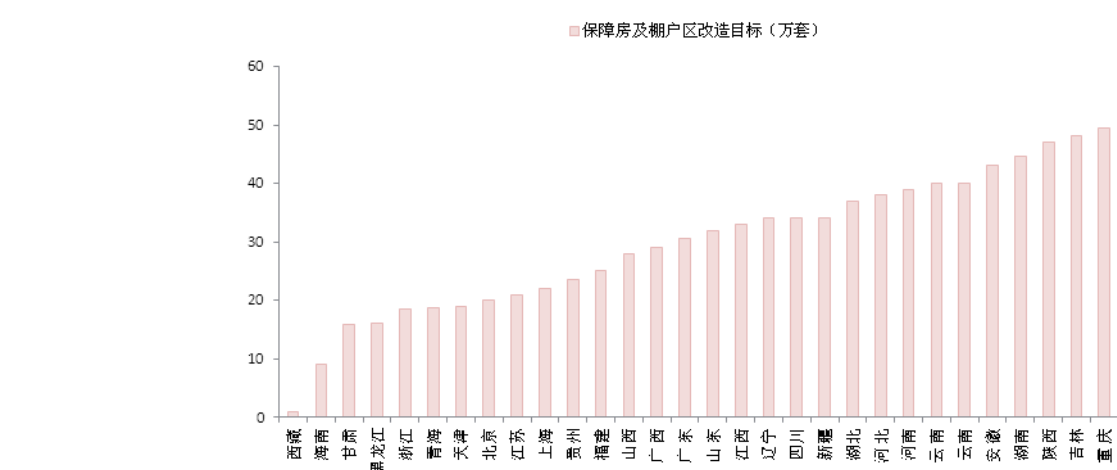
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 15 全国交运固投及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 16 全国 1000 万套保障房分解



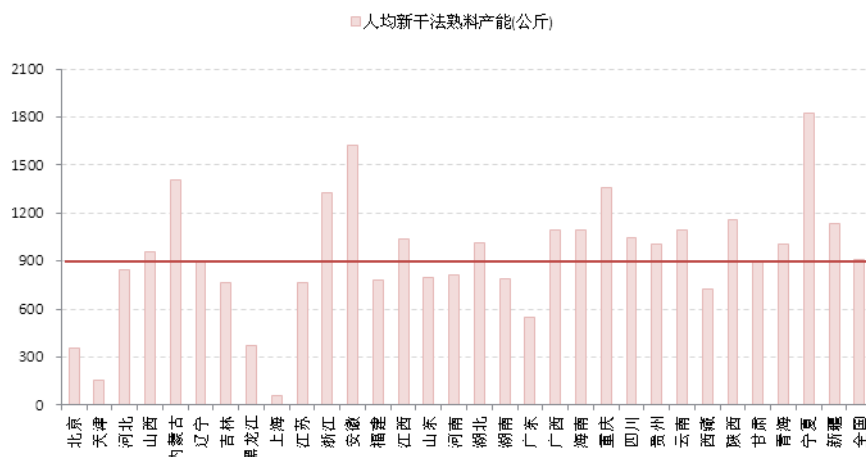
资料来源：住建部，新华网，人民网，华泰证券研究所

从区域来看，经济发达的东部地区基础设施完备，因此工业化引致的水泥需求比例将逐步下降，但城镇化建设引致的需求将逐步增加。而中西部地区大规模的基础设施建设方兴未艾，“十二五”期间水泥需求仍然会保持较快增长。

供给层面对产能的严格控制是水泥价格维持高位的关键。我们认为在需求保持稳定的前提下，供给面的分析对未来水泥市场景气走势的判断至关重要。对供给层面的影响因素来自于两个层面，一为政策限制，二为企业行为，两者都会对水泥价格和市场景气形成有效支撑，不会形成大起大落。

在政策层面上，我们认为近期全面放开新增产能审批的概率极低，即使假设部分地区开建新线，在今明两年也难以形成大规模的有效供给。目前全国水泥产能仍然处于过剩状态，但区域略有差异。以往的政策已经明确了“等量置换”的概念，在落后产能存量较大的省份，即通常是人均新干法熟料产能低于 900 公斤标准的省份，用新建水泥熟料生产线项目对落后产能按照“等量或减量淘汰”原则进行替换是可以预期的，这基本不会形成大规模的产能增量，且即使立即放开部分地区的新建产能，考虑 1.5-2 年的建设周期，最快也要到 2013 年才会形成有效供给。

图 17 2010 年各省人均新干法熟料产能对比

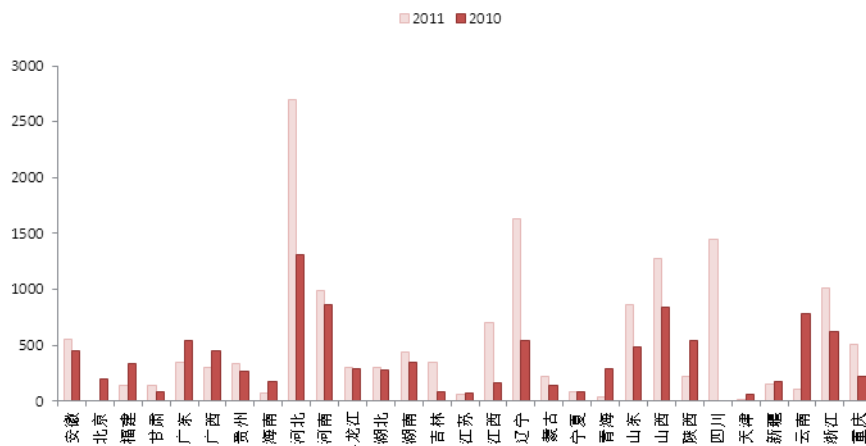


资料来源：数字水泥，国家统计局，华泰证券研究所

此外，落后产能淘汰力度维持强势。工信部 7 月公布的 2011 年淘汰落后产能企业名单共涉及 782 家水泥企业，预计将淘汰水泥产能 1.53 亿吨，较此前预期的 1.33 亿吨增加近 2000 万吨，较 2010 年淘汰总量增长 50%，占 2010 年水泥产量的 8.14%。分地区来看，河北、辽宁、四川、山西、浙江等省淘汰任务超过 1000 万吨，分别达到 2696、1630、1450、1281、1015 万吨，占总量的 52.67%。

此次公布的名单加大了对粉磨产能的淘汰力度，粉磨产能占此次淘汰总量比重接近 50%，需淘汰的熟料产能约在 8000 万吨左右，较去年减少约 1000 万吨。2011 年上半年投产的熟料产能约 7000 万吨，折合水泥产能约 9200 万吨，全年新增水泥产能预计在 1.8-2.0 亿吨，扣除需淘汰的熟料生产线对应的水泥产能（约 1 亿吨），有效新增供给约在 0.8-1.0 亿吨左右，低于 1.8 亿吨的新增需求，符合我们此前的预期，如果将粉磨产能考虑在内，淘汰落后产能对供需边际带来的实际改善可能更大。

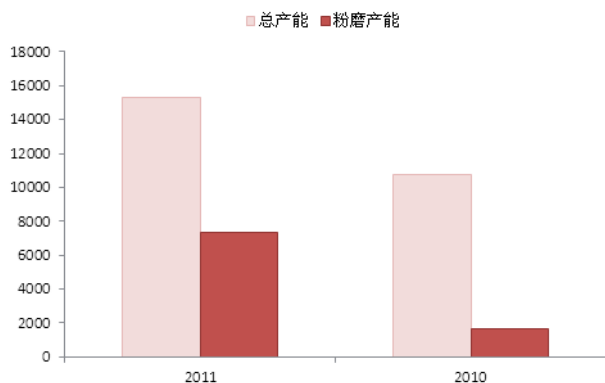
图 18 2010-2011 年各省落后产能淘汰对比



资料来源：工信部，华泰证券研究所

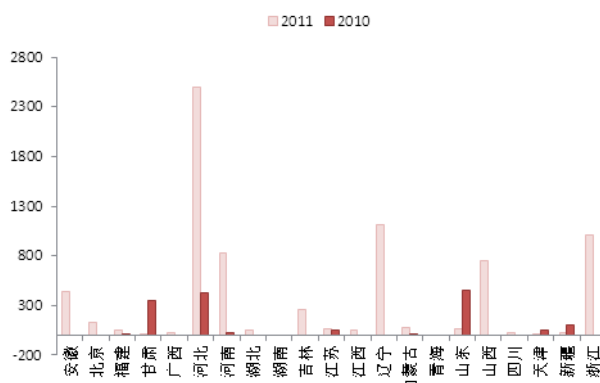
政策因素会进而影响企业行为。我们认为这种由供需结构改善带来的对市场景气支持是持续性的，落后产能的淘汰将使市场份额进一步集中在大企业手中，并将强化此前由限电催生的企业协同效应。一方面，小企业被淘汰出局，而大企业在新建线审批受限情况下通过并购来扩张产能的欲望逐步增强——这也获得了行业政策的支持。另一方面，大企业共同维护价格意愿已经增强，利用淡季安排停窑检修成为华东地区企业维持市场价格的有效手段。由于目前企业库存水平普遍较低，区域协同较好的省份市场价格降幅将好于区域协同较差的省份。

图 19 2010-2011 年全国落后产能淘汰总量对比



资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

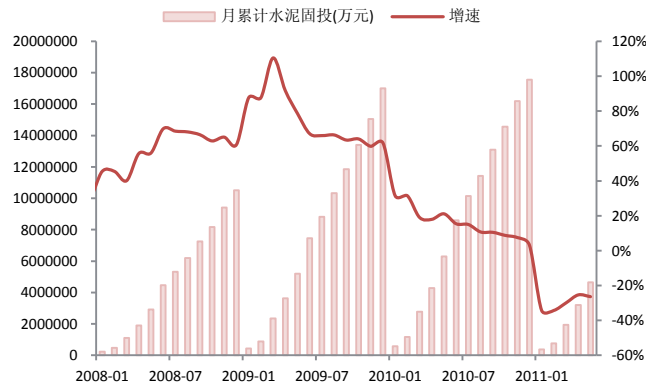
图 20 2010-2011 年各省落后产能淘汰（粉磨产能）对比



资料来源：工信部，华泰证券研究所

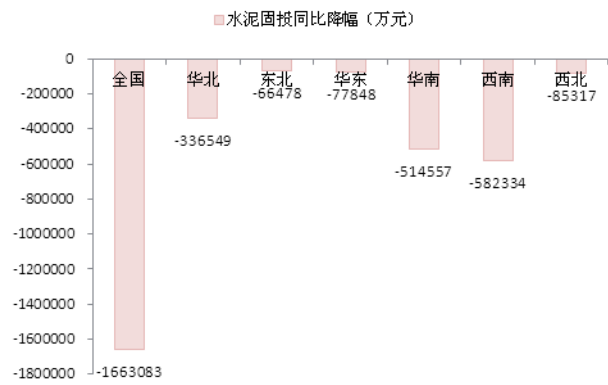
水泥行业固定资产投资持续回落，印证未来新增供给趋紧的判断。政策面的严格设卡使行业固投持续负增长，2011 年 1-5 月份全国水泥累计投资 463.9 亿元，同比下降 22%。从投资规模来看，全国累计同比少增 166 亿元，西南、华南、华北下降额度最大，分别达到 58、51、33 亿元，这些市场过去产能投放较为集中，预计随着新建产能减少、落后产能淘汰增加，这些区域的景气水平在未来 1-2 年内将逐步提升（华南）或者回暖（西南、华北）。

图 21 水泥行业固投同比持续负增长



资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

图 22 水泥行业固投同比回落



资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

表 1 2011 年上半年全国新开工生产线统计

省市	生产线数量	熟料设计产能 (t/d)	熟料年产能(万吨)	水泥年产能(万吨)
甘肃	5	26500	822	1068
贵州	2	4500	140	581
湖南	1	4500	140	181
内蒙古	1	9000	279	400
青海	1	2500	78	100
山西	2	4000	124	630
新疆	4	23200	719	926
云南	1	4000	124	161
总计	17	78200	2424	4047

资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

表 2 2011 年上半年全国投产生产线统计

省市	生产线数量	熟料设计产能 (t/d)	熟料年产能(万吨)	水泥年产能(万吨)
安徽	2	7000	217	282
甘肃	5	17600	546	728
广东	2	12850	398	518
广西	2	13500	419	544
贵州	6	27100	840	1092
河北	2	8800	273	355
黑龙江	1	4500	140	181
湖南	2	7500	233	302
吉林	1		0	200
江西	2	3200	99	229
辽宁	1	1500	47	60
内蒙古	4	13800	428	556
青海	3	11000	341	443
山西	3	7000	217	402
陕西	2	10000	310	523
四川	2	9000	279	363
唐山	1	5000	155	202
新疆	1	4000	124	161
云南	4	8500	264	343

重庆	6	42600	1321	1717
总计	52	214450	6648	9200

资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

表 3 2011 年上半年主要水泥企业间并购事件

日期	公司	并购对象	产能 (万吨)	金额 (亿)	事件
2011/07	台湾水泥	贵州凯里瑞安建材	100	2.18	台泥旗下昌兴国际以港币 2.18 亿元收购威利控股，间接持有贵州凯里瑞安建材股权。
2011/07	华润水泥	蒙西水泥	1250	15.63	华润出资 2.41 亿美元向高盛收购蒙西水泥 40.6% 权益。
2011/06	中国建材	黑龙江宾州水泥	400	16.9	中国建材通过浙江产权交易所拿下黑龙江宾州水泥 100% 股权。
2011/06	海螺水泥	云南壮乡水泥	81	0.5	海螺水泥收购云南壮乡水泥 100% 的股权
2011/05	西部水泥	新疆和田鲁新建材	60	3.69	西部水泥计划收购和田鲁新建材 100% 权益
2011/03	金隅股份	太行水泥			金隅股份以吸收合并太行水泥方式登陆 A 股

资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

维持水泥行业“增持”评级

我们判断行业盈利整体依然处于价值回归的过程中，但会依区域周期变化而产生波动：

今年夏季华东地区的市场景气将好于去年同期，停窑和限电都有望成为稳定水泥价格的重要因素，大企业对市场控制力的增强也意味着华东市场日趋成熟，盈利将趋于稳定；华南地区正处于过渡期，大企业对于区域的整合力度亦在不断加大，盈利处于上升通道；

在尚处于成长期的市场中，华北、西南因为产能的无序扩张将经历阵痛，水泥价格预计将继续低于全国平均水平，但略好于去年同期，亟需通过区域整合进一步提振市场；东北市场上半年景气略超市场预期，需求增长快过供给，预计近期仍将有较好表现，但如需长期维持高度景气，整合仍是必经之路；西北依托其得天独厚的地理属性仍将享受相对较好的盈利，但高价吸引更多竞争者进入，抑制价格提升，因此景气基本与历史持平。

我们依然看好水泥行业整体发展前景，淡季的调整不改长期业绩增长的确定性，故维持行业“增持”评级。对区域市场拥有较强控制力的海螺水泥、在新疆与江苏都拥有产能配置的天山股份是我们重点关注的对象，而业绩弹性出色的华新水泥、江西水泥也具备充分的投资价值。

表 4 水泥行业主要上市公司概况

证券名称	总股本 (百万股)	流通 A 股 (百万股)	总市值 (百万元)	PE, TTM	PB, 最新	PS, TTM	ROE 加权 (2011Q1)	EPS 最新摊薄 (2011Q1)	BPS 最新摊薄 (2011Q1)
青松建化	478.70	478.70	10220.14	27.48	4.23	5.20	0.25	0.01	5.06
赛马实业	195.13	195.13	6595.52	11.80	2.55	2.60	-0.44	-0.06	13.25
海螺水泥	5299.30	3999.70	145200.89	19.12	3.83	3.85	6.07	0.42	7.16
祁连山	474.90	474.80	8367.78	18.25	3.21	2.77	1.55	0.08	5.49
华新水泥	807.20	479.20	23005.20	36.84	4.49	2.48	1.99	0.13	6.35
亚泰集团	1894.73	1894.73	15555.75	32.82	2.11	1.83	1.25	0.05	3.89
金隅股份	4283.74	316.13	64170.38	22.06	3.61	2.59	2.63	0.10	4.15

冀东水泥	1212.77	1212.25	30246.50	22.29	3.75	2.52	-0.14	-0.01	6.65
江西水泥	395.91	395.89	7763.79	32.84	5.95	1.77	6.89	0.22	3.30
天山股份	388.95	335.66	13461.39	24.57	3.70	2.27	-0.20	-0.02	9.34
四川双马	615.86	137.95	8381.88	-166.86	4.76	14.28	0.75	0.02	2.86
行业平均	1458.84	901.83	30269.93	24.81	3.84	3.83	1.87	0.09	6.14

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

我们认为以下事件的发生可能会影响我们对行业或公司前景的判断：

新建生产线审批全面放开；淘汰落后产能政策执行不到位；紧缩政策持续影响资金面，进而对基建工程和房地产市场造成更加负面的影响；极端恶劣气候频繁出现影响市场供求；能源与人工成本出现超预期上涨。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的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；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

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

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。