

静待需求恢复

研究员：朱勤 执业证书编号：s0570510120057

☎ 025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

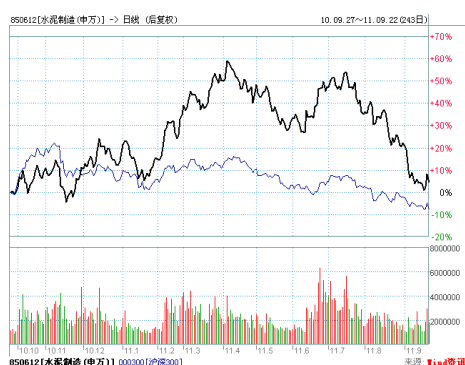
🌐 http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

——水泥行业 2011 年 9 月跟踪报告

行业评级：增持(维持)

水泥 II

市场走势图



相关研究

- 1 《海螺水泥(600585):战略西进,并购提速》2011.9
- 2 《华新水泥(600801):中期业绩创纪录,未来增长态势良好》2011.8
- 3 《水泥 II(302301):淡季进入尾声,旺季可期》2011.8
- 4 《海螺水泥(600585):中报超预期,业绩继续领跑同业》2011.8
- 5 《冀东水泥(000401):中报符合预期,全年表现值得期待》2011.8

投资要点:

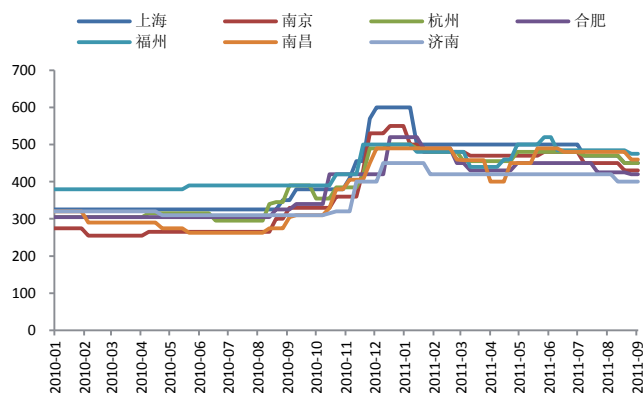
- **9 月水泥价格出现小幅下降,需求增速放缓导致旺季不旺。**全国水泥价格保持高位,环比出现回调,地区分化逐步加剧。截至 2011 年 9 月中旬,全国高标水泥平均价格达到 403.17 元,较去年同期高出 34 元/吨,但环比下降 11 元/吨,旺季价格的回落反映出需求的不振。华东地区需求受信贷紧缩和事件性冲击的影响而出现下滑,短期内不排除华东企业会出现降价走量的情况。在需求增速放缓的背景下,华东企业在市场协同方面所做的努力至关重要。10 月停窑的效果有待观察。
- **四季度水泥需求增速放缓,但行业整体盈利受影响有限。**四季度的需求增速放缓,一因信贷紧张,二因高铁事件冲击,但我们认为信贷紧张可能仍是主要原因。今年以来扣除价格因素的实际固定资产投资约在 17%左右,较去年同期低近 4 个百分点,基础设施建设投资规模 7 月后出现同比下滑现象,受铁路运输业投资放缓(-15%)影响,建投资规模 8 月同比下滑约 6%。需求端可能在今年四季度至明年一季度继续被政策性的压制。长期来看,全国层面的需求仍将有“十二五”期间的投资作为保障,水泥需求的回落周期应该在 6-8 个月,不会出现长期需求下滑的情况,伴随着水泥行业集中度的提高,水泥价格也不会出现大幅回落,行业内龙头企业的盈利能力不会受到明显影响。
- **维持行业“增持”评级。**7 月 15 日至 9 月 16 日,水泥制造(申万)指数下跌 32.26%,主要水泥企业的 PE 水平已经处于历史低位。我们认为水泥是具备刚性需求的工业消费品,水泥需求总量仍处于上升时期;同时,水泥供给的仍然受到控制;所以,水泥行业的整体盈利能力不会出现大幅的下降。目前的龙头企业已经具备投资价值,维持行业“增持”评级。

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	17.89	买入	1.16	2.4	2.8	3.17	23.62	7.45	6.39	5.64
华新水泥	18.12	买入	0.71	2.25	2.48	2.77	40.14	8.05	7.31	6.54
江西水泥	14.6	买入	0.39	1.12	1.39	1.63	50.28	13.04	10.5	8.96
天山股份	24.01	买入	1.39	2.17	2.86	4.32	24.90	11.06	8.4	5.56
冀东水泥	16.44	推荐	1.15	1.62	1.98	2.34	21.69	10.15	8.3	7.03

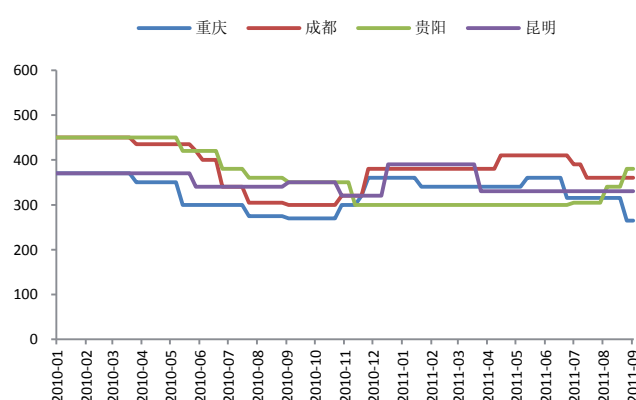
9 月水泥价格出现小幅下降，西南和华东水泥价格下滑较快。

图 1：华东各省水泥价格



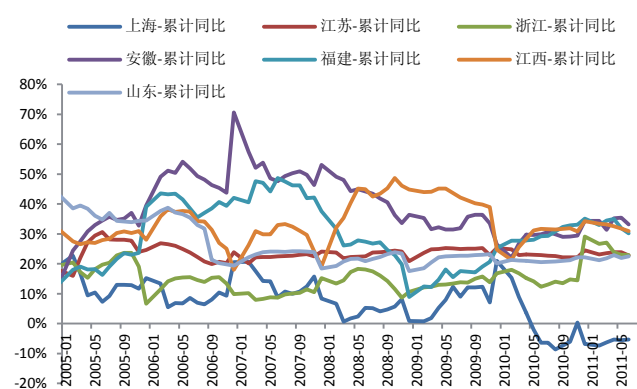
资料来源：Wind，华泰证券

图 2：西南各省水泥价格



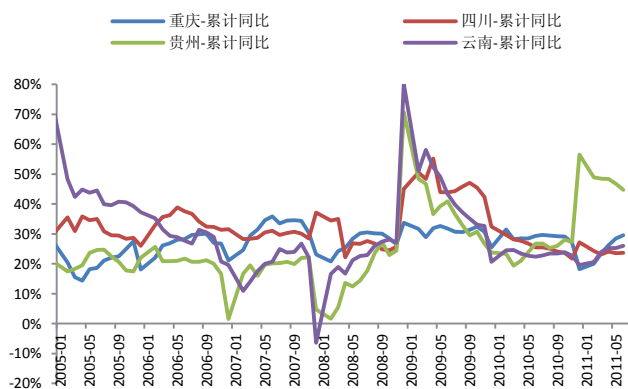
资料来源：Wind，华泰证券

图 3：华东各省固投增速



资料来源：Wind，华泰证券

图 4：西南各省固投增速



资料来源：Wind，华泰证券

全国水泥价格保持高位，环比出现回调，地区分化逐步加剧。截至 2011 年 9 月中旬，全国高标水泥平均价格达到 403.17 元，较去年同期高出 34 元/吨，但环比下降 11 元/吨，旺季价格的回落反映出需求的不振。

分地区看，西南，华东水泥均价出现回落幅度较大，重庆价格从 8 月下旬开始下跌，达到 40-50 元/吨，个别企业 P.O42.5 散出厂价最低已到 235 元/吨。价格下跌的主要原因是产能集中释放，据重庆水泥协会统计，上半年重庆投产 7 条生产线，折合水泥 1200 万吨，下半年还将有 4 条 800 万吨产能释放。后市若无其他外在因素影响，价格将会持续在底部徘徊。

江浙沪等市场成交价格普遍下调 20-30 元/吨。价格下调主要原因：一是外围水泥进入价格偏低，与本地企业相比有 50 元/吨差价；二是下游市场需求增量较弱；三是库存高位不减情况下，企业希望以价换量，一味维持高价而丢失客户，利益同样受损，适当下调价格不仅增加发货量，还可以抵挡部分外来水泥进入。

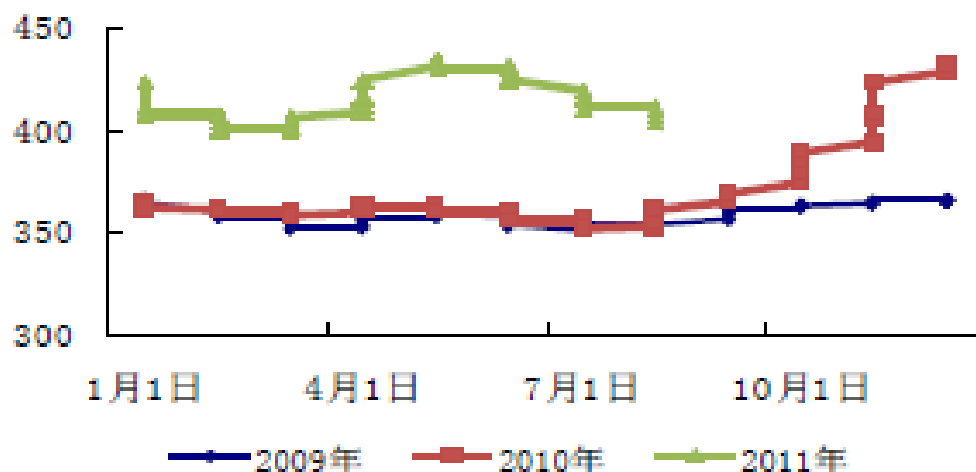
从跟踪情况看，此次价格调整促进各大主导企业对市场维护力度再次加大，10 月份

的停产计划除江浙以外，将会扩大到安徽、湖北、江西等省份。

华东地区需求受信贷紧缩和事件性冲击的影响而出现下滑，在需求不振的情况下，企业在延长停窑时间的条件下则可能带来库存压力，短期内不排除华东企业会出现降价走量的情况。在需求增速放缓的背景下，华东企业在市场协同方面所做的努力至关重要。目前的协同更多体现在区域内企业的停窑保价，但这无法有效阻止外部低价水泥的进入，也无法对部分企业的单独降价行为进行约束。我们认为，目前企业协同的努力才刚刚开始，对淡季价格产生了一定支撑作用，但基础尚不牢固，企业存在激励来打破平衡，只有在大型企业市场份额进一步提升、具备一定的跨区域联动能力的条件下，才能真正对区域市场形成有效的控制和保护。

广东、广西、贵州市场水泥价格上调 20-40 元/吨。价格上涨主要原因是受限电影响，企业产能无法正常发挥，并且随着需求逐渐上升，企业库存下降较为明显，因此将价格再次进行上调。企业表示，后期限电若不能缓解，随着需求再度增加价格有持续上涨的可能。

图 1 全国平均水泥价格走势（PO 42.5 散装含税价）



资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

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。我们预计四季度水泥价格不会出现明显回落，行业的盈利将有小幅的波动，但全年业绩会保持相对稳定。

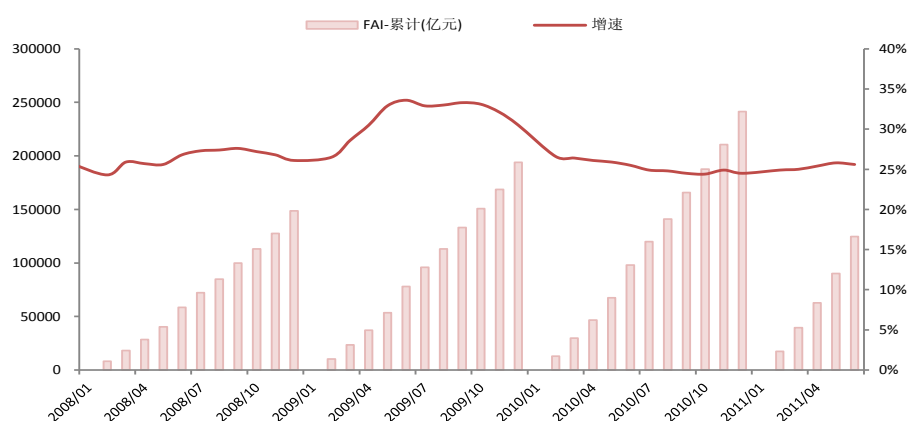
图 6 秦皇岛煤炭价格走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

需求增速短期出现下降，但水泥消费总量仍将上升。

图7 全国固定资产投资（不含农户）及增速



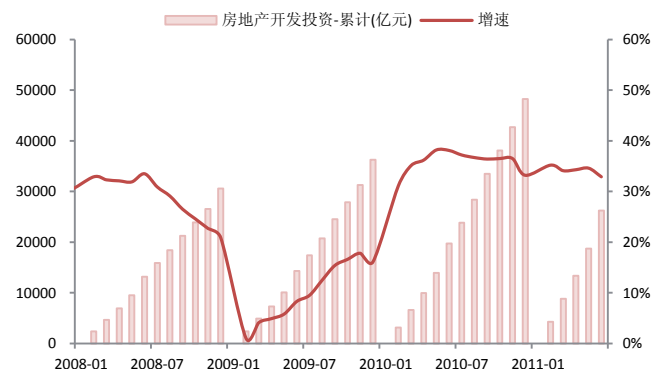
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

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%，水泥需求的总量仍保持较高水平。

今年四季度的需求增速放缓，一因信贷紧张，二因高铁事件冲击，但我们认为信贷紧张可能仍是主要原因。今年以来扣除价格因素的实际固定资产投资约在 17% 左右，较去年同期低近 4 个百分点，基础设施建设投资规模进入 7 月后出现同比下滑现象，受铁路运输业投资放缓（-15%）影响，基建投资规模 8 月同比下滑约 6%。尽管通胀升势得到控制，但因调控而生的信贷紧张现象已经十分严重，加之暂时没有看到紧缩政策退出的迹象，考虑货币政策的时滞，需求端可能在今年四季度至明年一季度继续被政策性的压制。长期来

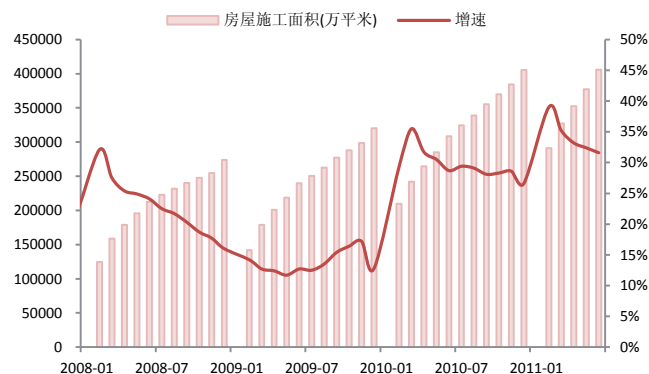
看，全国层面的需求仍将有“十二五”期间的投资作为保障，水泥需求的回落周期应该在6-8个月，不会出现长期需求下滑的情况，伴随着水泥行业集中度的提高，水泥价格也不会出现大幅回落，行业内龙头企业的盈利能力不会受到明显影响。

图8 全国房地产开发投资及增速



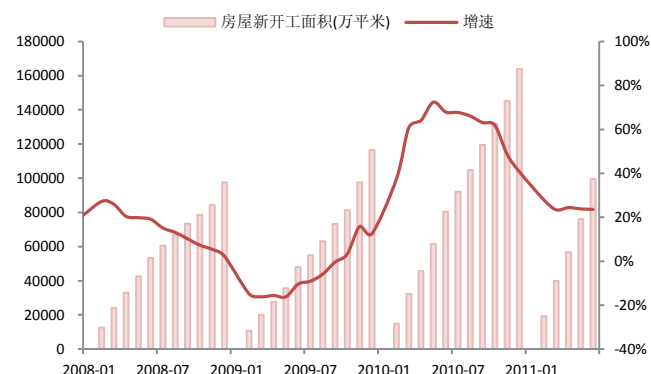
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图9 全国房屋施工面积及增速



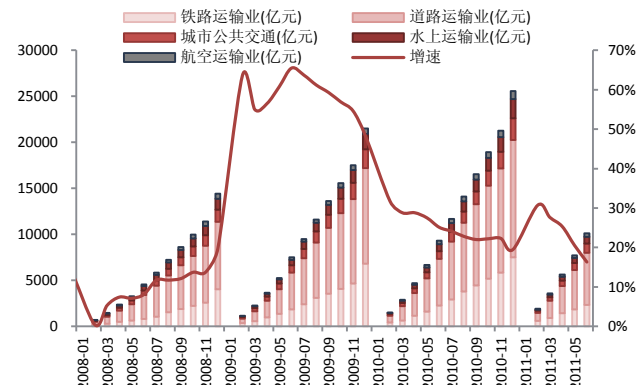
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图10 全国房屋新开工面积及增速



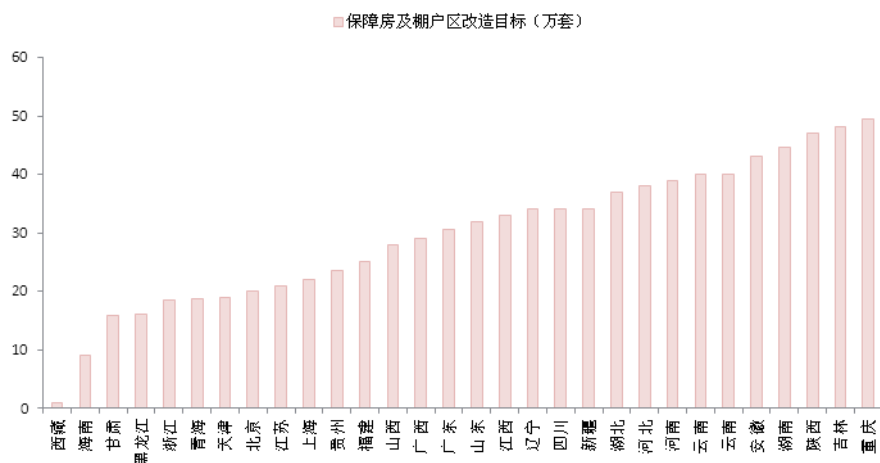
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图11 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12 全国1000万套保障房分解



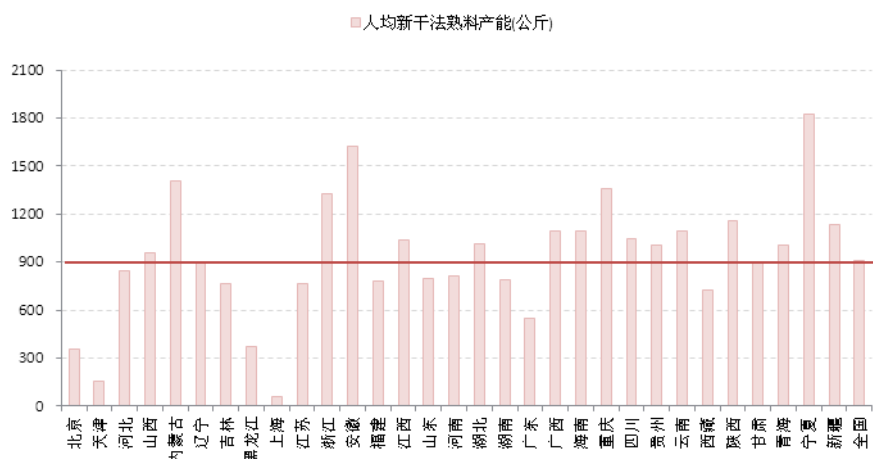
资料来源：住建部，新华网，人民网，华泰证券研究所

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 13 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 14 2010-2011 年各省落后产能淘汰对比

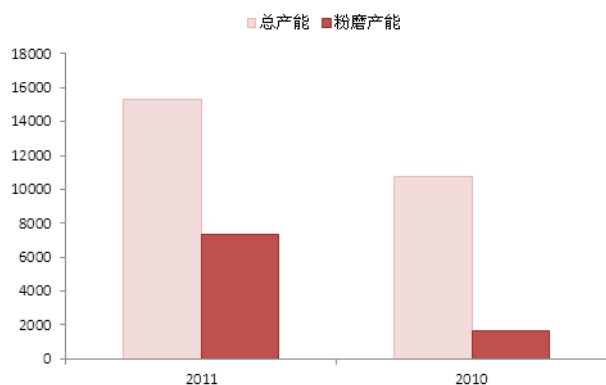


资料来源：工信部，华泰证券研究所

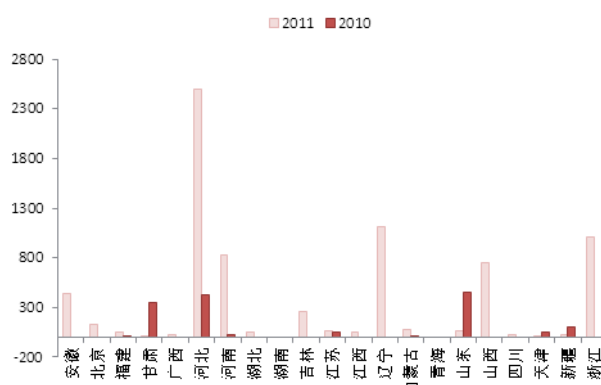
政策因素会进而影响企业行为。我们认为这种由供需结构改善带来的对市场景气支持是持续性的，落后产能的淘汰将使市场份额进一步集中在大企业手中，并将强化此前由限电催生的企业协同效应。一方面，小企业被淘汰出局，而大企业在新建线审批受限情况下通过并购来扩张产能的欲望逐步增强——这也获得了行业政策的支持。另一方面，大企业共同维护价格意愿已经增强，利用淡季安排停窑检修成为华东地区企业维持市场价格的有效手段。由于目前企业库存水平普遍较低，区域协同较好的省份市场价格降幅将好于区域协同较差的省份。

图 15 2010-2011 年全国落后产能淘汰总量对比

图 16 2010-2011 年各省落后产能淘汰（粉磨产能）对比



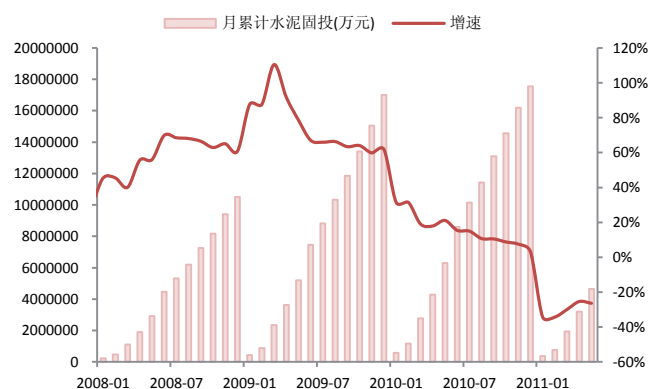
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所



资料来源：工信部，华泰证券研究所

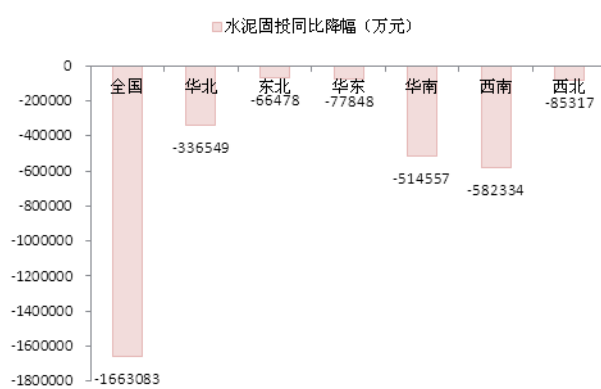
水泥行业固定资产投资持续回落，印证未来新增供给趋紧的判断。政策面的严格设卡使行业固投持续负增长，2011 年 1-5 月份全国水泥累计投资 463.9 亿元，同比下降 22%。从投资规模来看，全国累计同比少增 166 亿元，西南、华南、华北下降额度最大，分别达到 58、51、33 亿元，这些市场过去产能投放较为集中，预计随着新建产能减少、落后产能淘汰增加，这些区域的景气水平在未来 1-2 年内将逐步提升（华南）或者回暖（西南、华北）。

图 17 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 18 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

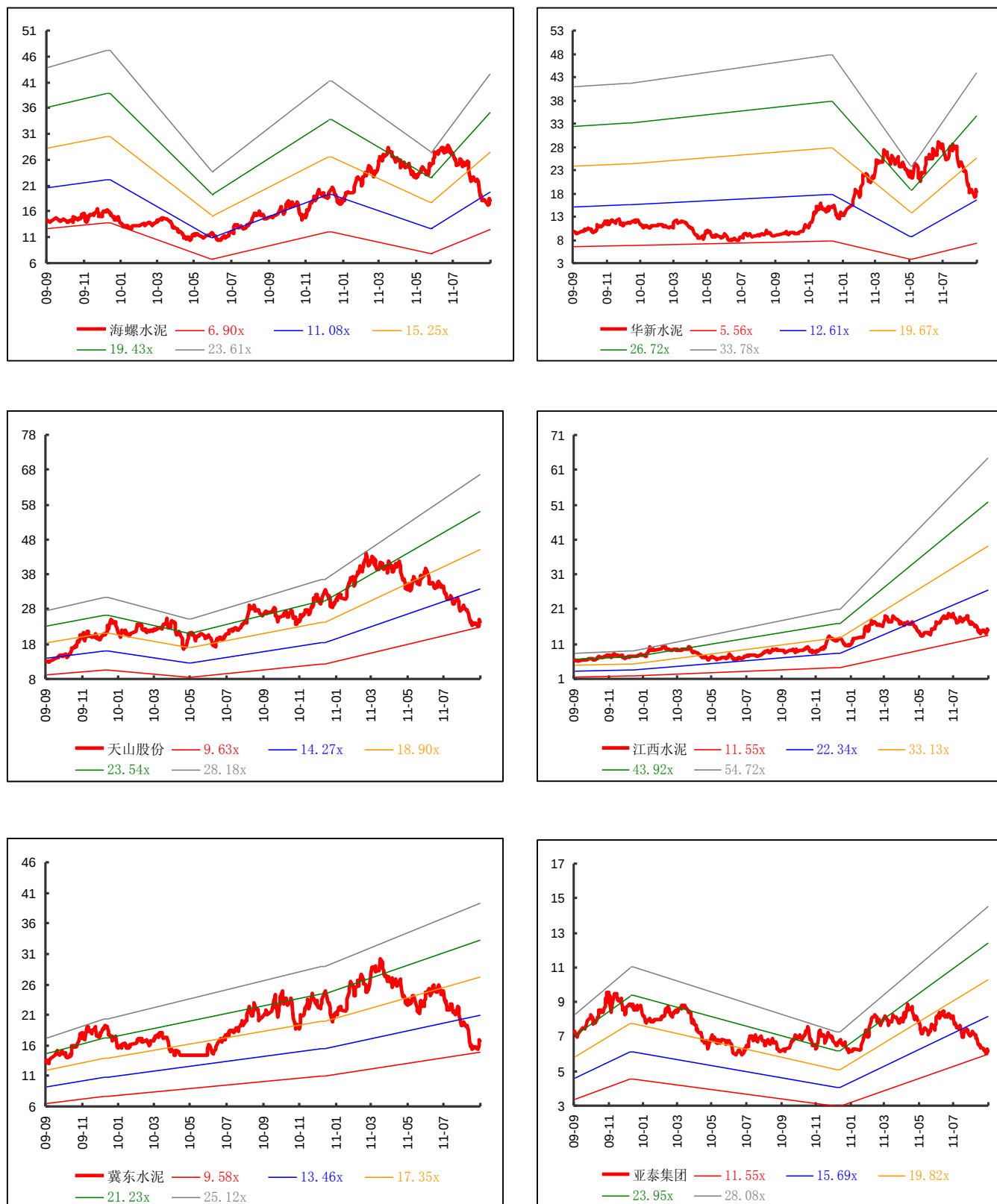
资料来源：数字水泥，华泰证券研究所

维持水泥行业“增持”评级

9月5日至9月16日，水泥制造（申万）指数下跌12.90%，其中本周水泥指数下跌0.04%。7月15日至9月16日，水泥制造（申万）指数下跌32.26%，在旺季需求不振的情况下，水泥股的价格受到市场打压，主要水泥企业的PE水平已经处于历史低位。我们认为水泥是具备刚性需求的工业消费品，随着中国城市化建设的进程，水泥需求总量仍处于上升时期；同时，水泥行业内部的产能整合也在不断加速，水泥供给的集中度越来越高，大型企业正在获得水泥价格的区域话语权；所以，水泥行业的整体盈利能力不会出现大幅的下降。目前的龙头企业已经具备投资价值，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、江西水泥也具备较好的投资价值。

图 19 主要水泥企业 PE-BAND



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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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。本公司保留追究相关责任的权利。

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。