

非金属材料

宏观政策放松预期的形成与否决定着反弹高度

行业动态报告

◆行业观点：宏观政策放松预期的形成与否决定着反弹高度

国庆节后华东区域各省水泥价格普遍恢复性上涨 10-30 元/吨，虽有限产因素，但也表明当前需求也不差，否则限产执行是无法改善当前时点供求格局。因此行业中观需求端虽仍不乐观，但悲观看待已无必要；

行业中观预期差的存在，市场对行业悲观预期想稳健预期转变，中观层次提供行业反弹的基石。后期反弹空间抑或转为反转则更多依赖于宏观政策放松预期（主要是货币政策）市场是否形成和何时形成。一旦预期形成，虽基本面可能还有继续向下概率，但市场容忍度会提高，展望半年后行业需求起来；

宏观放松预期前提下，首推华东、中南区域龙头企业，华新、海螺、天山。理由：1、龙头不起，小票难持续；2、放松预期下市场先追逐业绩确定的标的，预期存在拐点的标的应顺序在后，因尚存不确定。

◆全行业：2011 年 1-9 月需求增 18.1%，行业投资同降 11.7%

9 月水泥产量 1.90 亿吨，同增 15.7%，环升 4.3%；1-9 月水泥累计产量增速 18.1%；需求端，1-9 月我国固定资产投资同增 24.9%，房地产投资增速同增 32.0%；新开工项目计划总投资增速 23.4%，较 1-8 月提高 0.3 个百分点；施工项目计划总投资增速 19.8%，增速较 1-8 月下降 0.7 个百分点；供给端：行业固定资产投资增速-11.7%；

如上期月报所述，月度环比指标显示 9 月产量环比近 5% 的增长，环比指标体系恢复正常。分项目分析易观察到 9 月铁路基本建设投资单月规模 304 亿元，环比 8 月仅减少 26 亿元，环比降幅 8.0%，远低于 8 月环比降幅 19.9%；其他基建项目（如公路、港口建设等）投资稳定，房地产投资高位稳定，农村建设投资保持稳定。

◆全行业：2011 年 2 季盈利环升，3 季度逐月回落

建立水泥行业单位价格、成本、吨毛利变动图谱显示，考虑成本滞后 2 个月反映企业煤炭库存消化时间，2011 年 1 季度行业产品吨毛利水平虽环比去年 4 季度下降，但较去年同期大幅提高；2 季度吨毛利水平持续环比提高；3 季度吨毛利水平逐月环比回落。分区域图划，主要为华东和中南区域业绩显著增长！

◆分区域：产品提价、成本稳定，华东和中南区域盈利同比提高幅度最优

2011 年 1-9 月，华北、华东、西南、东北、中南、东南、西北区域产量累计增速分别为 22.89%、8.98%、30.99%、20.36%、14.59%、16.12%、23.20%；

2011 年 1-10 月，华北、华东、东北、中南、东南区域水泥价格（累计均价）同比提高，分别为 6.08%、42.09%、10.52%、46.80%、9.61%；西北、西南区域水泥价格（累计均价）同比下降，分别为-0.49%、-3.72%；

2011 年 1-9 月，华北、华东、西南、东北、中南、东南、西北区域煤炭价格（累计均价）同比提高 13.88%、19.98%、13.89%、6.60%、29.94%、15.39%、8.98%；

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600585	海螺水泥	20.16	1.16	2.48	3.01	17.3	8.1	6.7	买入
600801	华新水泥	19.98	0.71	1.75	2.52	28.2	11.4	7.9	买入
000877	天山股份	27.03	1.30	3.34	4.92	20.8	8.1	5.5	买入
000401	冀东水泥	17.95	1.15	1.56	1.81	15.6	11.5	9.9	买入
600425	青松建化	15.43	0.64	1.51	2.28	24.2	10.2	6.8	买入

买入（维持）

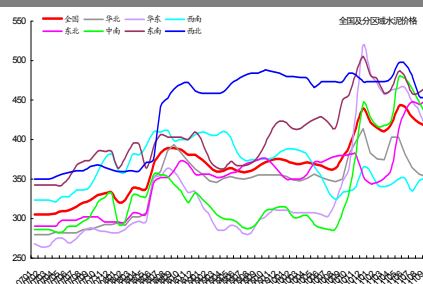
分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

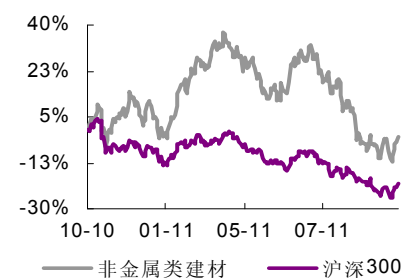
021-22169050

chenhaowu@ebcn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关研报

行业需求不宜悲观看待

2011-10-09

4 季度需求我们并不悲观

2011-08-30

下半年业绩确认和分化进程将彰显优质标的投资机会

2011-06-27

目录

一、行业经营篇	6
1.1、产量：2011 年 1-9 月产量 15.13 亿吨，同比增长 18.11%.....	6
1.2、现货角度：3 季度产品价格呈环比下降，10 月华东价格环升	6
1.3、行业盈利能力：3 季度月度环比回落	6
1.4、分区域量价比较.....	8
1.5、建立月度产量环比指标以衡量全国及分区域行业经营状况	11
1.6、行业指数运行情况	13
二、行业需求端	15
2.1、需求侧分资金来源	16
2.2、需求侧分结构	18
2.3、需求侧分区域	22
三、行业供给侧： 1-9 月行业固定资产投资同降 11.72%.....	28
四、公司经营.....	32
4.1、公司估值指标及业绩跟踪	33

图表目录

图 1:全国水泥行业累计产量与增速	6
图 2:全国水泥行业月度产量与增速	6
图 3:全国水泥均价运行	7
图 4:秦皇岛煤炭现货价格（山西优混）	7
图 5:水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱	7
图 6:工业增加值-非金属矿物制品业当月和累计增速	7
图 7:华北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	7
图 8:华东地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	7
图 9:西南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 10:东北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 11:西北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 12:中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 13:东南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	8
图 14:华北地区水泥行业累计产量及增速	9
图 15:华北地区水泥价格年内分月度运行情况	9
图 16:华东地区水泥行业累计产量与增速	9
图 17:华东地区水泥价格年内分月度运行情况	9
图 18:西南地区水泥行业累计产量与增速	9
图 19:西南地区水泥价格年内分月度运行情况	9
图 20:东北地区水泥行业累计产量与增速	10
图 21:东北地区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 22:西北地区水泥行业累计产量与增速	10
图 23:西北地区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 24:中南地区水泥行业累计产量与增速	10
图 25:中南地区水泥价格年内分月度运行情况	10
图 26:东南地区水泥行业累计产量与增速	11
图 27:东南地区水泥价格年内分月度运行情况	11
图 28:全国水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系	11
图 29:华北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 30:华东水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 31:西南水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 32:东北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 33:西北水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 34:中南水泥行业分月度产量环比增速指标体系	12
图 35:东南水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系	13
图 36: 2010 年至今水泥行业运行指标分区域跟踪	13
图 37: 08 年 6 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较	14
图 38: 11 年 1 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较	14
图 39: 水泥行业市盈率历史运行一览（整体法、TTM）	14
图 40: 水泥行业市盈率对沪深 300 市盈率溢价（整体法、TTM）	14
图 41: 水泥行业市盈率对房地产行业市盈率溢价（整体法、TTM）	15
图 42:全国固定资产投资运行情况-累计	15
图 43:全国固定资产投资运行情况-当月	15
图 44:全国房地产投资运行情况-累计	16

图 45:全国房地产投资运行情况-当月	16
图 46:本年固定资产投资新开工项目计划总投资	16
图 47:本年固定资产投资施工项目计划总投资	16
图 48:金融机构存贷差和贷存比	17
图 49:金融机构贷款余额和存款余额增速	17
图 50:分月度国家财政预算收支差额	17
图 51:国家财政预算收支累计增速	17
图 52:我国固定资产投资资金来源	17
图 53: M0/M1/M2/贷款余额增速比较（04 年至今）	17
图 54:我国固定资产投资分构成分解	19
图 55:基础设施建设投资增速分项目统计	19
图 56:我国固定资产投资按建设性质分解	19
图 57:我国固定资产投资按中央、地方分解	19
图 58:我国铁路基本建设投资情况	19
图 59:我国固定资产投资资金来源	19
图 60: 销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪	20
图 61: 新开工面积增速和竣工面积增速综合作用下施工面积增速将高位稳定	20
图 62: 国内商品房累计销售面积与增速	20
图 63: 国内商品房累计竣工面积与增速	20
图 64: 当年国内累计购置土地面积与增速	21
图 65: 国内累计完成开发土地面积与增速	21
图 66: 国内商品房累计施工面积与增速	21
图 67: 国内商品房累计新开工面积与增速	21
图 68: 房地产开发资金与增速	21
图 69: 房地产开发资金年内分月度环比增速	21
图 70:国内房地产开发资金按项目分解	22
图 71:按项目分解房地产开发资金来源增速	22
图 72: 分区域固定资产投资运行情况	22
图 73:分区域房地产投资占比固定资产投资一览	23
图 74:分区域房地产投资增速一览	23
图 75:分区域固定资产投资新开工项目投资增速	23
图 76:分区域固定资产投资施工项目计划总投资增速	23
图 77:华北一固定资产投资增速	23
图 78:华北一房地产投资增速	23
图 79:华北一固定资产投资新开工项目计划总投资	24
图 80:华北一固定资产投资施工项目计划总投资	24
图 81:华东一固定资产投资增速	24
图 82:华东一房地产投资增速	24
图 83:华东一固定资产投资新开工项目计划总投资	24
图 84:华东一固定资产投资施工项目计划总投资	24
图 85:中南一固定资产投资增速	25
图 86:中南一房地产投资增速	25
图 87:中南一固定资产投资新开工项目计划总投资	25
图 88:中南一固定资产投资施工项目计划总投资	25
图 89:西南一固定资产投资增速	25
图 90:西南一房地产投资增速	25
图 91:西南一固定资产投资新开工项目计划总投资	26
图 92:西南一固定资产投资施工项目计划总投资	26

图 93:东南—固定资产投资增速.....	26
图 94:东南—房地产投资增速.....	26
图 95:东南—固定资产投资新开工项目计划总投资.....	26
图 96:东南—固定资产投资施工项目计划总投资.....	26
图 97:西北—固定资产投资增速.....	27
图 98:西北—房地产投资增速.....	27
图 99:西北—固定资产投资新开工项目计划总投资.....	27
图 100:西北—固定资产投资施工项目计划总投资.....	27
图 101:东北—固定资产投资增速.....	27
图 102:东北—房地产投资增速.....	27
图 103:东北—固定资产投资新开工项目计划总投资.....	28
图 104:东北—固定资产投资施工项目计划总投资.....	28
图 105:水泥行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	28
图 106:水泥行业固定资产投资增速分月度一览.....	28
图 107:华北-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	29
图 108:华北-行业固定资产投资增速分月度一览.....	29
图 109:华东-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	29
图 110:华东-行业固定资产投资增速分月度一览.....	29
图 111:中南-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	29
图 112:中南-行业固定资产投资增速分月度一览.....	29
图 113:西南-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	30
图 114:西南-行业固定资产投资增速分月度一览.....	30
图 115:西北-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	30
图 116:西北-行业固定资产投资增速分月度一览.....	30
图 117:东北-行业固定资产投资额、增速分月度一览.....	30
图 118:东北-行业固定资产投资增速分月度一览.....	30
图 119: 西北地区甘肃省水泥行业固定资产投资情况.....	31
图 120: 西北地区青海省水泥行业固定资产投资情况.....	31
图 121: 西北地区宁夏省水泥行业固定资产投资情况.....	31
图 122: 西北地区新疆省水泥行业固定资产投资情况.....	31
图 123: 逐条核算 09 年分区域投产、新开工产能冲击程度.....	31
图 124: 海螺水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览.....	32
图 125: 冀东水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览.....	32
图 126: 华新水泥分月度水泥产、销量及增速一览.....	32
图 127: 天山股份年内分月度水泥产、销量及增速一览.....	33
图 128: 赛马实业分月度水泥产、销量及增速一览.....	33
图 129: 祁连山年内分月度水泥产、销量及增速一览.....	33
图 130: 塔牌集团分月度水泥产、销量及增速一览.....	33
图 131: 海螺水泥市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34
图 132: 冀东水泥市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34
图 133: 华新水泥市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34
图 134: 天山股份市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34
图 135: 赛马实业市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34
图 136: 青松建化市盈率历史运行（至 10 月 28 日）.....	34

表 1: 行业重点上市公司评级与估值指标.....	36
---------------------------	----

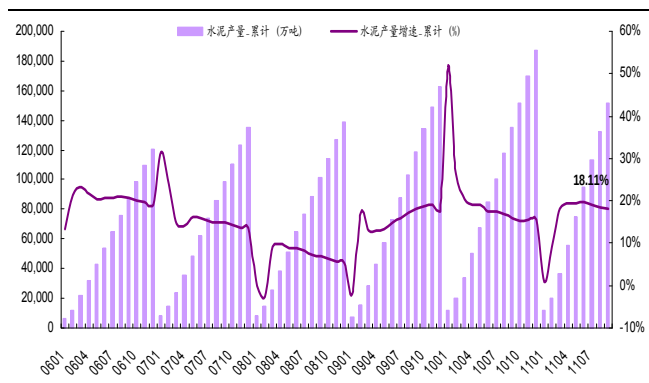
一、行业经营篇

1.1、产量：2011 年 1-9 月产量 15.13 亿吨，同比增长 18.11%

2011 年 1-9 月全国水泥产量 15.13 亿吨，同比增长 18.11%；单 9 月水泥产量 1.90 亿吨，同比增长 15.69%，环比增长 4.32%。我们预计 2011 年全国水泥产量 20.5-21.0 亿吨，按 2010 年水泥产量 18.68 亿吨测算，同比增长 10-12%；

图 1:全国水泥行业累计产量与增速

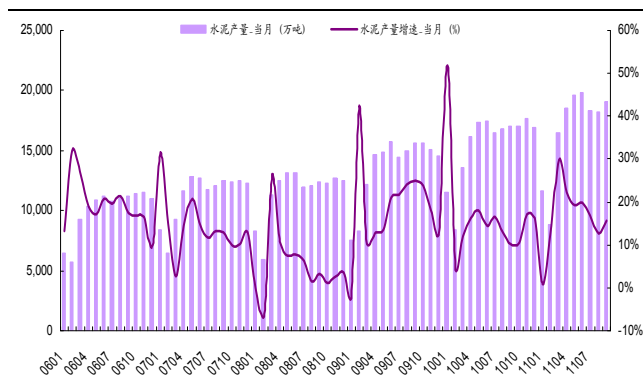
11 年 1-9 月我国水泥产量 15.13 亿吨，同比增长 18.11%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 2:全国水泥行业月度产量与增速

11 年 9 月我国水泥产量 1.90 亿吨，同比增长 15.69%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

1.2、现货角度：3 季度产品价格呈环比下降，10 月华东价格环升

9 月 PO42.5 全国均价 345.90 元/吨（不含税价格），较 8 月价格下降 3.62 元/吨，单月同增 10.50%；2011 年 1-9 月全国水泥均价同比增长 14.80%；

9 月底秦皇岛煤炭现货价格 835 元/吨，较 8 月底价格上涨 10 元/吨，单月同增 15.71%；2011 年 1-9 月煤炭价格同比上涨 9.79%，

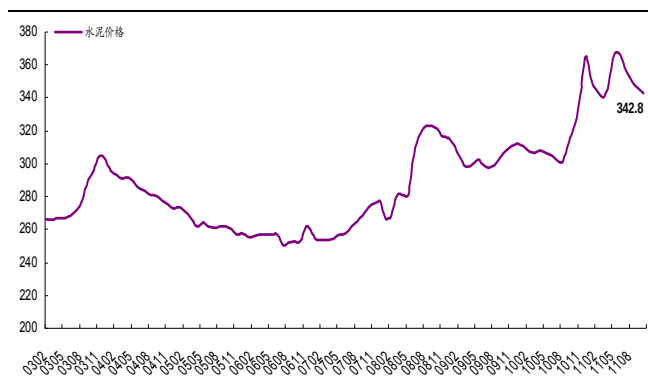
9 月至今煤炭价格继续上涨，最新价格 855 元/吨；产品方面，10 月我国南部地区水泥价格涨跌互现，西南区域因限电取消价格持续下降，而华东和中南区域价格恢复性上涨 10-30 元/吨。全行业来看，10 月水泥价格继续回落，目前已企稳，最新价格 342.79 元/吨。

1.3、行业盈利能力：3 季度月度环比回落

建立水泥行业单位价格、成本、吨毛利变动图谱显示，考虑成本滞后 2 个月反映企业煤炭库存消化时间，2011 年 1 季度行业产品吨毛利水平虽环比去年 4 季度下降，但较去年同期大幅提高；2 季度吨毛利水平月度持续环比提高；3 季度环比回落。分区域图划，主要为华东和中南区域业绩显著增长！

图 3:全国水泥均价运行

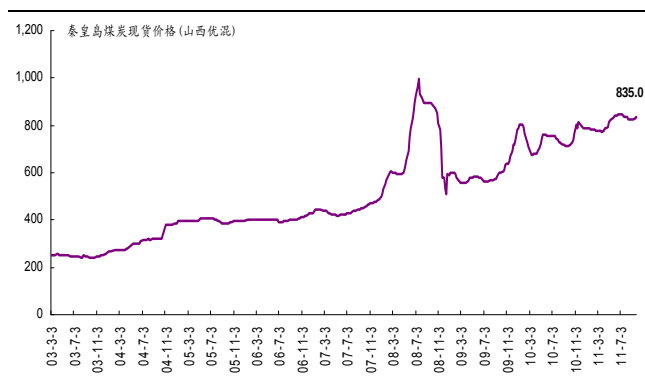
11 年至今全国水泥均价(不含税)342.79 元/吨,累计同增 13.9%



资料来源：光大证券研究所

图 4:秦皇岛煤发现货价格（山西优混）

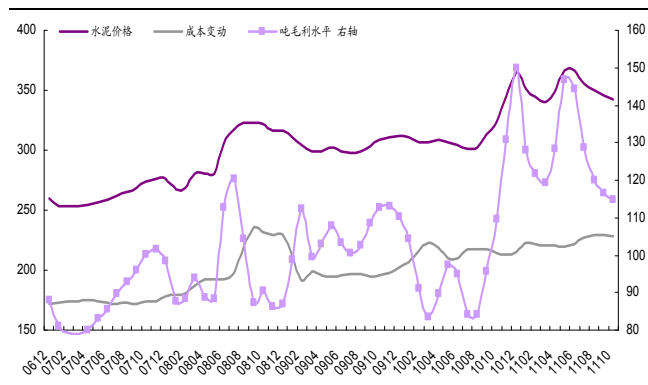
9 月 26 日秦皇岛煤发现货价格 835 元/吨,最新 855 元/吨



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 5:水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱

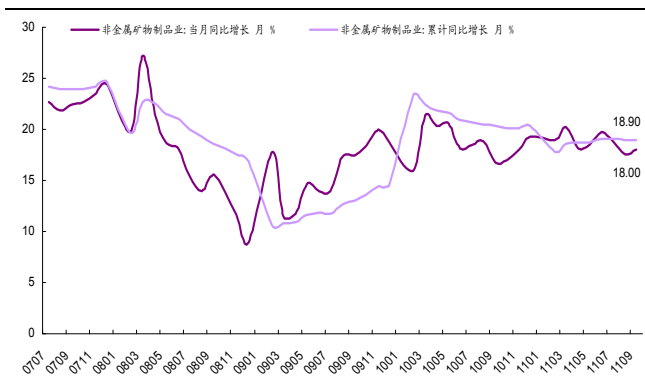
全行业,3 季度吨盈利环比回落,同比大幅提高



资料来源：光大证券研究所

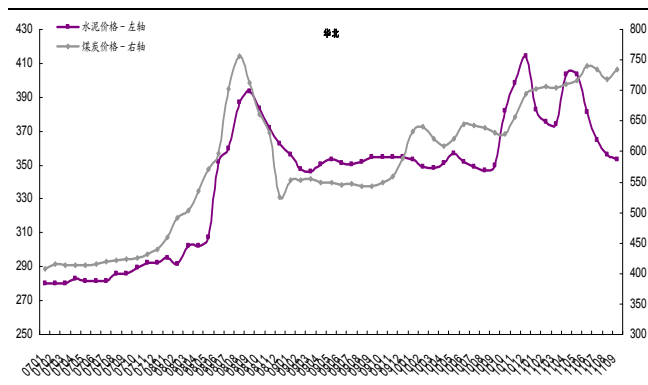
图 6:工业增加值-非金属矿物制品业当月和累计增速

11 年 1-9 月非金属矿物制品业同比增长 18.90%



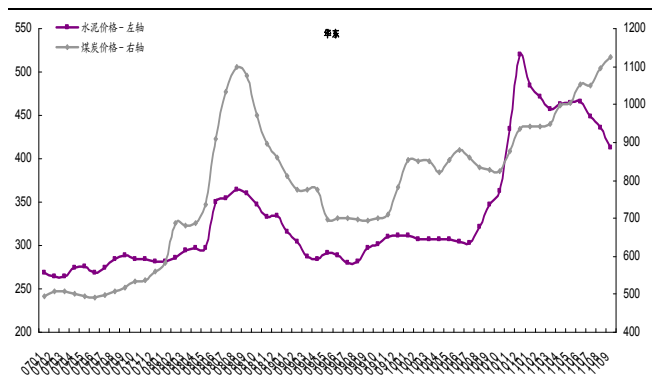
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 7:华北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



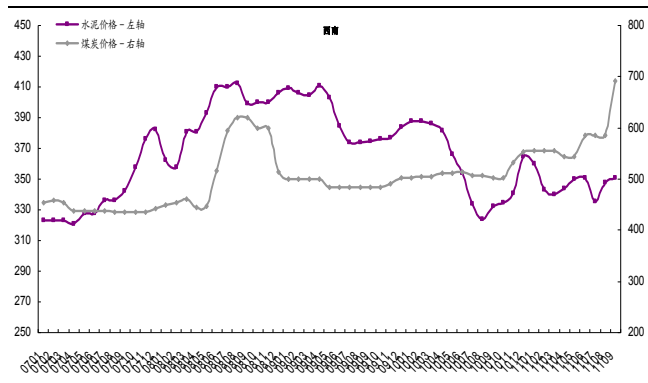
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 8:华东地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



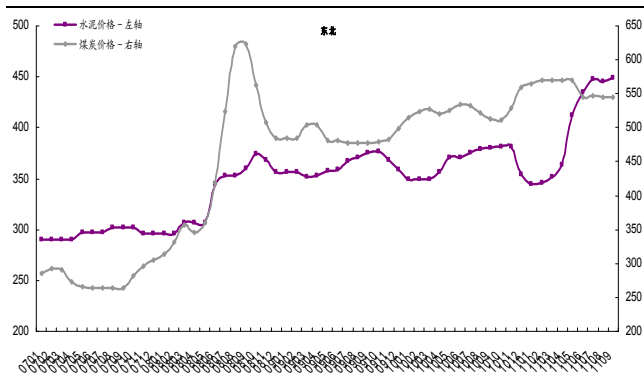
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 9:西南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



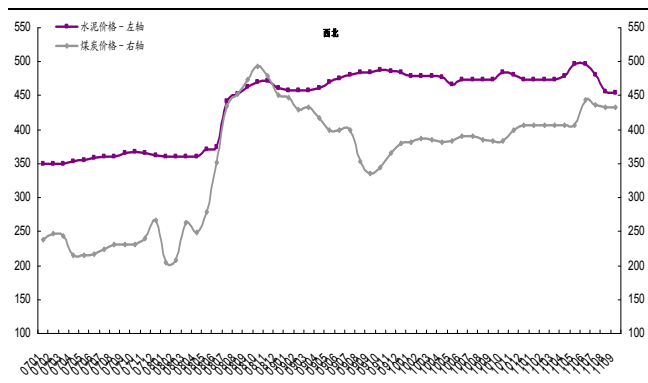
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 10:东北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



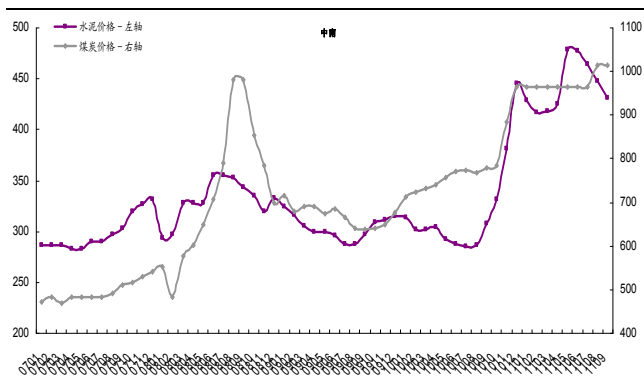
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 11:西北地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



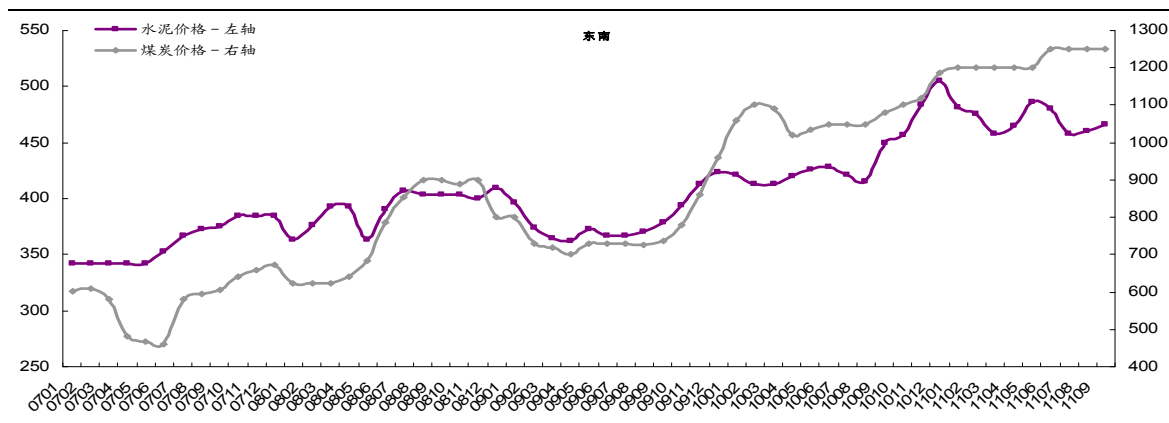
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 12:中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 13:东南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

1.4、分区域量价比较

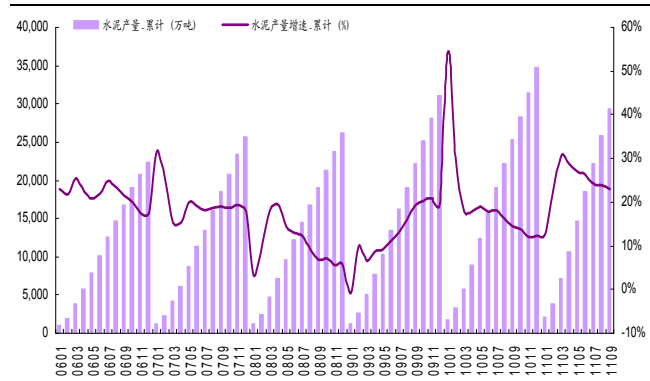
产量角度，2011年1-9月分区域产量增速由高向低排序，依次为西南、西北、华北、东北、东南、中南、华东地区，产量增速分别为30.99%、23.20%、22.89%、20.36%、16.12%、14.59%、8.98%；

价格角度，分区域2011年截至目前，华北、华东、东北、中南、东南区域水泥价格（累计均价）同比提高，分别为6.05%、42.00%、10.52%、46.82%、

9.65%; 西北、西南区域水泥价格(累计均价)同比下降, 分别为-0.49%、-3.70%。

图 14:华北地区水泥行业累计产量及增速

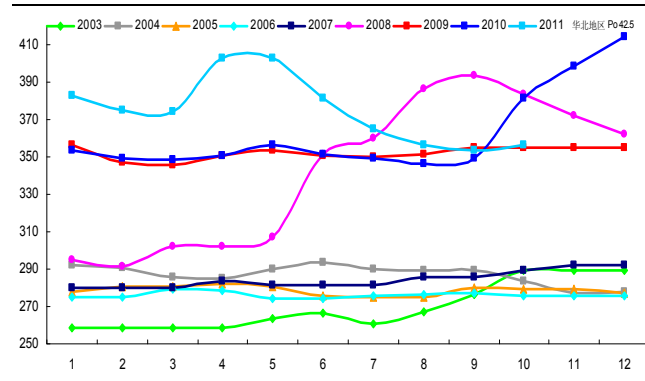
11 年 1-9 月华北水泥产量同比增长 22.89%，环降 2.12%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 15:华北区水泥价格年内分月度运行情况

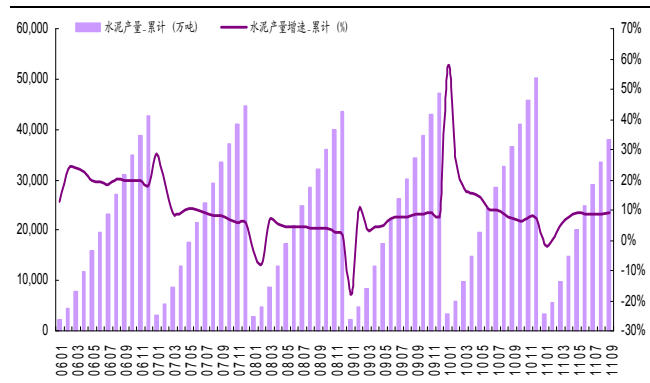
11 年截至目前华北地区水泥价格同比增长 6.05%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 16:华东地区水泥行业累计产量与增速

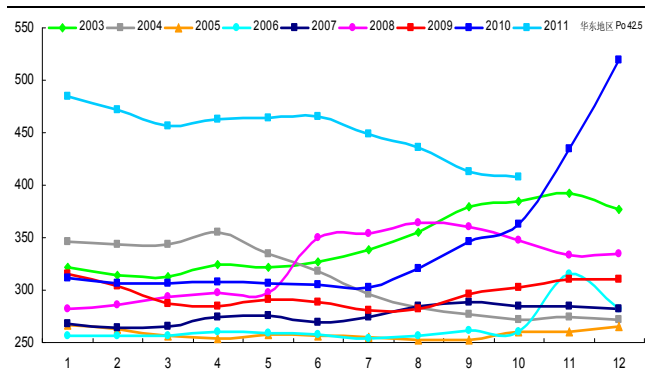
11 年 1-9 月华东水泥产量同比增长 8.98%，环升 4.83%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 17:华东区水泥价格年内分月度运行情况

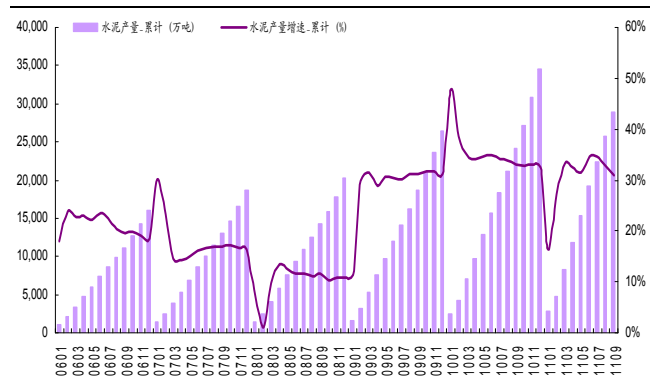
11 年截至目前华东地区水泥价格同比增长 42.00%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 18:西南地区水泥行业累计产量与增速

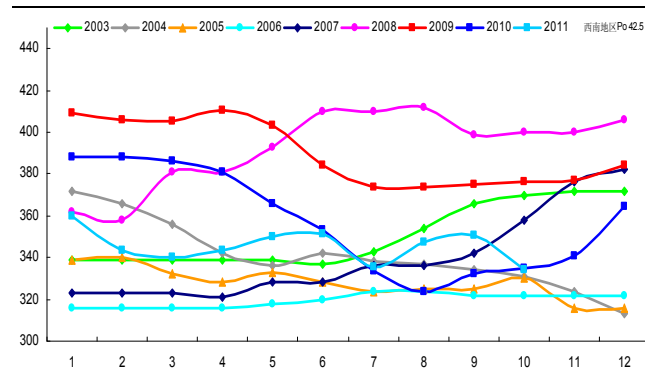
11 年 1-9 月西南水泥产量同比增长 30.99%，环升 5.03%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 19:西南区水泥价格年内分月度运行情况

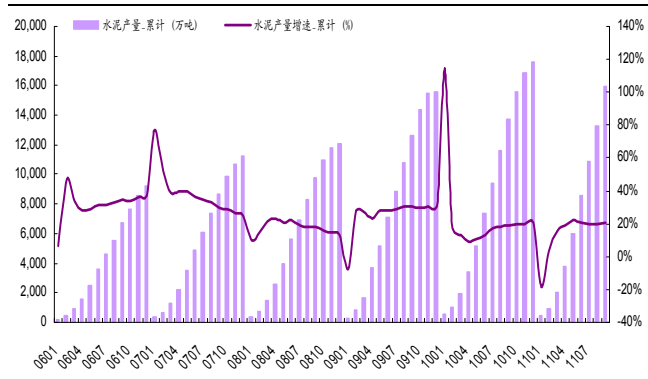
11 年截至目前西南地区水泥价格同比下降 3.70%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 20:东北地区水泥行业累计产量与增速

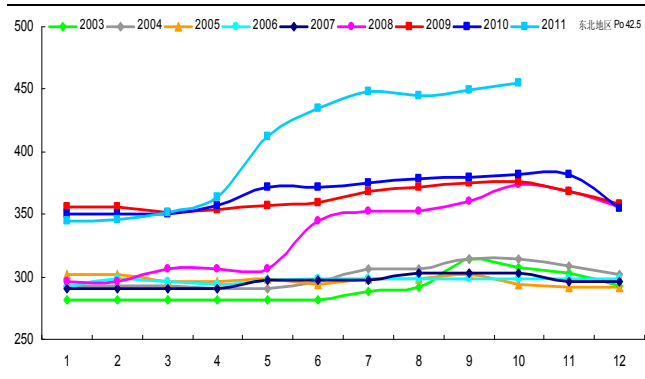
11 年 1-9 月东北水泥产量同比增长 20.36%，环升 8.30%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 21:东北区水泥价格年内分月度运行情况

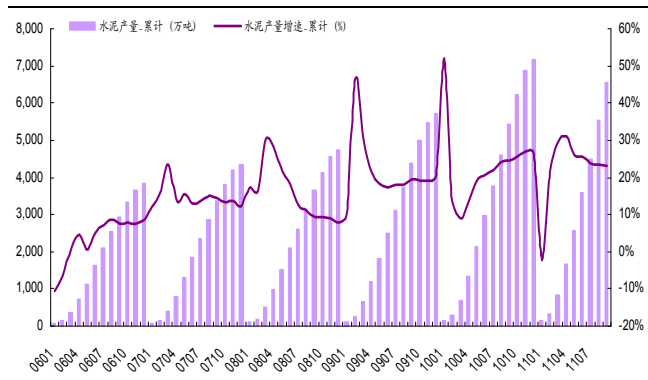
11 年截至目前东北地区水泥价格同比增长 10.52%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 22:西北地区水泥行业累计产量与增速

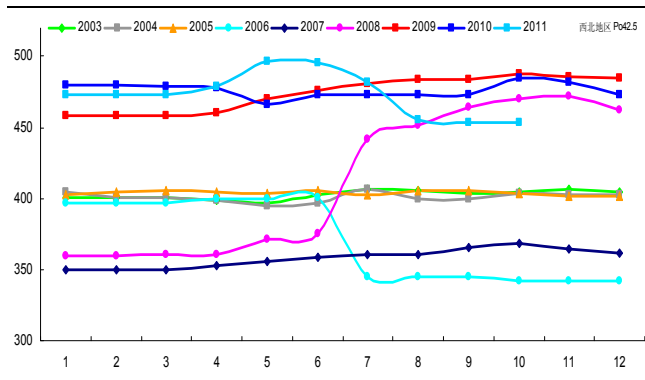
11 年 1-9 月西北水泥产量同比增长 23.20%，环升 5.58%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 23:西北区水泥价格年内分月度运行情况

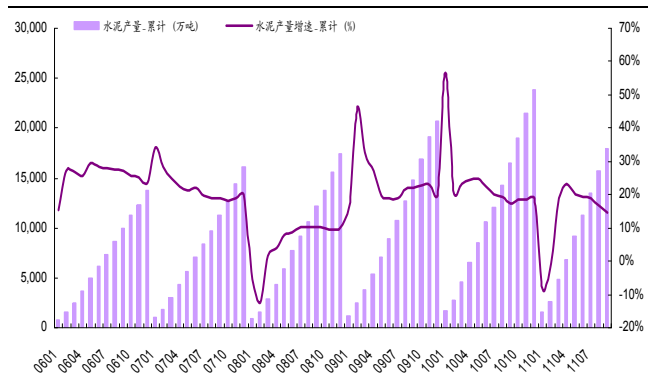
11 年截至目前西北地区水泥价格同比增长 0.49%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 24:中南地区水泥行业累计产量与增速

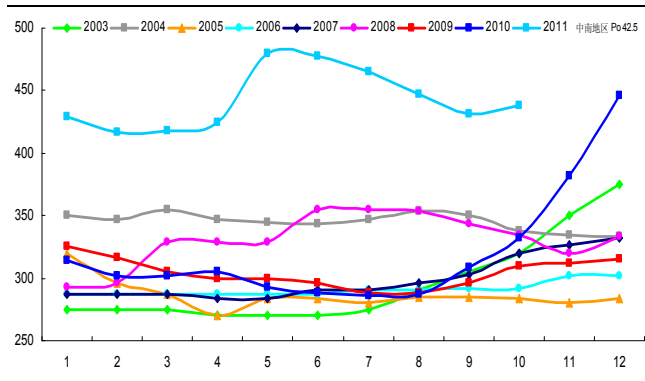
11 年 1-9 月中南水泥产量同比增长 14.59%，环升 3.90%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 25:中南区水泥价格年内分月度运行情况

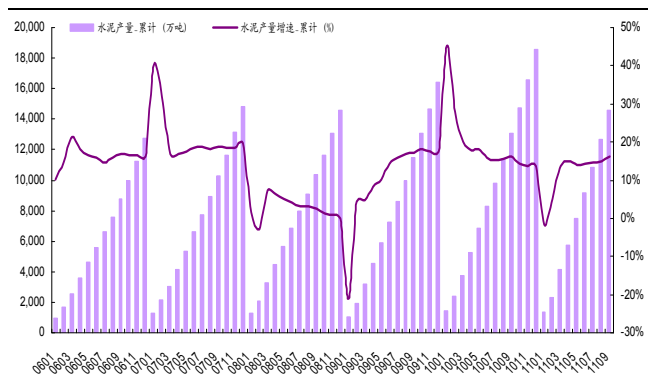
11 年截至目前中南地区水泥价格同比增长 46.82%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 26:东南地区水泥行业累计产量与增速

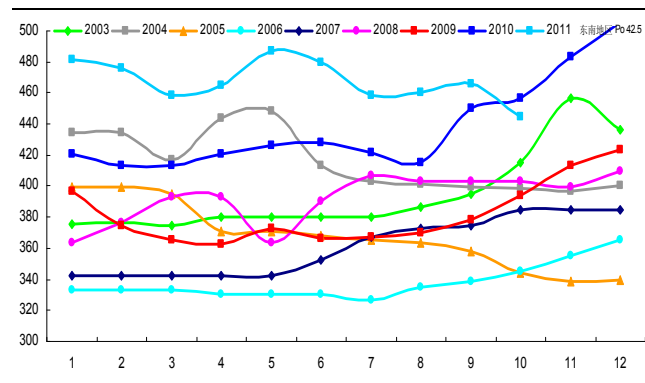
11 年 1-9 月东南水泥产量同比增长 16.12%，环升 9.15%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 27:东南地区水泥价格年内分月度运行情况

11 年截至目前东南地区水泥价格同比增长 9.65%



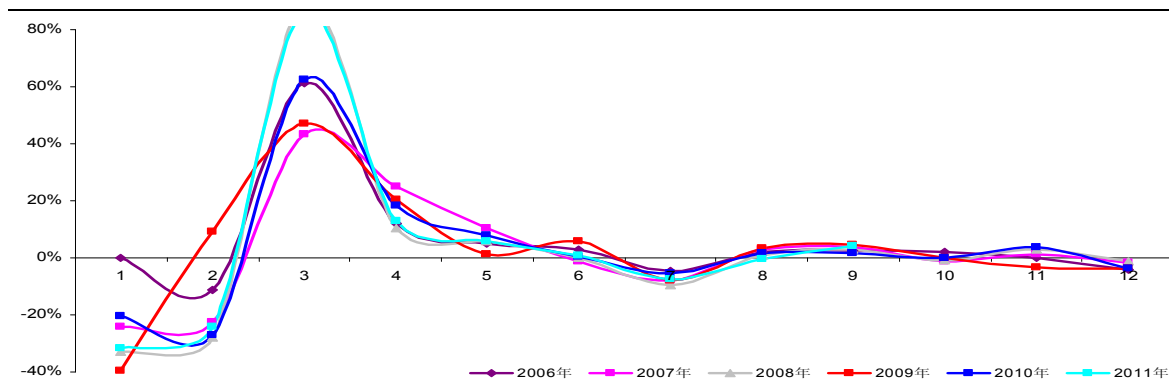
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

1.5、建立月度产量环比指标以衡量全国及分区域行业经营状况

至目前为止行业分月度产能利用率和开工率数据缺乏统一标准，行业存量产能过剩和新增供给（需求）对行业经营状况的影响尚不能得到准确说明和衡量。基于以下的思考：如果产能过剩或新增供给（需求）对行业影响冲击显著的话，行业季节和月度性经营规律必然会背离传统规律！我们建立全国和分区域水泥行业年内月度产量环比增长指标，并有效结合全国和分区域价格走势冀望能揭示行业运行环境的变化；

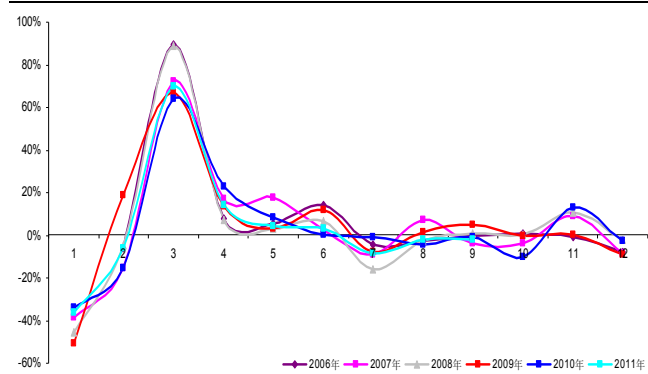
9 月铁路基本建设投资单月规模 304 亿元，环比 8 月仅减少 26 亿元，环比降幅 8.0%，远低于 8 月环比降幅 19.9%；其他基建项目（如公路、港口建设等）投资稳定，房地产投资高位稳定，农村建设投资保持稳定。月度环比指标显示 9 月产量环比近 5% 的增长，行业需求端恢复正常。分区域图西划，南区域弱于往年，华北、中南区域位于框架下限水平，华东、东北区域在历史框架内，西北、东南区域好于往年。

图 28:全国水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系



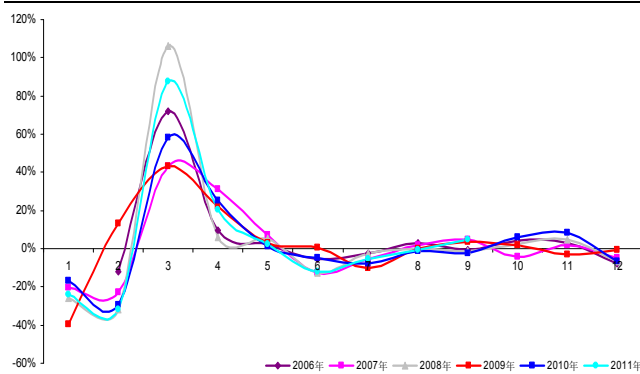
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 29:华北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



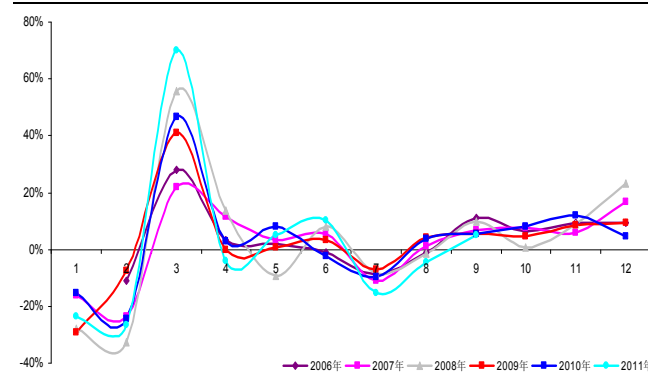
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 30:华东水泥行业分月度产量环比增速指标体系



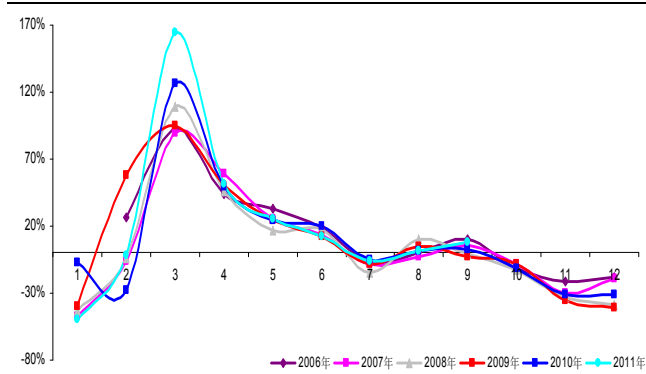
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 31:西南水泥行业分月度产量环比增速指标体系



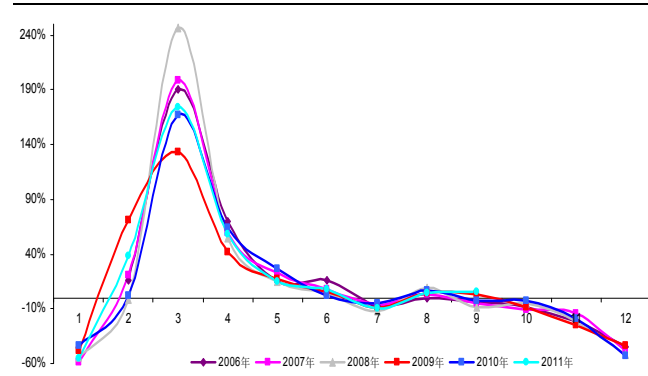
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 32:东北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



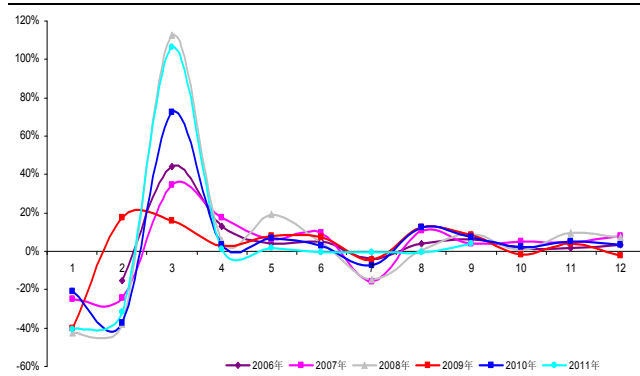
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 33:西北水泥行业分月度产量环比增速指标体系



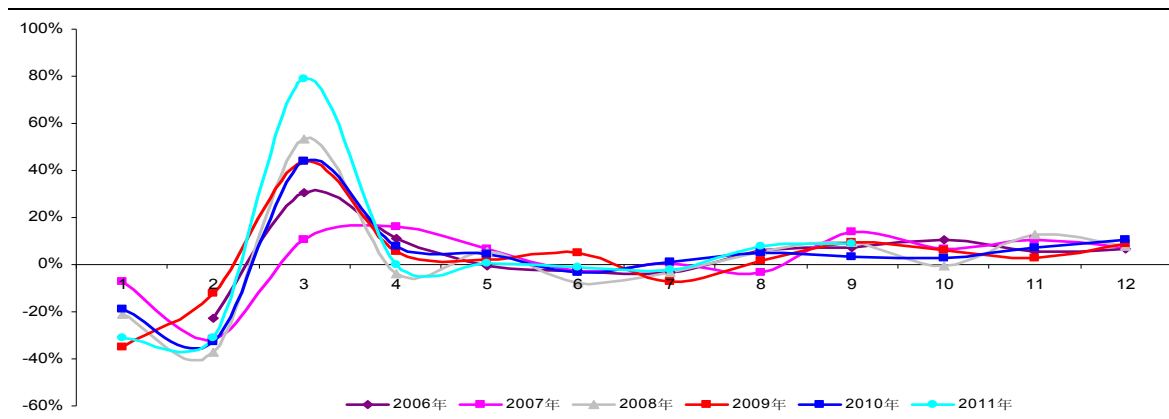
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 34:中南水泥行业分月度产量环比增速指标体系



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 35:东南水泥行业年内分月度产量环比增速指标体系



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 36：2010 年至今水泥行业运行指标分区域跟踪

注：因统计时点有先后，水泥价格为 2011 年 1-10 月数据，固投、房投、水泥产量、行业投资增速、煤炭成本为 2011 年 1-9 月数据，10 年产能动能冲击为 2010 年 1-12 月数据，吨净利比较为 2011 年 1-5 月数据

1-9 月	固投增速	房投增速	产量增速	价格涨跌幅	煤炭涨跌幅	行业投资增速	09 年产能冲击动能	10 年产能冲击动能	吨净利同比增减
全国	24.90%	32.00%	18.11%	14.80%	9.79%	-11.72%	11.90%	13.06%	27.48
华北	26.36%	28.73%	22.89%	6.08%	13.88%	-12.54%	7.93%	10.95%	12.07
华东	22.17%	29.66%	8.98%	42.09%	19.98%	-2.26%	3.14%	3.48%	63.85
西南	27.88%	38.05%	30.99%	-3.72%	13.89%	-35.79%	23.75%	32.07%	-0.43
东北	30.39%	39.16%	20.36%	10.52%	6.60%	-10.47%	8.74%	12.09%	-0.64
中南	29.20%	31.93%	14.59%	46.80%	29.94%	-20.06%	20.99%	14.51%	42.45
东南	22.70%	35.63%	16.12%	9.61%	15.39%		13.41%	6.71%	24.10
西北	37.92%	45.33%	23.20%	-0.49%	8.98%	34.72%	22.08%	31.19%	11.18

资料来源：光大证券研究所

1.6、行业指数运行情况

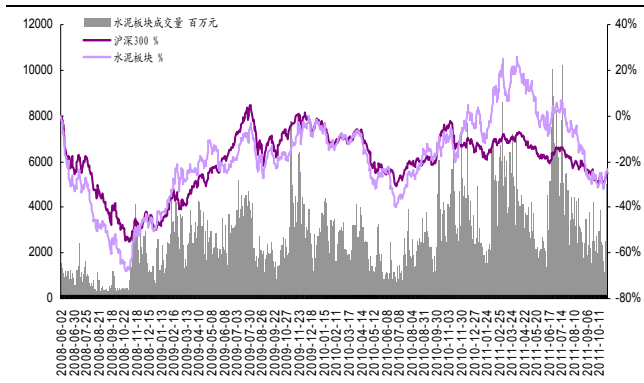
7 月至今，CPI 高位，西北水泥中期业绩低于预期，二三线城市房地产限购政策预期，“7.23”事故后铁路基本建设投资下行，等等行业不利因素接踵而至；8 月底至 9 月初华东区域两次预期外降价进一步加剧投资者对行业景气度转变的担忧，行业指数 7 月同步大盘下跌，8-9 月跑输大盘基准；

上月月报中我们提到行业需求不出现大问题，行业供求边际仍在持续好转！需求端我们并不悲观看待。国庆节后至今华东区域各省水泥价格均有恢复性上涨，说明需求端并不差，否则限产执行是无法做到改善这一时点供求格局。因此总体来看需求端虽仍不乐观，但悲观看待已无必要。行业中观预期差的存在引致市场悲观预期向稳健预期转变，10 月行业反弹，且幅度优于比较基准；

后期行业中观产品价格走向仍需综合判断需求和企业限产执行情况，但稳定应为大概率事件。行业反弹空间抑或转为反转更多依赖于宏观政策（主要为货币政策）放松预期市场是否形成或何时形成，对此我们乐观看待。毕竟 CPI 稳步回落和微观实体增速下行等迹象已经呈现。

图 37：08 年 6 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较

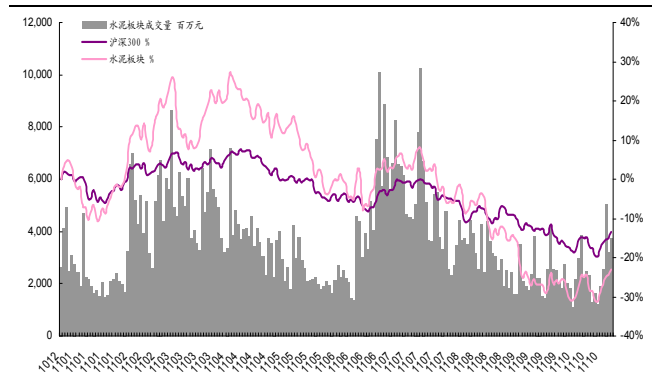
9 月南部逐入旺季，产品价格反跌，引致市场担忧加剧



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 38：11 年 1 月起水泥行业指数与沪深 300 涨幅比较

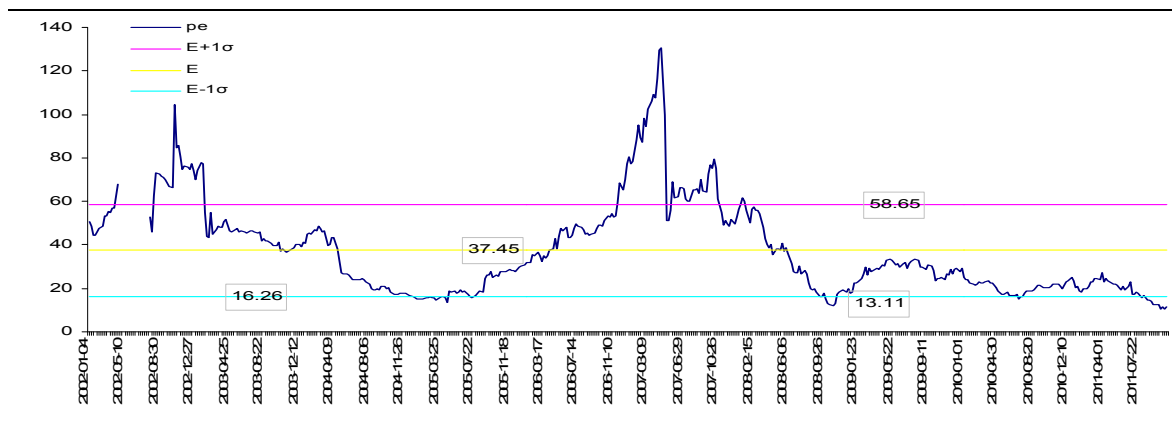
取 10 年 12 月 31 日作为基期，更能体现 11 年行业动态变化



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 39：水泥行业市盈率历史运行一览（整体法、TTM）

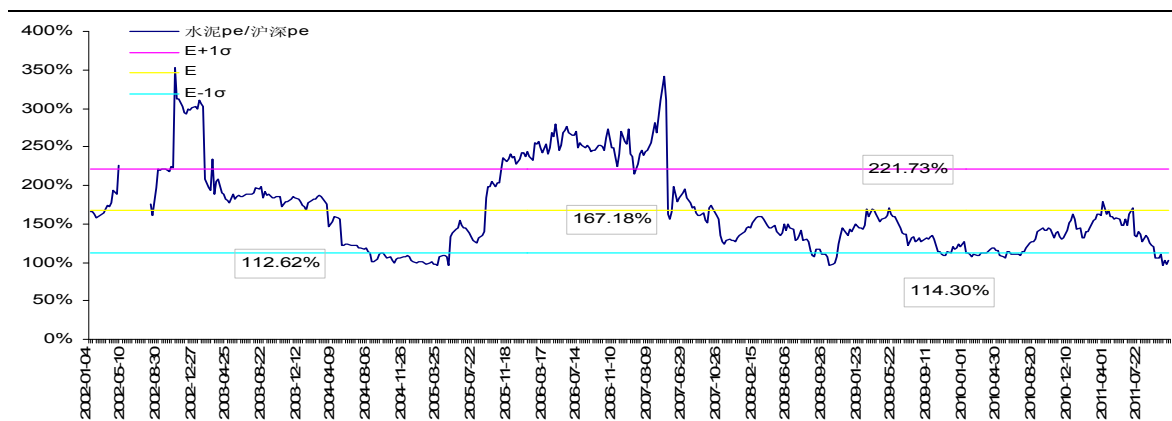
目前水泥行业市盈率再次位于历史下限水平下方，体现市场对水泥行业下游需求担心。反过来说如需求没问题，预期差存在机会



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 40：水泥行业市盈率对沪深 300 市盈率溢价（整体法、TTM）

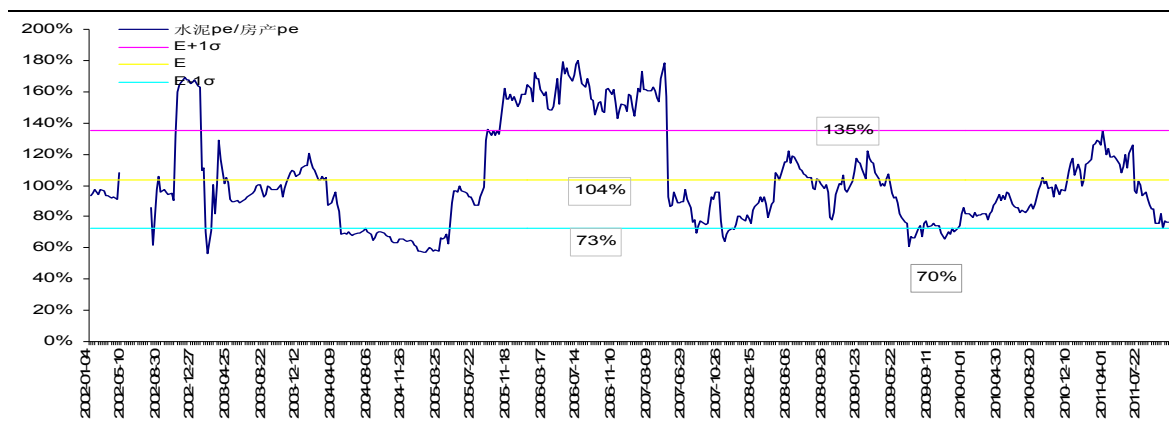
目前水泥行业相对沪深 300 市盈率溢价水平已回落到历史下限水平下方



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 41: 水泥行业市盈率对房地产行业市盈率溢价 (整体法、TTM)

目前水泥行业相对房地产行业市盈率溢价水平已回落到历史下限水平附近



资料来源: WIND、光大证券研究所

二、行业需求端

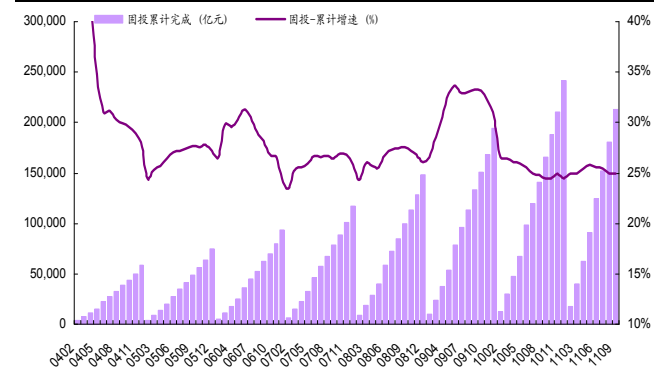
11 年 1-9 月我国城镇固定资产投资 21.23 万亿元，同比增长 24.9%，增速较 1-8 月下降 0.1 个百分点；单 9 月固投增速 27.32%；

11 年 1-9 月新开工项目计划总投资 18.05 万亿元，同比增长 23.4%，增速较 1-8 月提高 0.3 个百分点，单 9 月增速 29.20%（4-9 月新开工指标的增速大幅提高验证前期观点：“十二五”两会因素影响 1-3 月新开工增速指标，后期该指标将稳定增长！中国特有投资特点，重大会议和政策期间投资将延后！）；施工项目计划总投资 55.76 万亿元，同比增长 19.8%，增速较 1-8 月下降 0.7 个百分点，单 9 月增速 22.83%；

11 年 1-9 月国内房地产投资累计完成 4.42 万亿元，同比增长 32.0%，增速较 1-8 月下降 1.2 个百分点，单 9 月房投增速 24.98%。

图 42: 全国固定资产投资运行情况-累计

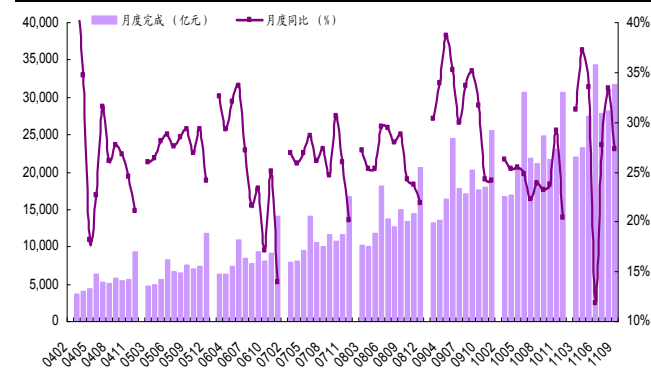
11 年 1-9 全国固定资产投资同比增长 24.9%，保持稳定增长



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 43: 全国固定资产投资运行情况-当月

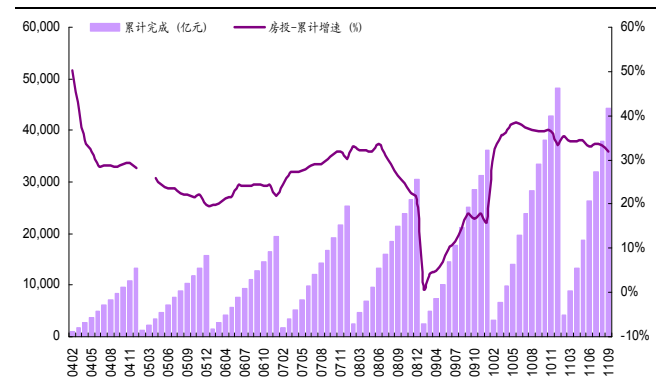
9 月全国固定资产投资同比增长 27.32%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 44:全国房地产投资运行情况-累计

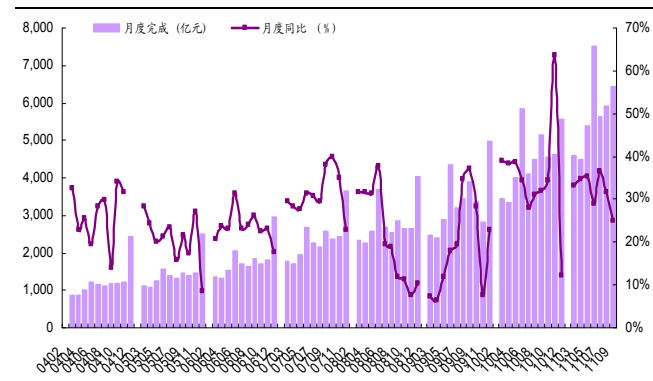
11 年 1-9 月我国房地产投资同比增长 32.0%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 45:全国房地产投资运行情况-当月

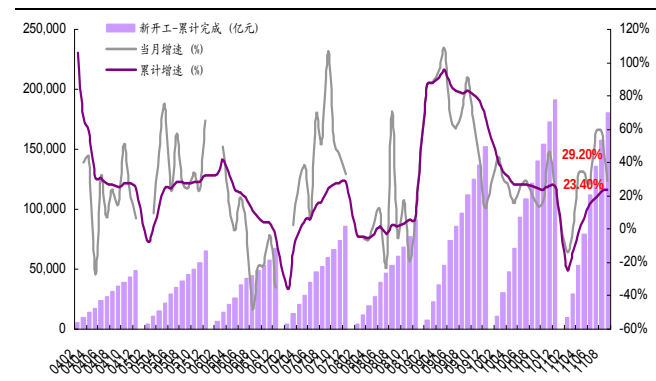
9 月我国房地产投资同比增长 24.98%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 46:本年固定资产投资新开工项目计划总投资

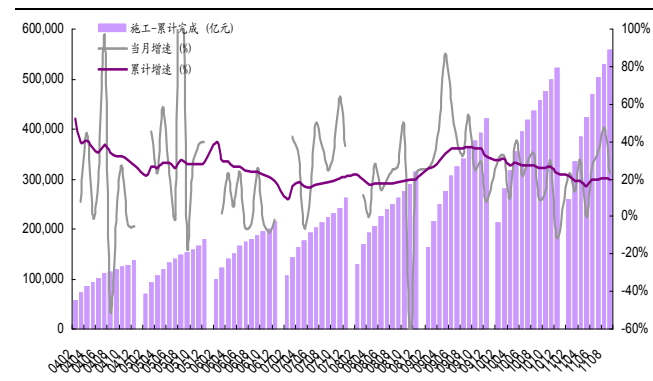
4-9 月指标验证“两会因素引致 1-3 月新开工投资负增长观点”



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 47:本年固定资产投资施工项目计划总投资

11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 19.8%



资料来源: WIND、光大证券研究所

2.1、需求侧资金来源

水泥属投资品，作为最先指标需重点关注宏观资金情况。我们建立了 1、金融机构存贷差和贷存比；2、金融机构贷款余额和存款余额增速；3、分月度国家财政预算收支差额；4、国家财政预算收支累计增速；5、我国固定资产投资资金来源；6、M0/M1/M2/贷款余额增速等六个投资资金监控指标。

9 月我国金融机构新增贷款 4700 亿元，1-9 月金融机构贷款余额 52.91 万亿，同比增长 15.90%，增速较 8 月下降 0.5 个百分点；金融机构存贷差 26.50 万亿，贷存比 66.63%；

1-9 月我国财政收入同比增长 29.5%，财政支出同比增长 27.5%；09 年和 10 年两指标的“剪刀差”和“反剪刀差”的异常今年已消除；

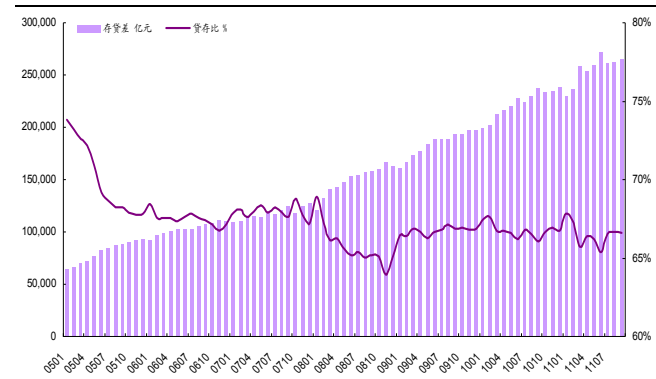
1-9 月我国固定资产投资资金累计投资 24.40 万亿元，同比增长 23.2%，较 1-8 月略降 0.1 个百分点。分项目，国内贷款和其他资金增速较 10 年大幅下降，利用外资、外商直接投资增速由负转正，国家预算内资金、自筹资金和企事业单位自有资金增速保持稳定。

1-9 月 M0 增速 12.7%，M1 增速 8.9%，M2 增速 13.0%，金融机构贷款增速 15.9%；

综上，资金角度，各项资金来源增速水平虽较 2010 年降低，但趋于稳定；自 08 年 4 季度全球金融危机爆发，11 月我国启动 4 万亿投资计划至今，资金因素的扰动其实已经在逐步消除。

图 48:金融机构存贷差和贷存比

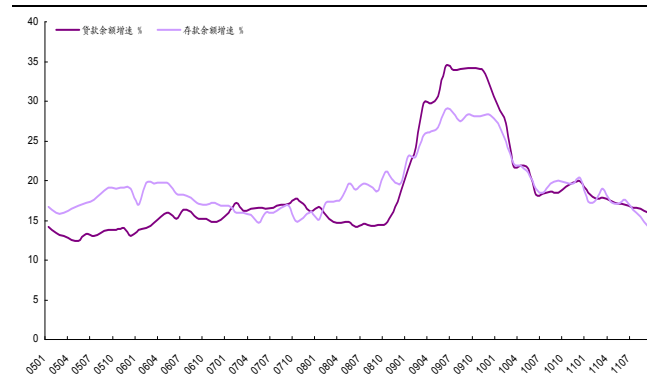
11 年 9 月我国金融机构存贷差稳定，贷存比 66.63%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 49:金融机构贷款余额和存款余额增速

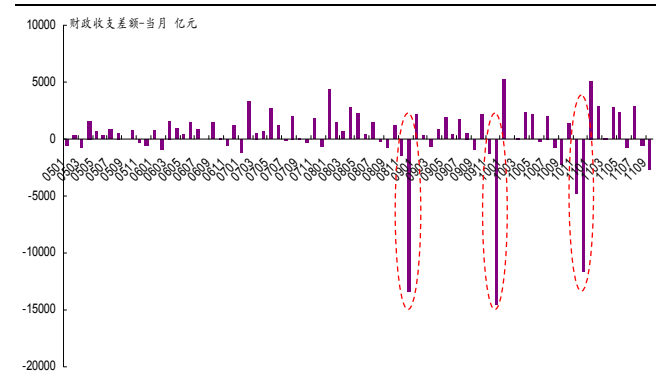
11 年至今我国金融机构贷款和存款余额增速缓慢回落



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 50:分月度国家财政预算收支差额

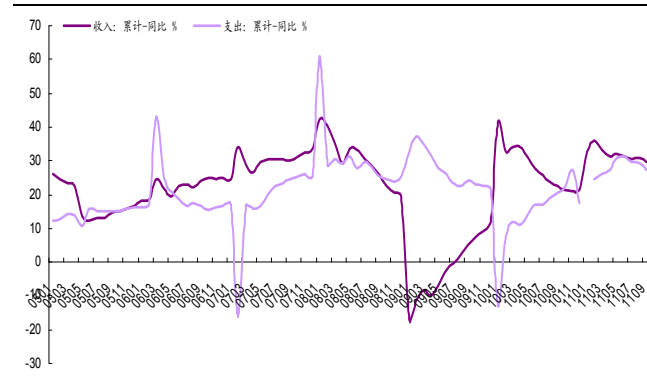
10 年 11-12 月计 1.7 万亿财政预算支出资金上保证 11 年投资



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 51:国家财政预算收支累计增速

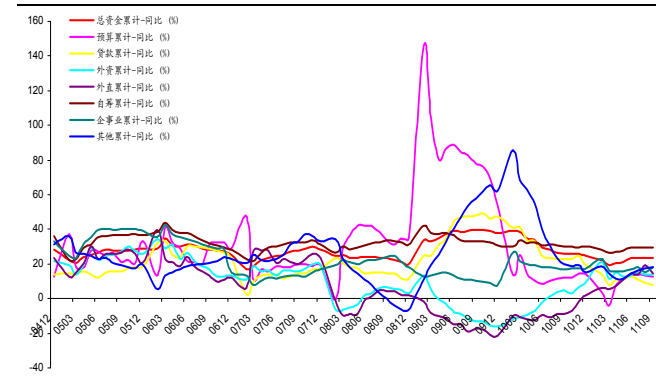
09 和 10 年的“剪刀差”和“反剪刀差”异常 11 年已消除



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 52:我国固定资产投资资金来源

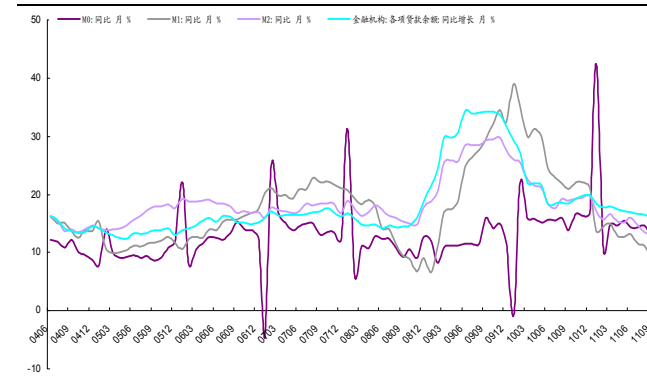
资金来源分项目，符合国家退出，企业活力推动的框架



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 53: M0/M1/M2/贷款余额增速比较（04 年至今）

货币增速指标缓慢回落，静待企业投资活跃



资料来源：WIND、光大证券研究所

2.2、需求侧分结构

11 年 1-9 月固定资产投资按构成分解：建安工程投资 13.68 万亿，同比增长 30.1%；设备和其他投资分别同比增长 21.2%、10.7%，其中建安工程投资增速较 1-8 月下降 0.3 个百分点；设备投资增速较 1-8 月下降 0.3 个百分点；其他投资增速较 1-8 月提高 0.7 个百分点；

11 年 1-9 月固定资产投资按项目分解：电力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业、铁路基本建设投资分别同比增长 3.7%、5.7%、17.2%和-19.3%，增速分别较 1-8 月提高 1.8、-1.7、1.0 和-8.2 个百分点；

11 年 1-9 月固定资产投资按新、改、扩建项目分解：新建投资 10.22 万亿，同比增长 28.0%、相比 1-8 月下降 0.1 个百分点；扩建投资同比增长 14.9%、相比 1-8 月持平；改建投资同比增长 20.7%；相比 1-8 月下降 0.5 个百分点；

2009 年中期起国家对房地产行业调控，至今房地产投资仍保持高位稳定；2011 年房地产行业调控持续，新开工面积经过 2010 年全年的高速增长，基数抬高，2011 年该指标增速水平下降为确定事件，我们预计仍将保持 15%左右的增速水平，水泥行业在房地产领域的需求是具备保护的。

分解 1-9 月房地产分项目数据，各分项指标累计增速水平基本保持稳定，销售、新开工、施工、购置土地面积单月增速出现下滑，竣工面积单月增速提升显著；**新开工面积和施工面积增速稳定为房地产投资增长持续提供助力！值得关注的是单 9 月新开工面积环比下降 4.9%，较以往年度 3 季度末环增的规律有异常，后续月度该指标情况需重点关注！**

1、2011 年 1-9 月商品房销售面积累计 7.13 亿平方米，同比增长 12.90%，增速较 10 年同期提高 4.7 个百分点，较 1-8 月同比增速下降 0.7 个百分点；单 9 月销售 1.14 亿平米，同比增长 9.47%；

2、2011 年 1-9 月商品房竣工面积累计 4.35 亿平方米，同比增长 17.80%，增速较 10 年同期提高 7.4 个百分点，较 1-8 月同比增速提高 3.1 个百分点；单 9 月竣工 6361 万平米，同比增长 40.50%；

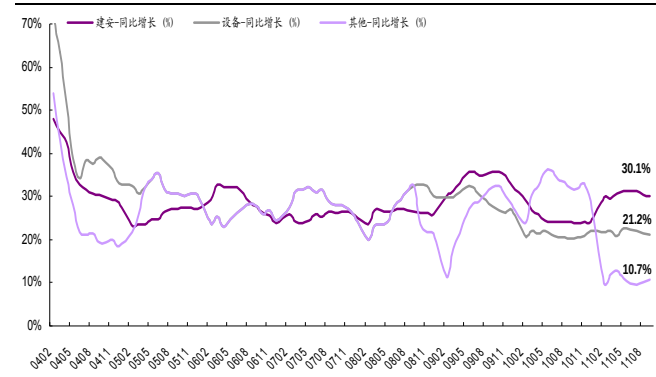
3、2011 年 1-8 月购置土地面积累计 2.82 亿平方米，同比增长 9.70%，增速较 10 年同期下降 28.2 个百分点；较 11 年 1-7 月同比增速下降 5.7 个百分点；单 8 月购置 0.31 亿平米，同比下降 21.70%；

4、2011 年 1-9 月商品房新开工面积累计 14.78 亿平米，同比增长 23.70%，增速较 10 年同期下降 39.4 个百分点（10 年高基数原因），较 11 年 1-8 月同比增速下降 2.1 个百分点；单 9 月新开工 1.59 亿平米，同比增长 8.86%，环比下降 4.9%，**该指标后续月度情况需重点关注！**

5、2011 年 1-9 月商品房施工面积累计 46.08 亿平米，同比增长 29.70%，增速较 10 年同期提高 1.6 个百分点，较 11 年 1-8 月同比增速下降 0.8 个百分点；单 9 月施工 1.82 亿平米，同比增长 12.16%。

图 54:我国固定资产投资构成分解

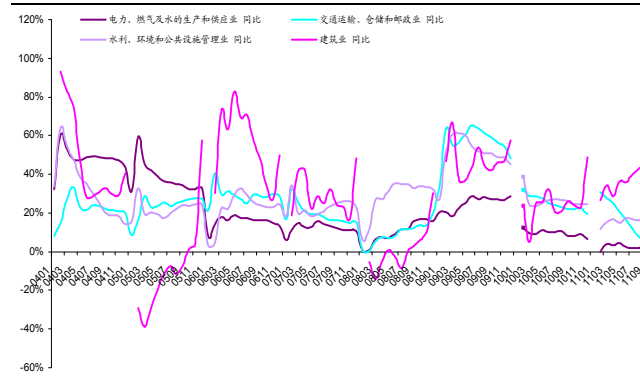
11 年 1-9 月我国建筑安装工程投资增速 30.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 55:基础设施建设投资增速分项目统计

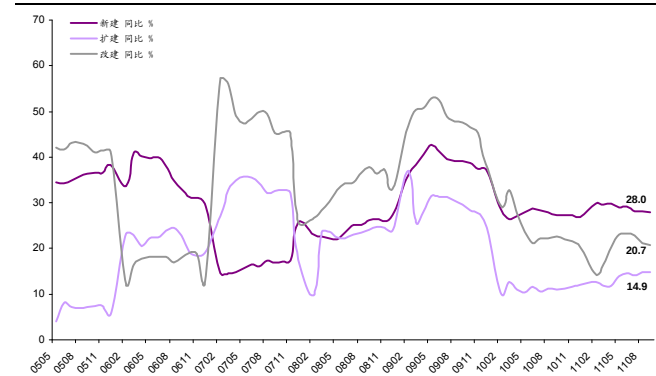
重点工程投资分项目中交通运输、仓储和邮政业增速持续回落



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 56:我国固定资产投资按建设性质分解

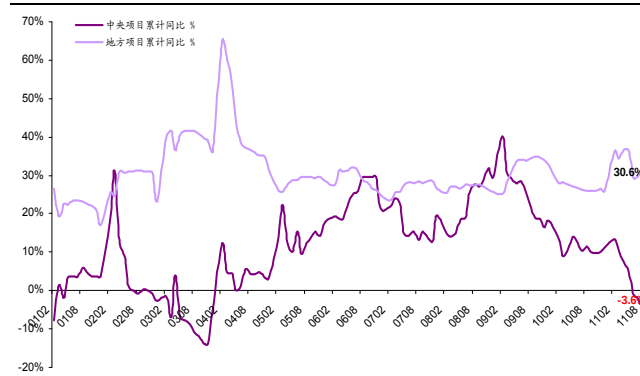
10 年 6 月至今新建和扩建项目增速持续稳定



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 57:我国固定资产投资按中央、地方分解

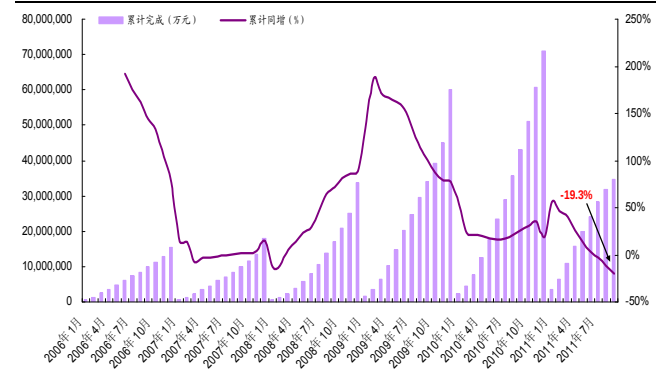
11 年中央投资增速已为负增长，地方投资接力



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 58:我国铁路基本建设投资情况

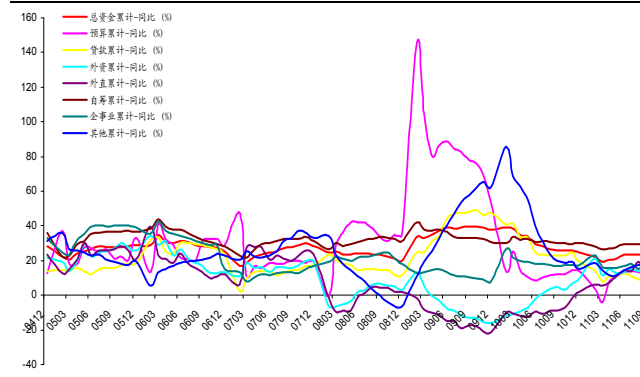
11 年 1-9 月铁路基本建设投资 3469 亿元，同比下降 19.3%



资料来源：铁道部、光大证券研究所

图 59:我国固定资产投资资金来源

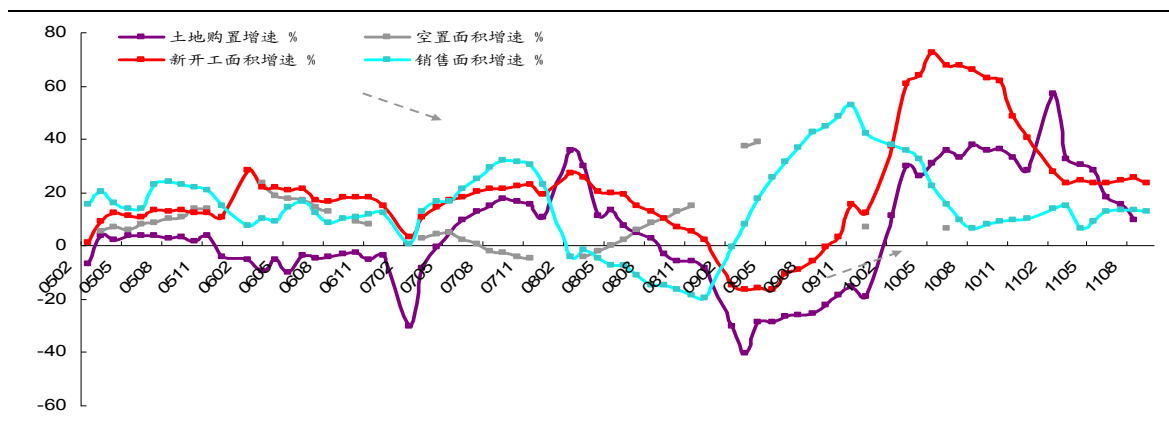
“国字号”资金来源趋缓，静待企业投资活跃



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 60：销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪

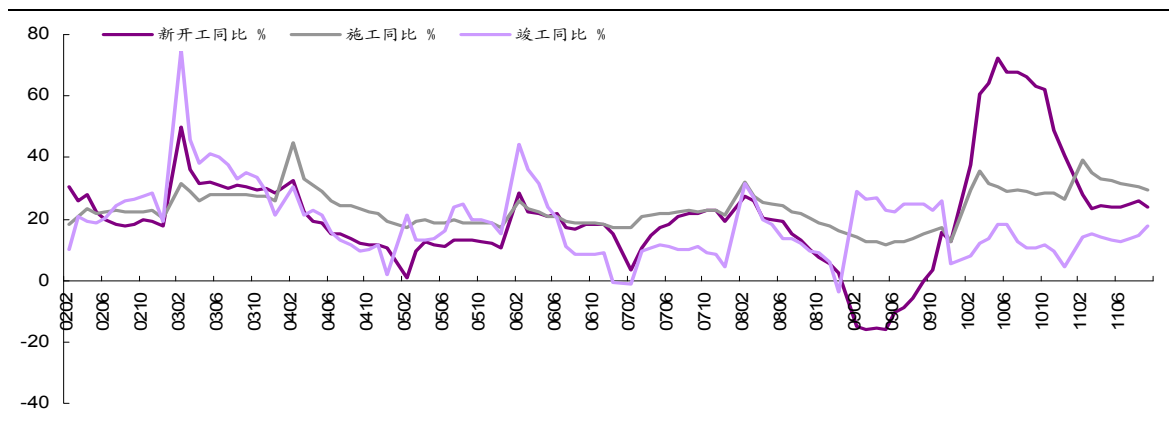
“销售-土地购置-新开工”跟踪图谱



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 61：新开工面积增速和竣工面积增速综合作用下施工面积增速将高位稳定

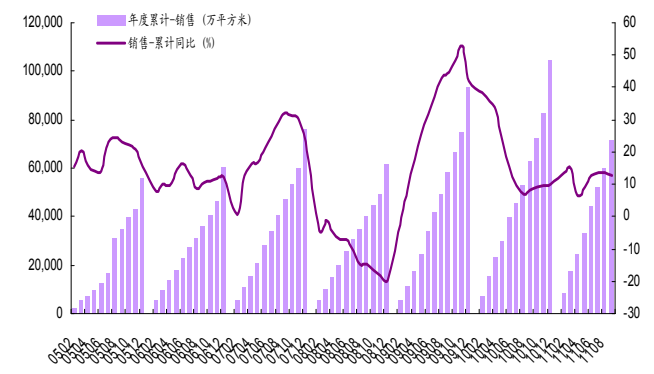
经验数据显示，前三年(含当年)新开工面积总和/当年施工面积=0.9-1.0 区间，即 10 年新开工高增速传导 2011 年施工面积增速水平将高于 2010 年水平



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 62：国内商品房累计销售面积与增速

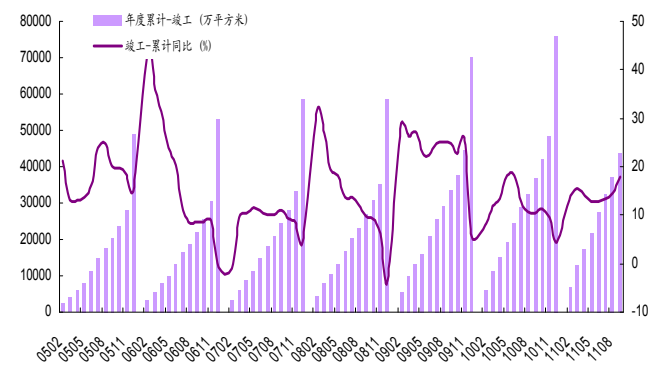
11 年 1-9 月国内商品房销售面积累计 7.13 亿平米,同比增长 12.9%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 63：国内商品房累计竣工面积与增速

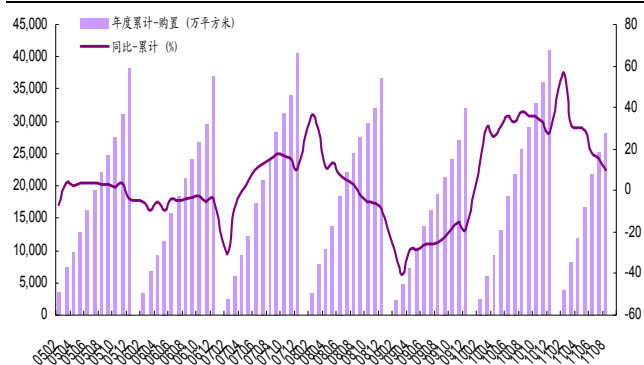
11 年 1-9 月国内商品房竣工面积累计 4.35 亿平米,同比增长 17.8%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 64：当年国内累计购置土地面积与增速

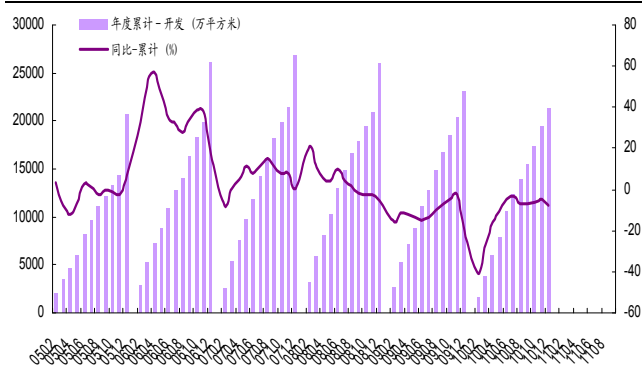
11 年 1-8 月累计购置土地面积 2.82 亿平米，同比增长 9.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 65：国内累计完成开发土地面积与增速

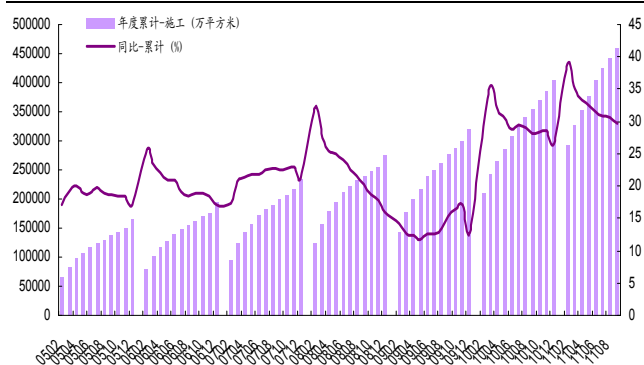
10 年 1-12 月累计完成开发土地面积 2.13 亿平米，同比下降 7.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 66：国内商品房累计施工面积与增速

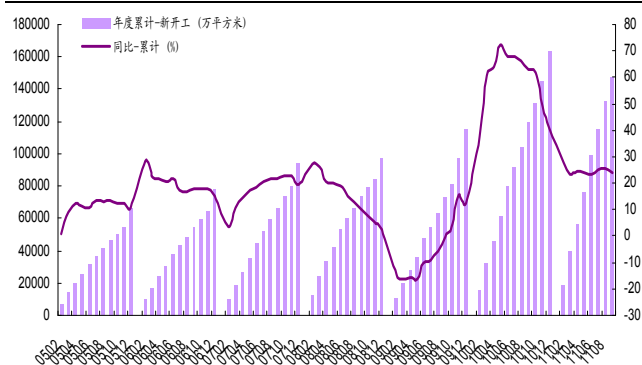
11 年 1-9 月商品房累计施工面积 46.08 亿平米，同比增长 29.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 67：国内商品房累计新开工面积与增速

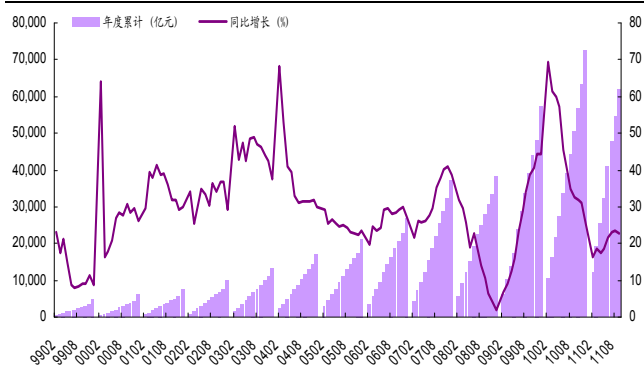
11 年 1-9 月商品房新开工面积 14.78 亿平米，同比增长 23.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 68：房地产开发资金与增速

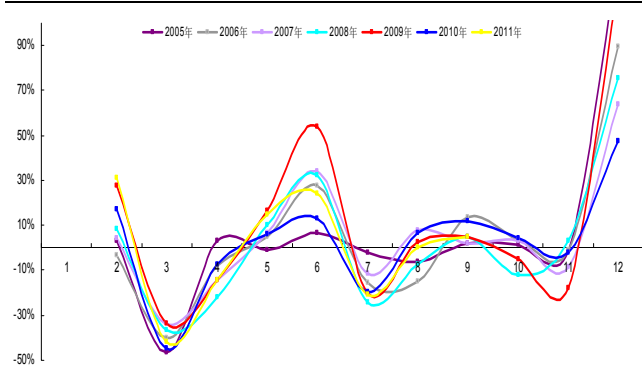
11 年 1-9 月房地产开发资金累计 6.19 万亿元，同比增长 22.7%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 69：房地产开发资金年内分月度环比增速

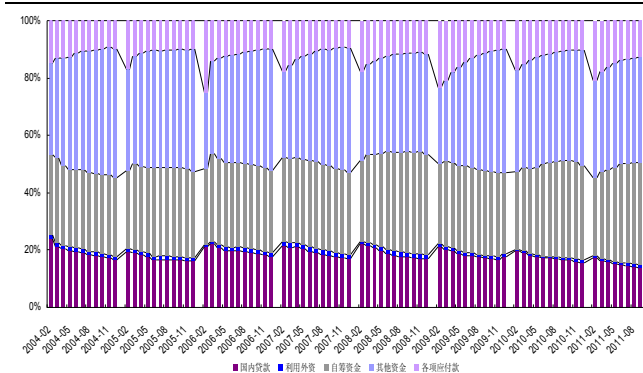
资金分月度环比数据显示房地产资金保持稳定



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 70:国内房地产开发资金按项目分解

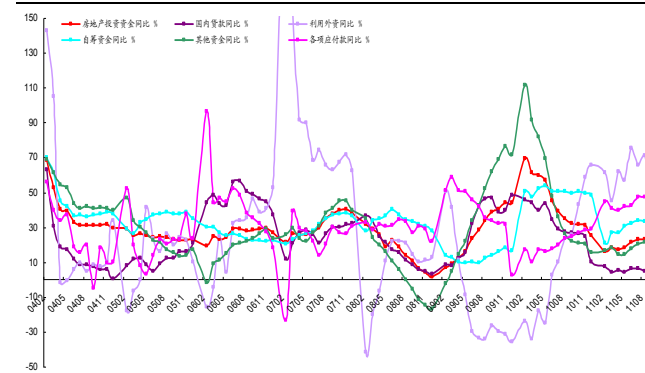
自筹和其他资金来源占比较高，外资投入仅为很小部分



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 71:按项目分解房地产开发资金来源增速

利用外资增速今年高增长，其他资金来源增速虽低但已稳定



资料来源：WIND、光大证券研究所

2.3、需求侧分区域

建立 7 大区域水泥行业需求关键指标体系：1、分区域固定资产投资运行；2、分区域房地产投资运行；3、分区域固定资产投资新开工项目计划投资运行；4、分区域固定资产投资施工项目计划总投资运行；

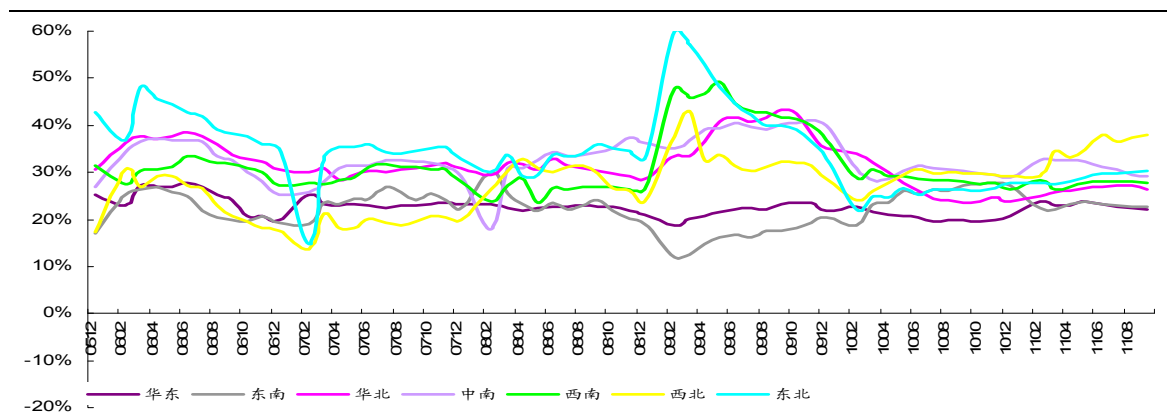
经历 09 年 4 万亿国家投资拉动后，国家投资退出预期兑现！2011 年 1-9 月分区域固定资产投资增速由高向低排列为西北（37.92%）、东北（30.39%）、中南（29.20%）、西南（27.88%）、华北（26.36%）、东南（22.70%）、华东（22.17%）；

考虑年内的固定资产投资动能（指标：施工项目计划总投资增速），2011 年 1-9 月投资动能由高向低排列为西北（52.44%）、华北（34.36%）、东北（23.53%）、华东（17.85%）、西南（17.29%）、中南（12.45%）、东南（5.90%）；

近似考虑半年或一年后的固定资产投资动能（指标：新开工项目投资增速），2011 年 1-9 月投资动能由高向低排列为西北（110.54%）、华北（37.10%）、华东（31.51%）、东南（20.52%）、东北（19.37%）、中南（9.31%）、西南（6.98%）；

2011 年 1-9 月分区域房地产投资增速由高向低排列为西北（45.33%）、东北（39.16%）、西南（38.05%）、东南（35.63%）、中南（31.93%）、华东（29.66%）、华北（28.73%）；

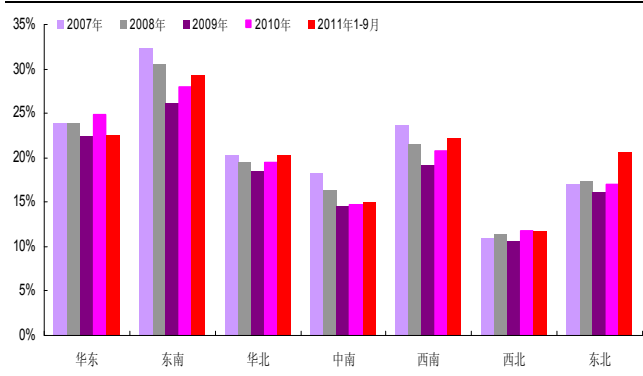
图 72：分区域固定资产投资运行情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 73:分区域房地产投资占比固定资产投资一览

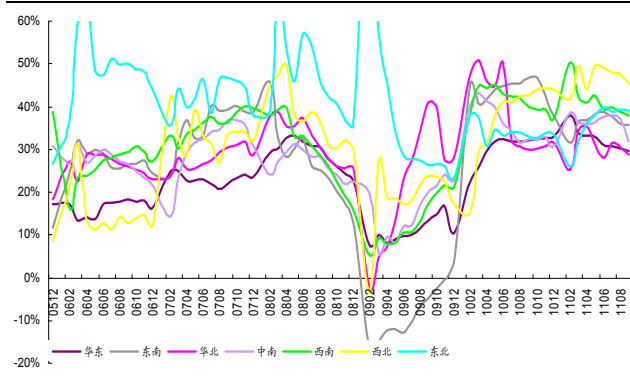
各区域房地产投资占比回复往年正常水平



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 74:分区域房地产投资增速一览

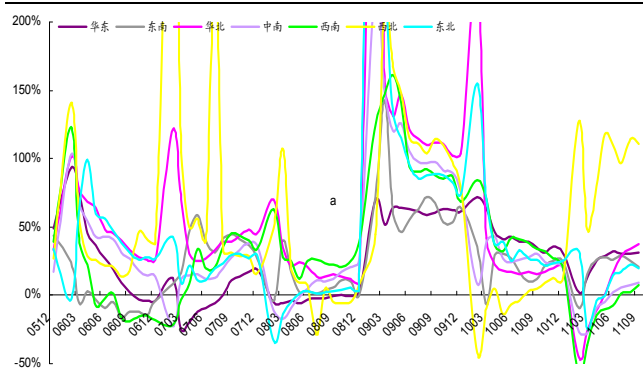
1-9月各区域房地产投资稳定增长



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 75:分区域固定资产投资新开工项目投资增速

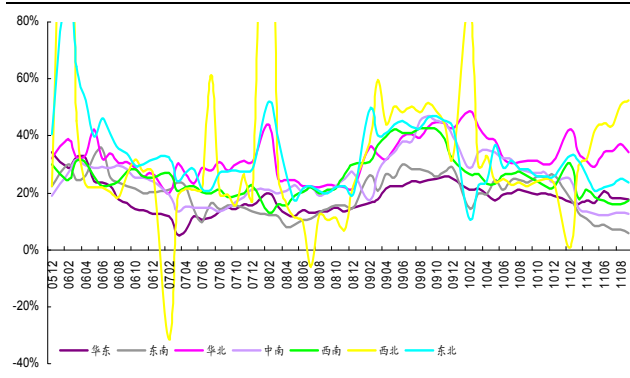
两会因素消除后, 4、5月各区域新开工增速大幅反弹



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 76:分区域固定资产投资施工项目计划总投资增速

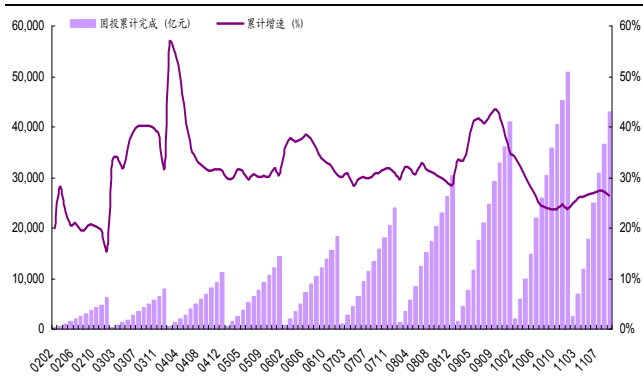
各区域固定资产投资施工项目增速保持稳定



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 77:华北一固定资产投资增速

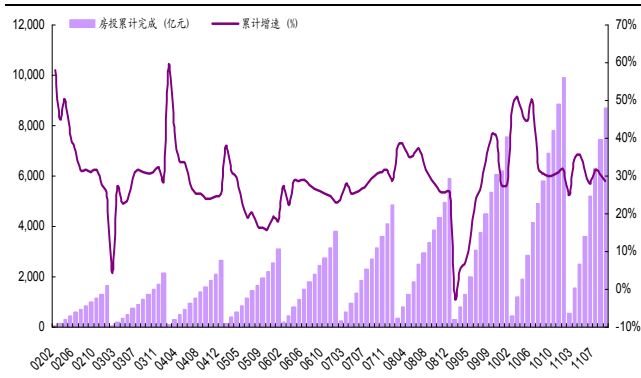
11年1-9月华北区域固定资产投资同比增长26.36%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 78:华北一房地产投资增速

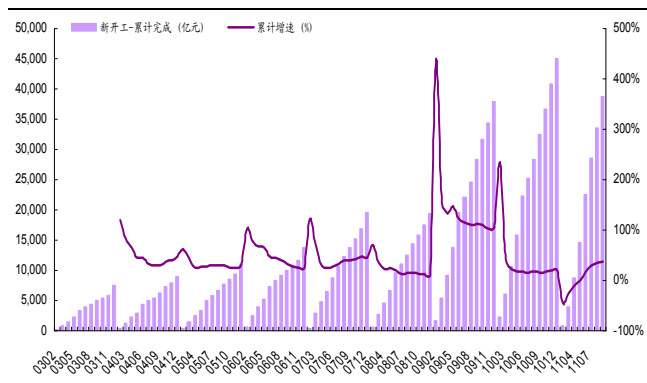
11年1-9月华北区域房地产投资同比增长25.77%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 79:华北一固定资产投资新开工项目计划总投资

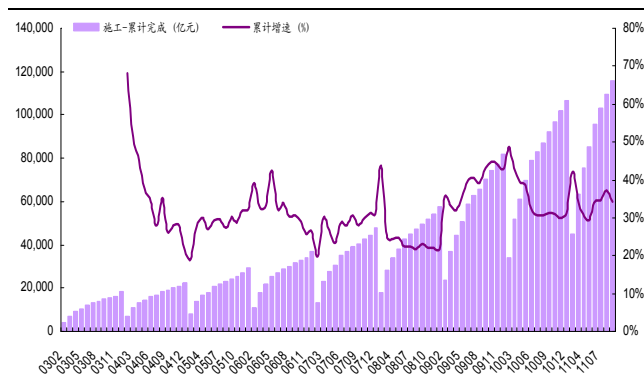
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 37.10%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 80:华北一固定资产投资施工项目计划总投资

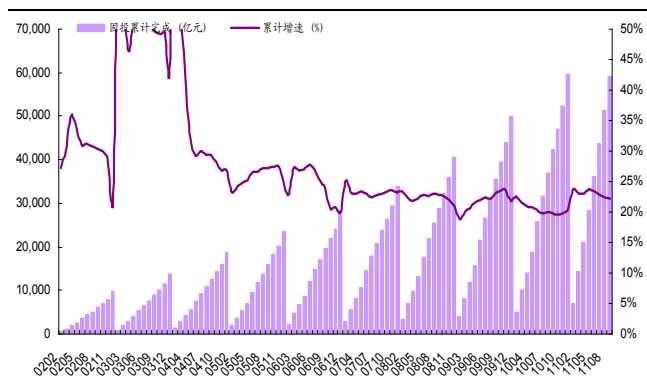
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 34.36%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 81:华东一固定资产投资增速

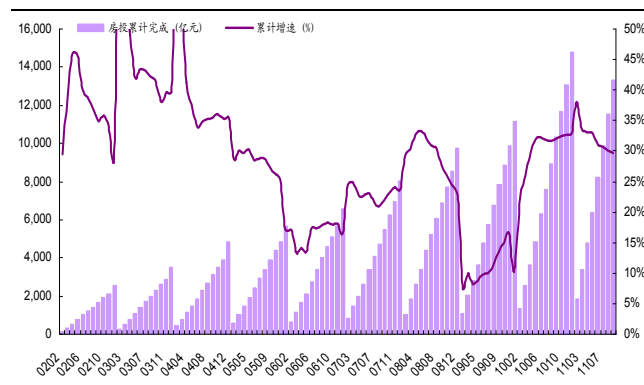
11 年 1-9 月华东区域固定资产投资同比增长 22.17%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 82:华东一房地产投资增速

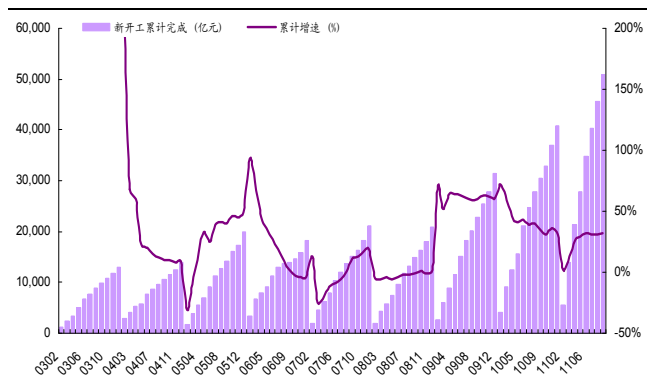
11 年 1-9 月华东区域房地产投资同比增长 29.66%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 83:华东一固定资产投资新开工项目计划总投资

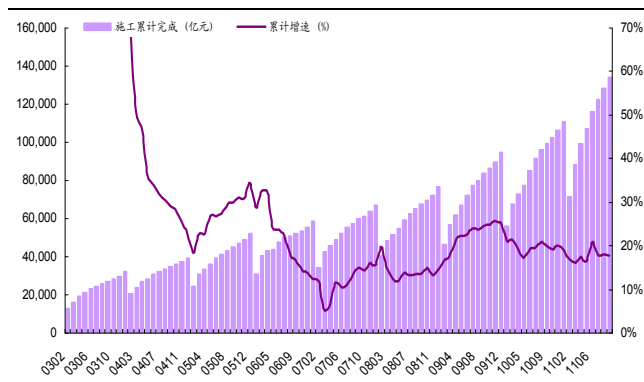
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 31.51%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 84:华东一固定资产投资施工项目计划总投资

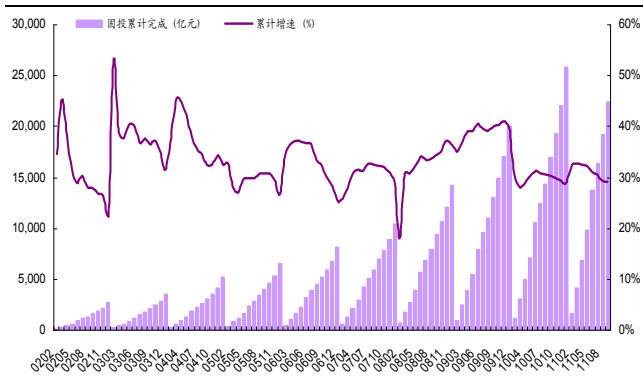
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 17.85%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 85:中南一固定资产投资增速

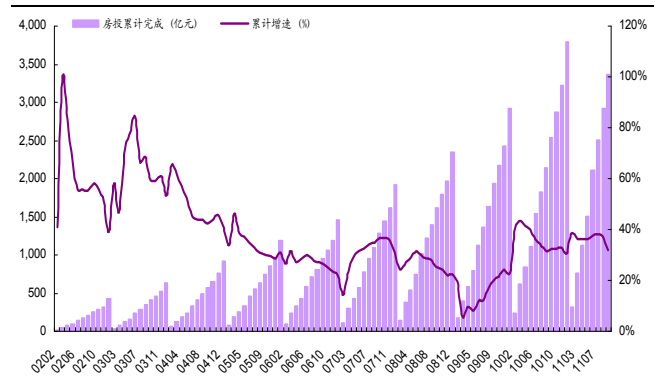
11 年 1-9 月中南区域固定资产投资同比增长 29.20%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 86:中南一房地产投资增速

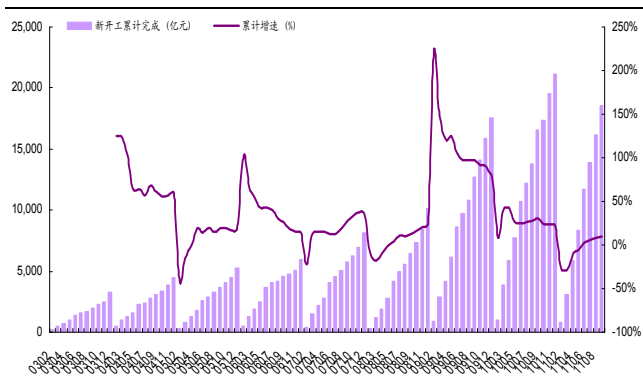
11 年 1-9 月中南区域房地产投资同比增长 31.93%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 87:中南一固定资产投资新开工项目计划总投资

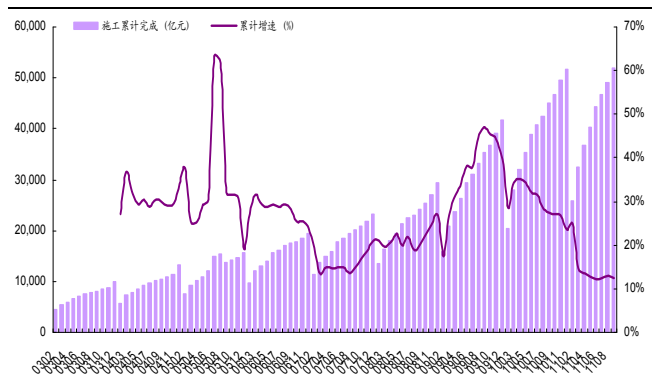
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 9.31%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 88:中南一固定资产投资施工项目计划总投资

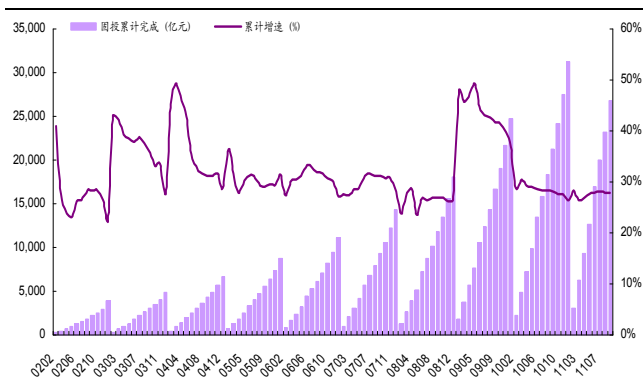
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 12.45%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 89:西南一固定资产投资增速

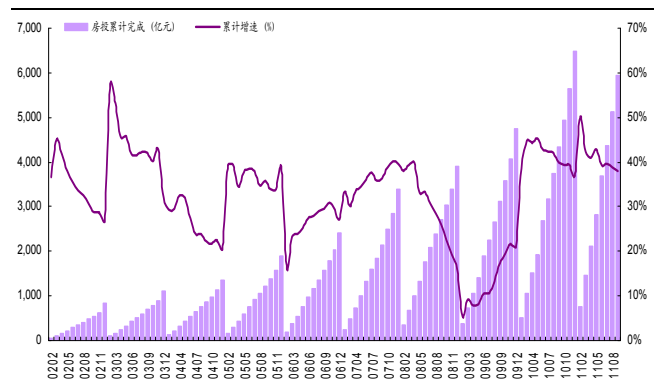
11 年 1-9 月西南区域固定资产投资同比增长 27.88%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 90:西南一房地产投资增速

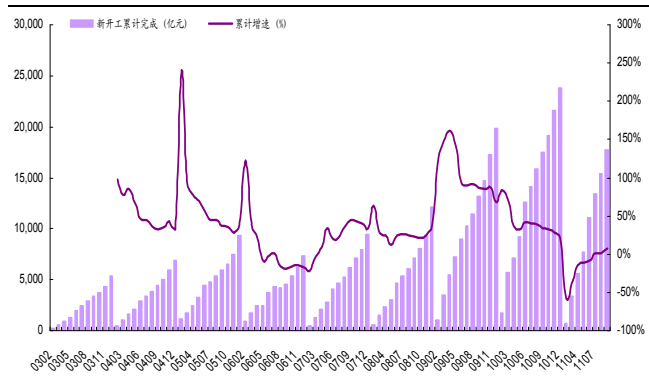
11 年 1-9 月西南区域房地产投资同比增长 38.05%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 91:西南一固定资产投资新开工项目计划总投资

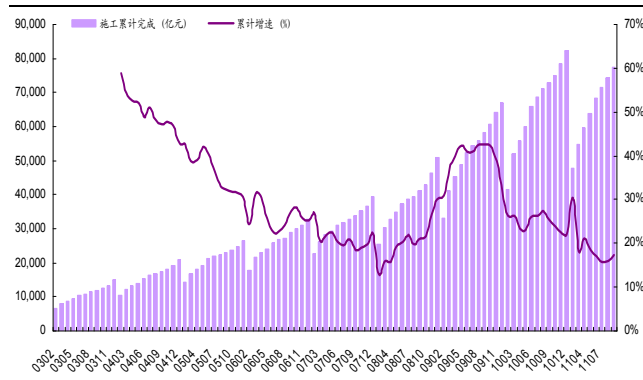
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 6.98%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 92:西南一固定资产投资施工项目计划总投资

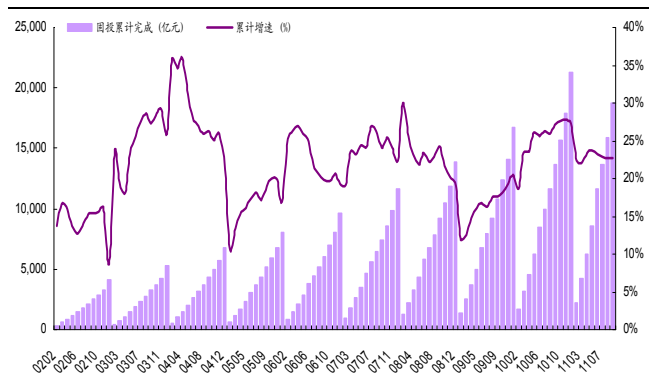
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 17.29%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 93:东南一固定资产投资增速

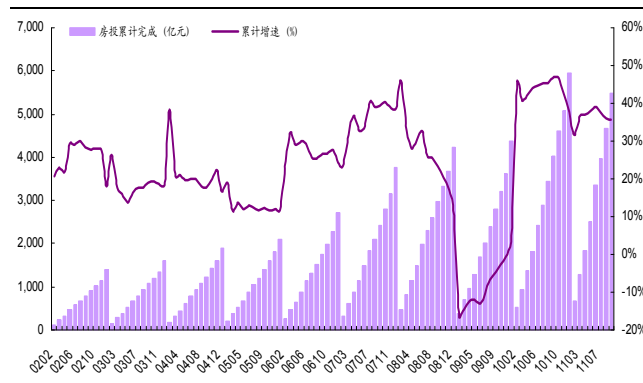
11 年 1-9 月东南区域固定资产投资同比增长 22.70%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 94:东南一房地产投资增速

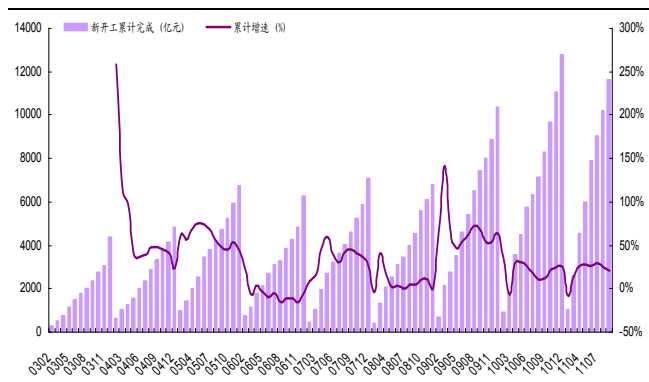
11 年 1-9 月东南区域房地产投资同比增长 35.63%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 95:东南一固定资产投资新开工项目计划总投资

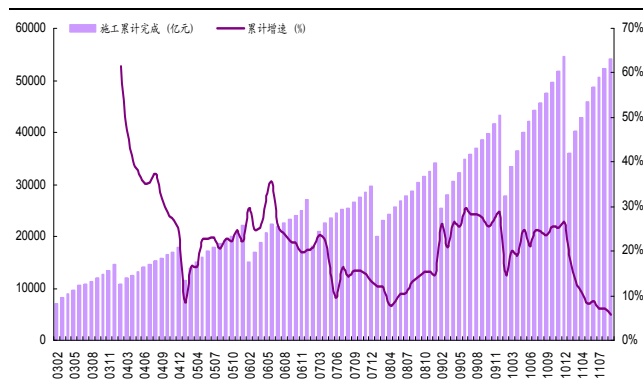
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 20.52%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 96:东南一固定资产投资施工项目计划总投资

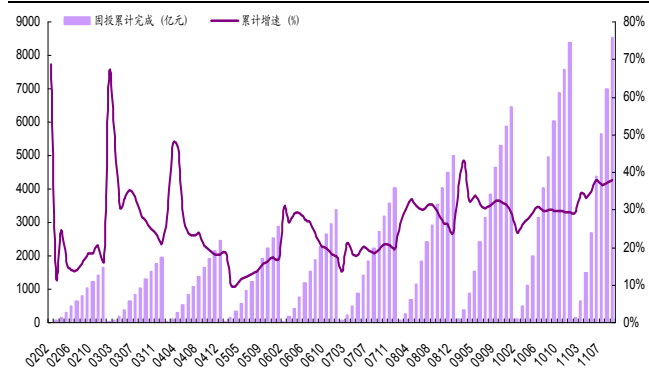
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 5.90%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 97:西北—固定资产投资增速

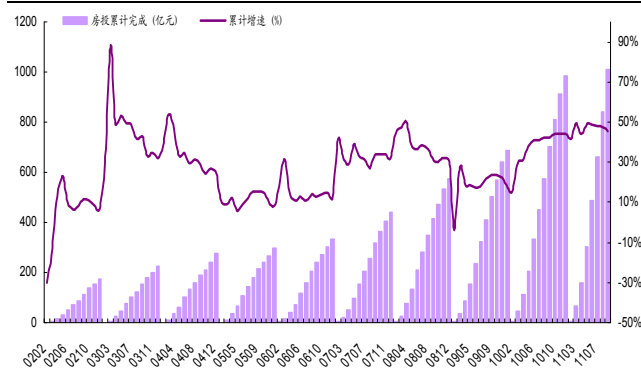
11 年 1-9 月西北区域固定资产投资同比增长 37.92%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 98:西北—房地产投资增速

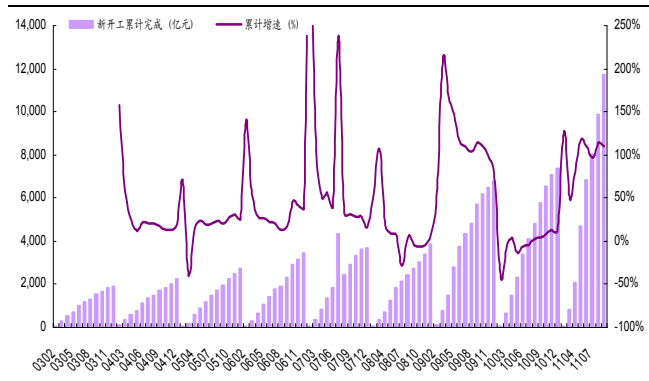
11 年 1-9 月西北区域房地产投资同比增长 45.33%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 99:西北—固定资产投资新开工项目计划总投资

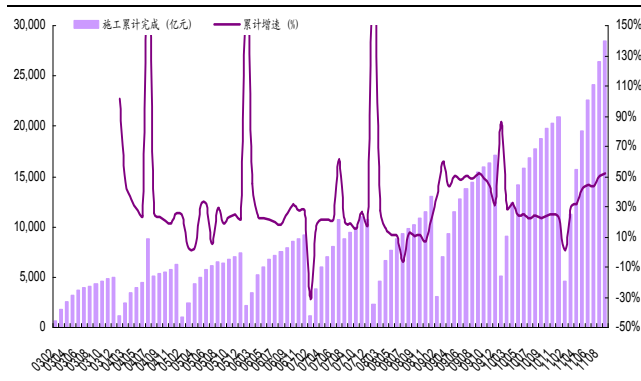
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 110.54%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 100:西北—固定资产投资施工项目计划总投资

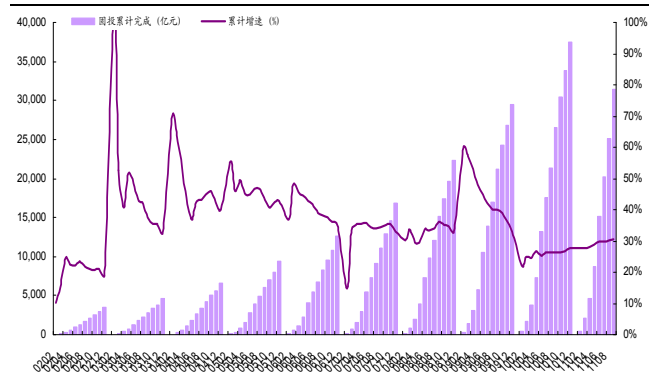
11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 52.44%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 101:东北—固定资产投资增速

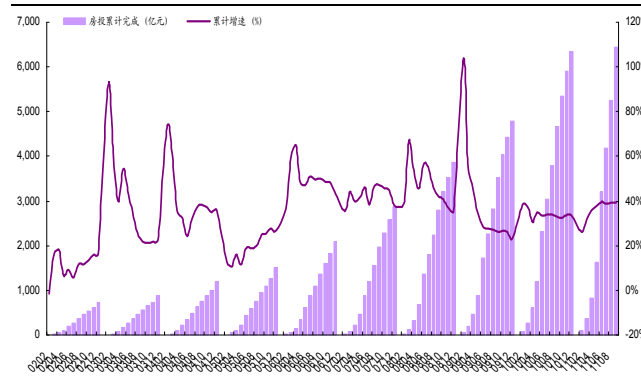
11 年 1-9 月东北区域固定资产投资同比增长 30.39%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 102:东北—房地产投资增速

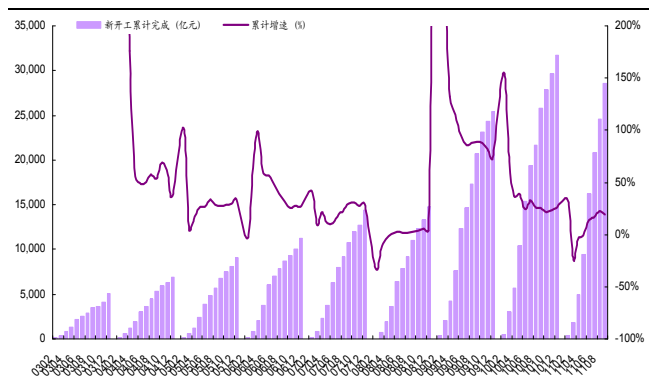
11 年 1-9 月东北区域房地产投资同比增长 39.16%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 103:东北—固定资产投资新开工项目计划总投资

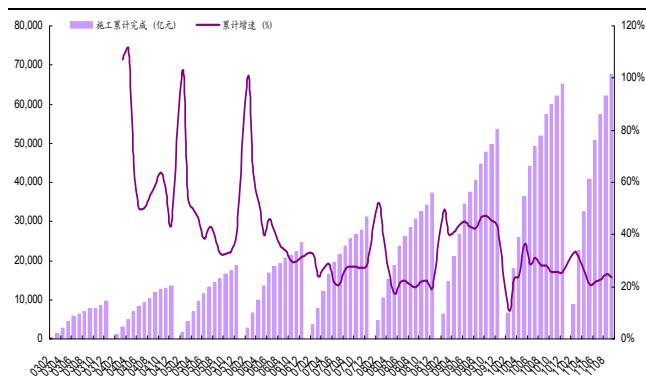
11 年 1-9 月新开工投资同比增长 19.37%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 104:东北—固定资产投资施工项目计划总投资

11 年 1-9 月施工计划投资同比增长 23.53%



资料来源：WIND、光大证券研究所

三、行业供给侧： 1-9 月行业固定资产投资同降 11.72%

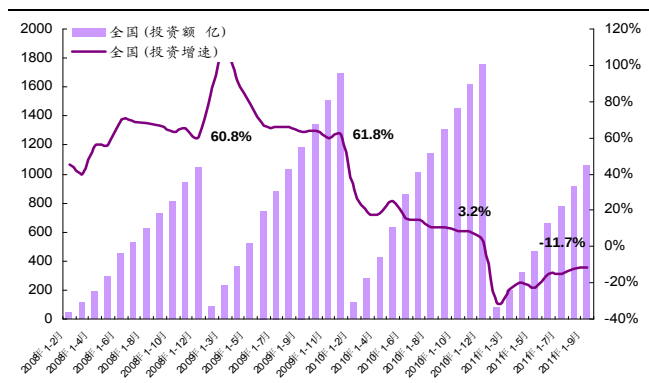
2011 年 1-9 月我国水泥行业固定资产投资累计 1059.16 亿元，同比下降 11.72%，行业投资实现负增长！

分区域来看，华北、东北、华东、中南、西南、西北区域 2011 年 1-9 月水泥行业投资增速分别为-12.5%、-10.5%、-2.3%、-20.1%、-35.8%、34.7%；

细化到省份，23 个省市负增长或无投资，行业投资增速最低的 5 个省市依次为西藏（-91%）、海南（-82%）、四川（-51%）、重庆（-40%）、广东（-39%）；其余 8 个省市仍为正增长，行业投资增速最高的 5 个省市依次为青海（90%）、甘肃（89%）、新疆（88%）、江苏（32%）、天津（22%）。

图 105:水泥行业固定资产投资额、增速分月度一览

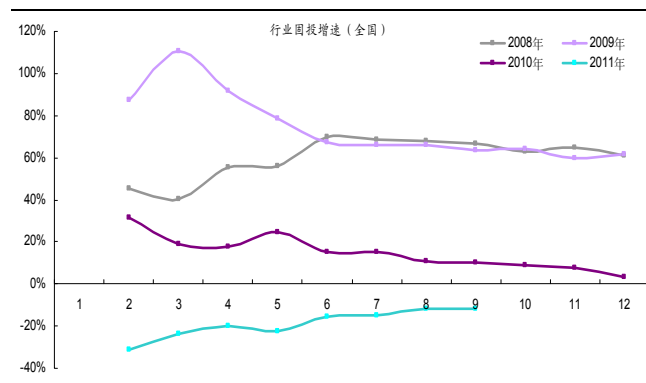
11 年 1-9 月国内水泥行业固投 1059.16 亿元,同比下降 11.72%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 106:水泥行业固定资产投资增速分月度一览

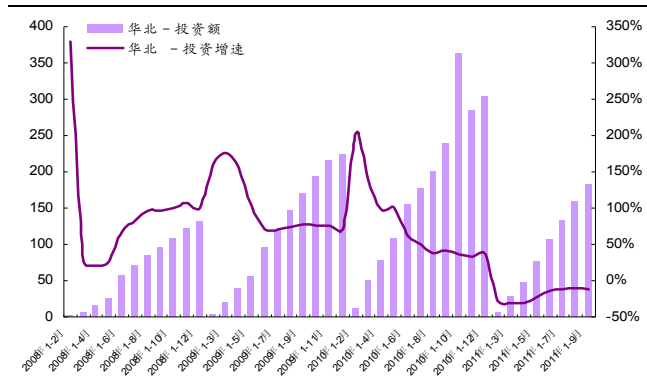
11 年 1-9 月水泥行业固投增速-11.7%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 107:华北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

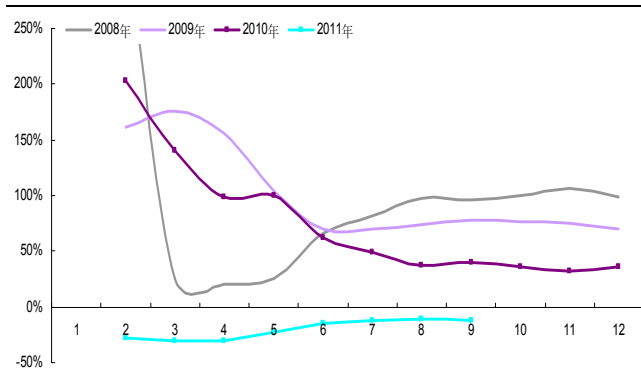
11 年 1-9 月华北水泥行业固投 183.61 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 108:华北-行业固定资产投资增速分月度一览

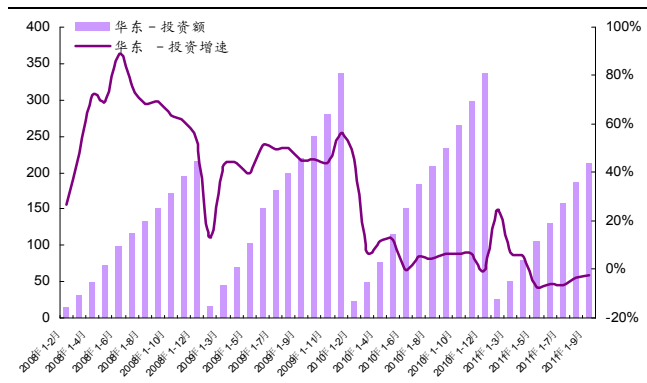
11 年 1-9 月华北水泥行业投资增速-12.54%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 109:华东-行业固定资产投资额、增速分月度一览

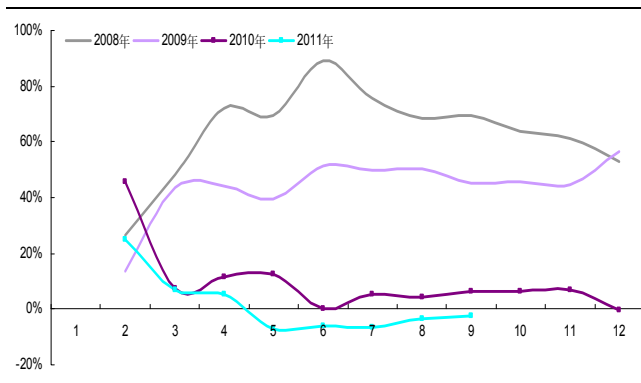
11 年 1-9 月华东水泥行业固投 212.55 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 110:华东-行业固定资产投资增速分月度一览

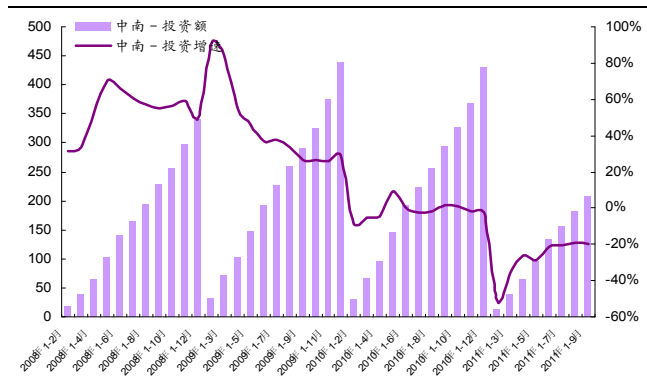
11 年 1-9 月华东水泥行业固投增速为-2.26%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 111:中南-行业固定资产投资额、增速分月度一览

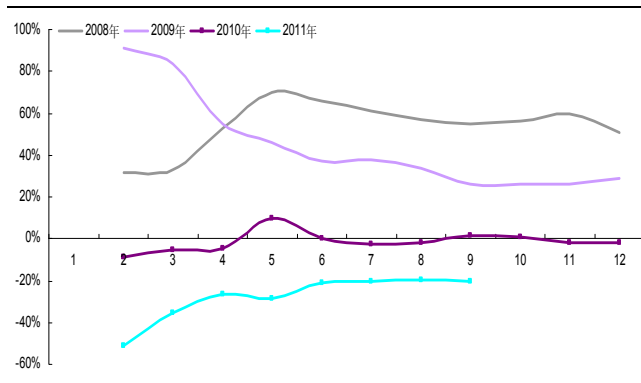
11 年 1-9 月中南水泥行业固投 207.60 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 112:中南-行业固定资产投资增速分月度一览

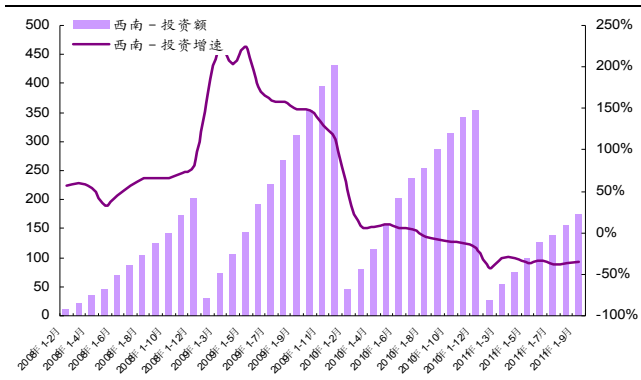
11 年 1-9 月中南水泥行业固投增速-20.06%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 113:西南-行业固定资产投资额、增速分月度一览

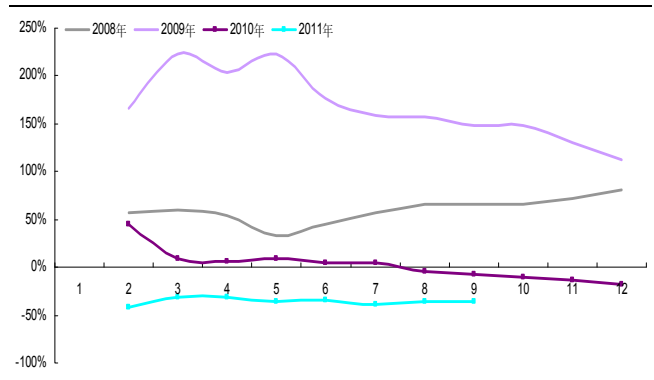
11 年 1-9 月西南水泥行业固投 174.49 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 114:西南-行业固定资产投资增速分月度一览

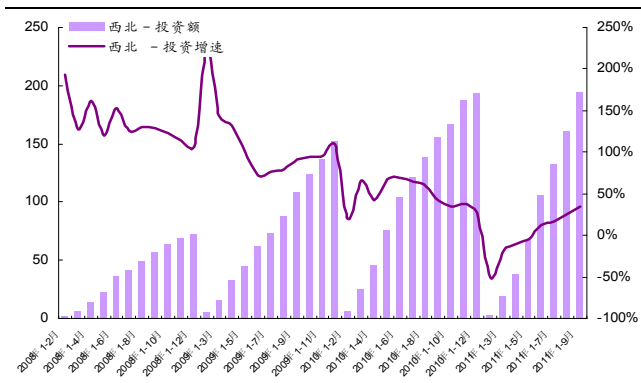
11 年 1-9 月西南水泥行业固投增速-35.79%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 115:西北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

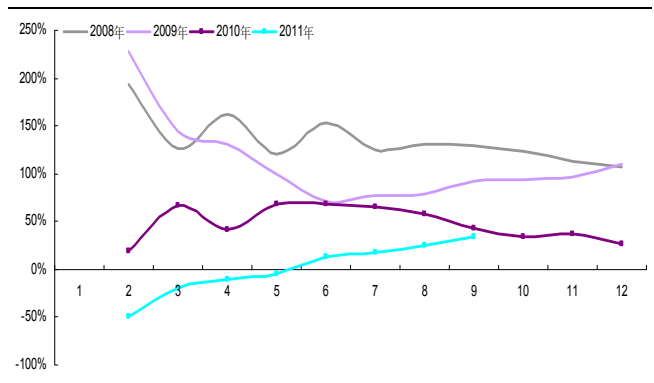
11 年 1-9 月西北水泥行业固投 194.41 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 116:西北-行业固定资产投资增速分月度一览

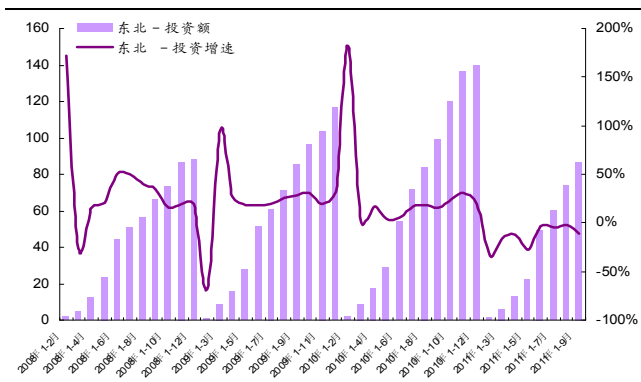
11 年 1-9 月西北水泥行业固投增速 34.72%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 117:东北-行业固定资产投资额、增速分月度一览

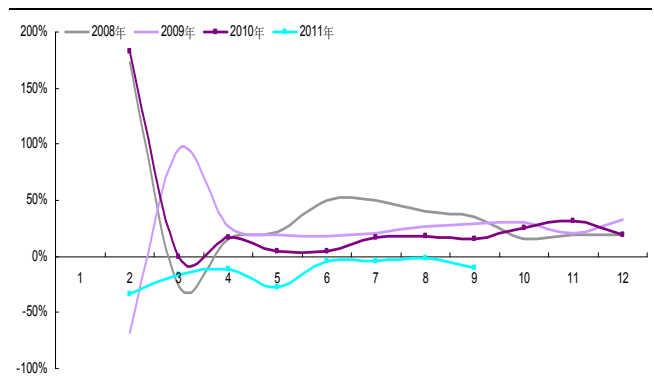
11 年 1-9 月东北水泥行业固投 86.50 亿元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

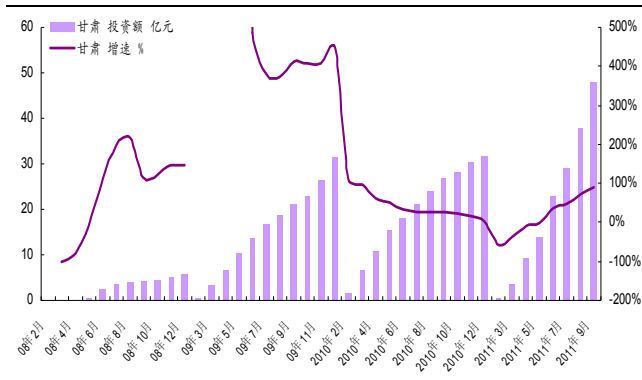
图 118:东北-行业固定资产投资增速分月度一览

11 年 1-9 月东北水泥行业固投增速-10.47%



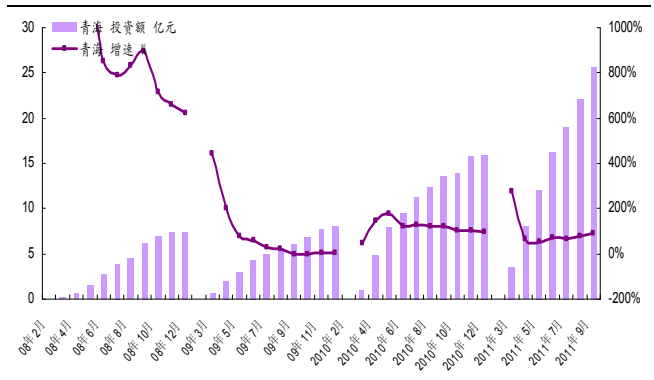
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 119：西北地区甘肃省水泥行业固定资产投资情况
11 年 1-9 月甘肃行业投资完成 47.89 亿元，同比增长 89.4%



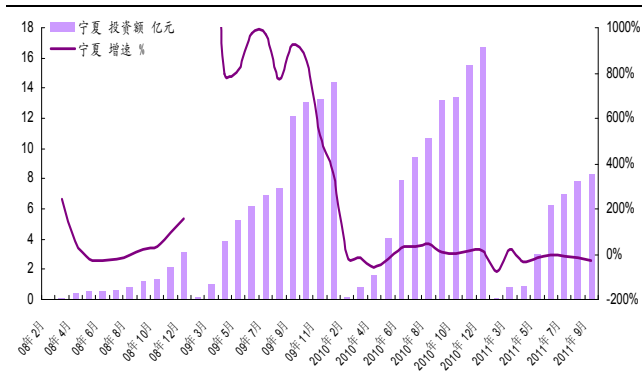
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 120：西北地区青海省水泥行业固定资产投资情况
11 年 1-9 月青海行业投资完成 25.72 亿元，同比增长 90.1%



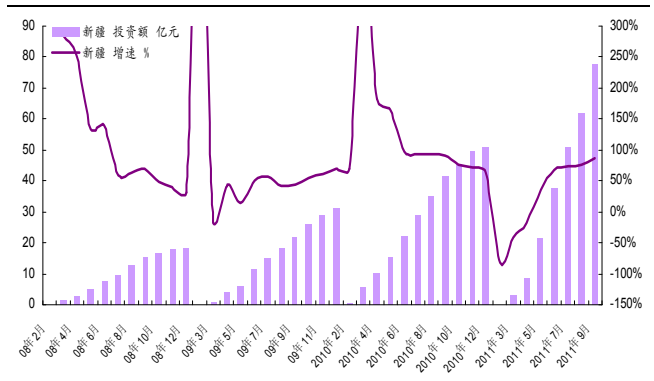
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 121：西北地区宁夏省水泥行业固定资产投资情况
11 年 1-9 月宁夏行业投资完成 8.27 亿元，同比下降 24.9%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 122：西北地区新疆省水泥行业固定资产投资情况
11 年 1-9 月新疆行业投资完成 77.63 亿元，同比增长 87.7%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 123：逐条核算 09 年分区域投产、新开工产能冲击程度

冲击动能公式：投产（新开工）产能/09 年区域需求%

单位 万吨	华北	华东	中南	西南	东南	西北	东北	SUM
09 年投产产线（结合 09 年投产产线统计）	14	8	26	43	13	11	8	123
10 年投产产线 E（结合 09 年新开工产线统计）	20	9	13	28	3	18	15	106
10 年投产产线（10 年投产产线跟踪）	19	9	16	55	6	15	13	133
11 年投产产线 E（结合 10 年新开工产线跟踪）	0	0	3	7	1	11	5	27
11 年投产产线（11 年投产产线跟踪）	10	2	7	25	9	15	9.5	77.5
09 年投产产能（结合 09 年投产产线统计）	2,460	1,480	4,340	6,280	2,200	1,260	1,360	19,380
10 年投产产能 E（结合 09 年新开工产线统计）	3,340	2,360	2,200	4,420	560	2,200	2,220	17,300
10 年投产产能（10 年投产产线跟踪）	3,400	1,640	3,000	8,480	1,100	1,780	1,880	21,280
11 年投产产能 E（结合 10 年新开工产线跟踪）	0	0	600	1,060	200	1,740	700	4,300
11 年投产产能（11 年投产产线跟踪）	1,680	400	1,200	4,080	1,620	2,180	1,400	12,560
投产产能冲击（统计 09 年投产产线）	7.93%	3.14%	20.99%	23.75%	13.41%	22.08%	8.74%	11.90%
10 年产能冲击 E（统计 09 年新开工产线）	10.76%	5.01%	10.64%	16.72%	3.41%	38.55%	14.27%	10.62%

敬请参阅最后一页特别声明
告

10 投产产能冲击（跟踪 10 年投产产线）	10.95%	3.48%	14.51%	32.07%	6.71%	31.19%	12.09%	13.06%
11 年产能冲击 E（跟踪 10 年新开工产线）	0.00%	0.00%	2.90%	4.01%	1.22%	30.49%	4.50%	2.64%
11 年投产产能冲击（跟踪 11 年投产产线）	4.82%	0.79%	4.89%	11.64%	8.70%	30.21%	7.48%	6.67%

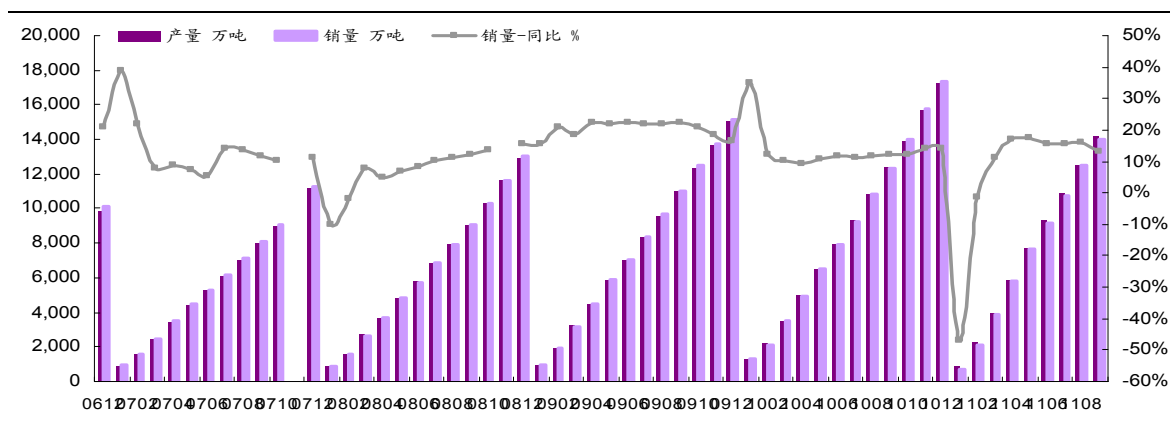
资料来源：光大证券研究所

四、公司经营

建立重点公司分月度水泥产、销量及增速图谱，2011 年 1-9 月海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、祁连山、塔牌集团的水泥销量增速分别为 13%、37%、23%、27%、26%、29%、13%；

图 124：海螺水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览

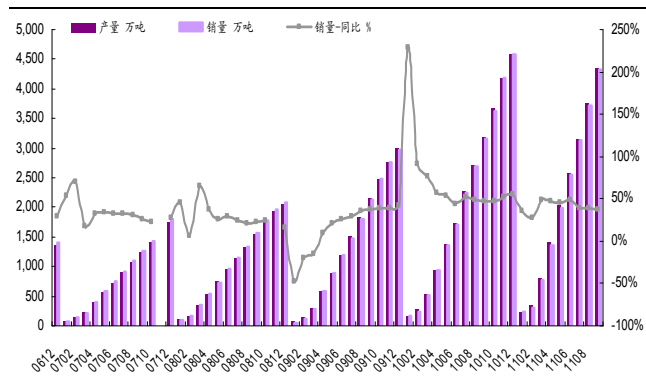
11 年 1-9 月公司销量同比增长 13.27%，单 9 月同降 5.56%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 125：冀东水泥年内分月度水泥产、销量及增速一览

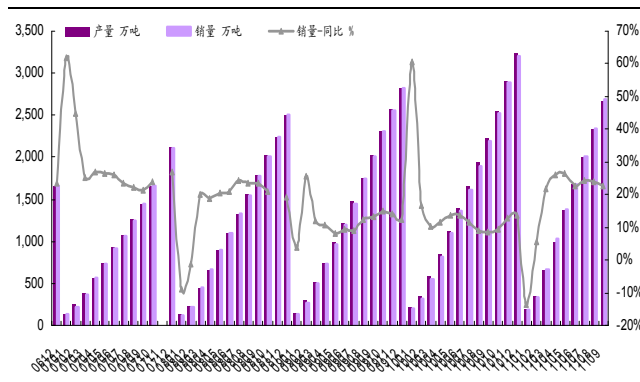
11 年 1-9 月公司销量同比增长 37.07%，单 9 月同增 29.15%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 126：华新水泥分月度水泥产、销量及增速一览

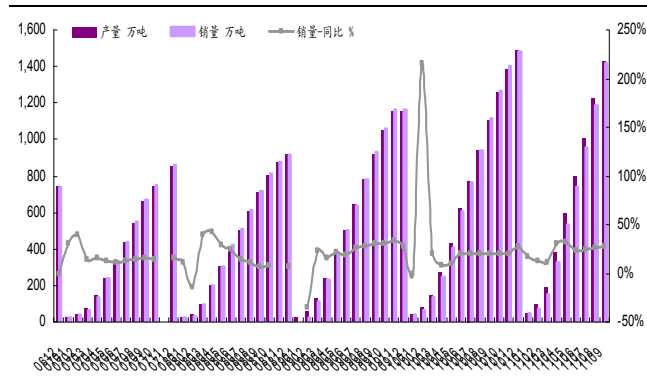
11 年 1-9 月公司销量同比增长 22.73%，单 9 月同增 15.20%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 127：天山股份年内分月度水泥产、销量及增速一览

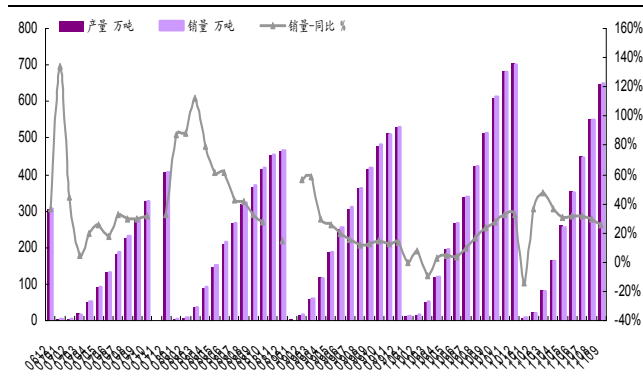
11 年 1-9 月公司销量同比增长 27.21%，单 9 月同增 32.86%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 128：赛马实业分月度水泥产、销量及增速一览

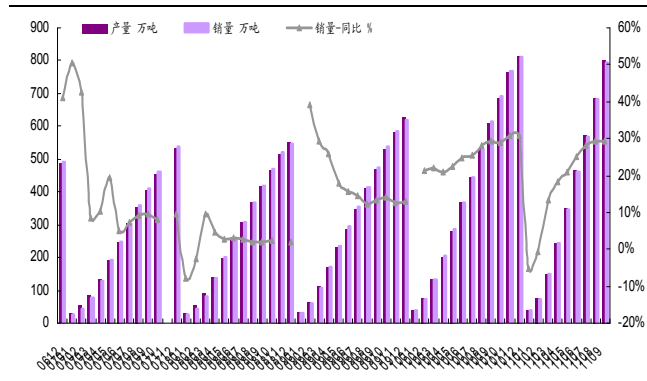
11 年 1-9 月公司销量同比增长 25.85%，单 9 月同增 7.59%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 129：祁连山年内分月度水泥产、销量及增速一览

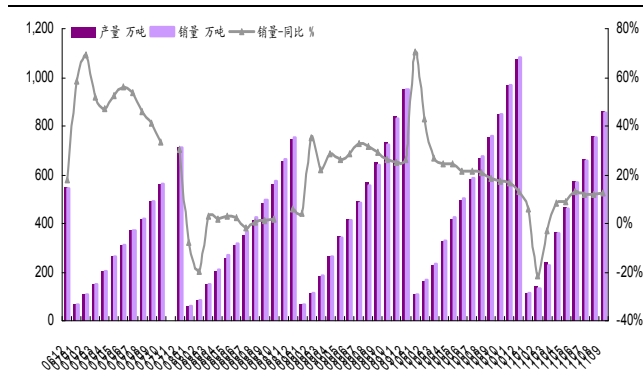
11 年 1-9 月公司销量同比增长 29.29%，单 9 月同增 28.74%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

图 130：塔牌集团分月度水泥产、销量及增速一览

11 年 1-9 月公司销量同比增长 12.65%，单 9 月同增 18.18%



资料来源：中国建材信息总网、光大证券研究所

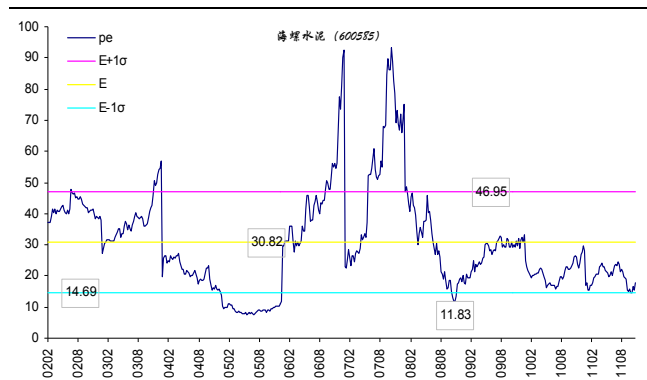
4.1、公司估值指标及业绩跟踪

建立重点公司市盈率历史运行图谱，统计回归特征值：均值 E，标准差；统计结果表明，水泥行业利润增幅显著，估值仍处低位，目前重点公司估值水平均再次处于历史下限水平，具备安全边际；

因篇幅关系，各公司 PB、PS 指标未在报告中披露；

图 131: 海螺水泥市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

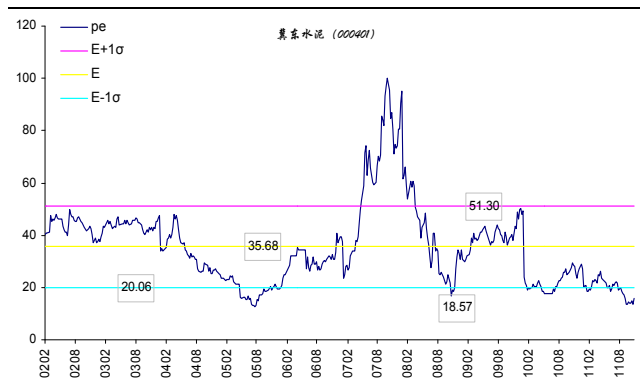
目前公司市盈率水平已处于历史下限水平附近



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 132: 冀东水泥市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

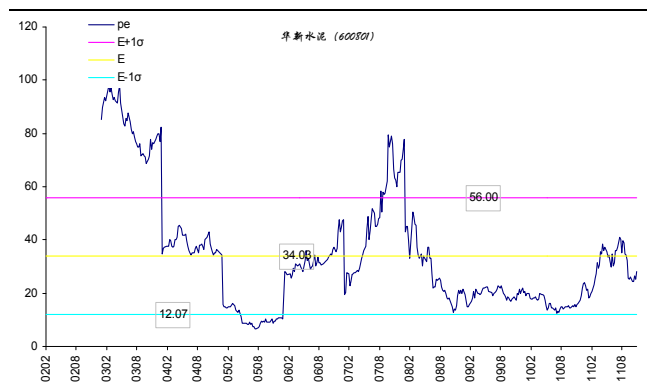
目前公司市盈率水平处于历史下限水平下方



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 133: 华新水泥市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

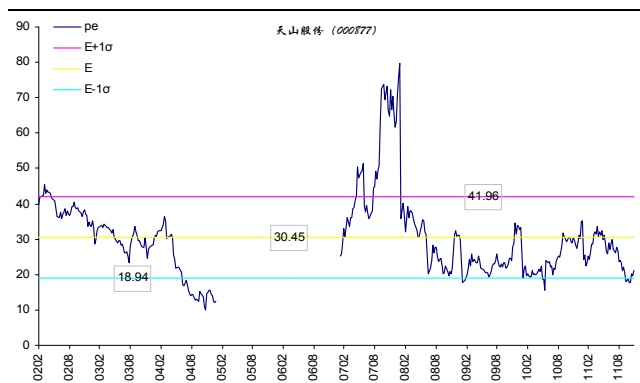
目前公司市盈率水平处于历史均值水平下方



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 134: 天山股份市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

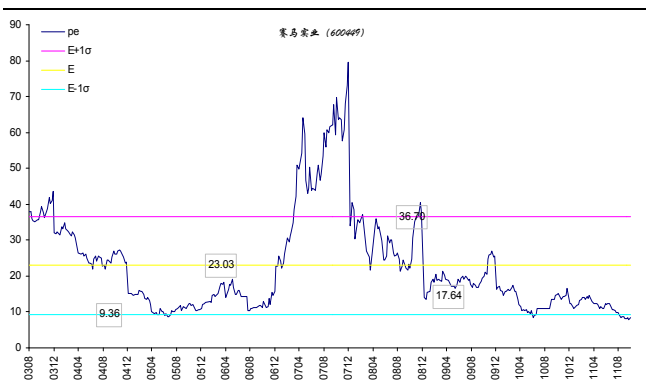
目前公司市盈率水平处于历史下限水平附近



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 135: 赛马实业市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

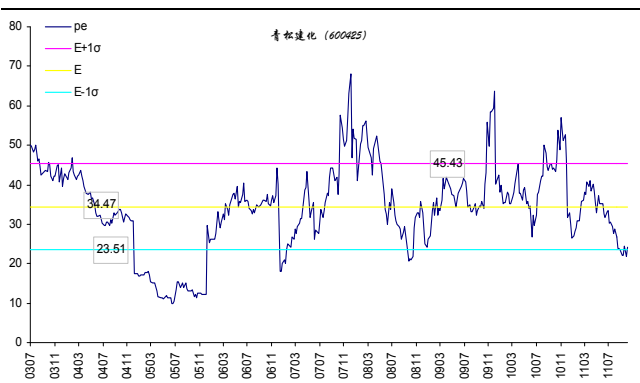
目前公司市盈率水平至历史均值下限水平附近



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 136: 青松建化市盈率历史运行 (至 10 月 28 日)

目前公司市盈率水平至历史下限水平附近



资料来源: WIND、光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600585	海螺水泥	4000	20.16	37.05	1.16	2.48	3.01	17.3	8.1	6.7	3.05	0.22	1.76	买入	买入
600801	华新水泥	479	19.98	29.20	0.71	1.75	2.52	28.2	11.4	7.9	3.21	2.39	1.94	买入	买入
000877	天山股份	336	27.03	45.00	1.30	3.34	4.92	20.8	8.1	5.5	2.91	2.21	1.70	买入	买入
000401	冀东水泥	1212	17.95	23.40	1.15	1.56	1.81	15.6	11.5	9.9	2.69	2.26	1.94	买入	买入
600425	青松建化	479	15.43	25.00	0.64	1.51	2.28	24.2	10.2	6.8	3.06	2.76	2.36	买入	买入

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

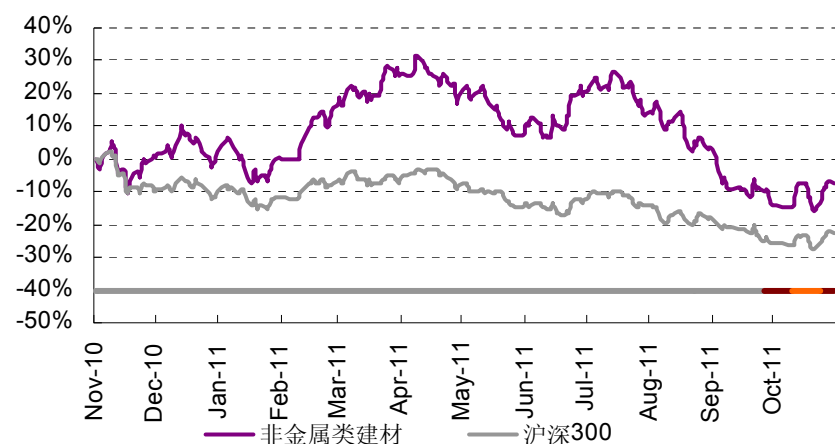
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人特点：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势研究领域：水泥行业；熟悉公司：华新水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

投资建议历史表现图

非金属类建材



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-09-26	买入
2011-10-08	买入
2011-10-09	买入
2011-10-10	买入
2011-10-10	中性
2011-10-17	中性
2011-10-24	买入
2011-10-24	买入
2011-10-25	买入
2011-10-31	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李立志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com