

2011 年 11 月 7 日

# 水泥行业月报

## 需求依然承压，短期估值合理

A 中立

李攀\*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

在宏观经济政策持续紧缩环境下，下游需求因资金紧张而建设进度放缓的现象普遍存在，基建投资尤其是公路运输业和铁路运输业投资增速同比下滑较快，房地产行业投资受资金和政策等方面负面影响也不容乐观，需求放缓背景下多地水泥价格承压。但前期水泥股的大幅下跌很大程度上已反映了悲观的预期，目前看出现了一些正面的因素：首先今年东南部虽然四季度旺季不旺的概率较大，但需求仍可能环比改善并有利于水泥价格企稳；其次宏观政策可能出现的微调将使政策面预期有所改善；另外铁路建设资金的落实也有利于原本大面积停工的铁路建设逐步复工进而拉动部分需求，短期内股价有一定的支撑，并有望迎来小幅的估值修复行情。

- **水泥价格**：9 月末到 10 月末，最受关注的华东地区水泥价格仍在整体需求放缓和企业限产保价两种力量的纠结中前行，而江西的价格下跌和江浙沪地区价格的上涨则代表了短期内这两种力量中的哪一个更占上风。华南地区广西、广东地区水泥价格受供给恢复、需求放缓下跌 30-50 元。
- **水泥产量**：今年 1-9 月全国水泥产量累计同比增长 18.1%，整体保持较快增长，9 月份单月产量同比增长 15.7%，增速已明显低于上半年；同时区域产量增速日益分化，西南、西北产量增长较快，我们认为受供给推动以及当地基建增速相对较快影响，华东和中南地区产量增速较低，这与区域新增产能较少、需求放缓以及大型企业限产保价的策略有关。
- **水泥需求**：我们跟踪的基建固定资产投资 1-9 月累计同比增速仅为 6.25%，道路运输业和铁路运输业固定资产投资增速分别为 11.6%和-19.0%，与前两年的高增速相比有较明显的回落；而从水泥需求的另一个重要来源看，房地产 1-9 月累计开发投资完成额同比增长 32%，9 月份单月同比增幅回落至 25%。
- **水泥供给**：根据数字水泥网的统计，今年以来华东、中南地区新增产能占当地区域去年总产量比重均为 3%，供给端新增有限。西南和西北地区这一比例为 12%和 19%，另外西北地区新开工水泥产能较多。
- **个股选择**：从基本面角度来看，水泥的基建及地产需求增速回落均令人担忧，而后续水利投资和保障房投资的加速将无法抵御整体的负面影响。我们继续维持整体水泥板块 **中立** 建议，短期内在政策有所放宽等预期下水泥股的估值可能会有所修复，个股方面相对偏好华新水泥和冀东水泥。

\*李大振、董馨谣为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

# 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 投资摘要 .....            | 3  |
| 水泥价格变动 .....          | 8  |
| 水泥产量变动 .....          | 11 |
| 水泥需求——固定资产投资 .....    | 14 |
| 水泥供给——生产线投资 .....     | 22 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司 ..... | 24 |

## 投资摘要

### 一个月以来水泥价格变动概要(9月30日-10月31日):

10月末全国平均 P.O42.5 号水泥价格环比小幅下跌 0.5%至 401 元/吨, 同比价格上涨 2.7%。

从全国各个区域情况来看, 10 月份华东和西南地区水泥价格均有所下降, 其他地区 10 月底水泥平均价格与上月月底持平。

10 月末华东地区 P.O42.5 水泥价格环比下降 0.2%。国庆节后, 江西南昌及周边地区水泥价格持续走低, 累计下调 30-50 元/吨。企业反馈的原因是受城运会召开部分工程停工影响, 下游需求减弱, 企业因库存压力被迫下调价格。但从数字水泥网对市场跟踪情况看, 前期由于市场需求减弱, 企业为增加发货量执行返例, 价格暗降后发货量没有明显的好转, 随后明着下调出厂价格。若后市需求仍不见起色, 并且企业不采取任何措施, 南昌市场或将进入恶性竞争循环。

浙江、山东和江苏部分地区价格上涨 10-30 元/吨, 主要原因是前期企业减产, 库存保持在合理水平, 在市场需求略有恢复条件下价格也有所上涨。受浙江、山东和江苏等周边水泥价格上调提振, 上海水泥市场价格也恢复性上调 30 元/吨。

10 月末中南地区 P.O42.5 水泥平均价格与上月月底持平。十一过后广西地区水泥价格全线下跌 30-50 元/吨。主要原因: 一是受持续强降雨天气影响, 水泥需求量快速下降; 二是电力缓解后企业生产恢复正常, 库存快速上升接近警戒线; 三是广西地区部分房地产、铁路等重点工程项目停工影响价格下降。受广西价格下跌影响, 广东珠三角市场价格也下调 20-30 元/吨。湖北通过限产提价 30-50 元/吨。河南全省水泥价格自南至北上调 40-50 元/吨。

10 月末西南地区 P.O42.5 水泥价格环比下跌 3.7%。贵阳水泥价格持续大幅下跌累计 70-80 元/吨。主要原因一是需求受前期少数民族运动会影响略有下降, 二是新增产能压力加大, 三是限电全部解除后企业恢复生产, 市场供大于求矛盾突出, 企业间恶性竞争激烈, 短期无法改变。(价格信息来源: 数字水泥网)

## 行业及个股近期观点:

从基本面角度来看,水泥的基建及地产需求增速回落均令人担忧,而后续水利投资和保障房投资的加速将无法抵御整体的负面影响。我们继续维持整体水泥板块中立建议。经历前期板块大幅调整后,基于中性的盈利预期,个股普遍 2012 年市盈率在 10 倍左右,整个水泥板块股价已经有一定支撑。当前这个时点看出现了一些正面的因素:首先今年东南部虽然四季度旺季不旺的概率较大,但需求仍可能环比改善并有利于水泥价格企稳;其次宏观政策可能出现的微调将使政策面预期有所改善;另外铁路建设资金的落实也有利于原本大面积停工的铁路建设逐步复工进而拉动部分需求,短期内股价有一定的支撑,并有望迎来小幅的估值修复行情。此前水泥板块的大幅调整更多反映了基建投资放缓的负面影响,后续则仍需要密切关注地产投资放缓的幅度。

上市公司的三季报已经公布完毕,我们将覆盖的水泥行业上市公司三季报的主要经营指标进行了整理。从毛利率变化的趋势来看,西北地区的祁连山和赛马实业下降的比较明显,区域新增产能投放较快而需求难以同步增加,新疆地区的天山股份和青松建化毛利率虽然同比改善,但是快速增长的区域产能给当地水泥企业盈利能力带来一定的不确定性;华东和中南地区的海螺水泥、江西水泥和华新水泥受区域供求关系改善影响毛利率同比大幅提升,但受季节因素和宏观紧缩下需求放缓影响,三季度毛利率环比有不同程度下降,但三支个股比较我们认为华新目前的吨水泥盈利仍处于较低水平,需求侧来自基建和地产的需求更加平衡,未来盈利能力大幅回落的相对风险小。华北地区的冀东水泥毛利率环比和同比都变化不大,但从明年来看,河北地区落后产能淘汰以及整体新增产能的放缓为冀东创造了较好的外部条件。个股方面我们短期相对偏好为华新水泥和冀东水泥。

## 三季度主要个股经营指标概览

图表 1. 季度毛利率

| 季度毛利率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|----------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥     | 24.1         | 25.2        | 26.7          | 32.1 | 39.8         | 42.5        | 41.6          |
| 华新水泥     | 14.9         | 15.3        | 16.1          | 22.3 | 24.8         | 28.7        | 28.6          |
| 冀东水泥     | 24.1         | 30.5        | 31.6          | 31.7 | 27.2         | 32.2        | 32.3          |
| 赛马实业     | 40.0         | 42.5        | 42.9          | 41.2 | 27.6         | 32.0        | 31.0          |
| 祁连山      | 33.8         | 36.4        | 36.7          | 35.4 | 31.9         | 35.4        | 33.3          |
| 天山股份     | 14.3         | 26.2        | 28.7          | 28.9 | 26.2         | 34.3        | 35.3          |
| 青松建化     | 31.2         | 31.1        | 30.5          | 28.8 | 22.8         | 32.3        | 35.2          |
| 江西水泥     | 16.7         | 12.0        | 13.3          | 20.5 | 30.9         | 31.2        | 29.5          |

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 2. 季度销售费用率

| 季度销售费用率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|------------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥       | 5.4          | 5.1         | 5.0           | 4.5  | 3.9          | 3.6         | 3.6           |
| 华新水泥       | 6.2          | 5.8         | 5.9           | 5.3  | 5.7          | 5.1         | 5.3           |
| 冀东水泥       | 5.5          | 3.7         | 3.5           | 3.6  | 3.7          | 2.8         | 2.8           |
| 赛马实业       | 10.2         | 5.2         | 5.8           | 6.2  | 8.7          | 5.7         | 5.8           |
| 祁连山        | 6.1          | 5.2         | 5.2           | 5.4  | 6.3          | 5.0         | 4.9           |
| 天山股份       | 9.3          | 6.1         | 5.6           | 5.9  | 6.9          | 5.8         | 4.7           |
| 青松建化       | 4.0          | 2.1         | 1.9           | 2.4  | 4.1          | 2.0         | 1.8           |
| 江西水泥       | 5.3          | 4.8         | 4.5           | 4.1  | 3.1          | 3.0         | 3.0           |

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 3. 季度管理费用率

| 季度管理费用率(%) | 10 年 1<br>季度 | 10 年上<br>半年 | 10 年 1-9<br>月 | FY10 | 11 年 1<br>季度 | 11 年上<br>半年 | 11 年 1-9<br>月 |
|------------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥       | 3.1          | 3.2         | 3.3           | 3.6  | 3.7          | 3.1         | 3.2           |
| 华新水泥       | 4.4          | 4.1         | 4.1           | 4.6  | 5.2          | 4.2         | 4.2           |
| 冀东水泥       | 13.5         | 8.9         | 8.3           | 9.6  | 12.7         | 9.1         | 9.1           |
| 赛马实业       | 25.0         | 7.2         | 6.1           | 6.9  | 14.3         | 3.3         | 3.4           |
| 祁连山        | 7.7          | 8.5         | 9.1           | 9.6  | 10.7         | 8.1         | 7.8           |
| 天山股份       | 11.5         | 5.9         | 5.0           | 8.0  | 13.4         | 7.1         | 5.4           |
| 青松建化       | 11.2         | 7.7         | 6.3           | 8.4  | 11.4         | 5.9         | 5.8           |
| 江西水泥       | 5.9          | 4.9         | 4.0           | 4.2  | 4.4          | 3.9         | 3.5           |

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 4. 季度财务费用率

| 季度财务费用率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|------------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥       | 1.7          | 1.7         | 1.6           | 1.4  | 1.4          | 1.3         | 1.2           |
| 华新水泥       | 4.6          | 4.2         | 4.3           | 3.6  | 5.4          | 4.4         | 4.2           |
| 冀东水泥       | 8.2          | 5.1         | 4.7           | 4.9  | 7.9          | 5.6         | 5.4           |
| 赛马实业       | 12.9         | 2.8         | 2.8           | 2.9  | 11.6         | 5.4         | 5.0           |
| 祁连山        | 2.8          | 2.1         | 2.5           | 2.8  | 5.2          | 3.8         | 4.1           |
| 天山股份       | 8.2          | 4.2         | 3.2           | 3.2  | 7.4          | 3.8         | 3.1           |
| 青松建化       | 6.1          | 2.7         | 2.8           | 2.8  | 6.9          | 3.1         | 2.3           |
| 江西水泥       | 4.3          | 5.0         | 4.7           | 4.0  | 3.5          | 3.6         | 3.6           |

资料来源：公司公告 中银国际研究



**图表 5.季度期间费用率**

| 季度期间费用率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|------------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥       | 10.1         | 10.0        | 9.8           | 9.5  | 9.0          | 8.0         | 8.0           |
| 华新水泥       | 15.2         | 14.1        | 14.4          | 13.6 | 16.3         | 13.7        | 13.7          |
| 冀东水泥       | 27.2         | 17.7        | 16.6          | 18.1 | 24.3         | 17.5        | 17.3          |
| 赛马实业       | 48.0         | 15.1        | 14.7          | 16.0 | 34.7         | 14.4        | 14.2          |
| 祁连山        | 16.6         | 15.9        | 16.8          | 17.8 | 22.1         | 16.9        | 16.8          |
| 天山股份       | 29.0         | 16.2        | 13.8          | 17.2 | 27.6         | 16.7        | 13.2          |
| 青松建化       | 21.2         | 12.5        | 10.9          | 13.6 | 22.4         | 11.0        | 10.0          |
| 江西水泥       | 15.5         | 14.7        | 13.1          | 12.3 | 11.0         | 10.6        | 10.0          |

资料来源：公司公告 中银国际研究

**图表 6.季度营业利润率**

| 季度营业利润率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|------------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥       | 13.6         | 14.8        | 16.6          | 22.1 | 30.4         | 34.3        | 33.3          |
| 华新水泥       | 2.5          | 1.6         | 1.6           | 8.2  | 7.6          | 13.9        | 13.8          |
| 冀东水泥       | 0.6          | 14.8        | 17.3          | 15.7 | 1.9          | 14.5        | 15.0          |
| 赛马实业       | (8.6)        | 26.4        | 27.9          | 23.6 | (7.9)        | 17.7        | 16.4          |
| 祁连山        | 15.0         | 19.9        | 20.3          | 17.7 | 8.4          | 18.7        | 17.1          |
| 天山股份       | (15.4)       | 9.6         | 14.3          | 10.1 | (4.1)        | 16.3        | 20.9          |
| 青松建化       | 8.1          | 18.1        | 19.3          | 15.0 | (0.7)        | 20.9        | 25.0          |
| 江西水泥       | 0.7          | (3.2)       | (0.3)         | 8.7  | 19.2         | 22.9        | 20.7          |

资料来源：公司公告 中银国际研究

**图表 7.季度净利润率**

| 季度净利润率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10 | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|-----------|--------------|-------------|---------------|------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥      | 13.1         | 13.0        | 14.1          | 17.9 | 23.8         | 26.8        | 25.9          |
| 华新水泥      | 3.8          | 2.4         | 1.7           | 6.8  | 4.8          | 9.7         | 10.1          |
| 冀东水泥      | 2.4          | 11.8        | 13.7          | 12.6 | (0.5)        | 10.5        | 11.8          |
| 赛马实业      | (7.9)        | 22.7        | 23.8          | 23.1 | (5.2)        | 15.6        | 15.5          |
| 祁连山       | 13.8         | 17.4        | 17.4          | 16.5 | 7.1          | 14.6        | 14.0          |
| 天山股份      | (10.6)       | 7.5         | 12.0          | 8.9  | (1.1)        | 11.4        | 15.3          |
| 青松建化      | 11.2         | 17.5        | 18.2          | 17.4 | 3.4          | 20.8        | 23.6          |
| 江西水泥      | 0.6          | (2.1)       | (0.7)         | 4.0  | 7.8          | 11.5        | 10.2          |

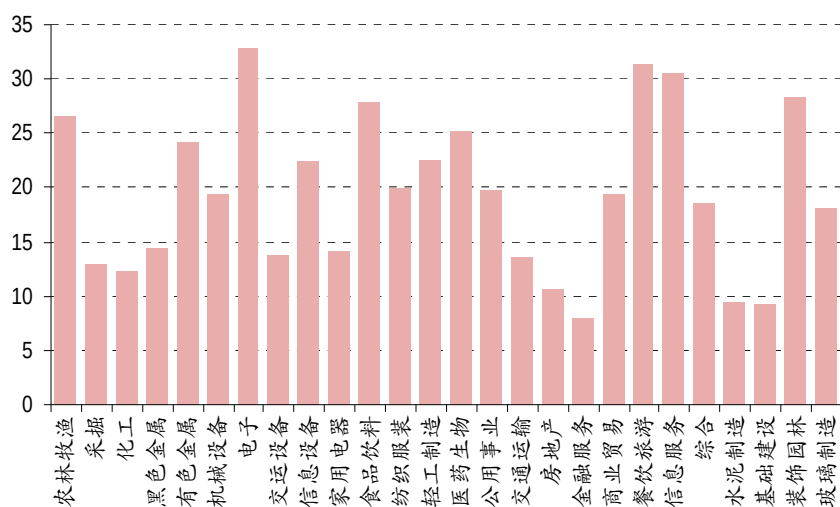
资料来源：公司公告 中银国际研究

**图表 8.季度净负债率**

| 季度净负债率(%) | 10 年<br>1 季度 | 10 年<br>上半年 | 10 年<br>1-9 月 | FY10  | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>上半年 | 11 年<br>1-9 月 |
|-----------|--------------|-------------|---------------|-------|--------------|-------------|---------------|
| 海螺水泥      | 30.5         | 40.0        | 37.2          | 32.2  | 30.7         | 37.9        | 36.8          |
| 华新水泥      | 105.6        | 113.6       | 134.4         | 121.9 | 138.4        | 129.1       | 123.3         |
| 冀东水泥      | 116.9        | 127.3       | 131.2         | 142.2 | 160.2        | 151.7       | 152.2         |
| 赛马实业      | 27.8         | 31.3        | 46.2          | 48.4  | 60.0         | 64.4        | 68.4          |
| 祁连山       | 46.5         | 54.1        | 75.0          | 84.1  | 93.4         | 93.2        | 99.6          |
| 天山股份      | 198.5        | 75.4        | 64.2          | 70.5  | 80.9         | 84.8        | 88.2          |
| 青松建化      | 58.1         | 54.6        | 5.8           | 14.0  | 21.3         | 38.9        | 46.5          |
| 江西水泥      | 81.7         | 78.5        | 75.3          | 53.1  | 56.9         | 44.8        | 41.7          |

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 9.2011 年预测市盈率（整体法）



资料来源：万得

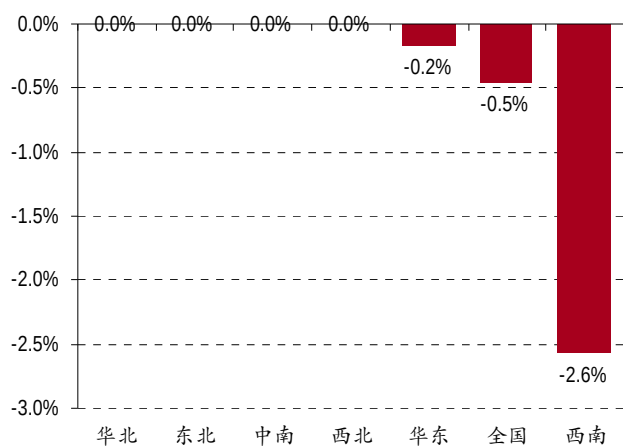
图表 10.板块估值表

| 公司名称  | 股票代码      | 评级 | 股价<br>(人民币, 元) | 总市值<br>(亿元) | 每股收益  |       |       | 市盈率(倍) |       |       | 市净率(倍) |       |       | 净资产收益率(%) |       |       |
|-------|-----------|----|----------------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|       |           |    |                |             | 2010  | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E | 2010      | 2011E | 2012E |
| A 股   |           |    |                |             |       |       |       |        |       |       |        |       |       |           |       |       |
| 海螺水泥  | 600585.SS | 持有 | 19.88          | 1054        | 1.747 | 2.331 | 2.237 | 11.4   | 8.5   | 8.9   | 2.0    | 2.3   | 1.9   | 19.4      | 30.4  | 23.4  |
| 华新水泥  | 600801.SS | 买入 | 19.89          | 161         | 1.419 | 1.665 | 2.127 | 14.0   | 11.9  | 9.3   | 1.6    | 2.6   | 2.1   | 12.0      | 23.8  | 24.5  |
| 祁连山   | 600720.SS | 持有 | 12.75          | 61          | 1.035 | 1.053 | 1.221 | 12.3   | 12.1  | 10.4  | 2.4    | 2.0   | 1.7   | 21.0      | 18.0  | 17.8  |
| 赛马实业  | 600449.SS | 持有 | 24.45          | 48          | 2.879 | 2.019 | 2.119 | 8.5    | 12.1  | 11.5  | 1.8    | 1.9   | 1.7   | 24.1      | 17.1  | 15.5  |
| 冀东水泥  | 000401.SZ | 买入 | 17.80          | 216         | 1.153 | 1.505 | 1.789 | 15.4   | 11.8  | 10.0  | 2.7    | 2.2   | 1.9   | 18.9      | 20.3  | 20.2  |
| 青松建化  | 600425.SS | 持有 | 15.46          | 74          | 0.637 | 1.059 | 1.480 | 24.3   | 14.6  | 10.4  | 3.1    | 2.7   | 2.3   | 15.5      | 19.7  | 23.7  |
| 天山股份  | 000877.SZ | 买入 | 27.06          | 105         | 1.299 | 2.660 | 3.376 | 20.8   | 10.2  | 8.0   | 2.9    | 2.3   | 1.9   | 20.2      | 25.5  | 26.2  |
| 江西水泥  | 000789.SZ | 持有 | 14.56          | 58          | 0.387 | 1.257 | 1.430 | 37.6   | 11.6  | 10.2  | 4.7    | 2.8   | 2.3   | 13.4      | 32.1  | 24.8  |
| A 股平均 |           |    |                |             |       |       |       | 18.0   | 11.6  | 9.8   | 2.7    | 2.4   | 2.0   | 18.1      | 23.4  | 22.0  |

资料来源：万得及中银国际研究（以11月4日收盘价计算）

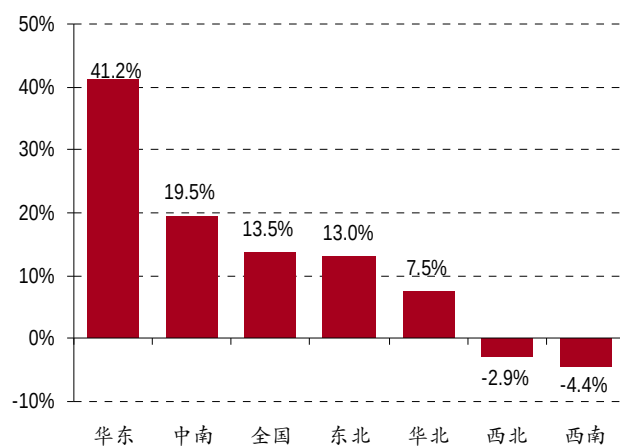
## 水泥价格变动

图表 11.10 月以来 P.O42.5 水泥价格环比变化



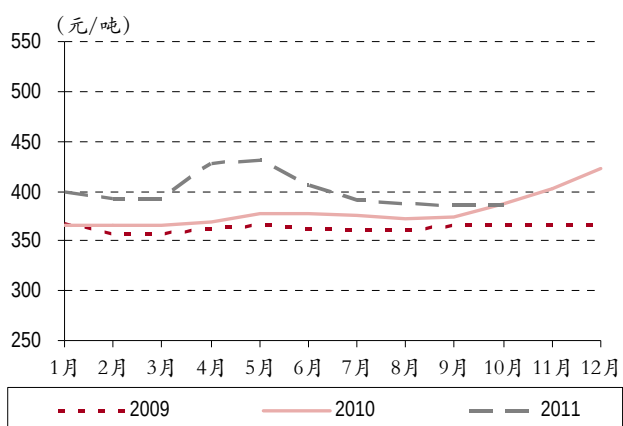
资料来源：数字水泥网

图表 12.10 月以来 P.O42.5 水泥价格同比变化



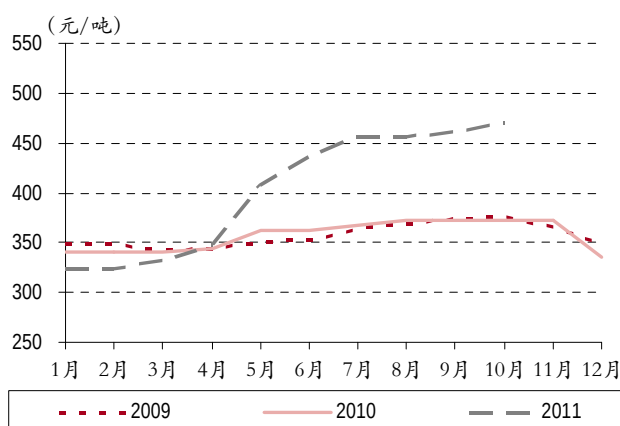
资料来源：数字水泥网

图表 13.华北地区 P.O42.5 水泥价格



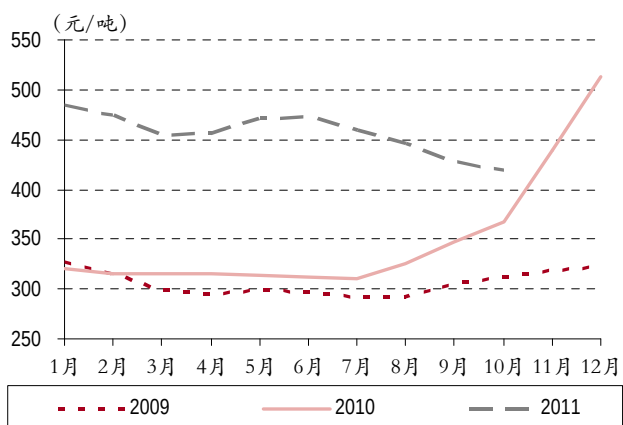
资料来源：数字水泥网

图表 14.东北地区 P.O42.5 水泥价格



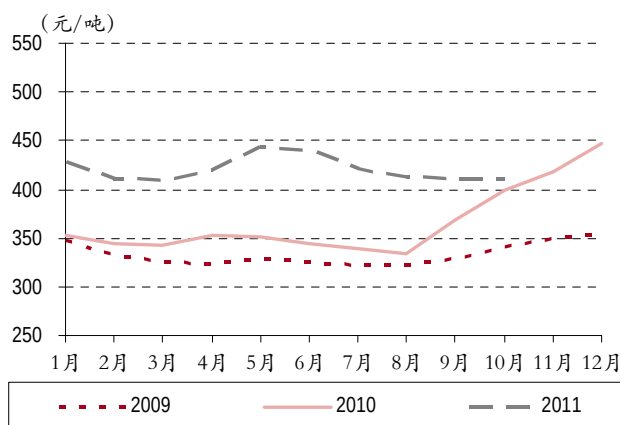
资料来源：数字水泥网

图表 15.华东地区 P.O42.5 水泥价格



资料来源：数字水泥网

图表 16.中南地区 P.O42.5 水泥价格



资料来源：数字水泥网

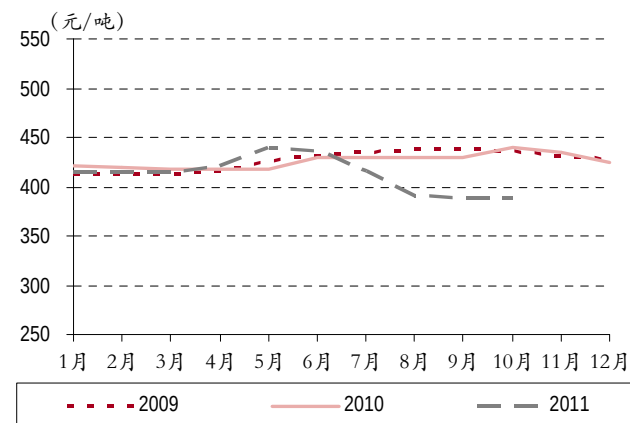


图表 17. 西南地区 P.O42.5 水泥价格



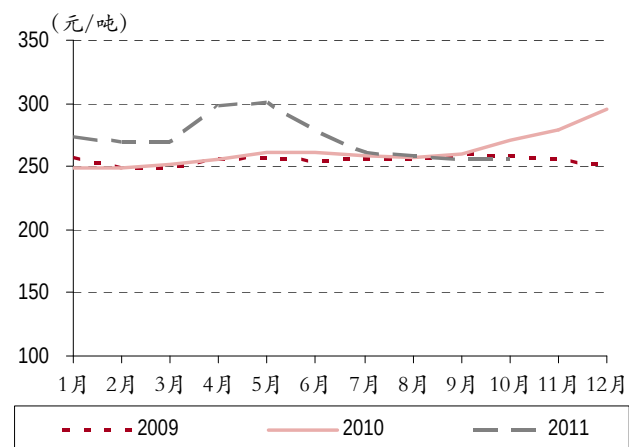
资料来源：数字水泥网

图表 18. 西北地区 P.O42.5 水泥价格



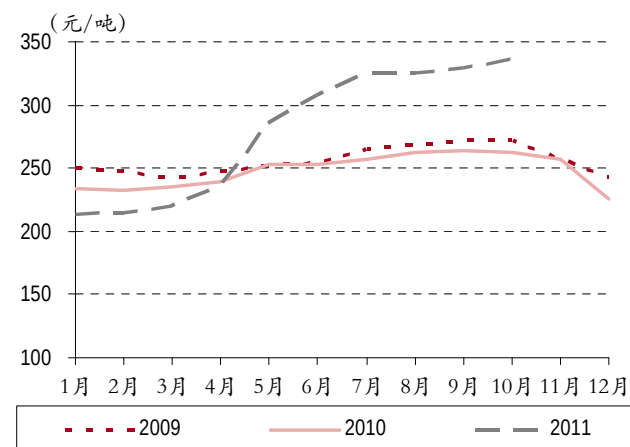
资料来源：数字水泥网

图表 19. 华北水泥煤炭价格差



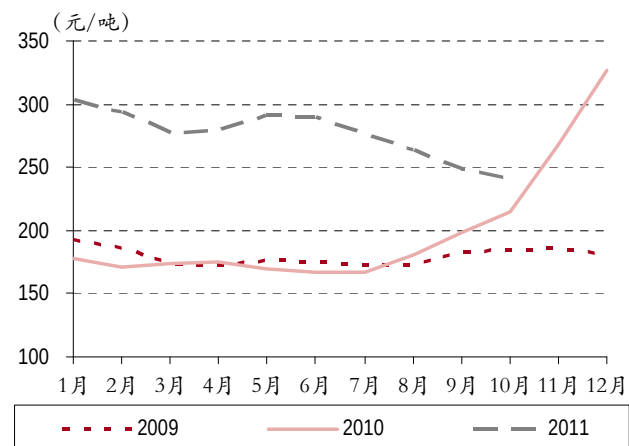
资料来源：中国煤炭资源网

图表 20. 东北水泥煤炭价格差



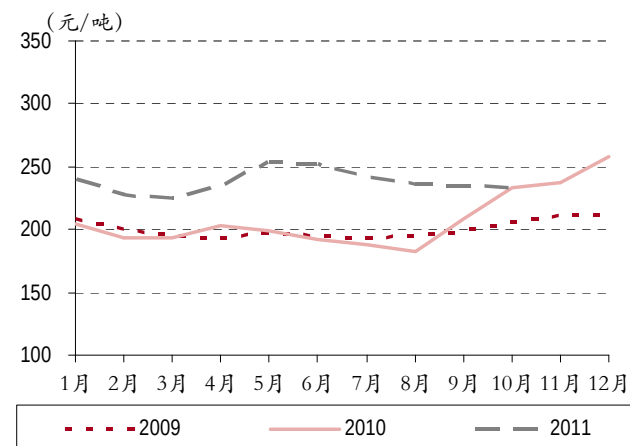
资料来源：中国煤炭资源网

图表 21. 华东水泥煤炭价格差



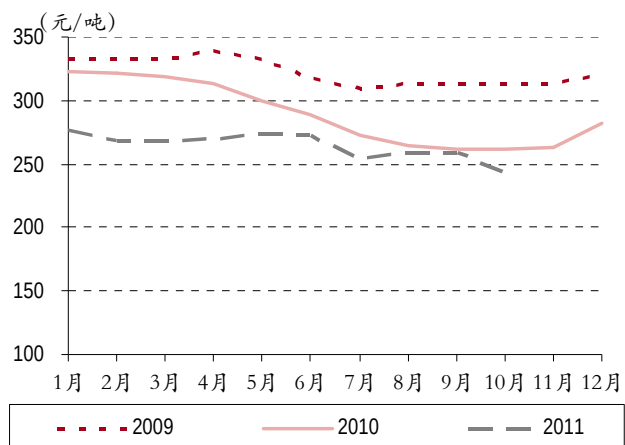
资料来源：中国煤炭资源网

图表 22. 中南水泥煤炭价格差



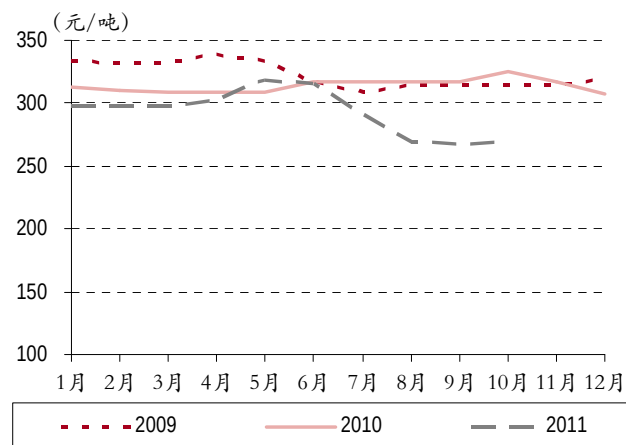
资料来源：中国煤炭资源网

图表 23. 西南水泥煤炭价格差



资料来源：中国煤炭资源网

图表 24. 西北水泥煤炭价格差

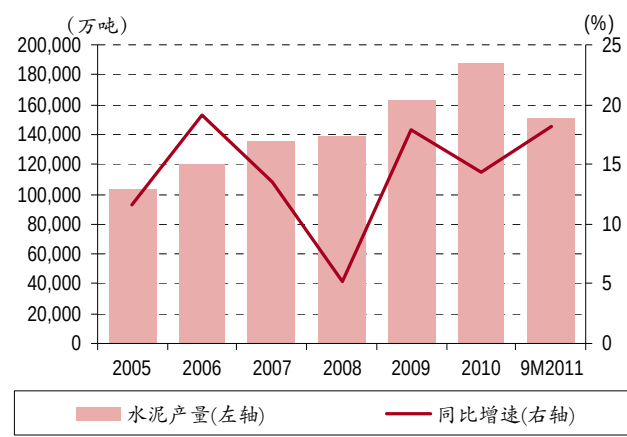


资料来源：中国煤炭资源网

## 水泥产量变动

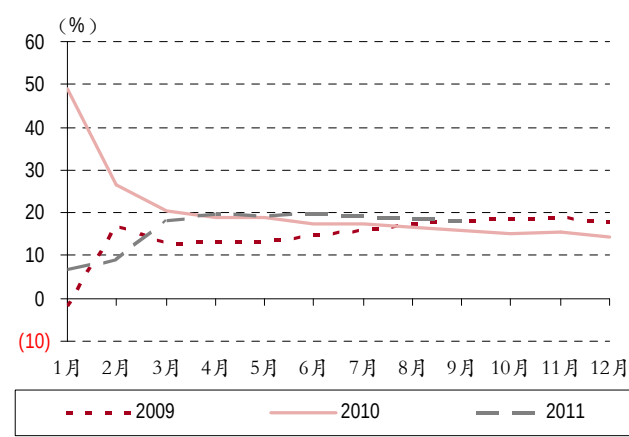
2011 年 1-9 月份全国水泥产量累计同比增长 18.11%，达到 15.13 亿吨。9 月份单月产量为 1.90 亿吨，单月环比增长 4.32%，同比增长 15.69%。从前九个月的数据来看，水泥产量累计增速较为平稳但近三个月略微有所下滑。水泥总产量保持平稳较快增长，但是区域间的产量增速分化趋势明显，分地区来看，西南、西北地区水泥产量仍然保持较快的增长，累计同比增速分别为 23.49% 和 17.78%。其中西南地区水泥产能自 08 年大地震以来迅速增长，区域供给过剩明显，从目前产量情况看仍不容乐观。华东和中南地区水泥产量累计增速则较低，分别为 5.96% 和 8.69%。主要原因一方面是区域新增产能较少，另一方面仍然是由于政府限电或自主实施停产检修计划导致产量持续受到抑制。从单月增速来看，东北地区 9 月份单月环比增速与单月同比增速均为最高，分别是 9.15% 和 19.92%。

图表 25. 水泥产量及同比增速



资料来源：数字水泥

图表 26. 09、10 与 11 年水泥累计产量增速对比



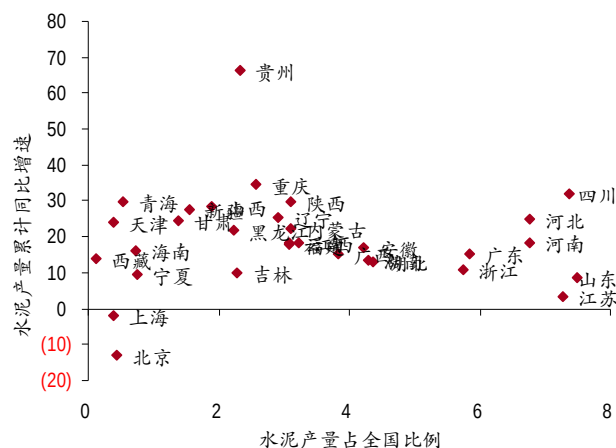
资料来源：数字水泥

图表 27.水泥产量分区：西南、西北累计增速较高

| 11年9月         | 华北  | 东北  | 华东  | 中南  | 西南  | 西北  | 全国    |
|---------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|
| 单月环比(%)       | 2   | 9   | 5   | 6   | 2   | (1) | 4     |
| 单月同比(%)       | 13  | 20  | 9   | 10  | 13  | 11  | 16    |
| 累计同比(%)       | 15  | 14  | 6   | 9   | 23  | 18  | 18    |
| 单月产量<br>(百万吨) | 26  | 18  | 57  | 49  | 26  | 15  | 190   |
| 累计产量<br>(百万吨) | 190 | 111 | 475 | 388 | 232 | 108 | 1,513 |

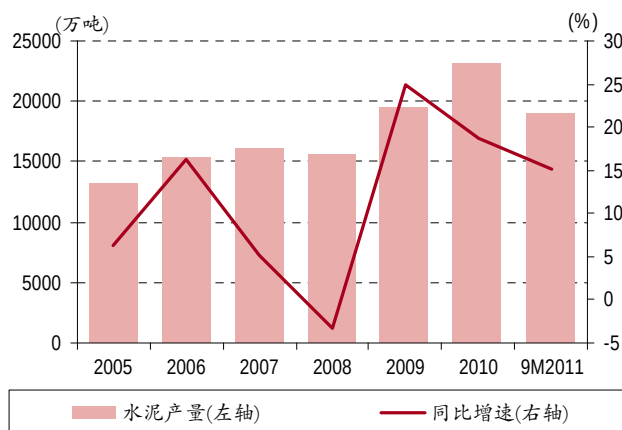
资料来源：数字水泥

图表 28.水泥产量分省：贵州增速最高



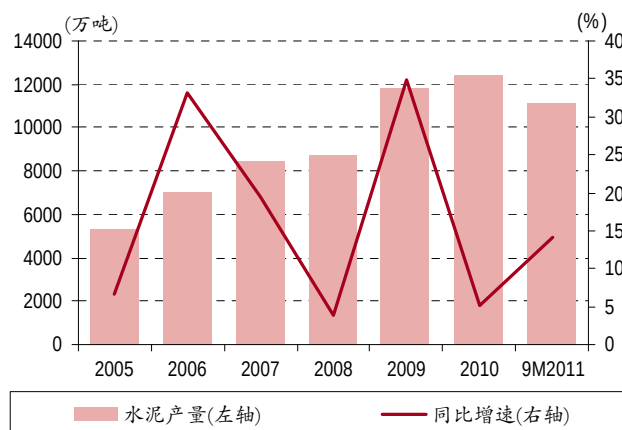
资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 29.华北地区水泥产量及同比增幅



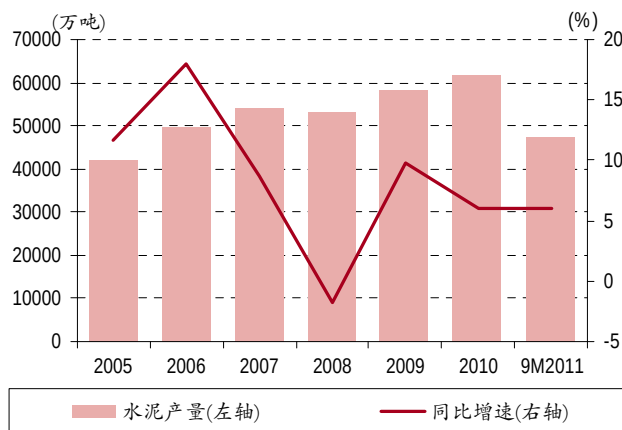
资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 30.东北地区水泥产量及同比增幅



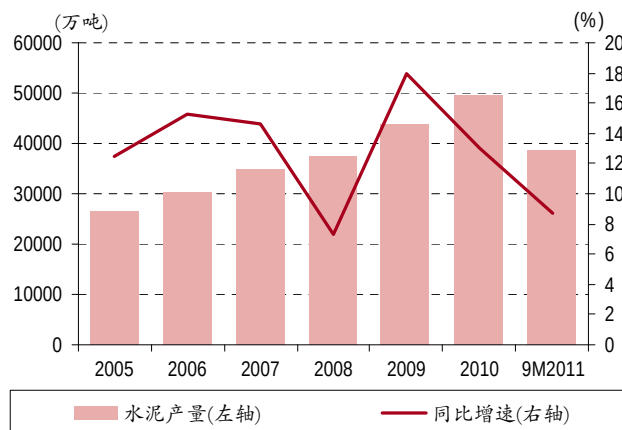
资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 31.华东地区水泥产量及同比增幅



资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 32.中南地区水泥产量及同比增幅



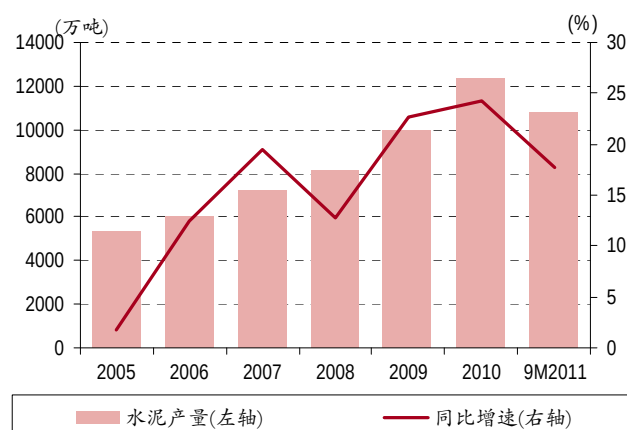
资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 33. 西南地区水泥产量及同比增幅



资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

图表 34. 西北地区水泥产量及同比增幅

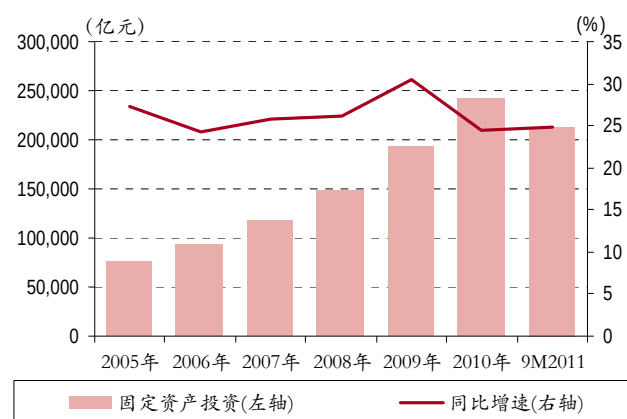


资料来源：数字水泥（基于11年前9个月度累计数据）

## 水泥需求——固定资产投资

1-9 月份全国固定资产投资累计同比增长 24.90%，投资额达到 21.23 万亿元。分地区来看，华东、中南和西南地区的按省加总的固定资产投资累计增速较高，分别为 39.19%、28.89%和 28.77%，华东和中南地区（除上海、广西外）增速普遍较高，华东和中南地区较快增长的固定资产投资对当地区域水泥需求有较强的拉动效应，西北地区则存在较大差异，甘肃、青海（祁连山所在区域）和新疆（天山股份、青松建化所在区域）累计增速分别为 43.08%、66.72%和 41.47%，而宁夏地区（赛马实业所处主要区域）的城镇固定资产投资累计增速相对较低，为 22.93%。从单月增速来看，9 月东北地区环比增速最高，达到 33.76%。华北地区单月环比与单月同比增速均最低，分别为 1.36%和 10.96%。

图表 35. 固定资产投资及同比增速



资料来源：万得

图表 36. 09、10 与 11 年固定资产投资增速对比



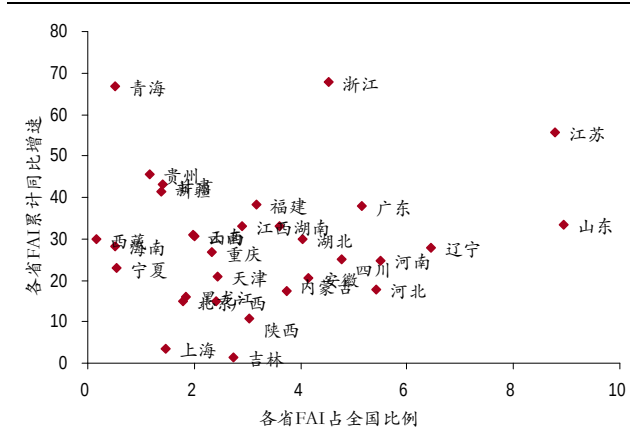
资料来源：万得

图表 37. 固定资产投资：华东、中南、西南累计增速较高

| 11 年 9 月  | 华北     | 东北     | 华东     | 中南     | 西南     | 西北     | 全国      |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 单月环比(%)   | 1      | 34     | 9      | 14     | 16     | 16     | 12      |
| 单月同比(%)   | 11     | 22     | 46     | 26     | 26     | 27     | 27      |
| 累计同比(%)   | 19     | 18     | 39     | 29     | 29     | 26     | 25      |
| 单月投资 (亿元) | 4,949  | 4,874  | 9,835  | 6,302  | 3,124  | 2,408  | 31,666  |
| 累计投资 (亿元) | 32,693 | 23,434 | 72,010 | 45,011 | 22,101 | 14,600 | 212,274 |

资料来源：万得

图表 38. 固定资产投资分省：浙江、青海、江苏增速较高



资料来源：万得（基于 11 年前 9 个月度累计数据）

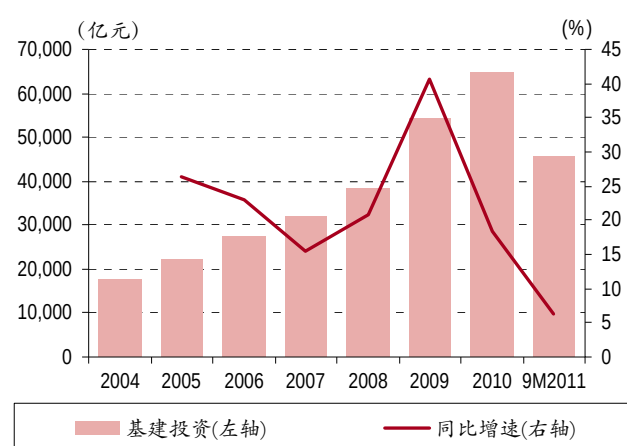


## 基础设施建设投资

基础设施建设是水泥需求的最主要动力,我们选择交通运输仓储和邮政业,水利环境和公共设施管理业,以及电力燃气和水的生产和供应业的数据作为我们跟踪基础设施建设状况的指标。同时这几个行业也是对水泥需求拉动最直接的行业。截至2011年9月,我们跟踪的基建固定资产投资累计为4.57万亿,累计同比增速为6.25%。9月基建固定资产投资单月值为6,767.23亿,单月环比增长14.49%,同比增速为7.86%。

交通运输业固定资产投资的各个子项中,我们分别跟踪了铁路运输业、道路运输业、城市公共交通业、水上运输业和航空运输业的固定资产投资的数据。在这五个子行业中,铁路和道路运输业占总金额的70%左右,数据显示:截止到今年9月份道路运输业和铁路运输业固定资产投资增速分别为11.60%和-19.00%,与前两年的高增速相比有较明显的回落,其中铁路运输业投资从3月开始一直呈下行趋势并从7月开始出现同比负增长。金融危机期间的经济刺激计划项目很多已经竣工,同时受当前宏观紧缩政策的影响,交通运输业投资增速逐步回落,因此从基建角度看,水泥需求增速预计较09和10年有所放缓。

图表 39.基础设施建设投资及同比增速



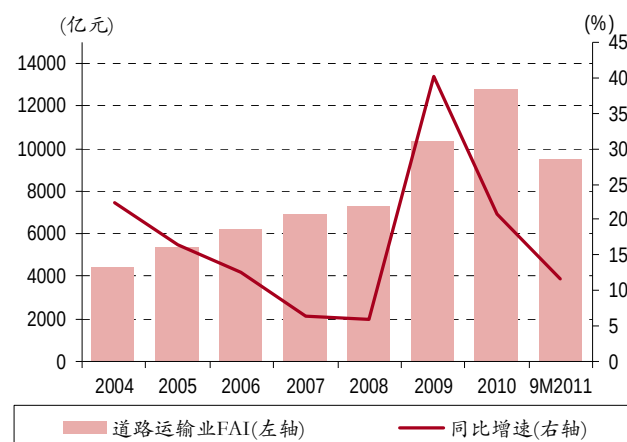
资料来源: 万得

图表 40.09、10 与 11 年基础设施建设投资增速对比



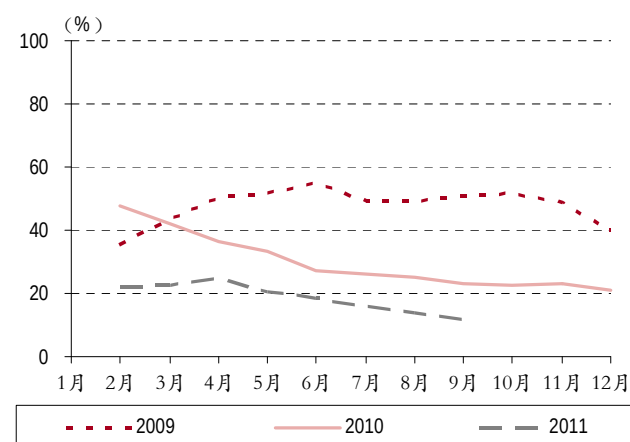
资料来源: 万得

图表 41.道路运输业固定资产投资及同比增速



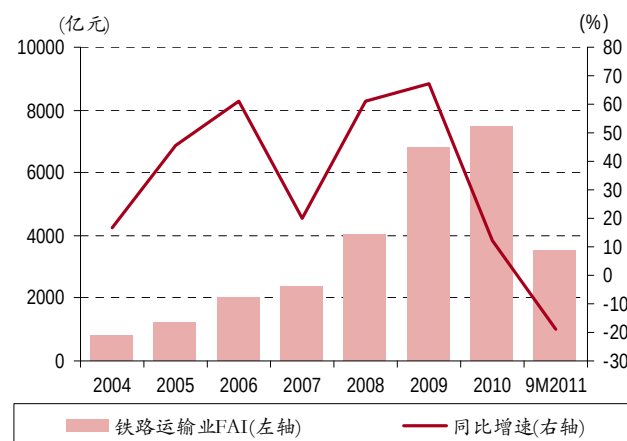
资料来源: 万得

图表 42.道路运输业固定资产投资累计增速



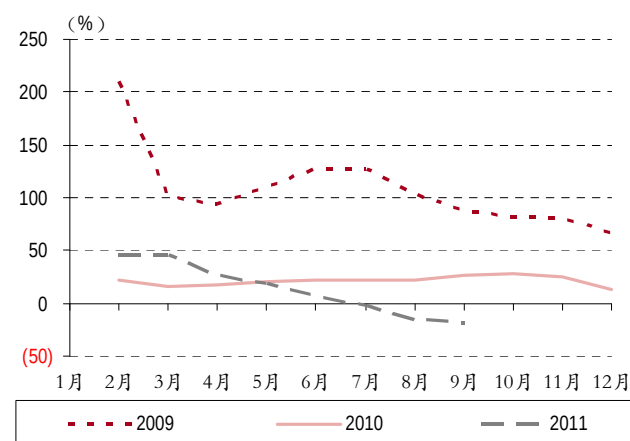
资料来源: 万得

图表 43.铁路运输业固定资产投资及同比增速



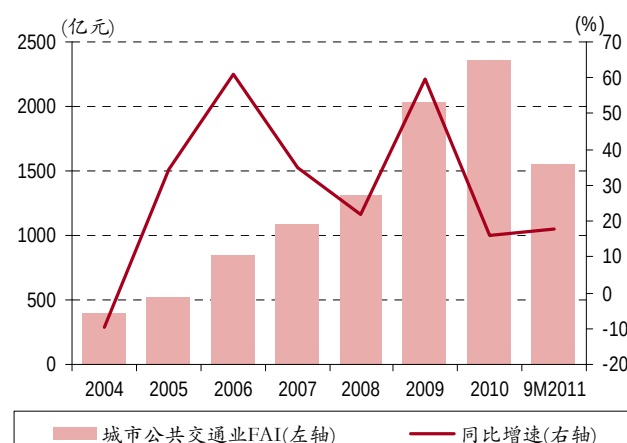
资料来源: 万得

图表 44.铁路运输业固定资产投资累计增速



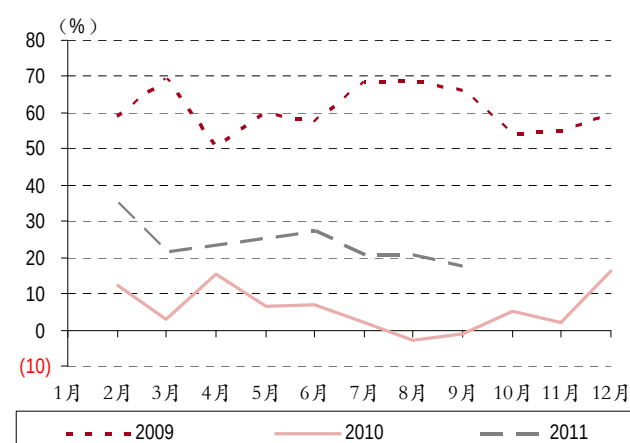
资料来源: 万得

图表 45.城市公共交通运输业固定资产投资及同比增速



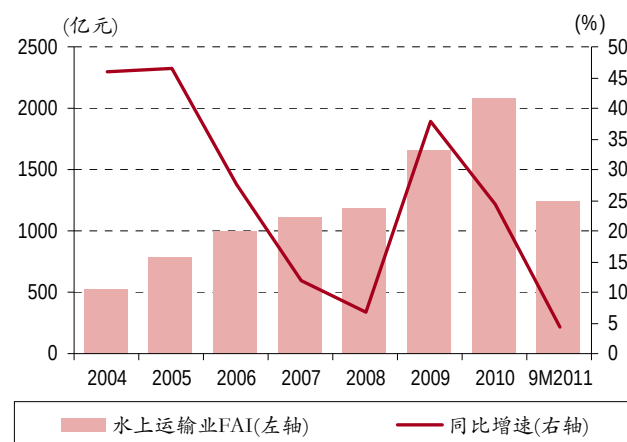
资料来源: 万得

图表 46.城市公共交通运输业固定资产投资累计增速



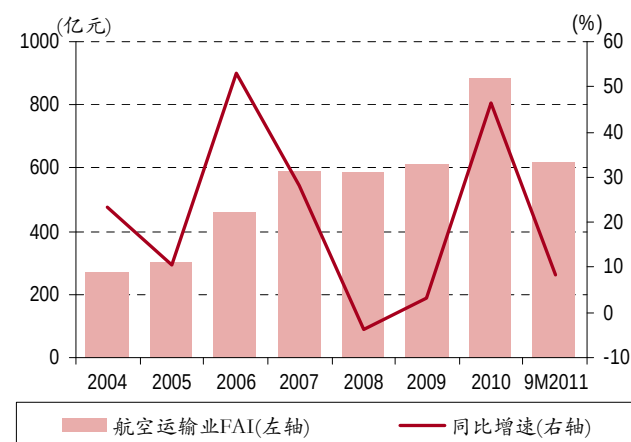
资料来源: 万得

图表 47.水上运输业固定资产投资及同比增速



资料来源：万得

图表 48.航空运输业固定资产投资及同比增速



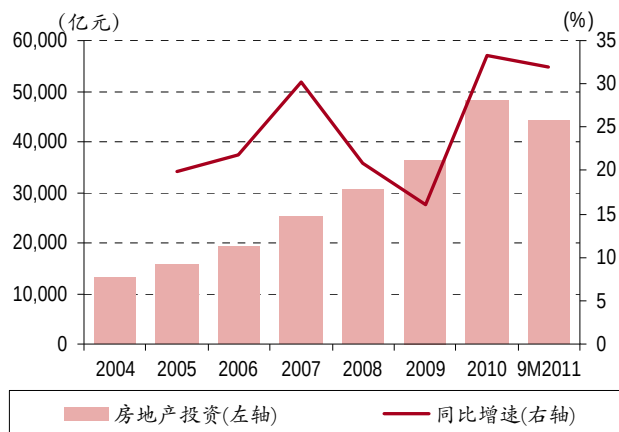
资料来源：万得

## 房地产投资

房地产投资是水泥需求的重要驱动之一，2011 年 1-9 月全国房地产开发投资完成额为 4.42 万亿，累计同比增速为 32.00%。9 月房地产开发投资完成额单月值为 6,444 亿，单月环比增长 9.08%，同比增长 24.98%。分区域来看，西南地区房地产开发投资完成额累计增速最高，为 38.63%，其他区域增速也都在 30% 以上。从单月增速来看，东北地区环比增速较上期上升 13 个百分点达到 20.24%，同比也保持较高增速为 33.49%。

从房屋施工面积指标来看，截至 2011 年 9 月份，全国房屋施工面积累计达到 46.08 亿平方米，累计同比增长 29.70%，分区域来看，累计增速最快的是东北地区，为 41.28%，累计同比增速最低的是中南地区，为 25.78%；房地产新开工面积累计达到 14.78 亿平方米，累计同比增长 23.70%，分区域来看，华东地区房地产新开工面积累计同比增速达到了 30.08%，东北地区新开工面积增速最低，为 13.36%。

图表 49. 房地产投资及同比增速



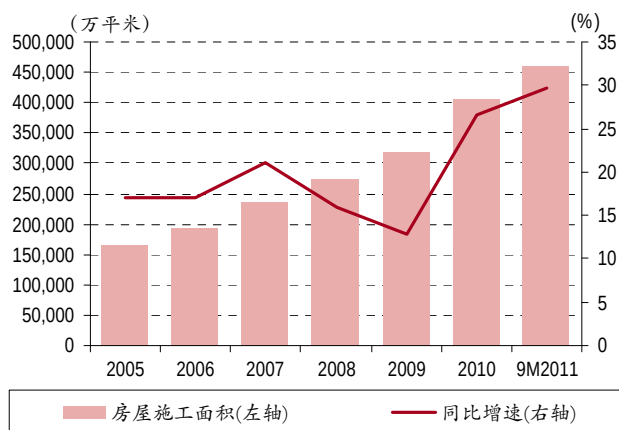
资料来源: 万得

图表 51. 房地产投资分区: 西南累计增长最快

| 11年9月     | 华北    | 东北    | 华东     | 中南    | 西南    | 西北    | 全国     |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 单月环比(%)   | 3     | 20    | 10     | 9     | 4     | 2     | 9      |
| 单月同比(%)   | 14    | 33    | 26     | 26    | 29    | 26    | 25     |
| 累计同比(%)   | 30    | 34    | 30     | 33    | 39    | 33    | 32     |
| 单月投资 (亿元) | 1,067 | 956   | 2,148  | 1,293 | 670   | 308   | 6,444  |
| 累计投资 (亿元) | 7,178 | 5,094 | 15,644 | 9,382 | 4,903 | 2,024 | 44,225 |

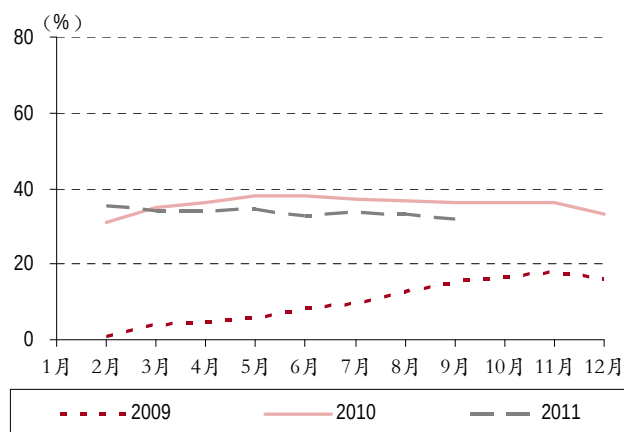
资料来源: 万得

图表 53. 房屋施工面积及同比增速



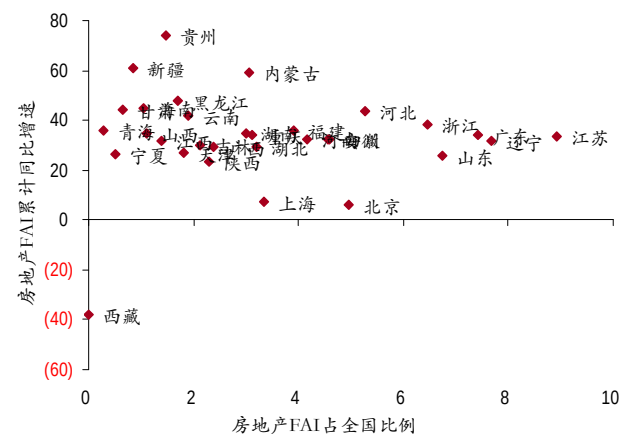
资料来源: 万得

图表 50. 09、10 与 11 年房地产投资增速对比



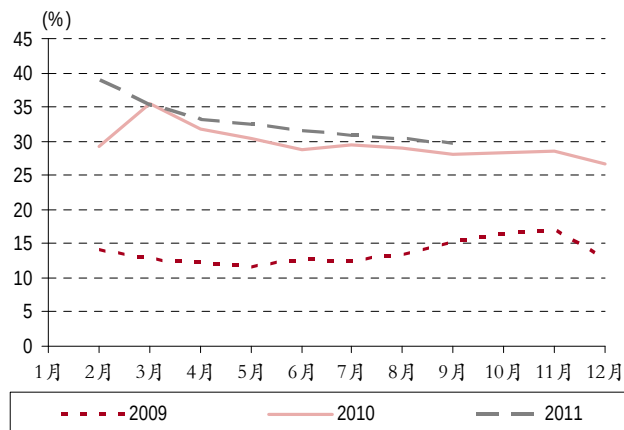
资料来源: 万得

图表 52. 房地产投资分省: 贵州、新疆、内蒙增速较高



资料来源: 万得 (基于 9M11 的月度累计数据)

图表 54. 09、10 与 11 年房屋施工面积增速对比



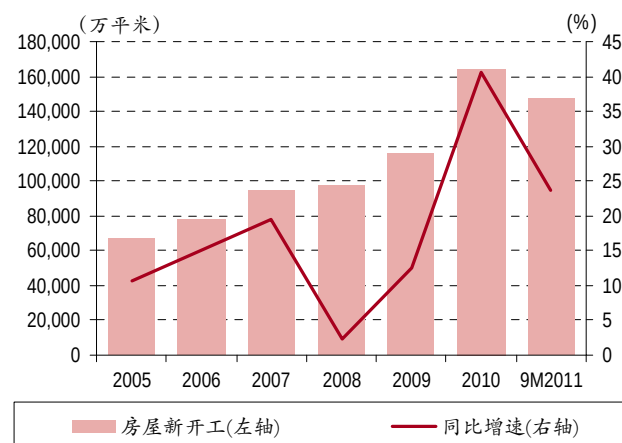
资料来源: 万得

图表 55.房屋施工面积增速：东北、华北增速较高

| 11 年 9 月 | 华北 | 东北   | 华东 | 中南 | 西南 | 西北   | 全国  |
|----------|----|------|----|----|----|------|-----|
| 单月环比 (%) | 6  | (36) | 7  | 11 | 31 | (22) | (1) |
| 单月同比 (%) | 7  | 39   | 11 | 2  | 27 | (11) | 12  |
| 累计同比 (%) | 35 | 41   | 27 | 26 | 30 | 29   | 30  |

资料来源：万得

图表 57.房屋新开工面积及同比增速



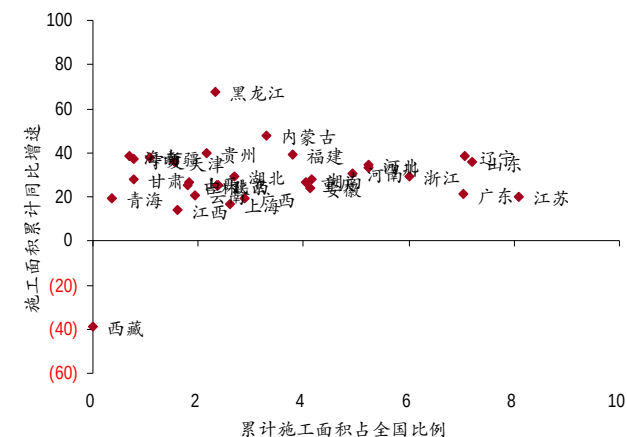
资料来源：万得

图表 59.房地产新开工面积增速：华东累计增长最快

| 11 年 9 月 | 华北 | 东北   | 华东 | 中南 | 西南 | 西北   | 全国  |
|----------|----|------|----|----|----|------|-----|
| 单月环比 (%) | 3  | (35) | 9  | 6  | 16 | (32) | (5) |
| 单月同比 (%) | 5  | 33   | 1  | 10 | 20 | (21) | 9   |
| 累计同比 (%) | 28 | 25   | 30 | 13 | 23 | 16   | 24  |

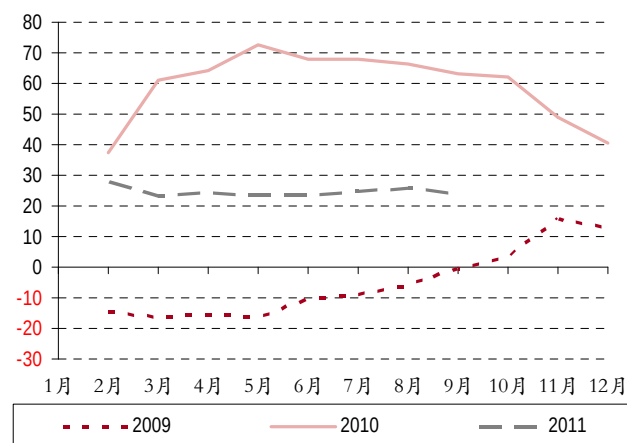
资料来源：万得

图表 56.房屋施工面积分省：黑龙江、内蒙增长较快



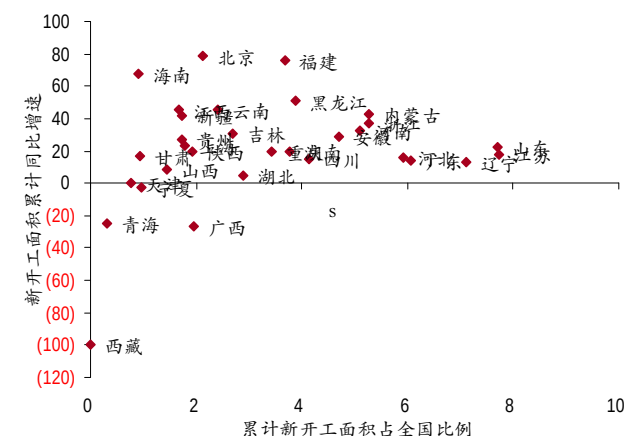
资料来源：万得（基于9M11的月度累计数据）

图表 58.房屋新开工面积分省



资料来源：万得

图表 60.房地产新开工面积分省：北京、福建、海南增速较高



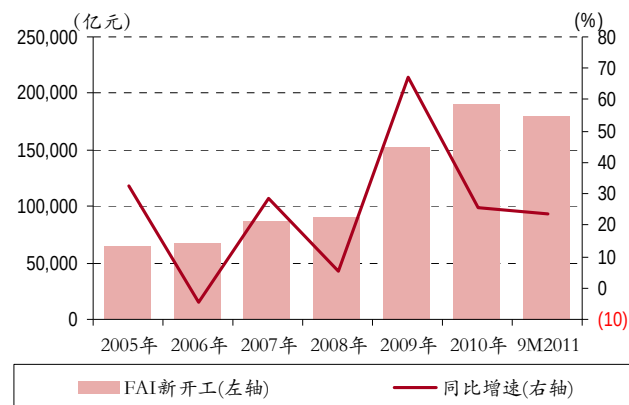
资料来源：万得（基于9M11的月度累计数据）

## 需求前瞻：固定资产投资新开工项目计划总投资

从固定资产投资的领先指标来看，截止到 2011 年 9 月份，固定资产投资新开工项目计划总投资额为 18.05 万亿元，累计同比增长 23.40%。

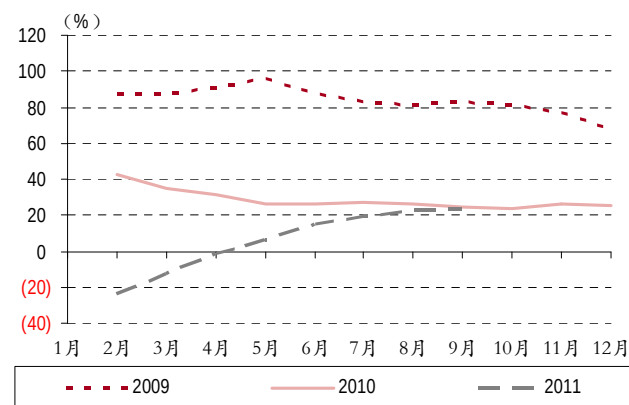
从主要区域来看，华东和西北地区按省加总的固定资产投资新开工项目计划总投资额累计增速较快，分别为 60.18% 和 54.71%。华东除上海、江西增速较低以外均具有非常高的增速，这预示未来一段时间华东地区较快的固定资产投资增速仍很有可能持续，区域水泥企业需求骤降的可能性相对较小，西北地区固定资产投资新开工计划总投资累计增速整体较高，但是分化的比较严重，甘肃、青海和新疆省的该指标均大幅增长，尤其是青海和新疆，同比增速分别达到 140.82% 及 130.26%，反映该区域未来需求加快的可能性较大，而陕西、宁夏则保持较低增速，其中宁夏仍为负增长。从各地区单月增速来看变化较为显著，东北地区 and 西北地区单月同比较上期大幅回落，其中东北地区 9 月同比最低，为 0.09%；西北地区仍保持较高增速，为 70.13%。西南地区环比增速最高，达 29.71%。

图表 61. 固定资产投资新开工项目计划总投资及同比增速



资料来源：万得

图表 62. 09、10 与 11 年固定资产投资新开工项目计划总投资增速对比



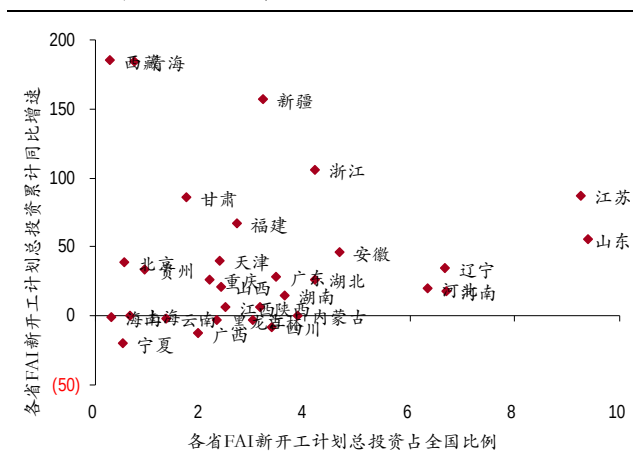
资料来源：万得

图表 63.固定资产投资新开工项目计划总投资：华东、西北增速位于前列

| 11 年 9 月   | 华北  | 东北  | 华东  | 中南  | 西南  | 西北  | 全国   |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 单月环比 (%)   | 3   | 17  | 8   | 2   | 30  | (7) | 5    |
| 单月同比 (%)   | 9   | 0   | 71  | 33  | 33  | 70  | 29   |
| 累计同比 (%)   | 18  | 15  | 60  | 16  | 7   | 55  | 23   |
| 单月投资 (百亿元) | 36  | 31  | 67  | 43  | 20  | 28  | 227  |
| 累计投资 (百亿元) | 279 | 217 | 602 | 365 | 146 | 169 | 1805 |

资料来源：万得

图表 64.固定资产投资新开工项目计划总投资分省：西藏、青海、新疆增速较高



资料来源：万得（基于9M11的月度累计数据）



## 水泥供给——生产线投资

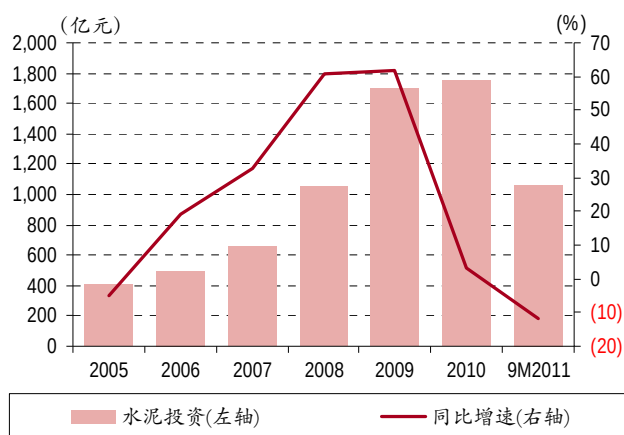
### 水泥行业投资

水泥行业投资今年以来一直处于负增长状态，2011年1-9月水泥投资1,059亿元，累计同比降低11.72%。2009年《国务院批复发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》中提出对于水泥行业要严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对2009年9月30日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。自此之后，水泥固定资产投资增速在2010年明显回落，2011年以来一直处于低位，供给端的新增产能控制政策为改善行业供求关系和区域间价格协同创造了重要的条件。

### 投产生产线和新开工生产线

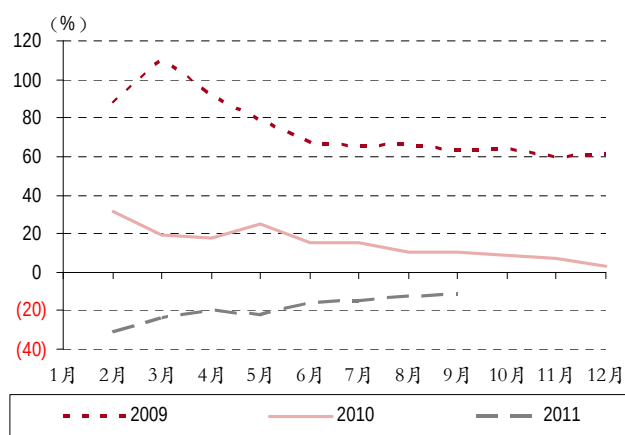
根据数字水泥网的统计，截止到2011年10月21日，新投产的生产线80条，对应水泥产能为12,070万吨，新增水泥产能占2010年水泥产量比重仅为6%。分区域来看，今年以来新增产能较少的区域包括华东、中南和东北，新增产能占当地区域产量比重分别为3%、3%和6%，西北地区新投产生产线较多，新增产能占当地区域产量比重为19%。从新开工生产线数据来看，截止到2011年10月21日，新开工的生产线30条，对应水泥产能为5,821万吨，新开工水泥生产线对应产能占2010年水泥产量比重仅为3%。分区域来看，东北和华东区域没有新开工水泥产能，华北、中南和西南地区新开工水泥生产线对应的产能占2010年当地区域产量比重也在5%以内，西北地区新开工水泥生产线对应的产能占当地2010年水泥产量比重为31%。

图表 65.水泥投资及同比增速



资料来源: 万得数字水泥网

图表 66.09、10 与 11 年水泥投资增速对比



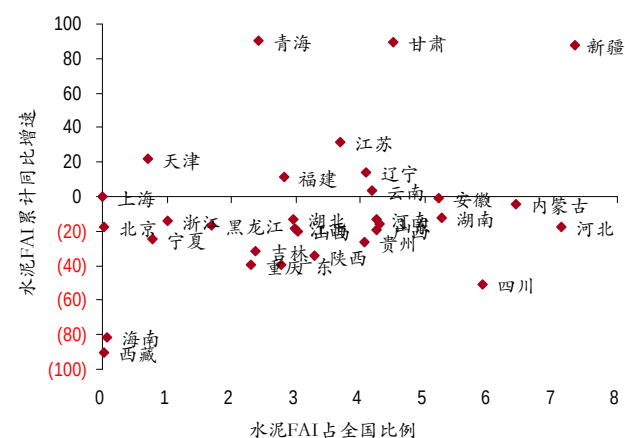
资料来源: 万得数字水泥网

图表 67.水泥投资分区比较

| 11 年 9 月  | 华北   | 东北   | 华东   | 中南   | 西南   | 西北  | 全国    |
|-----------|------|------|------|------|------|-----|-------|
| 单月环比 (%)  | (5)  | (10) | (13) | (3)  | 5    | 19  | (1)   |
| 单月同比 (%)  | (38) | (13) | 4    | (36) | (41) | 91  | (16)  |
| 累计同比 (%)  | (13) | (10) | (2)  | (20) | (36) | 35  | (12)  |
| 单月投资 (亿元) | 25   | 13   | 26   | 25   | 19   | 34  | 140   |
| 累计投资 (亿元) | 184  | 87   | 213  | 208  | 174  | 194 | 1,059 |

资料来源: 万得数字水泥网

图表 68.水泥投资分省比较



资料来源: 万得数字水泥网 (基于9M11的月度累计数据)

图表 69.截至 2011 年 10 月数字水泥网披露的生产线投产与新开工情况

| 截至 2011 年 10 月 21 日 | 华北     | 东北     | 华东     | 中南     | 西南     | 西北     | 全国      |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 新开工生产线条数            | 3      | 0      | 0      | 3      | 3      | 21     | 30      |
| 新开工水泥产能 (万吨)        | 1,068  | 0      | 0      | 463    | 494    | 3,796  | 5,821   |
| 投产生产线条数             | 15     | 7      | 12     | 10     | 20     | 16     | 80      |
| 投产水泥产能 (万吨)         | 2,307  | 773    | 1,800  | 1,606  | 3,202  | 2,382  | 12,070  |
| 10 年各地水泥产量 (万吨)     | 23,142 | 12,415 | 61,754 | 49,717 | 26,995 | 12,367 | 186,390 |
| 新开工产能占 2010 年产量比重   | 5%     | 0%     | 0%     | 1%     | 2%     | 31%    | 3%      |
| 新投产产能占 2010 年产量比重   | 10%    | 6%     | 3%     | 3%     | 12%    | 19%    | 6%      |

资料来源: 数字水泥网

## 研究报告中所提及的有关上市公司

海螺水泥 (600585.SS/人民币 19.88, 持有; 0914.HK/港币 28.70, 持有)

华新水泥 (600801.SS/人民币 19.89, 买入)

祁连山 (600720.SS/人民币 12.75, 持有)

赛马实业 (600449.SS/人民币 24.45, 持有)

冀东水泥 (000401.SZ/人民币 17.80, 买入)

青松建化 (600425.SS/人民币 15.46, 持有)

天山股份 (000877.SZ/人民币 27.06, 买入)

江西水泥 (000789.SZ/人民币 14.56, 持有)

亚泰集团 (600881.SS/人民币 6.16, 未有评级)

塔牌集团 (002233.SZ/人民币 12.58, 未有评级)

巢东股份 (600318.SS/人民币 16.67, 未有评级)

同力水泥 (000885.SZ/人民币 13.76, 未有评级)

以2011年11月4日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;  
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与金隅股份存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371