

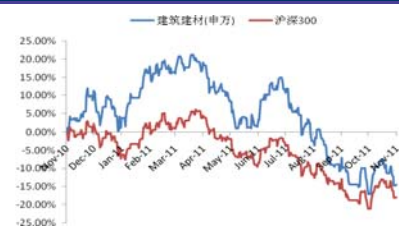


水泥行业 2012 年投资策略：结构转型镇痛的最后阶段

非金属建材-水泥

评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
建筑建材 (申万)	3.2	-11.3	-14.5
沪深 300	4.1	-6.1	-17.9

重点公司	6m%	YTD%	评级
海螺水泥	-25.5	14.6	买入
冀东水泥	-33.1	-18.1	买入
天山股份	-30.3	-0.8	买入
华新水泥	-25.7	56.8	
金隅股份	-25.1	-32.1	
塔牌集团	17.2	55.7	

相关报告

国海证券 * 行业研究 * 2011 年 4 季度水泥策略报告：供给依旧过剩 静待集中度提高

分析师

张晓霞

电话：0755-83700166

联系人：范曾/fanz@ghzq.com.cn

证书编号：S0350510120004

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **2012 年水泥供给基本稳定。**2012 年新增产能约 1.48 亿吨，相比 2011 年回落 37%。新增产能主要分布在西南、西北、华东和华北等地区，大部分集中在上半年投产。扣除国家工信部 2012 年计划淘汰的水泥落后产能，水泥熟料净增量约在 0.65-0.85 亿吨，呈现新增产能逐渐减少态势。
- **固定资产投资增速略有下降。**建筑业固定资产投资规模约在 4300-4400 亿左右。同比增长 17%。铁路运输业投资额约在 5300-6000 亿，同比增长 20%。道路运输业预计实现固定资产投资 1.60-1.65 万亿，同比增长 19%。水利管理业全年预计实现固定资产投资 4700-4900 亿，同比增长 28%。目前争议较大的房地产业固定资产投资乐观预测有望保持 14.5%左右增速，悲观预测约在 0%-4%左右。在乐观情况下预计仅基建项目 2012 年拉动水泥需求量约在 19.2-20.1 亿吨，全年总需求量约在 21.12-22.1 亿吨。
- **保障房建设和建材下乡政策略微缓解需求下降。**预计 2012 年全国保障性住房和棚户区改造住房约 600-800 万套，保守估计将消耗水泥 0.85-1.13 亿吨。建材下乡试点范围有望在 2012 年继续扩大，推动水泥等建材需求。
- **水泥企业盈利情况维持相对高位。**由于产能过剩，价格下滑等因素影响，预计 2012 年水泥行业平均利润率或下降 2%左右，但整体利润率依然处于历史较高水平。
- **兼并重组和节能减排是行业未来发展主要方向。**预计 2012 年淘汰水泥落后产能 1.2-1.3 亿吨。河北、辽宁、四川、山西和浙江依然为淘汰落后产能的重点地区。未来企业间并购重组仍将是主要发展方式，随着国家相关节能优惠政策的出台，水泥节能减排工作将更上一层楼，促进整个企业向高效，低碳，经济方向转型。
- **水泥行业目前处于估值相对合理状态。**考虑到 2012 年固定资产投资增速放缓，基建项目实际需求略低于此前预期，供给及库存压力相对较大等情况。整体给予水泥板块中性评级。
- **建议重点关注。**具有持续并购扩张潜力及行业地位日益凸显，盈利业绩弹性较大的中西部水泥公司。给予海螺水泥、天山股份、冀东水泥等公司长线买入评级。

2011 年是国家房地产调控政策实施的第二年，也是“十二五”战略规划的开局之年，在通货膨胀，货币信贷政策紧缩，房地产投资增速放缓的大背景下，中国水泥行业走过了波澜起伏的一年。

我们的分析逻辑：水泥行业新增需求与新增供给平衡点，是我们进行水泥行业研究的主要依据，也是水泥行业景气度拐点所在。由于水泥行业供需关系直接决定了行业盈利状况，因此在行业景气度高，新增需求大于新增供给时，企业利润上升；反之，企业利润下降，导致股价向下调整。而从最近几年的历史数据来看，水泥行业整体处于产能过剩状态，在 4 万亿国家投资渐进尾声，水泥需求放缓的大背景下，通过兼并重组和淘汰落后产能等手段逐渐改变供需状况，调整新增供需边际才是未来水泥企业持续盈利的保证。

本报告主要针对 2012 年新增产能状况、国家固定资产投资情况、房地产行业走势，以及下游需求变化和水泥企业未来整合发展态势、整体盈利能力等项进行分析，对 2012 年水泥板块整体走势进行分析预测，并给予投资建议。

水泥市场供给状况分析

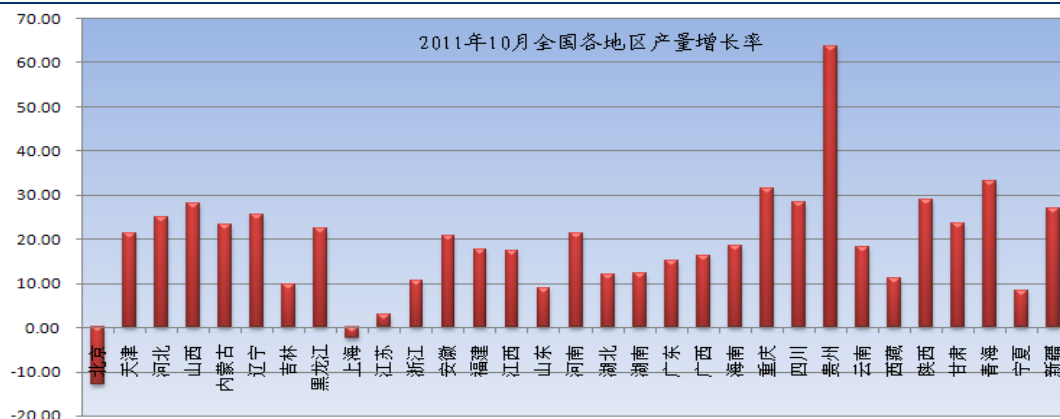
1、2011 年水泥、熟料产量符合增速放缓预期

从国家统计局的数据总体来看，2011 年 1 至 10 月水泥总产量为 17.04 亿吨，同比增长 18.00%；熟料产量 10.68 亿吨，同比增长 17.83%，占水泥产量的 62.68%；新型干法熟料产量 8.05 亿吨，同比增长 18.64%，略高于水泥产量增长。商品混凝土产量 5.87 亿立方米，同比增长 27.35%，略有回落。全年来看，我们维持 2011 年 21 亿吨水泥产量的判断，同比增速约为 11.87%，较 2010 年 15.41%的增速有所回落。

从各地区累计水泥产量增速来看，截止 2011 年 10 月，贵州、重庆、青海和新疆产量增速依旧维持相当高的水平。华中、华东地区由于产量基数大，市场基本处于饱和状态，增速相对较低。北京和上海两地延续负增长态势，北京地区由于节能减排和房地产需求减缓等因素影响，连续 6 个月出现产量负增长，并且程度继续恶化。（见图 1）。总体来看，在市场集中度较为分散，行业竞争相对散乱的中西部地区，产量增速较快，而华北，东南相对维持较为平稳态势。

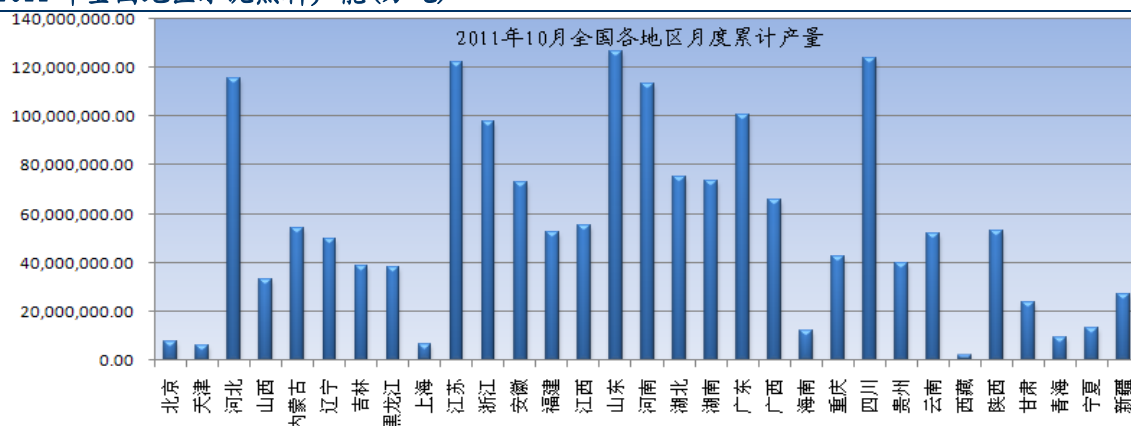
地区水泥产量方面，截止 2011 年 10 月山东省累计产量 1.2 亿吨，居全国首位；产量前 10 的地区，基本集中在我国的中东部；四川，江苏，河北，河南，广东等省份累计产量均在 1 亿吨以上（见图 2）。以云南、贵州为主的西南片区，水泥产量增长速度较快；西北地区的陕西、新疆产量持续放大，大量新增产能将在到 2011 年底至 2012 年初释放。

图 1: 2011 年 10 月各地区水泥累计产量增速



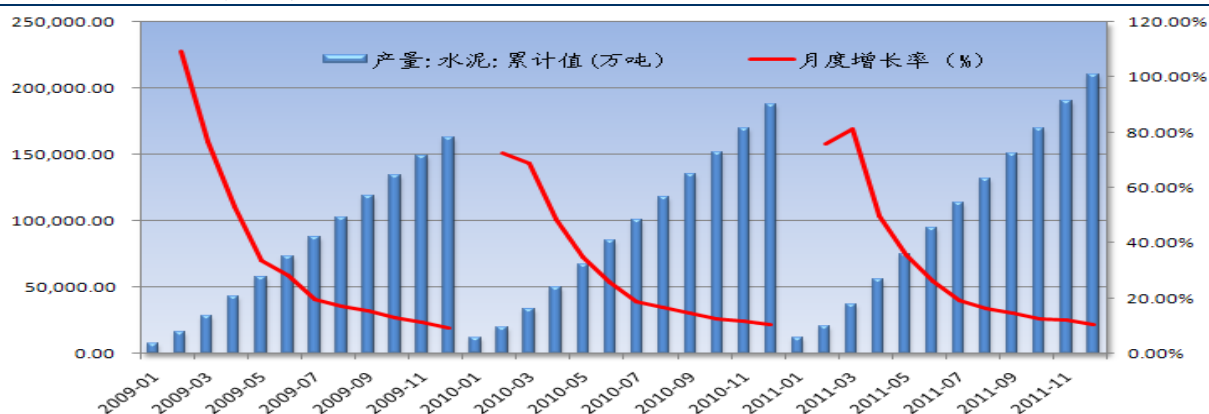
资料来源: Wind 国海证券研究所

图 2: 2011 年全国地区水泥熟料产能 (万吨)



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 3: 2011 年全国水泥熟料累计产能 (万吨)

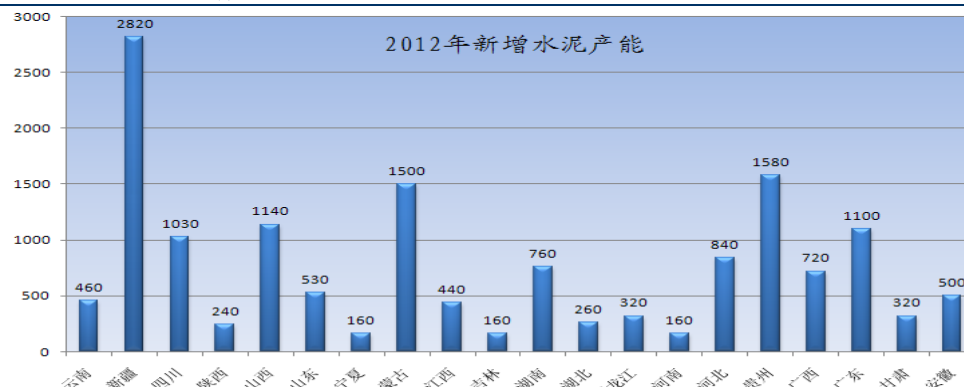


资料来源: Wind 国海证券研究所

2、新增产能继续回落

新增产能方面, 据初步统计, 2010年7月至2011年11月, 共有114条水泥熟料生产线在建。按照每条生产线的建设周期为14-16个月计算, 到2012年底, 共约有112条熟料生产线投产运行, 新增熟料产能1.48亿吨。相较2011年回落37%。

图 4： 2012 年全国新增水泥熟料产能(万吨)



资料来源：国海证券研究所

从新增产能分布上看（见图4），目前在建生产线主要集中在西南、华北、西北等地区，新增产能大部分将在2012年上半年投产。西南新增产能幅度基本与2011年持平，预计贵州省2012年新增熟料产能1580万吨，为西南新增产能最多的省份。其余云南，重庆等地区主要以合并兼并和生产线技改为主；西北新增产能依然集中在新疆和甘肃两省，新疆2012年新增熟料产能约在2820万吨，预计该地区产能将在2012年中期达到顶峰；华东地区近两年新增产能释放温和，两广地区新增产能逐步稳定增长，两地2012年新增产能约1820万吨。

初步分析认为，2011 年冬至明年春，全国最大电力缺口将达 3500 万-4600 万千瓦。以煤电为主的华北，华东地区或继续维持煤炭、电力双紧的态势。预计在国家为出台相应的电价改革制度之前，电力缺口问题或将持续，不排除电力缺口持续放大的可能。由于拉闸限电因素影响，2012 年熟料生产线开工率或下降至 75%-80%，对该地区水泥产能形成一定负面效果。而南方地区受汛期影响，进入雨季以后，水库水电站蓄水充裕，出现限电的时间可能稍晚于华北等地区。

表 1： 2011 年 1-10 月全国电力工业统计数据

全国电力工业统计数据一览表					
指 标 名 称	计算单位	本月		本月止累计	
		绝对量	增长	绝对量	增长
全国全社会用电量	亿千瓦时	3797	11.35	38951	11.87
6000千瓦及以上电厂发电设备容量	万千瓦			98466	10.5
其中：水 电	万千瓦			19238	8.5
火 电	万千瓦			74028	9.1
核 电	万千瓦			1191	10.07
全国供电量	亿千瓦时			35072	12.34
全国售电量	亿千瓦时			33021	12.27
全国发电设备累计平均利用小时	小时			3971	60
其中：水电	小时			2639	-379
火 电	小时			4391	214
全国发电设备累计厂用电率	%			5.48	-0.07
其中：水电	%			0.4	-0.02
火 电	%			6.31	-0.1
发电新增设备容量	万千瓦			6037	
其中：水电	万千瓦			1014	
火 电	万千瓦			4111	
新增220千伏及以上变电设备容量	万千伏安			14504	
新增220千伏及以上线路长度	千米			25187	

资料来源：国家能源局 国海证券研究所

总体来看,我们初步测算2012年新增水泥熟料产能约在1.4-1.6亿吨之间。根据国家调结构和节能减排的政策目标,工信部在2012年可能还将针对水泥行业做出更为严厉的淘汰落后产能计划。预计淘汰水泥落后产能1.2-1.3亿吨,由于部分产能主要针对水泥粉磨站,则实际上淘汰水泥熟料产能力度要打五折,约在0.6-0.75亿吨左右。因此,2012年水泥熟料净增量约在0.65-0.85亿吨,相较2011年减少10%-20%,供给端状况逐渐好转。

2010~2012年将是水泥产能释放的高峰期,市场压力较大,预计2012年水泥总产能在22.4-23亿吨之间。整体依然处于产能小幅过剩格局。

2012 年水泥需求小幅增加

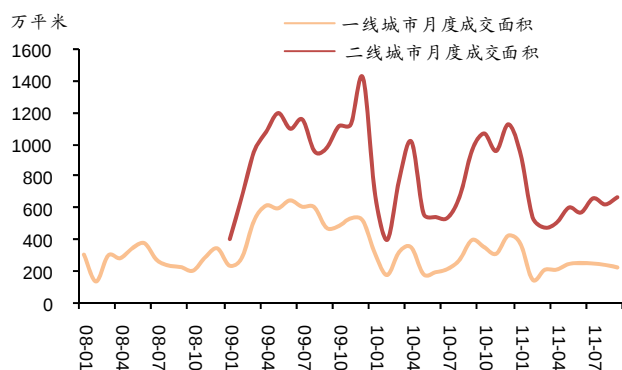
1、基础设施建设投资稳定,房地产开发投资持平

基础设施建设是水泥需求端最主要推动因素,我们选择建筑业、交通运输、仓储和邮政业、房地产业和水利、环境和公共设施管理业的数据作为我们跟踪基础设施建设状况的基础指标,同时这几个行业也是对水泥需求拉动最直接的行业。

(1) 房地产业:

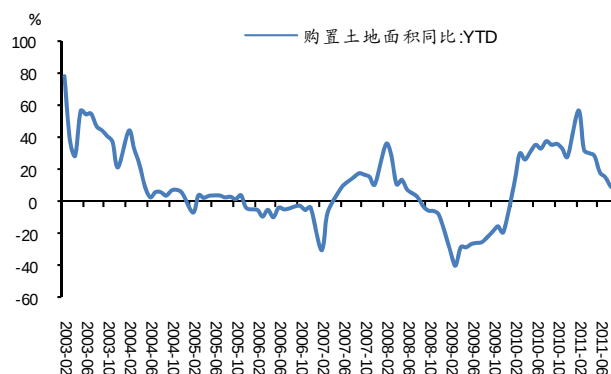
房地产是上一轮朱格拉周期中最大的经济增长引擎之一,又是本轮政府危机救市中的政策主力。由于房地产目前占全国固定资产投资比重处于较高水平,是水泥下游需求最主要的部分,对整个水泥行业影响较显著。对中国房地产业发展,以及政府调控政策的分析,是影响未来水泥需求及价格走势的关键性指标。

图 5: 主要城市商品房住宅成交面积



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 6: 土地购置面积同比增速



资料来源: Wind 国海证券研究所

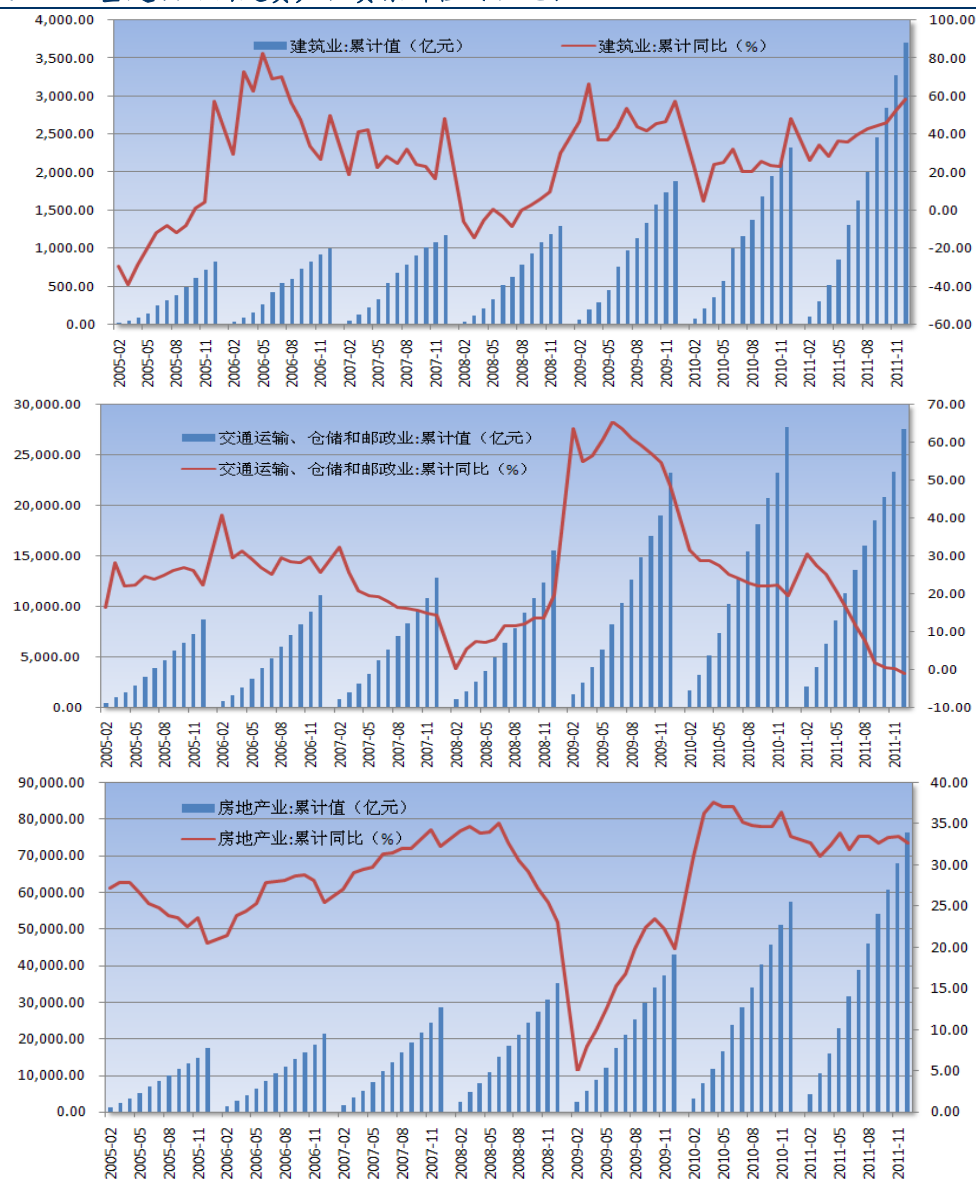
随着政府调控的持续深入,房地产销售的放缓从一、二线城市向三、四线城市蔓延;土地购置的热情不再,2011年前三季度住宅的土地购置面积同比负增长1%,房地产行业压力将在2012年集中显现。尽管房价出现松动而且开发商主动降价的趋势明显,但是消费者“买涨不买跌”的共识开始形成,政策限制下2012年房地产市场将呈现出量价齐跌的态势。

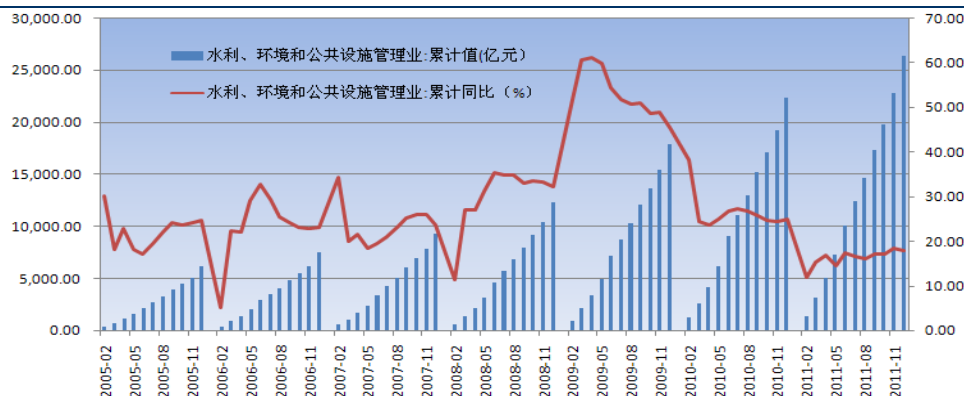
初步分析认为，2012 年随着房地产行业量价齐跌的趋势出现，房地产项目的周转周期会拉大，资金的供需缺口必然暴露。中国房地产业对于经济增长的推动作用不复从前，行业拐点隐现，开始进入下行周期，房地产固定资产投资增速逐渐开始放缓。

在最悲观的预期下，我们预计 2012 年房地产固定资产投资增速约为 4%，全年实现固定资产投资 6.6-6.7 万亿，在总的固定资产投资占比降至 22.3%。乐观估计的话，2012 年房地产固定资产投资增速约为 14.5%，全年实现固定资产投资 7.0-7.2 万亿，占总的固定资产投资比重约为 24.5%。

为了对冲房地产投资的放缓，政府有望稳步地对此前停建的基建投资提供资金支持，稳定投资，防止经济增速大幅下行。2012 年基建项目固定资产投资情况如图 7：

图 7：2011 基建项目固定资产投资累计值（亿元）





资料来源: Wind 国海证券研究所

(2) 建筑业:

在总的固定资产投资占比小幅上调, 预计 2012 年投资额度占总的固定资产投资的 1.2%, 全年建筑业固定资产投资规模或在 4300-4400 亿左右。同比增长 17% 左右。

(3) 交通运输、仓储和邮政:

铁路运输: 在总的固定资产投资占比继续减小, 虽然我国高铁项目建设由于投资原因出现放缓迹象, 但为了缓解铁路建设资金紧张问题, 国家近期陆续出台了一系列支持铁路融资的政策, 对铁路运输业起到一定扶持作用。我们预计 2012 年铁路运输业投资额度占总的固定资产投资将由原来的 3.0% 降至 1.5%。全年固定资产投资额约在 5300-6000 亿, 同比增长 20%。

道路运输: 在总的固定资产投资占比维持逐渐减少趋势, 预计 2012 年道路运输投资额度占总的固定资产投资占约下降至 4.5%, 全年固定资产投资 1.60-1.65 万亿, 同比增长 19%。

城市公共交通: 预计 2012 年城市公共交通投资额度占总的固定资产投资比重约为 1.0%, 全年固定资产投资 3600-3700 亿, 同比增长 68%。

水上运输: 预计 2012 年水上运输投资额度占总的固定资产投资比重约为 0.6%, 全年固定资产投资 2100-2200 亿, 同比增长 18%。

航空运输: 预计 2012 年航空运输业投资额度占总的固定资产投资比重约为 0.3%, 全年实现固定资产投资 1100-1400 亿。同比增长 28%

(4) 水利、环境和公共设施管理业:

国家“十二五”期间计划实现 1.8 万亿的水利项目投资, 2012 年为水利建设实施的第二年, 各地方政府资金, 项目准备相对充分。此外, 初步分析认为, 2012 年中央经济工作会议的“1 号”文件, 重点依然是农业水利建设。因此, 我们将水利、环境和公共设施管理业中的水利管理也列入 2012 年基建项目的计算范围。

水利管理业: 随着水利建设的持续深入, 预计水利管理业在总的固定资产投资比重将逐年增加, 2012 年占比有望提升至 1.2%,

全年实现固定资产投资 4700-4900 亿，同比增长 28%。

综上，对水泥需求判断影响比较大的三个行业为房地产、水利和铁路运输。我们给予第一种较乐观假设：地产投资增速减缓小于预期，全年维持同比增速的 14.5%，水利，铁路运输维持之前假设；第二种最悲观预期假设：2012 年房地产投资大幅下降，全年增速 0%-4%，相对应的水利，铁路运输也固定资产投资增速放大，对冲房地产下滑，保证 2012 年全国 GDP 增长维持在 8.5%以上相对合理水平。

预测一：水泥需求增速与固定资产投资增速保持了一定的相关性，经验数据表明，水泥需求增速=（固定资产投资增速-物价增速）/2，我们假设 2012 年国家预维持 8.5%GDP 增速，那么对应的固定资产投资增速或在 20.30%左右，扣除明年全年 4%左右 CPI 涨幅，那么，2012 年水泥需求增速应该年均在 8%左右。

预测二：从 4 大项基础设施建设项目出发，预计 2012 年投资完成额在 10.66-11.16 万亿元。按照每万亿元固定投资拉动 1.6-1.8 亿吨水泥计算，仅基建项目 2012 年拉动水泥需求量约在 19.2-20.1 亿吨，上浮 10%其他项目消耗量，则 2012 年水泥需求量约在 21.12-22.1 亿吨，而同期水泥产量约在 22.4-23 亿吨之间，水泥行业依然处于供给微幅过剩的环境中。按照国家淘汰落后产能的规划目标，2013 年底水泥供给大于需求的状况才有可能出现扭转，水泥行业转型的镇痛才能结束。

2、保障房建设以及建材下乡政策略微缓解需求下降

从国家住建部上报国务院的信息来看，2012 年全国保障性住房建设开工任务约为 600-800 万套，较 2011 年出现大幅回调，间接影响房地产业固定资产投资增速。

由于民用住宅建设周期一般是 12-14 个月，2011 开工的 1000 万套保障性住房将在 2012 年内建成，对水泥需求有一定的滞后效应。从这个角度来说，2012 年保障房建筑面积减少对水泥实际需求的影响将在下半年，乃至 2013 年初逐渐表现出来。

按照建设部标定司城镇 7 层以下住宅建筑标准，平均每平方米消耗 205 千克水泥，每套保障房建设面积为 70 平方米测算，保守估计 2012 年 800 万套保障房建设将消耗水泥 0.85-1.13 亿吨。

此外，2011 年 8 月国家住建部、发改委、工信部、国土部、商务部等 5 部门联合下发《关于做好 2011 年扩大建材下乡试点的通知》，将建材下乡试点扩大至北京、天津、山东、重庆和宁夏 5 地，继续推动水泥下乡并继续推动水泥下乡并推广使用散装水泥。

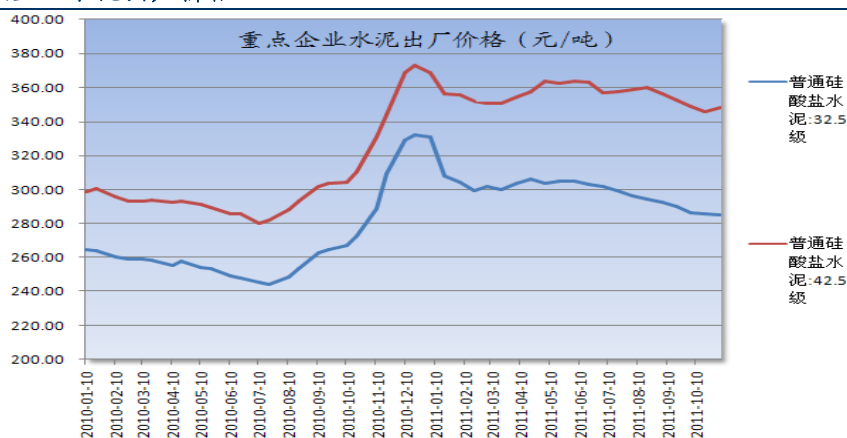
《通知》要求继续推动水泥下乡，积极推广使用散装水泥，对使用节能建材产品和采取节材措施的农户予以补助。其基本原则即“直补农户为主，适度补助。”我们分析认为，推广散装水泥等建材试点政策或延续至 2012 年 9 月，在总结试点经验的基础上，建材下乡的范围有望扩大至全国范围。相应的补贴政策，从某种程度上来说鼓励了一定时间内

低标号水泥的消费，部分弥补了由于城市房地产投资下滑引起的需求空白。

水泥价格走势持续分化，区域性特征明显

2011 年 3 季度后，全国水泥价格出现小幅回落，就目前的经济形势以及国家固定资产投资情况来看，随着房地产开工面积的减少、高铁建设项目大面积停滞等因素影响，水泥需求出现下滑，企业库存持续上升，进而影响水泥价格走势。截止 2011 年 11 月，全国重点企业水泥出厂价格 P.O 32.5 级水泥均价由 6 月份的 305.1（元/吨）下跌至 11 月份的 285.30（元/吨），跌幅为 6%，P.O 42.5 级水泥均价由 363.5（元/吨）下跌至 348.4（元/吨），下跌 4% 左右，跌幅相对较小。

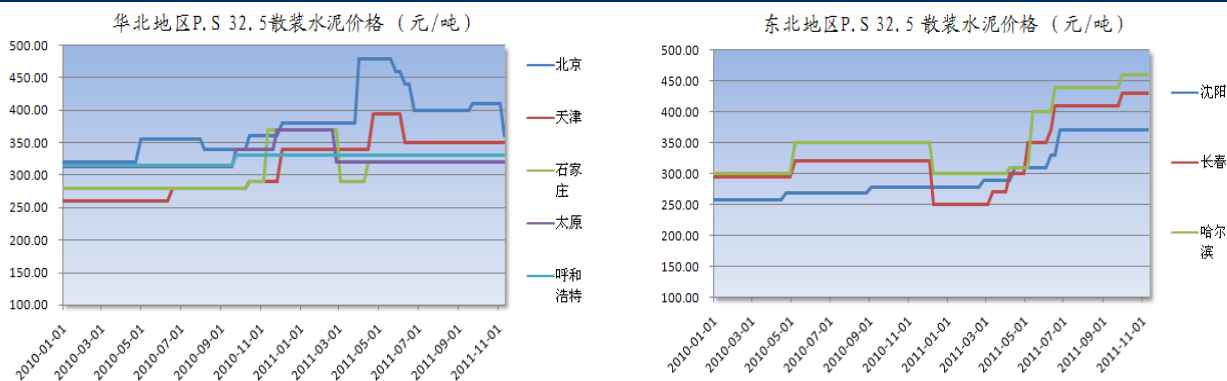
图 8： 国内部分重点企业水泥出厂价格

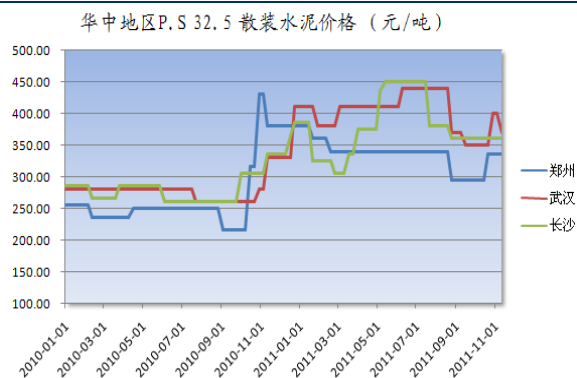
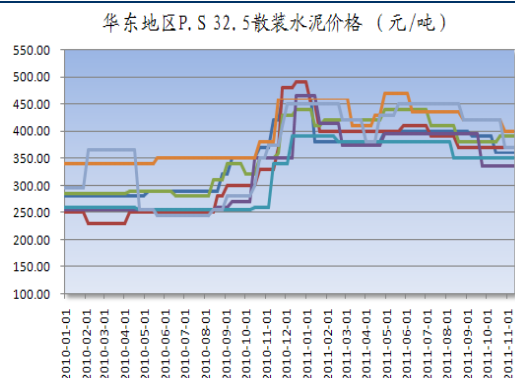
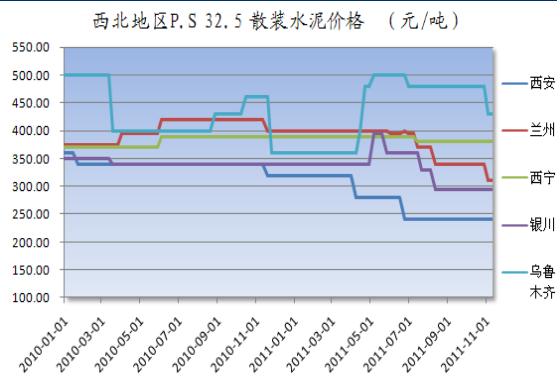
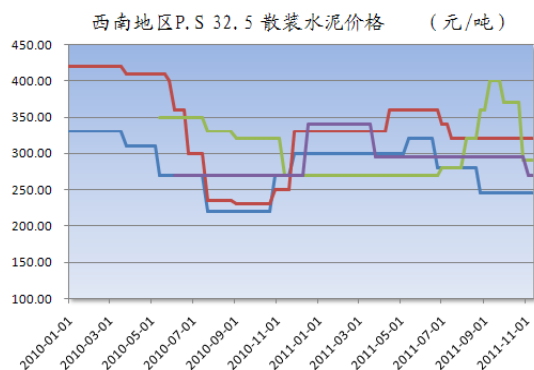


资料来源：Wind 国海证券研究所

全年来看，P.O 32.5 级水泥平均下跌 45.5（元/吨），P.O 42.5 级水泥下跌 20.2（元/吨），跌幅略微小于普通 P.O 32.5 水泥（见图 8）。水泥行业自 2010 年末产业联盟形成后，行业再次进入景气周期，但是，由于产能过剩，供需不平衡等因素影响，2010 年高景气的行情再难复制，预计未来水泥行业将会沿着价格缓慢逐步下滑，利润控制逐步缩小的轨迹发展。

图 9： 区域水泥价格走势





资料来源：数字水泥网 国海证券研究所

华北地区：P.S 32.5 级水泥价格，自2011年6月份出现大幅回调以来，价格基本维持在360元左右（图9），前期涨幅较大的北京地区水泥价格6个月内从原来的460元/吨，降至目前的360元/吨，降幅达22%。预计未来随着房地产投资的进一步放缓，该地区水泥价格还将维持下降趋势。

东北地区：新增产能的持续减少，地区产业集中度较高，企业间协同效应均对水泥价格起到了非常理想的支撑作用，目前均价依然在460元左右高位运行。由于2012年东北地区新增产能依然较少，加之强劲的需求拉动，该地区水泥价格还将维持相对较高位置运行。

华东地区：是中国水泥市场开放较早的地区，市场竞争较为充分。由于激烈的竞争环境，产业联盟机制也相对难以有效实施。该地区水泥价格自2010年底以来一直处于下降通道内，预计未来价格将呈现一个逐步寻底的过程。

华中地区：进入4季度后，水泥价格出现小幅反弹，基本围绕350元/吨左右徘徊。2012年该地区新增水泥产能基本维持稳定，预计在不出现大的政策利空情况下，水泥价格将维持稳定。

西南地区：曾今处于无序竞争格局中的西南水泥市场，经过全行业的亏损大洗礼之后，使得以贵州地区为主的水泥价格出现较大幅度的上调，一度扭转了部分企业盈利状况，刺激了西南水泥市场发展。但由于贵州水泥企业发展速度过快，同样在2011年第4季度出现的大幅回调，6个月内跌幅接近110元/吨。2012年随着贵州新增产能的快速释放，水

泥价格还将延续下跌趋势，但云南地区受益于“桥头堡”建设拉动，水泥价格形成一定支撑。

西北地区：新疆乌鲁木齐水泥价格目前基本回到 430 元/吨的价格，虽然相比 2010 年初有所回落，由于新疆大部分水泥熟料生产线都在 2011 年-2012 年投产，新增产能释放较快。但是，由于新疆水泥的刚性需求相对旺盛，企业库存一直维持在相对合理水平，未来出现大幅回调可能性不大，但利润空间持续收窄趋势不可避免。

产业链上下游利弊并存

国家经济结构调整，房地产调控政策效应逐渐显现以及货币政策的微调，使得水泥企业上下游之间出现部分变化。我们对水泥行业的上下游产业影响因素进行分析，可发现水泥行业 2012 年面临的有利因素和不利因素并存的情况。具体见下表 2。

表 2：水泥行业上下游产业链因素分析

上游产业	•能源：由于国家新资源税影响，预计 2012 年煤炭、石油（包括重油）、天然气及电力价格依然是稳中趋升的态势，不排除国家采取煤电联动机制改革的可能性。对煤电成本占 65% 的水泥生产企业会形成一定的负面效应。 •原料：以石灰石为主的原料价格，今年以来基本维持平稳或微涨态势，预计 2012 年石灰石价格变动幅度不大，对水泥行业成本影响不变。
相关产业	•金融服务业：随着 2011 年 GDP 等经济指标的继续回落，国家宏观经济政策有逐渐放缓迹象。继续加息的可能性逐步降低，水泥行业的资金成本和财务压力依然处于行业较高水平，适当宽松的货币信贷政策对水泥生产企业发展形成利好。 •运输服务业：预计国家财政部、国税总局发布的《营业税改征增值税试点方案》将在 2012 年继续扩大，相应的物流环节成本或将有所降低，水泥运输成本稍有缓解，对水泥行业产生形成立定利好。
下游产业	•基础设施建设：2012 年以高铁为主的国家基础建设投资出现一定减缓，整体来看对水泥行业需求影响有限。 •房地产：国家对房地产调控一定程度影响了商品房的投资力度，由于资金紧张等原因，2012 年房地产或出现下滑，但国家建设保障性住房，在一定程度上弥补了商品房开发投资的减少，房地产对水泥的需求稳中有降。 •混凝土：从商品混凝土的发展态势上看，占比逐年提升，将成为未来水泥行业的发展方向。 •其他：随着经济的逐渐复苏，水利，新农村建设等行业的投资有望加快，对水泥需求的提升有利。

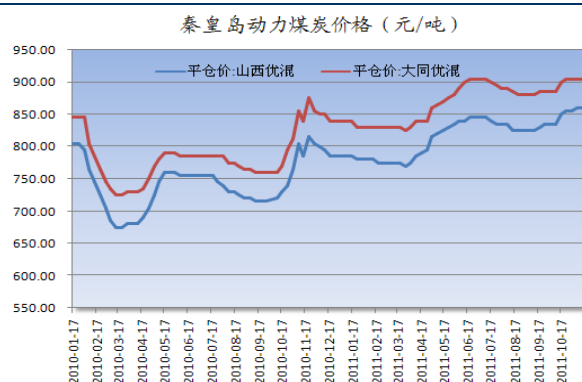
资料来源：国海证券研究所

1、产业链上游

煤炭成本方面：影响水泥价格的主要为生产成本。据万得数据统计，截止 2011 年 11 月，秦皇岛动力煤价格，山西优混为 860 元/吨，较 6 月份上涨 20 元/吨，上涨 2.4%。大同优混为 905 元/吨，较 6 月份上升 15 元/吨，上涨 1.7%（见图 12）。从目前煤炭库存上看，周期性相对明显，目前秦皇岛港煤炭库存维持 590 万吨的规模（见图 13），随着冬季用煤高峰的到来，库存吃紧状况还将延续至 2012 年 1 季度，动力煤价格近期难有下降的可能，但随着 2012 年中国经济增速的放缓，能源价格或将出现小幅波动。

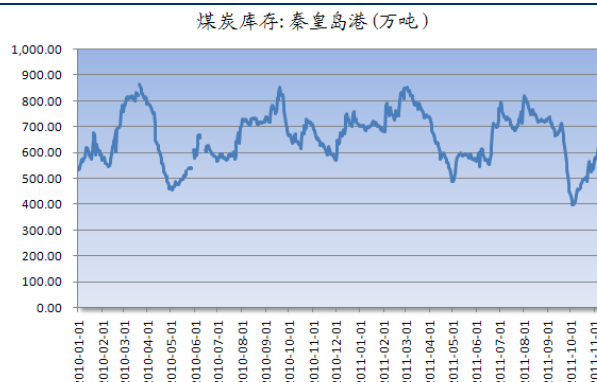
从水泥生产成本考虑，煤炭采购价格每上升 100 元，会导致吨水泥成本上升 10 元左右。预计 2012 年煤炭价格上涨幅度基本维持在 5% 以内，相对于目前 200 元/吨以上的水泥成本来说，影响程度基本在 1% 以内。

图 12: 秦皇岛动力煤报价



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 13: 秦皇岛港库存情况



资料来源: Wind 国海证券研究所

电力成本方面: 预计2012年全国最大电力缺口将达3500万-4600万千瓦。以煤电为主的华北, 华东地区或继续维持煤炭、电力双紧的态势, 在国家为出台相应的电价改革制度之前, 电力缺口问题或将持续放大。

假设2012年国家推出电力改革制度, 以新型干法水泥生产线为例, 目前每吨水泥电耗约为105-120 千瓦时, 若每千瓦时电价上调1.0分, 水泥成本增加1.05-1.20元/吨;

对于部分配备低温余热发电的水泥熟料生产企业而言, 电力价格上涨对企业形成一定利好。以5000t/d熟料生产线为例, 吨水泥发电量大约40kwh以上, 发电成本约在0.1 元/度左右, 每吨熟料耗电量减少约30%-35%, 节省生产成本15-18 元/吨。假设熟料窑97.5%左右运转率条件下, 则月累计发电约为41000万千瓦时, 平均吨熟料发电量35.9 千瓦时。若每千瓦时电价上调1.0分, 水泥熟料成本仅增加0.54-0.73元/吨。

图 3: 吨熟料水泥发电量

	机组发电量 (万千瓦时)		吨熟料发电量 (千瓦时)		机组相对窑运转率 (%)		
	日实际	月累计	日实际	月累计	日实际	月累计	年累计
合 计	1423.56	40950.05	35.46	35.9	98.97	98.78	97.56

资料来源: 公司资料 国海证券研究所

2、产业链下游

下游需求来看, 基础设施建设及房地产投资增速将出现大幅下降。特别是房地产固定资产投资增速或降至4%, 对水泥需求形成不利影响。国家新农村建设与水利行业投资规模较2011年将有所放大, 预计2012年水利建设投资规模在4700-4900亿元左右, 对水泥长期需求产生一定支撑作用, 部分填补房地产需求减速的空白。此外, 商品混凝土逐渐成为水泥产业链下游发展最快的行业, 依靠先进的搅拌技术以及减水剂的合理影响, 能够高效、环保地实现混凝土的生产销售, 也是未来水泥下游产业链发展的主攻方向。

综合来看, 在水泥行业景气度较高的背景下, 通过完善的“产业协同”机制, 水泥生产企业有望将成本上涨因素有效的传导至产业链下游用户, 维持目前相对较高的水泥价格, 保持水泥生产企业持续增长的利润空间。

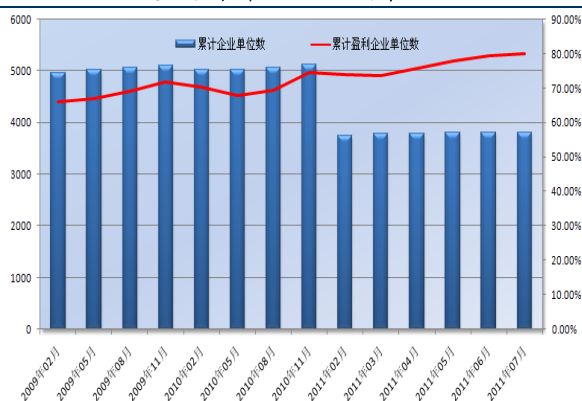
水泥企业整体利润率出现下降，但依然处于历史高位

随着国家淘汰落后产能的进一步深入，水泥产业集中度持续上升，截止2011年10月，全国水泥企业由2009年初的4953家，降至3802家，基本完成“十二五”规划3500家水泥生产企业的目标值。

产业集中度的大幅提高，使得水泥企业盈利转好，盈利家数占比由原来2009年的65.9%上升至80.13%。全国水泥企业整体盈利能力维持高位运行。截止2011年10月，水泥企业实现销售收入6625.67亿元，累计利润总额747.20亿元，利润率达到11.28%，较前3季度略微下降0.05%。

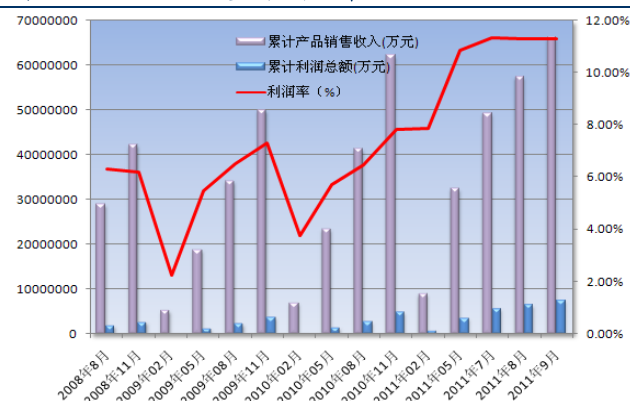
水泥产业正逐渐从曾经的无序恶性，低利润率的竞争环境，向产业集中度较高，规模化生产，高利润率，低耗能低污染的现代企业转变。

图 10： 水泥企业整体集中度及盈利单位数占比



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 11： 水泥企业整体利润率 (%)



资料来源：Wind 国海证券研究所

总体而言，水泥行业在一年中运行有自己的行业周期性，相应的水泥价格也出现不同程度变化：由于春节效应，开工时间短，导致一季度成为全年水泥需求最大的淡季；进入二季度后，随着项目陆续开工，国家固定资产投资资金相继到位，使得二季度成为水泥行业的一个小旺季；第三季度由于汛期影响，再次出现一个环比施工淡季；四季度是全年最大的旺季，决定了水泥企业大部分收入。相应的水泥价格也会随之出现小幅周期性波动：一季度末和三季度末往往是水泥库存相对较低的时间点，对价格形成一定支撑，二、四季度随着施工季节的结束，相应的价格出现部分回调。

就2012年而言，土地购置面积作为水泥行业需求一个先行指标，在2011年3季度出现了负增长态势，预示着未来水泥行业整体需求并不乐观，由于缺乏需求面的支撑，企业迫于库存压力，水泥价格出现回落的可能性较大，价格缓慢下滑态势基本确定。

国家煤炭资源税改革等措施，间接影响到下游发电企业和水泥生产企业，煤炭价格的攀升对水泥企业盈利能力有一定影响。由于用电缺口的持续放大，预计2012年各地区水泥窑开工率基本维持在75%-85%区间，联盟企业间或根据明天水泥实际需求情况，调整企业间限产策略，最大限度保证水泥企业利润增长。

总体而言，在国家不出台过分偏激的产业政策，“产业联盟”体系配合良好情况下，水泥行业市场集中度有望进一步提高，水泥企业盈利情况将继续维持相对高位。受价格下滑等因素影响，预计 2012 年水泥行业平均利润率或下降 2% 左右，但整体利润率依然处于历史较高水平。

兼并重组和节能减排是行业未来发展主要方向

1、淘汰落后产能促进产业兼并重组

随着国家节能减排和淘汰落后产能的力度进一步加大，水泥生产企业数量持续减少。按照国家工信部计划，到 2012 年底前要求淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径 3.0 米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。

根据国家调结构和节能减排的政策目标，工信部在 2012 年还将继续针对水泥行业做出更为严厉的淘汰落后产能计划。预计明年淘汰水泥落后产能 1.2-1.3 亿吨，由于部分产能主要针对水泥粉磨站，实际淘汰水泥熟料产能力度要打五折，约在 0.6-0.75 亿吨左右。河北、辽宁、四川、山西和浙江依然为淘汰落后产能的重点地区。但河北和浙江地区新增产能要小于落后淘汰，对未来的边际供需改善较明显。

在国家 38 号文要求严把新建生产线，严格淘汰落后产能的背景下，自建生产线、兼并重组及产业链延伸，成为目前国内水泥企业的三种不同发展模式，预计未来企业间并购重组仍将是主要发展方式。2011 年市场对水泥行业的兼并重组主要集中在贵州、云南、广西等地，主要针对熟料和混凝土搅拌站等点对点企业。

总体而言，由于水泥行业秩序混乱，同一时点、同一企业多家竞买的现象，甚至产生恶性竞争，增加了企业的收购成本，造成大量资源浪费，加大了联合重组的代价，扰乱了联合重组秩序，使得目前企业兼并重组举步维艰。

但我们依然认为，兼并重组依然是水泥企业未来做大做强，提高产业集中度的必由之路，随着行业秩序的进一步规范，国家淘汰落后产能的力度进一步加强，“并购潮”将引导水泥市场进入另一波高景气周期中。

2、节能减排引导产业技术革新

水泥工业作为国民经济的重要产业，是典型的能源和资源依赖型工业，在生产过程中需消耗大量电、煤、油等大量不可再生资源。根据中科院一项调查显示，我国是全世界自然资源浪费最严重的国家之一，占全国能源使用量一半多的是工业生产，而水泥企业万元产值能耗超过其他各类工业平均值一倍多，节能降耗可谓迫在眉睫，并且潜力也非常大，大有作为的空间。

“十二五”期间，国家将积极研究有利于支持水泥行业利用废弃物的优惠政策，完善废弃物管理体系，理顺废弃物来源渠道，鼓励废弃物

收集和处理的产业化，促进水泥行业废弃物预处理产业的发展。

预计未来水泥行业发展模式主要由两方面：首先，主动建设余热发电项目，推广无烟煤攻关，改进煤磨和燃烧器系统，通过对设备的节能改造，耗电、功率等进一步完善，实现节能减排，最大限度地降低对能源、资源消耗以及对环境的影响，走低碳发展道路。

图 14： 水泥窑低温余热发电项目



资料来源：数字水泥网 国海证券研究所

其次，水泥行业应利用自身独特的高温窑炉工艺优势，通过对工业废弃物、生活垃圾、生活污水污泥等的消纳和再利用，发展循环经济。随着国家相关节能优惠政策的出台，水泥节能减排工作将更上一层，促进整个企业想高效，低碳、经济方向发展。

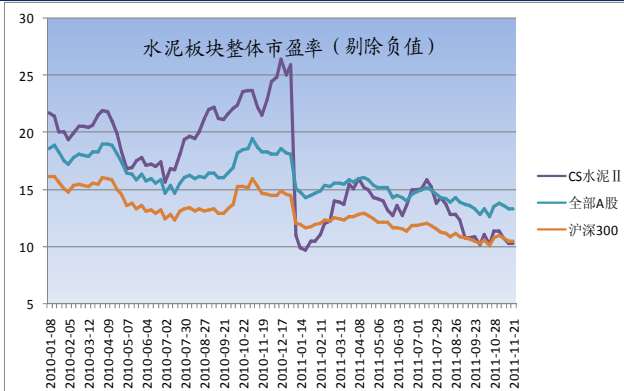
水泥板块估值分析

1、板块整体估值处于合理区间

整体法估值来看，截止2011年11月，水泥板块整体市盈率约为10.25倍，同期沪深300的整体市盈率为10.51倍、全部A股平均估值为13.29倍，板块市盈率处于相对低位。

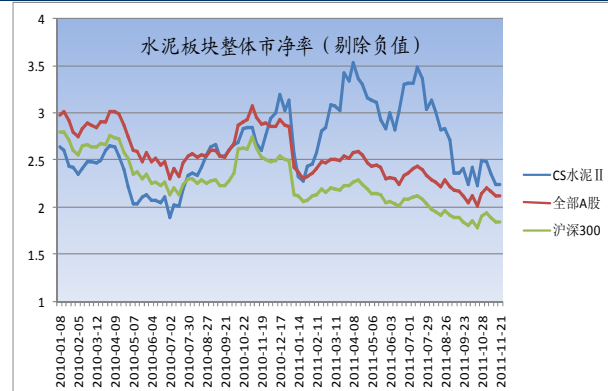
板块整体市净率约为2.24倍，同期沪深300平均约为1.85倍，全部A股平均市净率约为2.12。从市净率上看，基本处于年内低点。但考虑到水泥板块估值具备周期性特征，未来房地产固定资产投资减速，需求不足等影响。板块整体盈利能力将维持2011年同等水平，目前估值处于合理区间内，略微低估。

图 15: 水泥板块整体市盈率



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 16: 水泥板块整体市净率



资料来源: Wind 国海证券研究所

从2011年前三季度水泥企业盈利情况来看,部分水泥企业净利润依然维持较高的增速。但是对于2012年估值的预测,主要的争论焦点在于房地产行业的发展状况和高铁建设的进度。在最悲观的假设情况下,2012年水泥行业净利润增长率或下降至20%-25%左右。

考虑到水泥市场逐步增强的产业集中度和企业间“协同效应”以及市场较强的议价能力,未来水泥景气度有望维持稳定状况,部分扩张能力较强的优质企业,依然有望保持较好的持续成长性能力。我们给予水泥行业10-15倍市盈率的估值。

2、投资建议

给予水泥行业中性的投资评级。水泥板块的整体估值水平处于相对合理并略微低估的水平,但考虑到房地产固定投资减速,需求的周期性以及行业总体产能过剩等因素影响,该板块业绩或将继续维持目前状况,给予其中性评级。

我们再次明确,短期内的供需结构调整和价格下跌因素,导致我们不得不下调水泥行业在2012年整体估值。但是水泥行业自2010年以来,供给面发生了深入的变革,“供给减法”以及企业市场“协同效应”对水泥价格和企业盈利起到了较强保护作用。相信在未来相当长的时期内,随着水泥行业集中度的不断提高,水泥行业的供需关系的不断优化,水泥企业盈利能力提升前景的确定性越来越大。在经历持续的结构转型以及淘汰落后产能的镇痛后,水泥企业将重新走向稳定、高速的快车道。

行业内重点关注公司

中央38号文件对新建水泥产能起到了良好的调控作用,到2012年底,共约有112条熟料生产线投产运行,相较2011下降25.3%。新增熟料产能1.48亿吨,相比2011年回落37%。在未来政策面不发生巨大转变的情况下,为了维持较高的市场控制能力,水泥企业间的兼并重组还将是企业扩张的必由之路。目前相对较弱的市场环境下,将极大的利好于中小水泥企业并购,促进产业集中度进一步优化。

在限制新增产能和淘汰落后产能政策的持续发力下，水泥行业的供给持续改善。来自房地产和基础设施建设的需求短期内可能受到资金短缺影响，新开工项目有所减少，但是长期来看，供需格局持续改善的背景是毋庸置疑的。国家1.8万亿水泥投资和保障房建设以及建材下乡等政策的实施将成为未来水泥行业新的亮点。

我们的主要投资逻辑，一是侧重于发掘具备较大市场份额，有较强议价能力，盈利弹性较大的大型水泥企业，建议重点关注华东、华中、华南及西北地区的水泥上市公司。二是倾向于具有较强并购实力，积极向西南市场进军的海螺水泥、华新水泥和冀东水泥。关注市场集中度逐步提升的区域性龙头企业天山股份、金隅股份、博闻科技、塔牌集团和巢东股份。

1、华北、华东市场方面，推荐海螺水泥、冀东水泥：

推荐理由主要是因为该类企业市场占有率较高，议价能力强，业绩弹性较大，具备向西南市场进军实力。

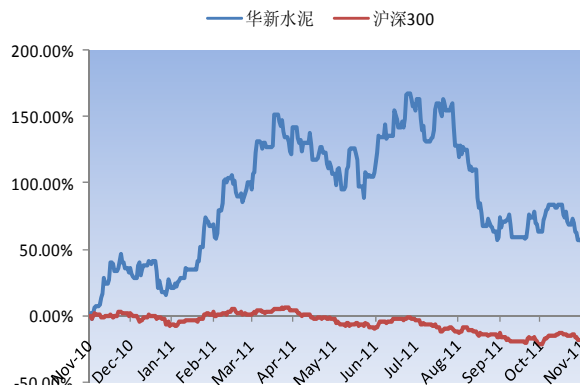
从2011年业绩来看，海螺水泥2011、2012年对应年EPS分别为2.13元和2.43元，对应市盈率为7.93倍和6.95倍。冀东水泥2012年预计全年业绩有望实现2.05元左右，对应市盈率7.45倍，估值相对较有吸引力。此外，海螺水泥控股股东海螺设计院增持320.63万股，增持价格或在17.06/股至17.56元/股之间，该消息使得市场对公司未来发展信心有所恢复，对公司股价也形成一定支撑作用。给予以上个股买入评级。

图 17： 海螺水泥 2011 年整体走势



资料来源：国海证券研究所

图 18： 华新水泥 2011 年整体走势



资料来源：国海证券研究所

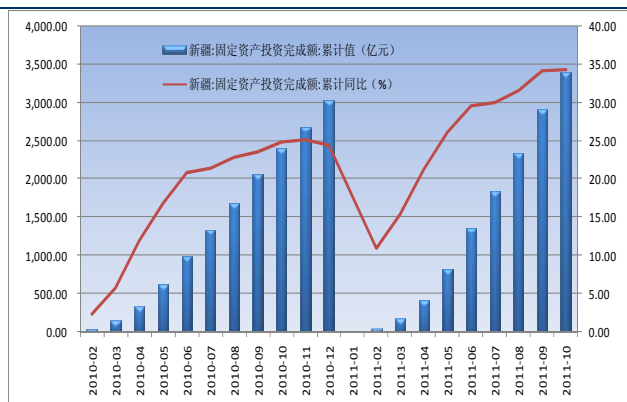
2、西北、西南市场：天山股份、博闻科技

未来两年新疆水泥需求增速将在25%以上，以投资房地产、交通运输、水利建设项目为主的固定资产投资对水泥需求弹性较大。

天山和青松在新疆市场份额超过70%，价格联盟具有较好基础。天山股份今明两年有大量生产线投放，产能完全释放预计在2011年底或2012年初。从公司3季度报告来看，1-9月实现净利润9.78亿，同比增长103.91%，每股基本收益2.52元。天山股份作为新疆水泥的龙头企业，将直接受益于国家对新疆投资建设，长期看好。预计天山股份2011、2012年EPS分别为2.93、3.49元，目前股价对应市盈率8.03、6.74倍，新

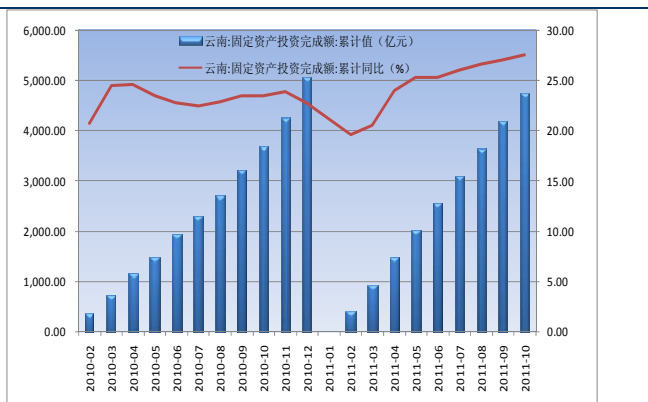
增产能的陆续释放，提升公司盈利空间，预期新疆地区短期内水泥需求仍然相对强烈，给予买入评级。

图 19: 新疆固定资产投资完成额



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 20: 云南固定资产投资完成额



资料来源: Wind 国海证券研究所

《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》明确了云南省 2020 年发展目标：基本建成连接国内外的公路、铁路、管道、电网和电信设施，形成交通、能源、物流、信息等通道，面向西南开放的平台和窗口作用进一步增强，综合经济实力明显增强。预计云南借助西部开发和桥头堡建设拉动，固定资产投资有望维持 25% 以上增速，对水泥需求拉动作用强烈。

此外，从云南省《建材工业“十二五”发展规划》内容上看，计划到 2015 年末实现全省水泥熟料总产能 1.2 亿吨，在 2010 年基础上增长 90.7%。全省水泥熟料将形成 2-3 个年产水泥 2000 万吨以上的企业，排名前 5 位的水泥企业年产量比重超过 50%。博闻科技作为云南省唯一的上市水泥企业，在本轮桥头堡建设项目中，或将成为关注的焦点。

重点关注的水泥公司基本情况如下表：

表 4: 重点关注水泥企业基本情况

股票代码	公司简称	2011 年 11 月 23 日收盘价	市净率	每股收益: 元				市盈率 (P/E)				投资建议
				2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	
600585	海螺水泥	16.90	2.12	2.01	1.75	2.13	2.43	8.41	9.66	7.93	6.95	买入
000401	冀东水泥	15.28	1.95	0.81	1.20	1.68	2.05	18.83	12.73	9.10	7.45	买入
000877	天山股份	23.52	2.07	1.12	1.30	2.93	3.49	21.00	18.11	8.03	6.74	买入
600801	华新水泥	16.25	2.00	1.24	1.42	1.81	2.48	13.10	11.44	8.98	6.55	-
601992	金隅股份	9.86	2.21	0.58	0.70	0.87	1.86	17.00	14.09	11.33	5.30	-
002233	塔牌集团	10.82	2.97	0.54	0.77	0.85	0.95	20.04	14.05	12.73	11.39	-
600883	博闻科技	10.56	3.52	0.10	0.34	-	-	106.02	31.28	-	-	-
600318	巢东股份	14.26	4.57	0.02	0.27	1.21	1.94	713.00	52.81	11.79	7.35	-

资料来源: 国海证券研究所

行业风险提示

- 1、房地产和基建投资放缓超出预期，旺季水泥价格上涨低于预期；
- 2、行业“协同效应”减弱，企业间联盟体系由于库存压力瓦解；
- 3、国家对水泥新增产能审批再次变化

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。