

增长的不平衡性

—水泥行业 2011 年业绩预告点评

• 行业研究 • 水泥制造行业 • 动态报告 • 2012 年 2 月 15 日

事件：

截止 2012 年 2 月 14 日，水泥行业共 14 家上市公司披露 2011 年业绩情况，其中 11 家上市公司于 2012 年 1 月份陆续披露 2011 年业绩情况，3 家上市公司于 2011 年三季度中预估了全年业绩。14 家上市公司中有 9 家 2011 年业绩实现了 80% 以上的高增长，其中福建水泥业绩增幅在 1313% 以上，巢东股份和四川双马业绩增幅都在 300% 以上；华新水泥和亚太集团 2011 年业绩实现了 50% 的平稳增长；西水股份 2011 年业绩同比下降 50%，ST 秦岭仍为实现盈利。由于公司水泥生产线搬迁，ST 狮头 2011 年业绩被迫实现亏损。

点评：

- 产销两旺，价格提升助众多公司业绩报喜。**截止 2012 年 2 月 14 日，19 家水泥行业上市公司中有 14 家透露了 2011 年业绩情况，其中 9 家上市公司实现了 80% 以上的高增长，2 家上市公司实现了 50%，3 家出现亏损。由于 2011 年水泥产能的集中释放及水泥价格的提升，6 家公司业绩实现翻番，其中福建水泥、四川双马和巢东股份业绩增长分别为 1313.44%—1448.63%、374.49%—421.65% 和 300% 以上。ST 狮头由于 2011 年中期开始实施西山地区水泥生产设施搬迁的任务，公司主要水泥生产线停产致业绩亏损。另外，江西水泥和尖峰集团均收到南方水泥有限公司的投资收益，其占归属母公司净利润比例分别为 8.6% 和 1.242%。除去 ST 上市公司，12 家公司业绩同比增长 85.83%。

表 1：14 家上市公司业绩预告情况一览表

序号	证券代码	公司简称	业绩预批	变化原因	市场一致预期	我们预期	披露时间	备注
1	600802	福建水泥	修正后增长 1313.44%— 1448.63%	产品及售量价齐升	2415.07%	---	2012/1/25，修正时间为 2012 年 1 月 30 日	修正前 1448.63%— 1547.33%
2	000935	四川双马	374.49%— 421.65%	合并都江堰拉法基水泥有限公司	1019.18%	---	2011 年 10 月 20 日	释放产能
3	600318	巢东股份	300% 以上	产能增加，销售价格逐步上升	365%	361.25%	2012 年 1 月 30 日	释放产能
4	000789	江西水泥	233%	产品及销售价格增长，投资收益所致	262.52%	271.92%	2012 年 1 月 10 日	释放产能
5	000877	天山股份	110%—130%	产能增加、水泥及熟料销售价格	108.26%	104.78%	2012 年 1 月 13 日	释放产能

				提升				
6	600668	尖峰集团	100%以上	水泥价格提升，投资收益	63.19%	61.90%	2012年1月13日	
7	002233	塔牌集团	75%-105%	水泥行业供需关系改善，价格上升	102.94%	85.90%	2011年10月19日	搅拌站项目投产
8	000885	同力水泥	83%左右	驻马店二期项目和洛阳黄河二期项目	-41.63%	---	2012年1月17日	
9	600585	海螺水泥	80%以上	提高区域市场整合能力，量价提升	97.81%	102.43%	2012年1月11日	释放产能
10	600801	华新水泥	50%以上	产销规模扩大，水泥价格上涨	137.17%	126.70%	2011年10月29日	
11	600881	亚泰集团	50%以上	主营业务水泥价格上涨	114.90%	---	2012年1月19日	
12	600291	西水股份	下降 50%	2011年下半年水泥市场下滑	---	---	2012年1月30日	
13	600539	ST 狮头	亏损	公司水泥生产设施搬迁	---	---	2012年1月16日	
14	600217	ST 秦岭	亏损	区内水泥价格低价运行，公司水泥产销量下降	---	---	2012年1月19日	

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

对上市公司2011年中期及季报的分析，我们发现江西水泥、尖峰集团和福建水泥均存在一定规模的非经营性收益，截止2011年9月底，江西水泥、尖峰集团和福建水泥非经营性收益分别为7889.59万元、329.92万元和4474万元，分别占当期业绩的15.47%、1.24%和37.13%。另外，部分上市公司计提资产减值准备金额较大，如ST狮头、天山股份和亚泰集团，截止2011年9月底，其资产减值准备分别为26396.21万元、8121.56万元和1377.87万元。扣除以上非经营性收益和资产减值准备后，14家上市公司业绩增幅情况见表2。

表2显示，扣除非经营性收益和资产减值准备后，福建水泥2011年业绩增幅下降最大，较原增幅下降500%之多，其次是江西水泥，其调整后的业绩较原增幅下降60个百分点左右。其他公司业绩变化不大。

表 2：扣除非经营性收益及资产减值准备后14家上市公司业绩预告增长一览表 单位：万元

序号	证券代码	公司简称	业绩预批	非经营性收益 (1)	资产减值准备 (2)	扣除 (1) 和 (2) 后增幅
1	600802	福建水泥	1313.44%-1448.63%	4474	86.18	831.15%
2	000935	四川双马	374.49%-421.65%		3.53	397.96%
3	600318	巢东股份	300%以上			300%以上
4	000789	江西水泥	233%	7889.59	265.5	179.55%
5	000877	天山股份	110%-130%		8121.56	101.57%
6	600668	尖峰集团	100%以上	329.92	67.43	97%
7	002233	塔牌集团	75%-105%		464.62	88.49%
8	000885	同力水泥	83%左右		73.44	82.32%
9	600585	海螺水泥	80%以上			80%以上
10	600801	华新水泥	50%以上		60.1	49.89%
11	600881	亚泰集团	50%以上		1377.87	47. %
12	600291	西水股份	下降 50%			---
13	600539	ST 狮头	亏损		26396.21	---
14	600217	ST 秦岭	亏损			---

注：资产减值准备数据为2011年三季报数据，非经营性收益为2011年中报数据

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

- **预计2011年水泥行业利润增长80%以上，我们认为主要的驱动力来源于区域协同效应+产能释放+区域水泥价格上涨。**根据发改委统计数据显示，截止2011年11月底，水泥行业利润同比增长92.6%，结合14家上市公司已公布的业绩，我们预测全行业业绩可同比增长80%以上。水泥行业业绩大幅增长，我们认为主要有以下几个因素：1.华南地区、华东地区和华北地区水泥企业间的协调效益显现，在产能集中释放情况下hold住价格；2.生产线上马不止，2011年全国新增水泥熟料产能2.02亿吨；3.2011年水泥价格呈前高后低走势，华北地区、东北地区、华东地区和中南地区水泥价格较去年稳步提升，而西南地区 and 西北地区水泥价格逐渐回落。

2010年以来，全国水泥熟料产能每年增加2亿吨左右，这种势头可能在2013年得到遏制。2011年新增熟料产能达2.2亿吨，新增产能最大区域在西南地区，新增产能有0.48亿吨。随着水泥产能的扩张，2011年全国水泥产量达20.63亿吨，同比增长16.1%，增速提升了0.6个百分点。

表 3：2011年6大区域新增熟料产能一览表

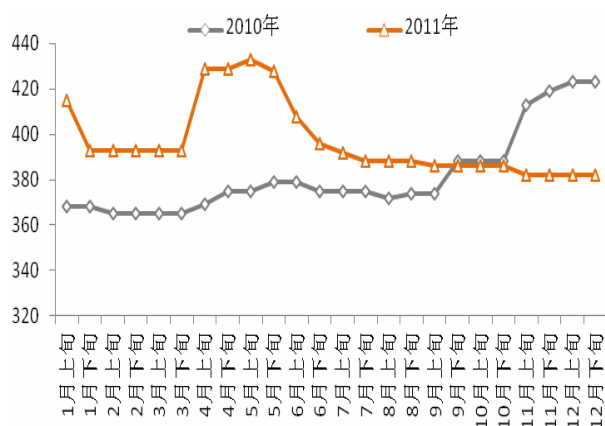
区域	新增熟料产能（单位：万吨）
华北地区	4219.1
东北地区	542.5
华东地区	4603.5
中南地区	3245.7
西南地区	4792.6
西北地区	2743.5
合计	20146.9

资料来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

与去年水泥价格相比，2011年全国水泥平均价格稳步提升。其中华东地区水泥上涨幅度最大，2011年水泥平均价格比2010年提高101.87元/吨，水泥价格上涨幅度最小的是华北地区，水泥价格仅上涨15.46元/吨。6大区域水泥价格比较显示，全国仅西南和西北地区水泥价格同比下跌，其中西南地区水泥价格比2010年分别下降23.43元/吨和26.71元/吨。

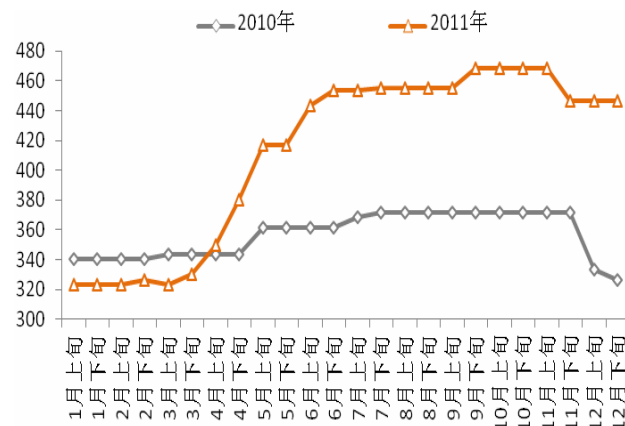
目前水泥产能过剩严重，加之新的产能不断释放，而淘汰落后产能进度缓慢，水泥供需关系呈现一定程度的不协调。四大区域水泥价格的上涨说明了该地区企业协同效益的作用及当地几家大型水泥企业已掌握市场话语权。

图 1：华北地区水泥价格走势 单位：元/吨



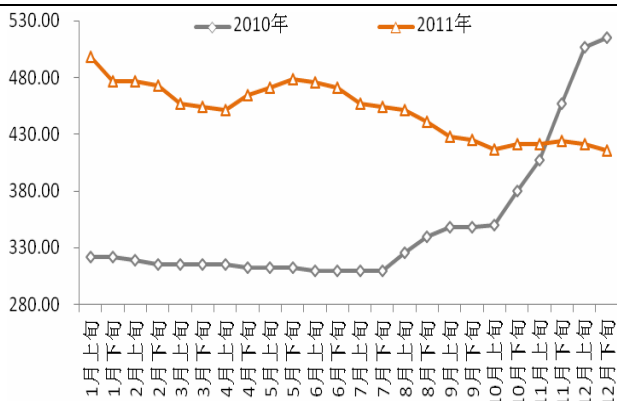
数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

图 2：东北地区水泥价格走势 单位：元/吨



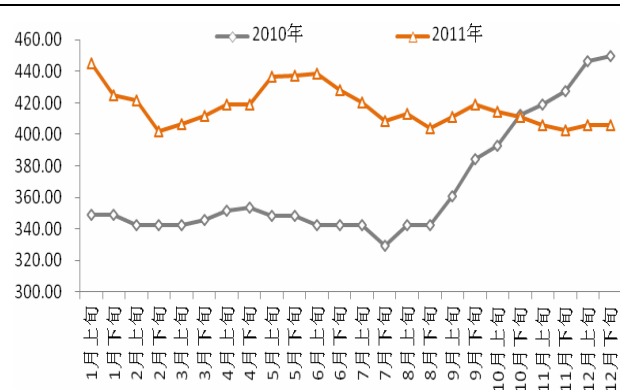
数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

图 3：华东地区水泥价格走势 单位：元/吨



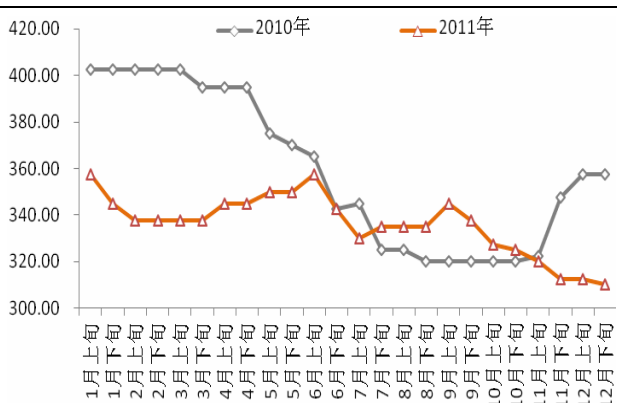
数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

图 4：中南地区水泥价格走势 单位：元/吨



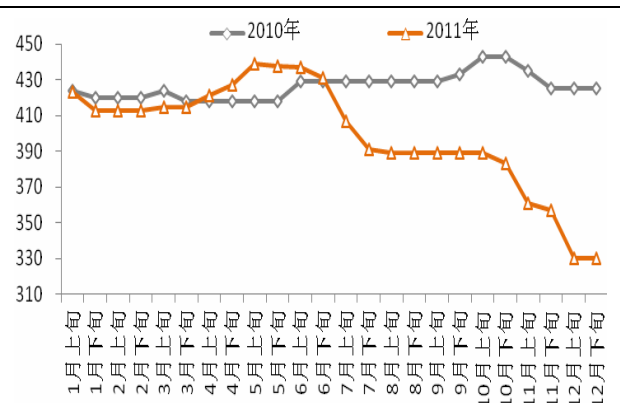
数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

图 5：西南地区水泥价格走势 单位：元/吨



数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

图 6：西北地区水泥价格走势 单位：元/吨

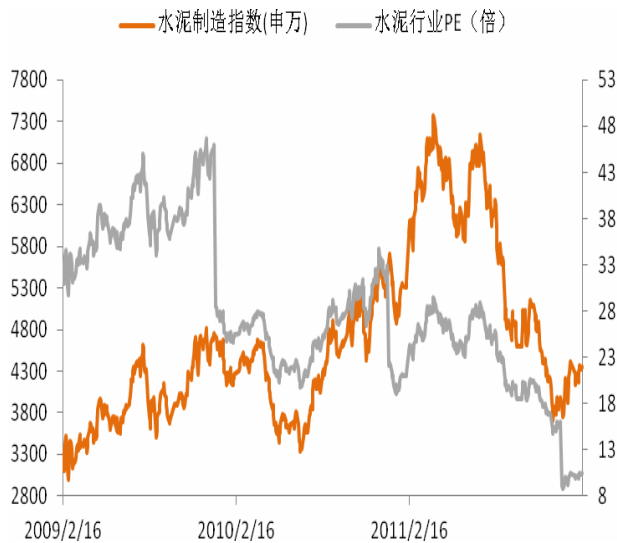


数据来源：数字水泥网，恒泰证券研发中心

- 水泥制造指数（申万）处阶段性底部，行业估值处近三年来的最低。2009年1月-2012年1月水泥制造指数（申万）显示，目前水泥制造指数处阶段性底部，三年来，其底部不断抬升。相反，水泥行业估值却不断创出新低。可以说，水泥行业指数与估值已出现了一定程度的背离。

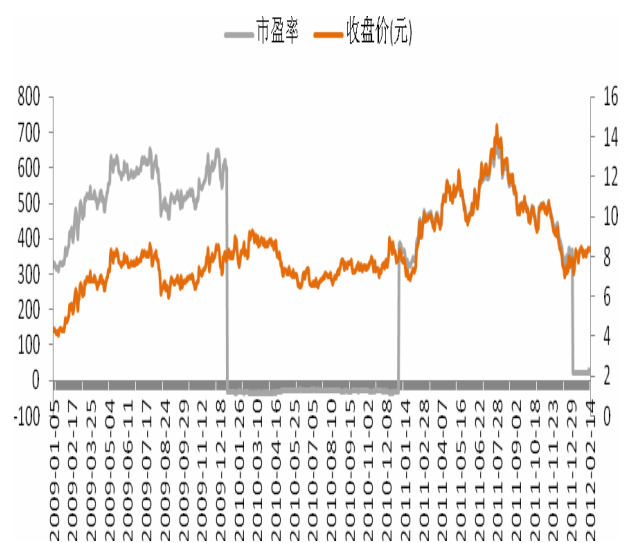
对个股股价与估值的分析，我们发现行业内个股股价与估值呈现两者情形：1.股价与估值同向变化；2.股价与估值出现背离。尖峰集团、塔牌集团、海螺水泥、华新水泥、亚泰集团、同力水泥等股价与估值变化基本一致；而福建水泥、四川双马、江西水泥、巢东股份和天山股份的股价与估值出现一定背离，即股价上涨幅度大于估值修复过程。

图 7：水泥行业指数（申万）与行业估值比较



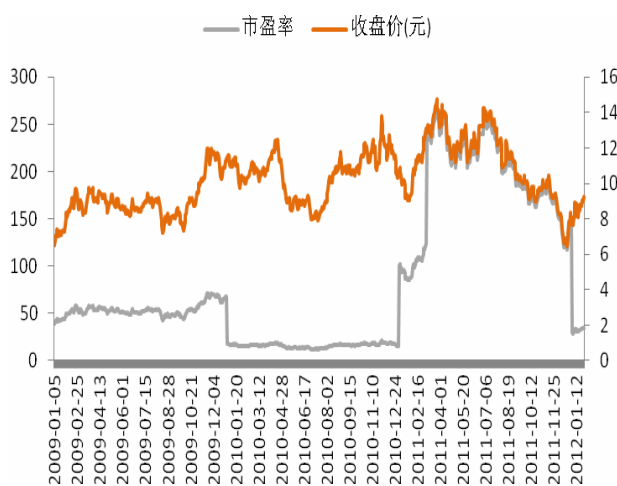
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 8：福建水泥估值与股价比较



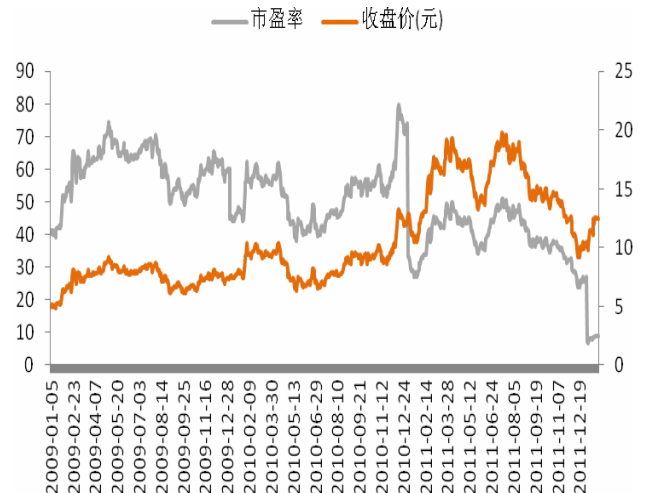
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 9：四川双马估值与股价比较



数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 10：江西水泥估值与股价比较



数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 11：巢东股份估值与股价比较



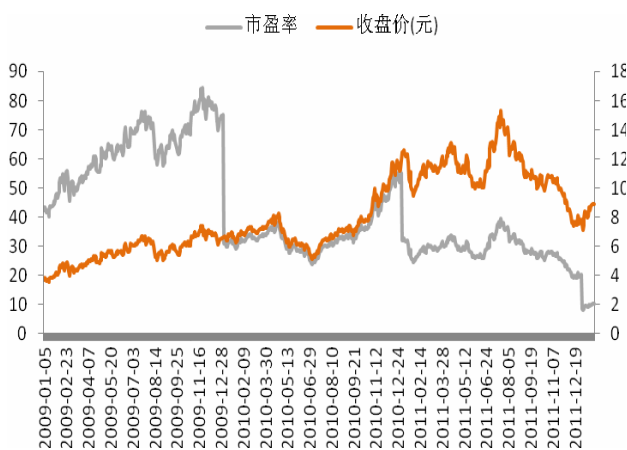
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 12：天山股份估值与股价比较



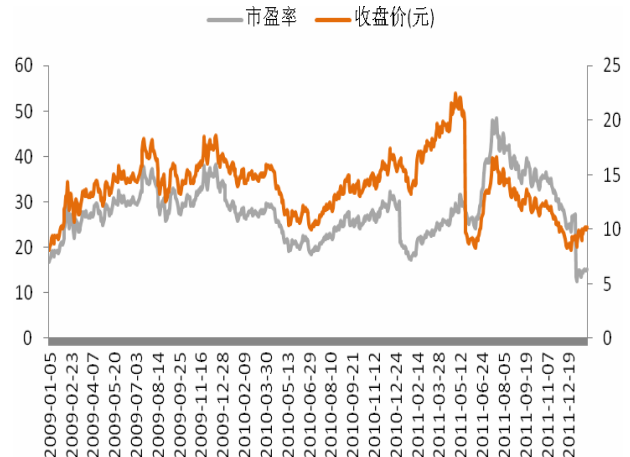
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 13：尖峰集团估值与股价比较



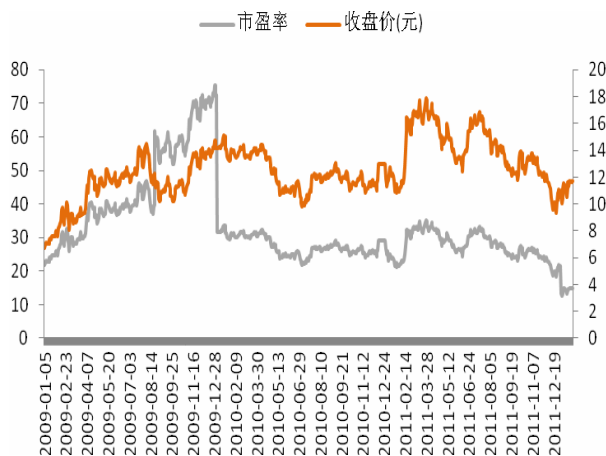
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 14：塔牌集团估值与股价比较



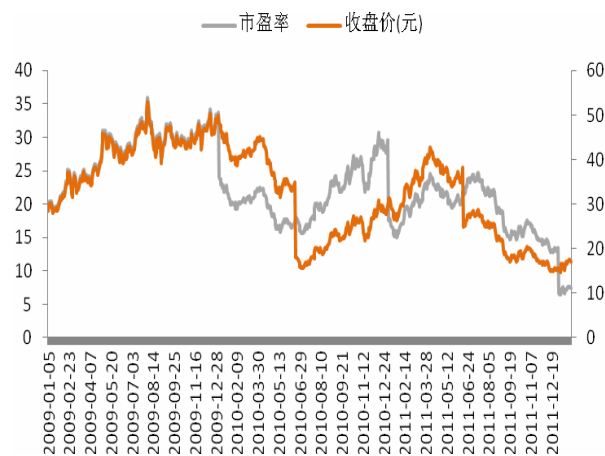
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 15：同力水泥估值与股价比较



数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 16：海螺水泥估值与股价比较



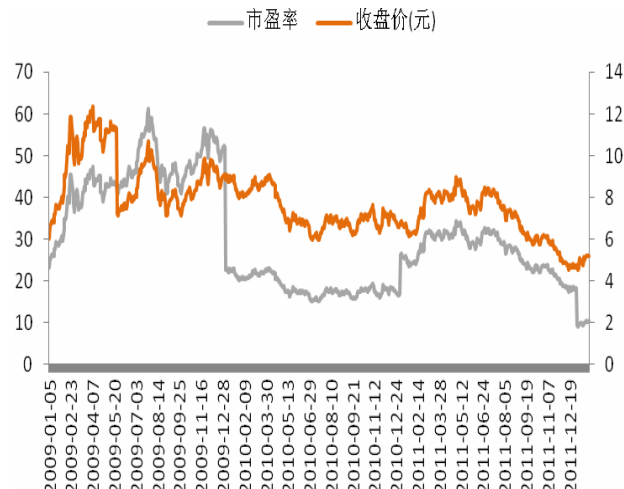
数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 17：华新水泥估值与股价比较



数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

图 18：亚泰集团估值与股价比较



数据来源：WIND 资讯，恒泰证券研发中心

- **高增长公司有稳定的分红回报。**从公司盈利分红角度看，一般稳定增长的上市公司分红回报比较可观。从公司业绩与分红次数来看，海螺水泥、天山股份、亚泰集团、华新水泥、塔牌集团三年业绩稳步增长，以上公司均实现了年年分红政策。从分红比例来看，亚泰集团分红比例最高，达32.23%，其次为天山股份，达28.83%。

表 4：2008-2010年上市公司分红情况一览表

证券代码	证券简称	累计归属母公司净利润	累计未分配利润	累计分红金额	分红比率	近三年分红次数
600881	亚泰集团	156750.9	447316.3	50526.19	32.23%	3
000877	天山股份	104845.3	177547.1	30223.38	28.83%	3
600801	华新水泥	153306.2	444655.1	22198	14.48%	3
002233	塔牌集团	71802.66	171000.7	10349.2	14.41%	3
000789	江西水泥	26833.76	22909.17	3167.28	11.80%	1
600668	尖峰集团	23695.09	50420.36	2752.671	11.62%	2
600585	海螺水泥	1232278	3595078	125416.8	10.18%	3
600802	福建水泥	-8299.49	3239.307	0	-	0
000935	四川双马	29770.11	-49281.8	0	-	0
600318	巢东股份	-2095.55	-46940.4	0	-	0
000885	同力水泥	29107.46	-100874	0	-	0

资料来源：WIND资讯，恒泰证券研发中心

- **水泥产能过剩，加之下游需求减缓，房地产市场与保障房开工及建设情况成为水泥需要的方向标。**随着国家对房地产的调控，2011年2-11月房地产逐月累计投资同比增速放缓，截止2011年11月底，房地产开放投资同比增长29.9%，较1-10月份环比回落0.2个百分点。其中，经济适用房投资同比增长8.1%，90平方米以下的住房投资同比增长33.6%。趋势上看，2011年经济适用房投资累计同比增速发生了逆转，扭转了至2007年以来下降的趋势，而90平方米以下住房累计同比增速保持平稳状态。

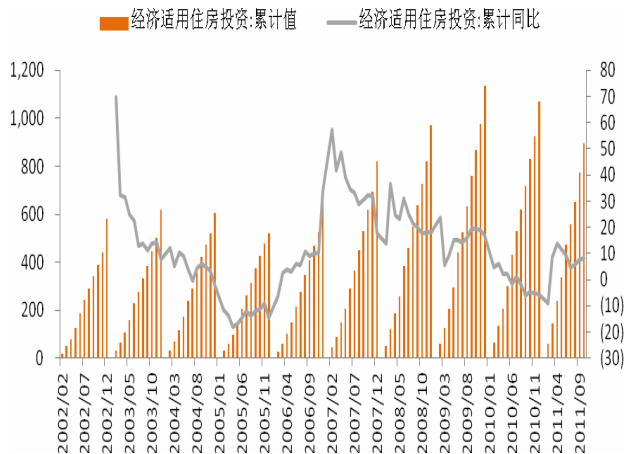
从宏观调控的基调看，2012年国家对房地产的调控力度有所放松的可能性不大。与2011年相比，预计2012年房地产开放投资增量有所减缓。从2012年房地产增量看，保障房将成为重要的推动力。2011年1000万套保障房的开工已全部完成，基本做到1/3的项目做到主体基本完工，1/3的项目进入地上施工阶段，1/3项目进入基础施工阶段。明年保障房开工幅度可能下调20%左右，加之2011年1/3的项目进入地上施工阶段，1/3项目进入基础施工阶段，2012年保障房投资仍值得期待。

房地产施工面积存在明显的“去库存”周期。图22表明，每一次房地产施工面积的大幅度提升，将带来下一次的房地产施工面积的大幅下降。2010年房地产施工面积整体上呈上升趋势，2011年房地产施工面积增速开始下滑，尤其是在资金面紧张的情况下，预计2012年房地产施工面积增速仍将下滑。

图 19：经济适用房住宅投资及增速

单位：亿元，

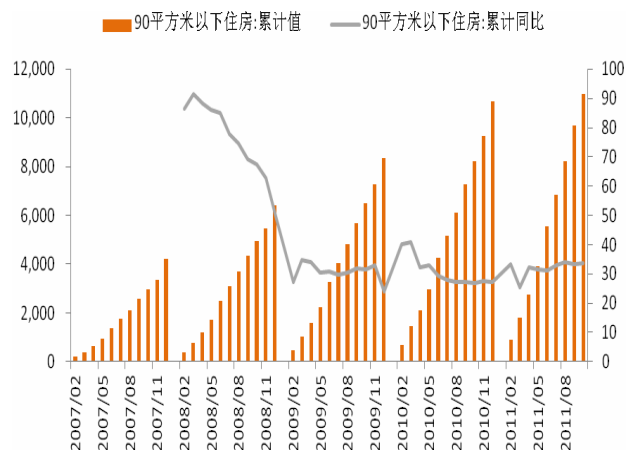
%



数据来源：WIND 资讯 制图：恒泰证券研发中心

图 20：90 平方米以下住房及增速

单位：亿元，%



数据来源：WIND 资讯 制图：恒泰证券研发中心

图 21：经济适用房住宅投资及增速

单位：亿元，

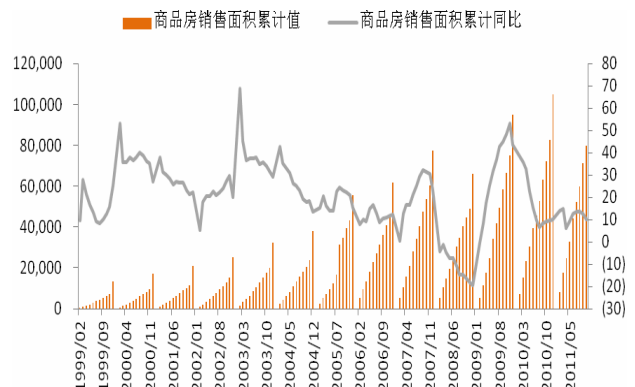
%



数据来源：WIND 资讯 制图：恒泰证券研发中心

图 22：房屋销售面积及增速

单位：万平方米，%



数据来源：WIND 资讯 制图：恒泰证券研发中心

- 结论：2012年水泥需要有待下游市场启动，水泥价格或出现前低后高走势，水泥价格增幅或不大。**在货币政策维稳基调不变及信贷投放规模增幅不大情况下，2012年固定资产投资增速面临放缓风险，今年固定资产投资看点主要围绕国家重点建设项目、保障房开工建设。另外，水泥行业产能过剩已是不争的事实，预计2012年新增熟料产能达2亿吨左右。2012年水泥行业供需端不平衡性或将放大，西南地区 and 西北地区消化新增产能的压力或更大。至2011年下半年以来，水泥价格逐步下降，2012年1月份水泥价格亦出现回落趋势，预计3月份固定资产投资项目陆续开工后水泥价格会有稳步提升的过程。

鉴于以上分析，我们认为水泥板块可关注有区位优势及区域协同效益的上市公司，如塔牌集团、江西水泥、福建水泥、华新水泥、海螺水泥、同力水泥、天山股份。

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：吴俊

联系电话：021-68405275

电子邮件：wujun@cnht.com.cn