

预期刺激反弹，但盈利改善程度制约反弹高度

——水泥行业双周报第 25 期

报告摘要：

申万水泥制造指数（代码：850612）2012 年 5 月 31 日收盘点位为 4773.80，最近双周（5 月 16 日-5 月 31 日）涨幅为 8.47%；同期上证 A 股指数 2012 年 5 月 31 日收盘点位为 2372.24，最近双周涨幅为 -0.11%。水泥指数涨幅跑赢同期上证涨幅 8.58 个百分点。

本双周，水泥行业 PE（整体法、TTM）为 12.2x，相对于沪深 300 溢价率为 1.12，比值比半月前上升 0.11；PB（整体法）为 2.11，相对于沪深 300 溢价率为 1.23，比值比半月前上升 0.12。

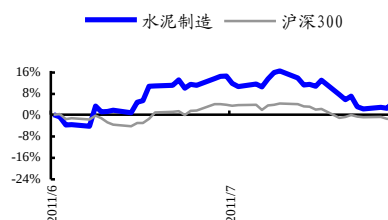
根据数字水泥网信息，我们可以发现，5 月底全国水泥均价为 339 元/吨，环比降幅达到 0.43%，其中 P.C32.5 袋 324 元/吨，P.O42.5 散 353 元/吨。前一周：价格出现变动区域主要集中在福建、湖南和四川的部分地区，调整幅度 10-30 元/吨。后一周：价格出现下跌区域主要集中在浙江、江苏、广东和广西的部分地区、部分企业，幅度 10-30 元/吨。整体来看，5 月份水泥市场表现仍以惨淡收场，按传统进入 6 月中旬以后，随着农忙、梅雨、高考和高温等不利因素影响，水泥需求逐渐转淡，市场压力也将会越来越大。具体分析见正文。

目前山西优混平仓价 770 元/吨，比半月前下降 15 元/吨；大同优混平仓价 820 元/吨，比半月前下降 15 元。

行业策略。我们的观点主要如下：由于宏观经济持续下滑，使得政府政策重心对于稳增长上给予更多关注。市场对于政策刺激的激励预期热情再次被点燃，从而推动上周水泥板块大幅上涨。但是，我们认为，此次刺激无论是背景和力度都和 09 年 4 万亿投资有所差异。从发改委新批项目来看，更多是存量和已规划项目的加快推进批复，而且银行系统和地方政府由于自身偿付能力的制约使得资金的支持力度也不会太大。我们认为大量项目的批复会对接下来的水泥需求有提升作用，但这种水泥需求的边际改善会因目前水泥产能供给释放受到影响，进而对水泥产量、特别是价格的改善程度有限，因此，对于水泥盈利的提升也会有限，所以我们还是对行业保持谨慎态度。目前时点还是关注受益基建复苏较为充分的中西部水泥品种。同时整体来看，2012 年水泥股的投资节奏将持续跟需求紧密关联，政策的放松力度和需求的改善程度将成为布局水泥股的重要考虑因素。建议关注区域景气度有望提升的区域以及今年价格处于相对低位，明年价格同比有望正增长的区域。因此，我们暂时维持水泥行业“同步大势”评级，建议重点关注冀东水泥、同力水泥、祁连山。

风险提示：固定资产投资和宏观经济下滑超预期；房地产调控超预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5.74%	-6.58%	56.23
相对收益	-5.96%	-6.50%	68.54

重点公司

投资评级

相关报告

《水泥行业双周报第 24 期：需求和价格继续回落》

2012-05-16

《水泥行业双周报第 23 期：需求较弱，“限产保价”效果不理想，东部水泥价格再遇压力》

2012-05-08

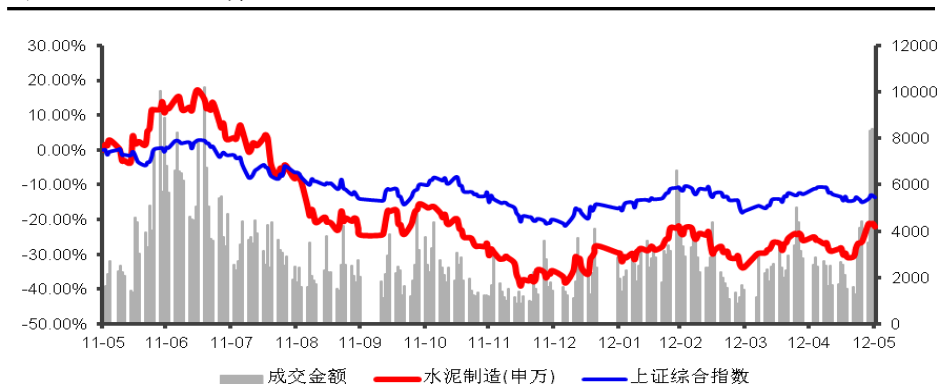
证券分析师：解文杰

执业证书编号：S0550511020012
(021)20361170 xiewj@nesc.cn

1、水泥板块走势及估值情况

1.1、行业指数与上证指数比较

图 1：水泥指数走势



数据来源：wind

申万水泥制造指数（代码：850612）2012 年 5 月 31 日收盘点位为 4773.80，最近双周（5 月 16 日-5 月 31 日）涨幅为 8.47%；同期上证 A 股指数 2012 年 5 月 31 日收盘点位为 2372.24，最近双周涨幅为-0.11%。水泥指数涨幅跑赢同期上证涨幅 8.58 个百分点。

1.2、行业涨跌幅前三名

表 1：近半月涨幅最大前三名及后三名

行业涨跌幅前三名		涨幅	行业涨跌幅后三名		跌幅
1	同力水泥	27.47%	1	ST 当代	-10.21%
2	祁连山	26.07%	2	天山股份	-0.24%
3	江西水泥	25.69%	3	冀东水泥	3.51%

数据来源：wind

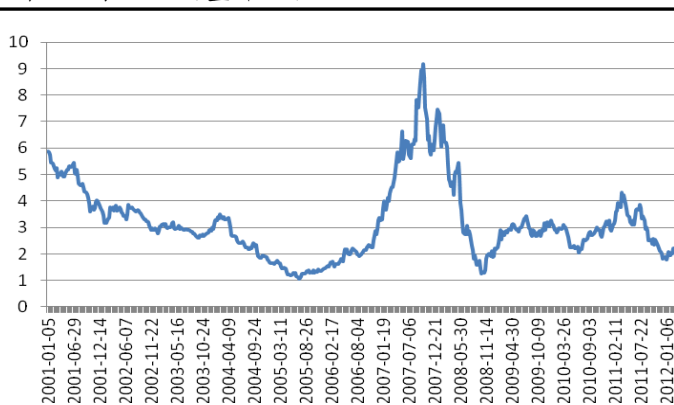
1.3、行业估值变化

图 2：行业 PE（TTM、整体法）



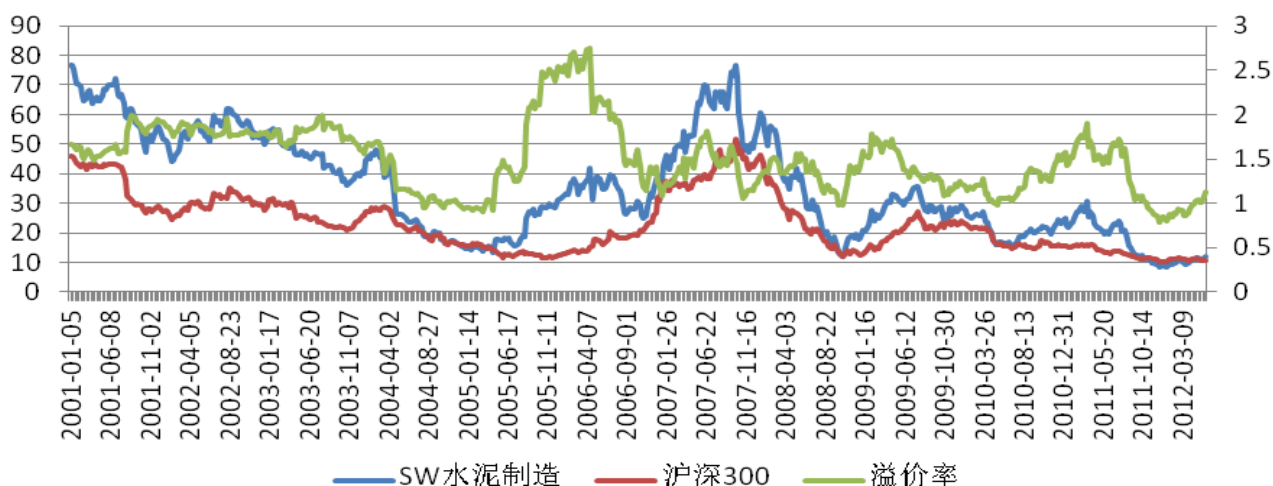
数据来源：wind

图 3：行业 PB（整体法）



数据来源：wind

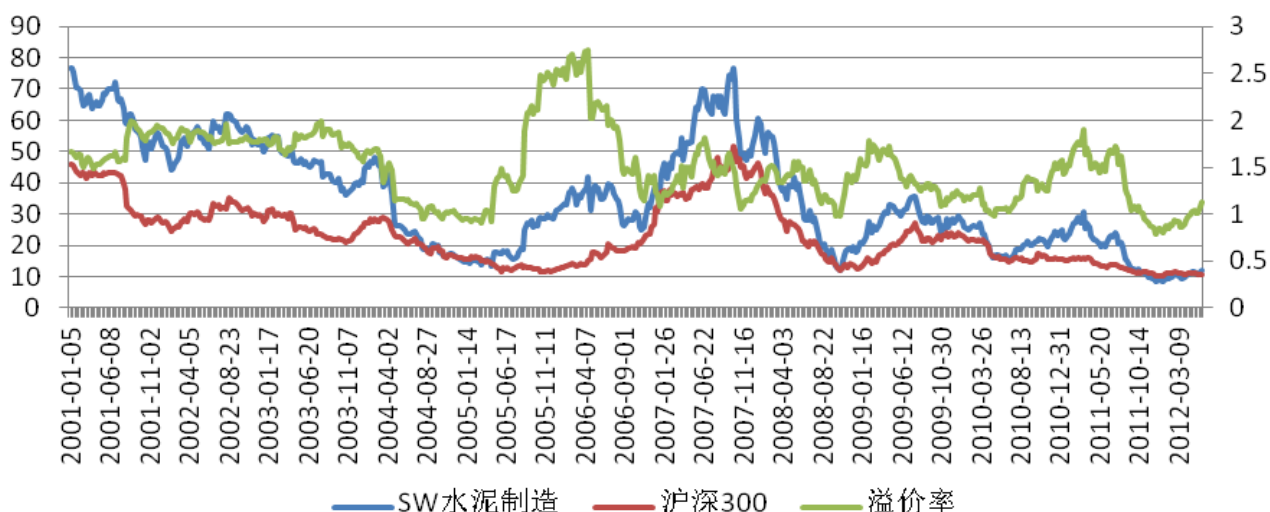
图 4: 水泥行业 PE 对比沪深 300 及溢价率



注: 溢价率这里定义为水泥行业 PE/沪深 300 PE

数据来源: 东北证券整理

图 5: 水泥行业 PB 对比沪深 300 及溢价率



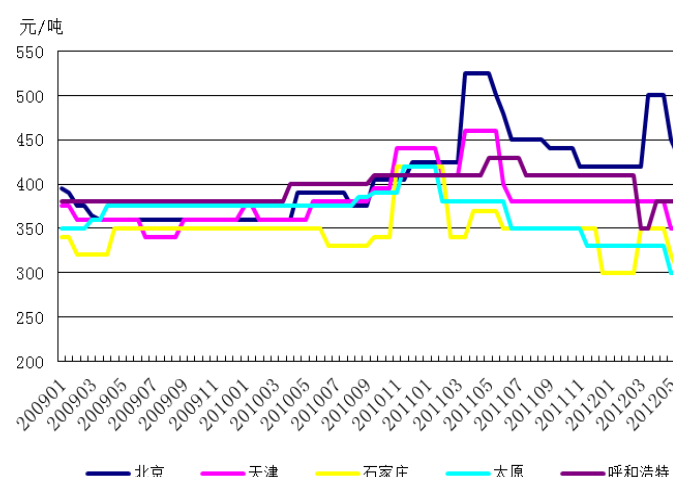
注: 溢价率这里定义为水泥行业 PB/沪深 300 PB

数据来源: 东北证券整理

本双周, 水泥行业 PE (整体法、TTM) 为 12.2x, 相对于沪深 300 溢价率为 1.12, 比值比半月前上升 0.11; PB (整体法) 为 2.11, 相对于沪深 300 溢价率为 1.23, 比值比半月前上升 0.12。

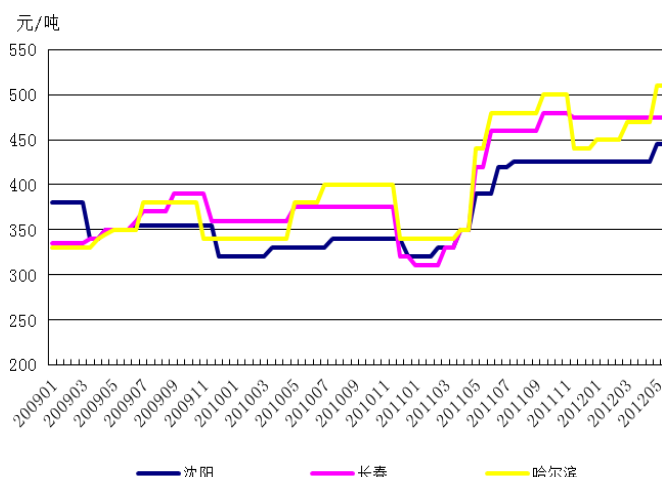
2、国内各主要区域水泥价格变化

图 6：华北各省会城市 P.042.5 水泥价格



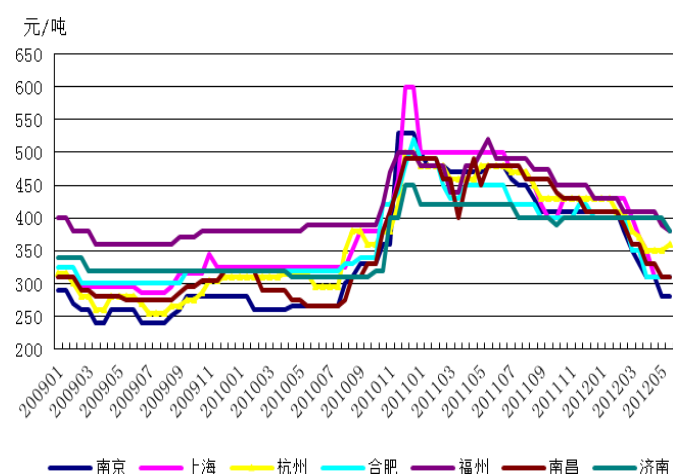
数据来源：东北证券

图 7：东北各省会城市 P.042.5 水泥价格



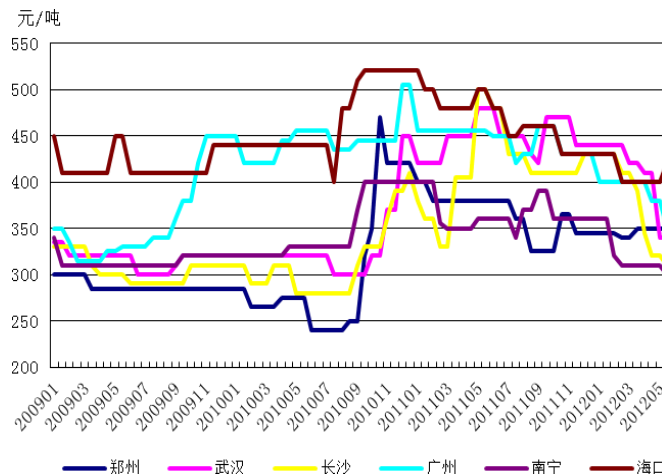
数据来源：东北证券

图 8：华东各省会城市 P.042.5 水泥价格



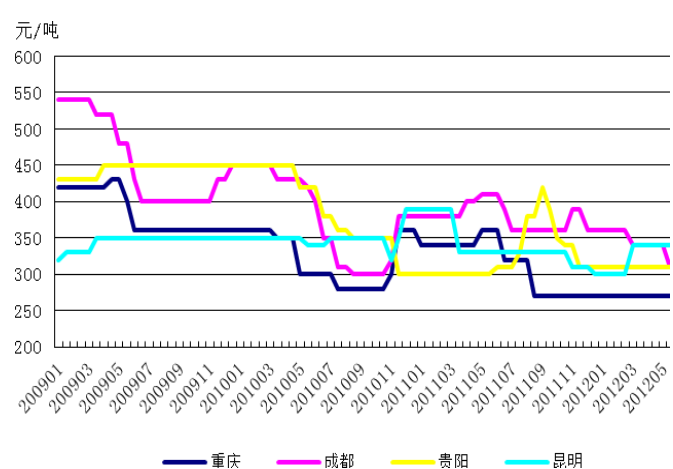
数据来源：东北证券

图 9：中南各省会城市 P.042.5 水泥价格



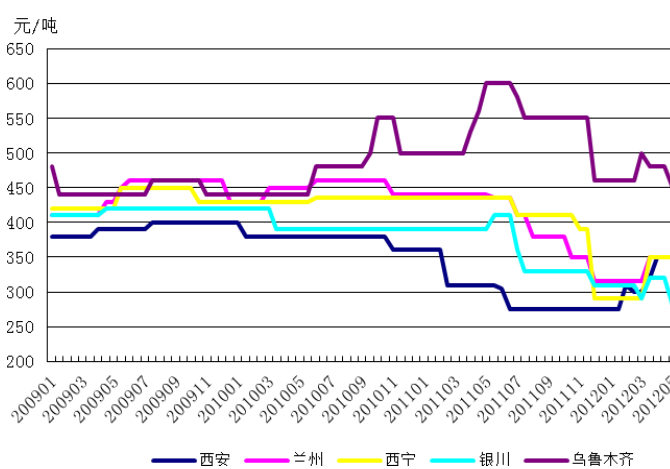
数据来源：东北证券

图 10：西南各省会城市 P.042.5 水泥价格



数据来源：东北证券

图 11：西北各省会城市 P.042.5 水泥价格



数据来源：东北证券

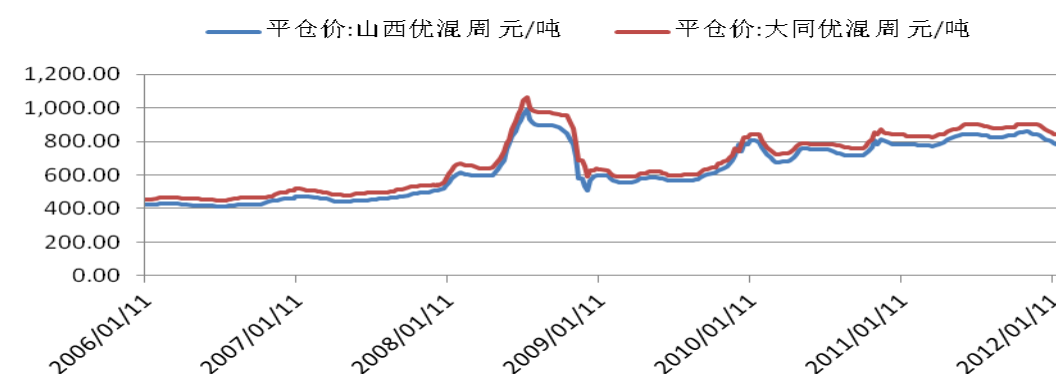
价格信息大致描述 (2012 年 5 月 16 日 — 2012 年 5 月 31 日):

根据数字水泥网信息,我们可以发现,5月底全国水泥均价为339元/吨,环比降幅达到0.43%,其中P.C32.5袋324元/吨,P.O42.5散353元/吨。前一周:价格出现变动区域主要集中在福建、湖南和四川的部分地区,调整幅度10-30元/吨。后一周:价格出现下跌区域主要集中在浙江、江苏、广东和广西的部分地区、部分企业,幅度10-30元/吨。整体来看,5月份水泥市场表现仍以惨淡收场,按传统进入6月中旬以后,随着农忙、梅雨、高考和高温等不利因素影响,水泥需求逐渐转淡,市场压力也将会越来越大。

从原因来看,华东地区价格小幅回落,主要体现福建省,福州、龙岩、泉州等不同地区价格回落10-20元/吨,福州P.O42.5散市场到位价380元/吨,龙岩295元/吨。价格下跌主要原因一是受雨水天气影响,企业发货下降,库存上升;二是山东水泥进入福州以及周边市场,本地企业适当调整价格以抵制。浙江地区后一周价格回调20元/吨,主要是下游需求较弱以及周边区域价格较低,输入量增加所致。浙江省从6月1-6月11日全省所有熟料生产线将停产,缓解供给压力。中南地区价格继续下跌。湖南长沙和周边地区水泥价格出现回落,幅度10-20元/吨,价格下跌主要由于下游需求较弱,本月各企业停产10天仍未能改变供过于求的局面,价格继续寻找底部。广西北部前期受雨水天气和下游需求不振影响,价格已全面跌至成本线附近,现桂林熟料230元/吨,P.C32.5袋装220元/吨,P.O42.5散320元/吨,另据了解,广西南宁地区P.O42.5散出厂价格最低已有250元/吨,广东珠三角水边靠岸价280元/吨,都在成本线附近;西北地区价格平稳,陕西地区因农忙临近,农村市场需求出现萎缩,各大主导企业为维持价格稳定有意6月份减产。甘肃兰州地区在需求向好的情况下有意月底上调水泥价格,平凉地区将会继续保持平稳。

3、 煤炭价格变化

图 12: 秦皇岛动力煤价格



数据来源: 东北证券

目前山西优混平仓价770元/吨,比半月前下降15元/吨;大同优混平仓价820元/吨,比半月前下降15元。

4、 行业和上市公司动态

※ 宏观及行业动态

1、“组合拳”瞄准稳增长，货币政策料继续发力

4月经济数据显示当前经济仍在下行中，内需回升依旧缓慢。国务院总理温家宝近日在湖北考察并与六省负责人一起研究分析当前经济形势时指出，要把稳增长放在更加重要的位置。分析人士认为，政策将打出“组合拳”推动各类资金进场，货币政策也将通过下调存准率等方式持续宽松。若5月份数据进一步恶化，不排除央行下调利率可能。

2、数字水泥快讯：一季度水泥行业利润同比下滑60%

一季度全国水泥产量累计达3.98亿吨，同比增长7.3%；水泥行业实现利润总额55.54亿元，而去年同期这一数字为140.98亿元，同比下滑60%。

3、建材下乡试点扩围，推动水泥等建材消费

国务院总理温家宝日前在湖北考察时强调，把稳增长放在更加重要的位置。他要求，要着力扩大内需，提高经济增长的稳定性和可持续性，完善促进消费的政策措施，抓紧落实节能产品惠民工程，抓紧确定继续支持家电下乡的政策，扩大建材下乡试点范围，增强消费对经济增长的拉动作用。

2010年，山东、宁夏曾被住建部等部门确定为建材下乡试点地区。试点期间，两省区以推动水泥产品下乡为主，鼓励使用散装水泥和预拌混凝土。2011年，建材下乡试点增加了京津沪。参与相关政策制定的人士指出，建材下乡试点范围的扩大是大势所趋，“新农村”建设空间巨大。保守估算，建材下乡会有上千亿元的经济拉动作用。

4、新疆又有7个水泥项目投产

5月29日，记者从自治区建材行办获悉，截止到当日，新疆又有7个水泥项目投产。这7个项目，分别为哈密天山水泥有限责任公司日产5000吨新型干法水泥生产线、库车青松水泥有限责任公司日产5000吨新型干法水泥生产线、库车天山水泥有限责任公司日产5000吨新型干法水泥生产线、奇台新疆蒙鑫水泥有限责任公司日产5000吨新型干法水泥生产线、托克逊三川水泥有限公司日产5000吨新型干法水泥生产线、托克逊圣雄能源开发有限公司日产5000吨新型干法水泥生产线、吐鲁番天山水泥有限责任公司日产3000吨新型干法水泥生产线。

2011年，建成投产新型干法水泥生产线15条，新增水泥生产能力1570万吨。今年，新疆共有40多条新型干法水泥生产线上马，这些新型干法水泥投产后，会明显提高新疆干法水泥的生产比重和生产能力。

※ 公司动态

1、瑞安建业力争年内出售40亿水泥资产

瑞安建业（00983）18日发盈警，该公司行政总裁黄勤道于上海接受媒体访问表示，目前已与多于一位潜在买家洽谈，力争于年内出售与拉法基合营水泥的水泥

企业资产，资产账面值为 40 亿元，惟于出售水泥业务仍面对不少技术上困难。

该公司于中央调控下，过去一年资产周转率不理想。黄勤道表示将会调整公司两大房地产业务比例，增加特殊房地产比例，希望可加快周转速度，以达至早前订立的三年目标。该公司预期于 2014 年税后盈利达 18 亿元。

2、东吴水泥明日起招股净额集资 6510 万元

江苏省南部苏州综合水泥及熟料生产商东吴水泥公布招股详情，发售 1.25 亿股，当中 7500 万股新股，以及 5000 万股由股东发售制销售股份，招股价介乎 1 元-1.28 元，香港公开发售 10%。

按招股价中间价 1.14 元计算，净额集资 6510 万元。集资用途包括 39% 用作收购吴江市合作的混凝土搅拌站；27% 用于吴江市、苏州市区、上海崇明岛及青浦区策略地点建立自营中转站，以强化集团销售网络及完善物流系统及能力；26% 用于升级部分生产设备并购买新的水泥生产设备以取代部分陈旧设施；8% 用于营业资金及一般企业用途。

截至 12 月底止，09 年至 11 年收益分别为 2.92 亿元人民币、3.55 亿元及 4.64 亿元；净利润分别为 1180 万元、3178.6 万元及 8694.4 万元；毛利率分别为 7.9%、13.9% 及 26.3%。

3、海螺水泥拟逾 20 亿元认购青松建化 1.5 亿股增发股

青松建化 5 月 31 日晚公告称，公司与海螺水泥签订了合作框架协议书，后者将认购公司 1.5 亿股非公开发行的股份，认购价格 13.53 元/股，合计金额超过 20 亿元。上述股票的锁定期为 12 个月。

根据合作协议，海螺水泥将在水泥主业的技术、管理、项目建设以及市场整合等方面给予青松建化支持，加快所在区域的水泥市场整合；并将通过青松建化积极促进新疆水泥产业的结构调整，也将共同开发煤炭、石油、天然气等资源项目。青松建化实际控制人农一师承诺，将在煤炭、石油、天然气等资源方面给予青松建化支持，在相关政策支持上向青松建化倾斜，促进其做大做强。

青松建化的非公开发行已于今年 2 月获得证监会发审委核准。公司计划增发不超过 2.62 亿股，发行价格 13.53 元，募集 35.44 亿元，用于投资三个水泥项目。

4、亚洲水泥今年资本开支 15 亿元人民币 料水泥价格下半年回升

亚洲水泥（00743.HK）副执行长林升章表示，首季水泥均价下跌 10% 至约 340 元人民币。5 月水泥价格跌幅减慢，料 6-8 月可稳定下来，基于库存渐被消化，政府放开重点工程，相信第三、四季价格将会回升，预期行业情况相若，有信心可达到今年销量目标 2400 万吨。

他指出，首季水泥毛利率约 20%，整体毛利率按年跌 10 个百分点至 17%。他提到，今年资本开支约 15 亿元，并冀 2015 年产能达到 4000 万吨，料需投资 100 亿元，其中 24 亿元用作兴建第 5 及 6 条生产线，其余用于矿石、码头、新增设备及建设，强调集团有能力控制资金运用，适时对高素质，具竞争力高的企业作出兼并。

（以上信息根据数字水泥、互联网及上市公司公开信息整理）

5、 行业策略观点简述

我们的观点主要如下：由于宏观经济持续下滑，使得政府政策重心对于稳增长上给予更多关注。市场对于政策刺激的激励预期热情再次被点燃，从而推动上周水泥板块大幅上涨。但是，我们认为，此次刺激无论是背景和力度都和 09 年 4 万亿投资有所差异。从发改委新批项目来看，更多是存量和已规划项目的加快推进批复，而且银行系统和地方政府由于自身偿付能力的制约使得资金的支持力度也不会太大。我们认为大量项目的批复会对接下来的水泥需求有提升作用，但这种水泥需求的边际改善会因目前水泥产能供给释放受到影响，进而对水泥产量、特别是价格的改善程度有限，因此，对于水泥盈利的提升也会有有限，所以我们还是对行业保持谨慎态度。目前时点还是关注受益基建复苏较为充分的中西部水泥品种。同时整体来看，2012 年水泥股的投资节奏将持续跟需求紧密关联，政策的放松力度和需求的改善程度将成为布局水泥股的重要考虑因素。建议关注区域景气度有望提升的区域以及今年价格处于相对低位，明年价格同比有望正增长的区域。因此，我们暂时维持水泥行业“同步大市”评级，建议重点关注冀东水泥、同力水泥、祁连山。

表 2：预计 2011 年水泥行业边际供需差情况

	2009	2010	2011E		2012E	
				乐观情况	中性情况	悲观情况
新增产能供给	2.5 亿吨	3.2 亿吨	3 亿吨	2 亿吨	2.5 亿吨	3 亿吨
淘汰落后产能	7000 万吨	1 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨
有效新增供给	1.8 亿吨	2.2 亿吨	1.5 亿吨	0.5 亿吨	1.0 亿吨	1.5 亿吨
需求净增加	2.4 亿吨	2.4 亿吨	2.1 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨
边际供需差	-0.6 亿吨	-0.2 亿吨	-0.6 亿吨	-1.0 亿吨	-0.5 亿吨	0.0 亿吨

注 1：根据最新的资料和判断，我们对相关数据进行了更新

数据来源：东北证券

6、 重点公司盈利及估值情况

表 3：重点公司最新盈利及估值情况

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	PB	投资评级
海螺水泥	17.92	1.16	2.18	2.65	15.45	8.22	6.76	2.05	推荐
冀东水泥	18.83	1.15	1.13	1.47	16.37	16.66	12.81	2.26	推荐
同力水泥	11.83	0.98	0.95	0.96	12.07	12.45	12.32	2.60	推荐
祁连山	13.49	1.03	0.70	0.63	13.10	19.27	21.41	2.31	推荐
华新水泥	16.23	0.71	1.15	1.05	22.86	14.11	15.46	1.95	推荐
金隅股份	8.32	0.7	0.80	1.05	11.89	10.40	7.92	1.74	推荐
塔牌集团	11.20	0.38	0.68	0.55	29.47	16.47	20.36	2.88	推荐
宁夏建材	12.29	2.88	1.47	1.72	4.27	8.36	7.15	1.57	推荐
江西水泥	14.92	0.38	1.27	0.95	39.26	11.75	15.71	3.74	谨慎推荐
青松建化	14.56	0.75	0.97	1.18	19.41	15.01	12.34	2.59	谨慎推荐

天山股份	12.41	1.39	2.31	1.52	8.93	5.37	8.16	1.82	谨慎推荐
------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：东北证券

7、风险提示

- 1、固定资产投资和宏观经济下滑超预期；
- 2、房地产调控超预期。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760