

行业淡季，水泥价格继续回落

——水泥行业双周报（2012.12.10-2012.12.23）

报告摘要：

申万水泥制造指数（代码：850612）2012年12月21日收盘点位为4074.21，近双周涨幅为4.85%；同期上证A股指数2012年12月21日收盘点位为2153.31，近双周涨幅为4.44%。水泥指数涨幅跑赢同期上证涨幅0.41个百分点。本双周，水泥行业PE（整体法、TTM）为17.5x，相对于沪深300溢价率为1.76，比值与两周前基本持平；PB（整体法）为1.80，相对于沪深300溢价率为1.17，比值比两周前基本持平。

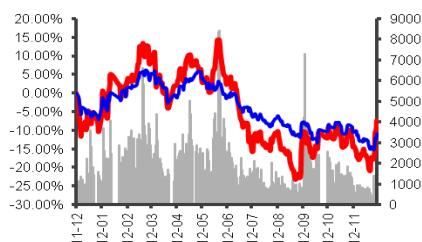
根据数字水泥网信息，我们可以发现，本双周全国水泥均价环比回落1.1%，为328.25元/吨，其中高标P.042.5水泥价格342.17元/吨，低标价格314.33元/吨。前一周：价格下跌的区域主要是上海、福建和浙江部分区域，不同地区价格下调10-30元/吨，广东珠三角熟料价格继续大幅下跌，幅度30元/吨；后一周：价格下跌的区域主要有浙江、福建和湖北等部分地区，不同地区价格下跌10-30元/吨，熟料价格出现回落的有浙江、江苏、江西和广东。具体情况见正文。

目前山西优混平仓价625元/吨，比两周前下降5元/吨；大同优混平仓价660元/吨，比两周前下降15元。

行业策略简述。我们在之前发布的《建材行业2013年投资策略：水泥精选区域，其他新型建材关注政策导向》中对于明年水泥行业的投资策略做了阐述。整体来看，通过相关测算，我们判断明年水泥的新增产能投放压力将有所减轻，水泥供需边际有望好转。水泥行业具有的区域性特点使得局部区域的产能压力和供需边际情况存在一定差异，我们建议可以重点关注华东、华中区域。同时我们预计基建投资复苏将持续，下半年批复的很多项目需求效果将会明年上半年逐步体现，并且明年政府换届完成后，根据经验来看，投资动作上值得期待。目前我们城镇化率比率仍然较低，而东中西部区域之间也存在显著差异，并为水泥需求提供中长期动力。政策层面来看，整体上“稳健货币，积极财政”的政策有助于基建投资项目的稳步实施，同时我们也需密切观察明年信贷的投放力度。估值上，四季度PE、PB有所回升，但目前整体估值纵向来看基本处于相对低位，部分水泥企业即使从产业资本角度来看也具有一定投资价值。鉴于行业明年将出现供需边际转好的趋势，并结合今年以来的水泥股价调整情况和目前的估值情况，我们上调行业评级为“优于大势”。相关公司方面，我们建议重点关注海螺水泥、华新水泥、巢东股份、同力水泥。

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；水泥新增产能投放超预期

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	-13.81%	-14.45%	54.83%

重点公司

投资评级

2012-10-30

证券分析师：解文杰

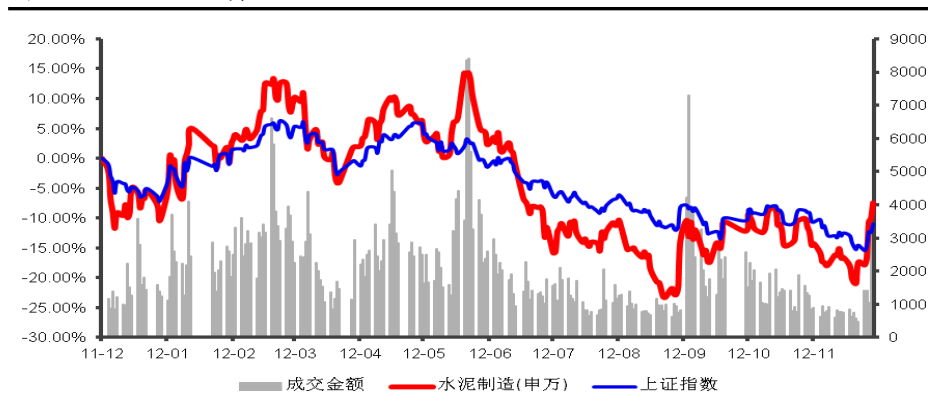
执业证书编号：S0550511020012

(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 12 月 21 日收盘点位为 4074.21，近双周涨幅为 4.85%；同期上证 A 股指数 2012 年 12 月 21 日收盘点位为 2153.31，近双周涨幅为 4.44%。水泥指数涨幅跑赢同期上证涨幅 0.41 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	秦岭水泥	44.53%	1	冀东水泥	0.68%
2	福建水泥	24.58%	2	巢东股份	1.35%
3	ST 狮头	17.08%	3	华新水泥	1.35%

数据来源：wind

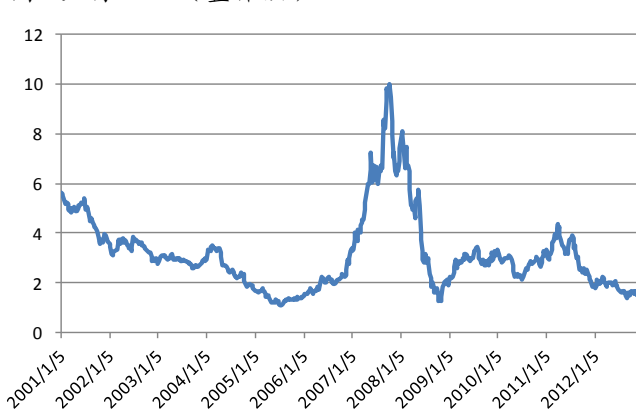
1.3、行业估值变化

图 2：行业 PE（TTM、整体法）



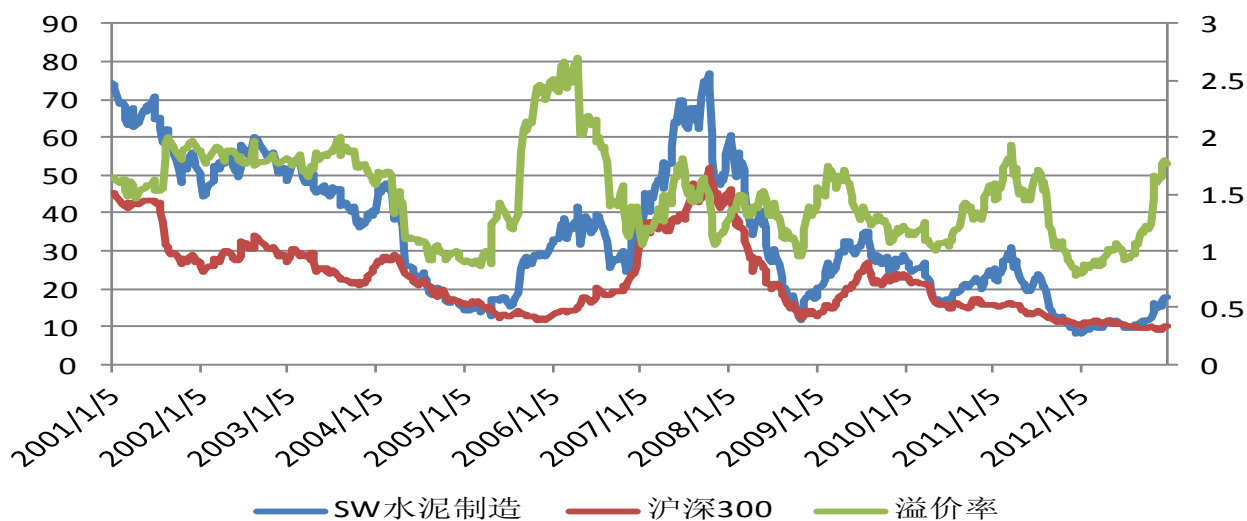
数据来源：wind

图 3：行业 PB（整体法）



数据来源：wind

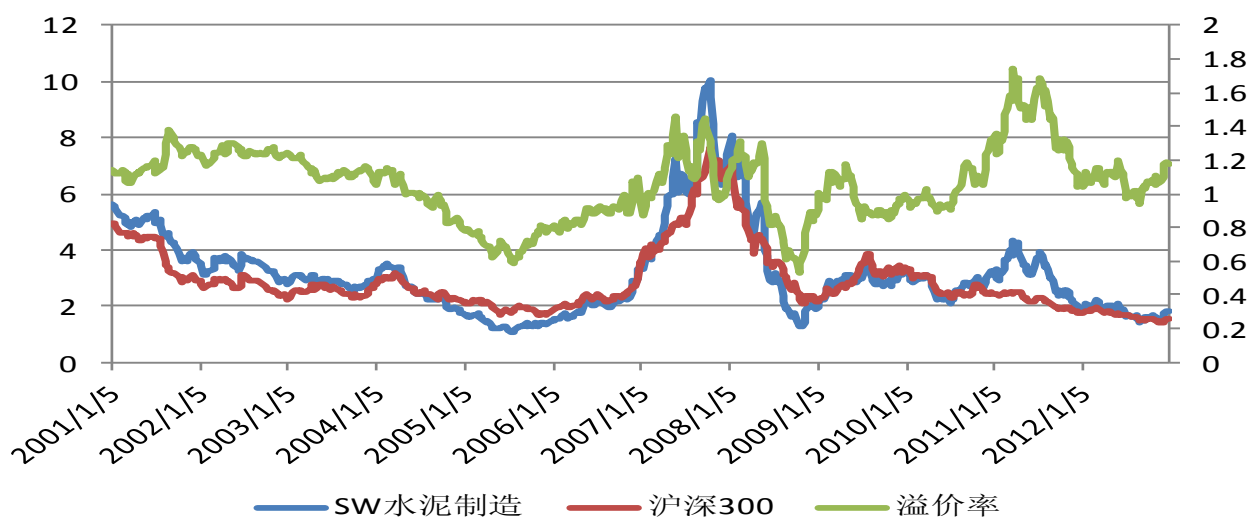
图 4: 水泥行业 PE 对比沪深 300 及溢价率



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



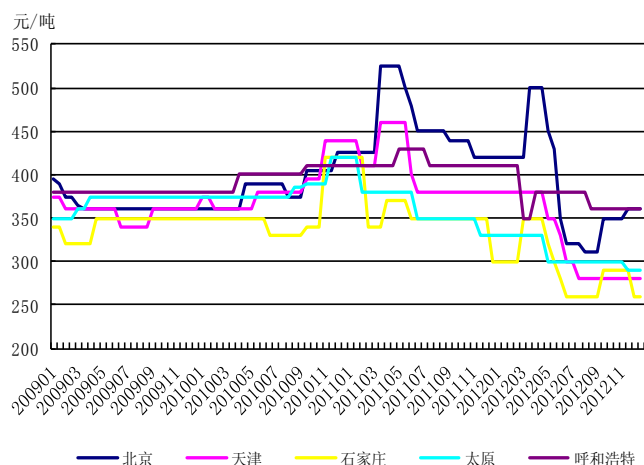
注: 溢价率这里定义为水泥行业 PB/沪深 300 PB

数据来源: 东北证券整理

本双周, 水泥行业 PE (整体法、TTM) 为 17.5x, 相对于沪深 300 溢价率为 1.76, 比值与两周前基本持平; PB (整体法) 为 1.80, 相对于沪深 300 溢价率为 1.17, 比值比两周前基本持平。

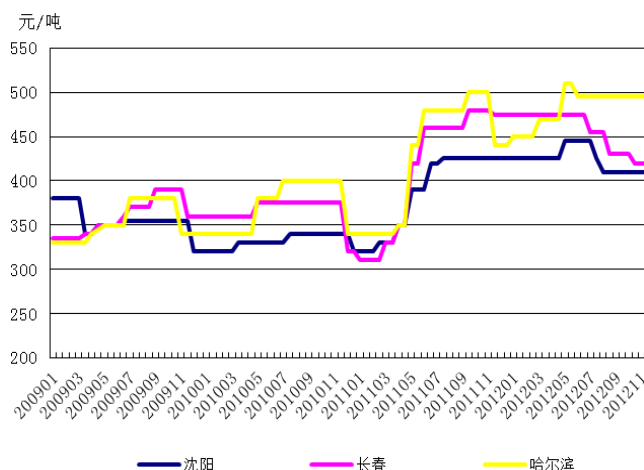
2、国内各主要区域水泥价格变化

图 6：华北各省会城市 P.042.5 水泥价格



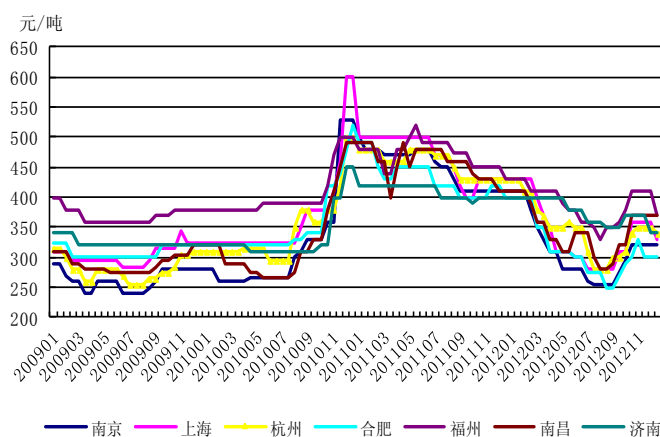
数据来源：东北证券

图 7：东北各省会城市 P.042.5 水泥价格



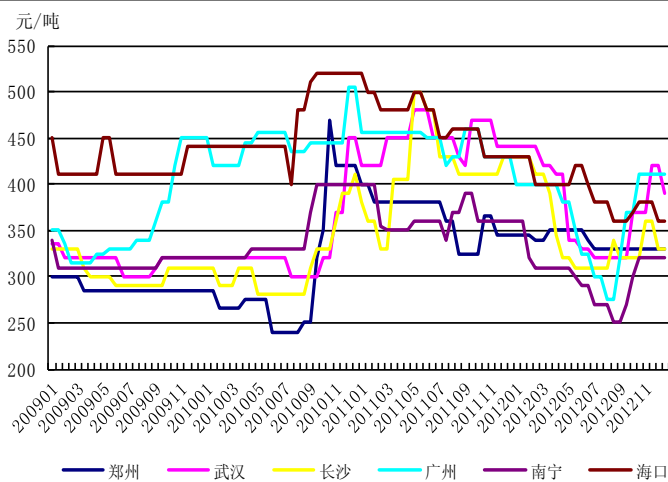
数据来源：东北证券

图 8：华东各省会城市 P.042.5 水泥价格



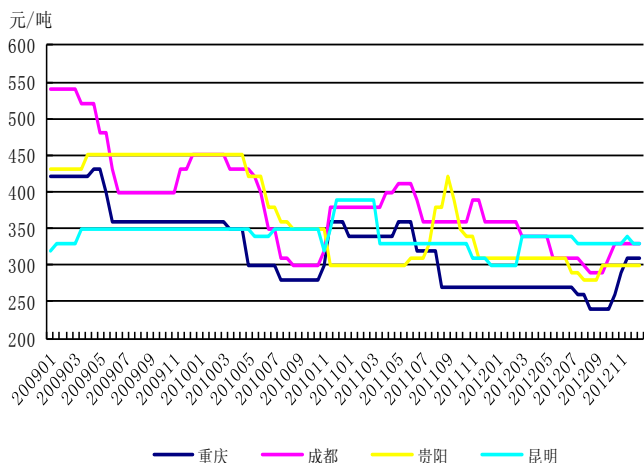
数据来源：东北证券

图 9：中南各省会城市 P.042.5 水泥价格



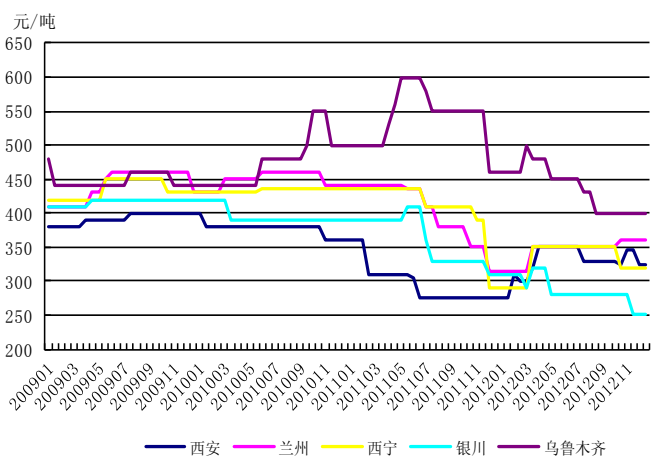
数据来源：东北证券

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 12 月 10 日 — 2012 年 12 月 23 日）：

根据数字水泥网信息，我们可以发现，本双周全国水泥均价环比回落 1.1%，为 328.25 元/吨，其中高标 P.042.5 水泥价格 342.17 元/吨，低标价格 314.33 元/吨。前一周：价格下跌的区域主要是上海、福建和浙江部分区域，不同地区价格下调 10-30 元/吨，广东珠三角熟料价格继续大幅下跌，幅度 30 元/吨；后一周：价格下跌的区域主要有浙江、福建和湖北等部分地区，不同地区价格下跌 10-30 元/吨，熟料价格出现回落的有浙江、江苏、江西和广东。

分区域来看：

华北地区价格继续在底部持稳。受大范围降雪、降温影响，工程多数进入停工状态，仅少数收尾工程仍在继续，水泥需求大幅萎缩，河北水泥企业将库存填满后开始陆续停产。

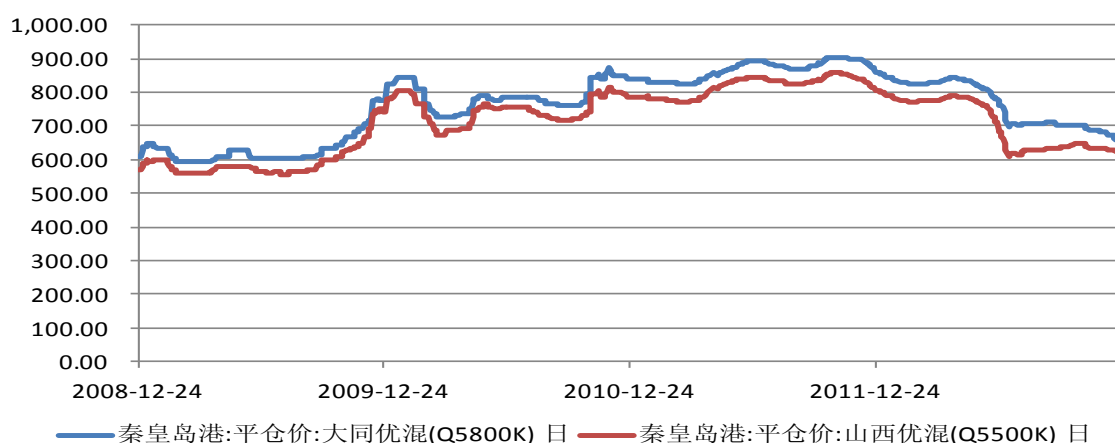
华东地区价格持续回落。整体来看，进入 12 月份雨水天气结束后，由于下游需求恢复平淡，加上外来水泥竞争和企业库存不断上升，致使部分区域价格出现回落。浙江杭州地区虽然各大主导企业对外报价平稳，但私下都已下调，现 P.042.5 散送到搅拌站价格为 340-345 元/吨。价格下调原因：一是年底临近，企业冲量动力较大；二是前期停产生产线都全部恢复生产，供给增加，库存高位；三是价格相对高位有一定下调空间。受上海和浙江周边区域水泥价格下跌影响，江苏南京市场价格也有下跌趋势，但通过各大主导企业协商后，决定 12 月底前力争将水泥价格保持稳定。另据了解，为避免熟料价格跌回最低谷，春节前期南京以及周边地区水泥企业有停产计划，估计时间 30-35 天。江西省受雨水和低温天气影响，下游市场需求明显减少，各企业库存上升 60%-70%，再加上沿江市场熟料价格走低，江西省内熟料价格也出现 10-20 元/吨回落，水泥价格保持平稳。

中南地区价格出现回落。湖北武汉以及鄂东地区水泥价格回落明显，较前期相比回落 20-30 元/吨。价格回落原因：一方面是前期价格上涨较高，重庆低价水泥和熟料进入增加，另一方面长三角价格走低和年底临近企业都有增加销量的心态，致使水泥市场成交价格出现回落。广东珠三角地区熟料价格继 11 月 21 日大幅下跌 30-40 元/吨后，本双周熟料价格再次大幅回落 30 元/吨，价格下跌主要原因：一是受之前低等级水泥价格下跌影响，粉磨站利润空间被压缩，寻找低价熟料；二是近期省内有 4 条新增熟料生产线相继投产，供给增加并且价格偏低。企业协同重点是维护高等级水泥价格稳定，低等级水泥和熟料价格相对是公开竞争，从获得最新消息看，已有企业熟料价格再次下调 20-25 元/吨，其他企业跟进只是时间问题，下周开始熟料到位价将会跌至 270 元/吨，企业出厂价 220-240 元/吨。熟料价格持续三次下调，后期一定会影响到高标号价格，至于能否持续维持在 400 元/吨高位，需要看后期企业采取何种措施。

其他区域价格保持稳定。

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 625 元/吨, 比两周前下降 5 元/吨; 大同优混平仓价 660 元/吨, 比两周前下降 15 元。

4、 行业和上市公司动态

※ 宏观及行业动态

1、 1-11 月份全国累计水泥产量增速为 7.5 %

国家统计局公布 11 月份全国水泥产量 20108 万吨, 同比增长 9.4 %, 1-11 月份累计水泥产量 200836 万吨, 同比增长 7.5 %。

2012 年 1-11 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 326236 亿元, 同比名义增长 20.7 %, 增速与 1-10 月份持平。从环比看, 11 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 1.26 %。

2012 年 1-11 月份, 全国房地产开发投资 64772 亿元, 同比名义增长 16.7 %, 增速比 1-10 月份提高 1.3 个百分点。其中, 住宅投资 44606 亿元, 增长 11.9 %, 增速提高 1.1 个百分点, 占房地产开发投资的比重为 68.9 %。

2、 前 10 个月水泥行业利润 438 亿元 10 月单月利润最高

2012 年 1-10 月份水泥行业累计实现利润 438 亿元, 同比增长-47.22%。其中 10 月份单月实现利润 79 亿元, 是今年以来单月利润最高的一个月。从省来看, 山东、河南、安徽位居行业利润前三, 合计实现 150 个亿, 占全国利润的 34 %。重庆、贵州、上海、北京、宁夏全行业亏损, 其中重庆亏损最为严重接近 5 个亿。

※ 公司动态

1、 天山股份拟 9 亿元追加投资两水泥项目

新疆天山水泥股份有限公司发布系列投资公告称, 其全资子公司阜康天山水泥有限

责任公司、洛浦天山水泥有限责任公司拟 8.87 亿元追加投资两条水泥生产项目。此外，天山股份另一家全资子公司阿克苏天山多浪水泥有限责任公司拟投资 0.98 亿元建设年产石灰质原料 200 万吨石灰石矿山项目。上述三项投资总计达 9.85 亿元。

2、祁连山拟设立两全资子公司建设商砼项目

祁连山发布公告称，公司决定分别在天水市甘谷县六峰工业园区、兰州新区中川镇建设双 180 预拌商品混凝土生产线项目。为此公司决定设立全资子公司甘谷祁连山商砼有限公司、中川祁连山商砼有限公司，以上述公司为主体建设上述两项目。

3、金隅完成水泥产业环保转型

在水泥产能严重过剩的背景下，北京金隅集团昨日在“全面布局环保产业与转型”发布会上表示，集团已将传统水泥产业转变为“水泥制备、协同处废、余热发电及下游产业几位一体的生态环保型新兴产业。”

金隅集团旗下 7 工厂和 9 条生产线逐步转型，先后建成可处理工业固体废弃物、城市污泥、城市垃圾等多条无害化处置示范线。据有关部门预测，金隅集团在京 9 条水泥生产线可消纳全市每年产生的几乎所有废弃物，协同政府创建无垃圾公害城市成为现实。

4、四川峨胜水泥 2×4600t/d 熟料生产线烟气脱硝系统投运

2012 年 11 月 28 日，由丹麦弗洛微升提供技术支持、洁华控股股份有限公司承建的四川峨胜水泥集团 2×4600t/d 熟料生产线烟气脱硝系统通过试生产考核、正式投入运行。该系统是国内首套 4600 吨新型干法水泥生产线双线共建的烟气脱硝工程，烟气处理量达 105 万 m³/h，为国内已建成的最大规模的水泥窑烟气脱硝系统。工程投入运行后，将实现年减排氮氧化物约 3500 吨。

（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

我们在之前发布的《建材行业 2013 年投资策略：水泥精选区域，其他新型建材关注政策导向》中对于明年水泥行业的投资策略做了阐述。整体来看，通过相关测算，我们判断明年水泥的新增产能投放压力将有所减轻，水泥供需边际有望好转。对于供需、估值的观点基本为，供给端：1、市场对于供给面的忧虑可以理解，整体来看，存量产能压力依然庞大，去产能化道路依然艰巨，这将在一定程度上制约行业的赢利回升程度；2、但是同时我们也应该看到水泥新增产能压力相比今年有所减轻，水泥行业具有的区域性特点使得局部区域的产能压力和供需边际情况存在一定差异，根据我们的测算，明年华东、华中地区的新增水泥产能供给压力较轻，可以重点关注。需求端：1、我们预计今年下半年基建投资复苏将持续，下半年批复的很多项目经过立项—招投标—实施，大概需要半年的期限，我们认为需求效果将会明年上半年逐步体现；2、明年政府换届完成后，根据经验来看，投资动作上值得期待，特别是以轨交等代表的市政投资方面投资或将回升。整体来看，目前我

们城镇化率比率仍然较低，而东中西部区域之间也存在显著差异，未来具有提升潜力，我们认为新型城镇化建设的推进将带来较大规模的基础设施建设和公共服务建设，并为水泥需求提供中长期动力。政策层面来看，整体上“稳健货币，积极财政”的政策有助于基建投资项目的稳步实施，同时我们也需密切观察明年信贷的投放力度。估值来上，四季度 PE、PB 有所回升，但目前整体估值纵向来看基本处于相对低位，部分水泥企业即使从产业资本角度来看也具有一定投资价值。

鉴于行业明年将出现供需边际转好的趋势，并结合今年以来的水泥股价调整情况和目前的估值情况，我们上调行业评级为“优于大市”。相关公司方面，我们建议重点关注海螺水泥、华新水泥、巢东股份、同力水泥。

表 2：预计 2013 年水泥行业边际供需差情况

	2009	2010	2011	2012E	2013E
新增产能供给	2.5 亿吨	3.2 亿吨	2.7 亿吨	2.5 亿吨	1.8 亿吨
淘汰落后产能	0.7 亿吨	1 亿吨	1 亿吨	0.8 亿吨	0.6 亿吨
有效新增供给	1.8 亿吨	2.2 亿吨	1.7 亿吨	1.7 亿吨	1.2 亿吨
需求净增加	2.4 亿吨	2.4 亿吨	2 亿吨	1.4 亿吨	1.4 亿吨
供需边际差	(0.6) 亿吨	(0.2) 亿吨	0.3 亿吨	0.3 亿吨	(0.2) 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、 重点关注公司盈利及估值情况

表 3：重点关注公司最新盈利及估值情况

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
海螺水泥	18.21	2.19	1.16	1.45	8.32	15.70	12.56	2.08	推荐
华新水泥	14.20	1.15	0.45	0.66	12.35	31.56	21.52	1.78	推荐
同力水泥	11.67	0.95	0.81	0.85	12.28	14.41	13.73	2.38	推荐
巢东股份	10.51	1.20	0.35	0.68	8.76	30.03	15.46	3.05	推荐

数据来源：东北证券，数据根据最新情况进行更新

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；
- 3、水泥新增产能投放超预期。

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所涉及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国内使用，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