

需求尚未正式启动, 关注地产调控对预期变化的影响

——水泥行业双周报 (2013.2.11-2013.2.24)

报告摘要:

申万水泥制造指数 (代码: 850612) 2013 年 2 月 22 日收盘点位为 4203.04, 近双周涨幅为-11.96%; 同期上证 A 股指数 2013 年 2 月 22 日收盘点位为 2314.16, 近双周涨幅为-4.86%。水泥指数涨幅跑输同期上证涨幅 7.1 个百分点。本双周, 水泥行业 PE (整体法、TTM) 为 18.3x, 相对于沪深 300 溢价率为 1.71, 比值与两周前下降 0.14; PB (整体法) 为 1.85, 相对于沪深 300 溢价率为 1.13, 比值比两周前下降 0.05。

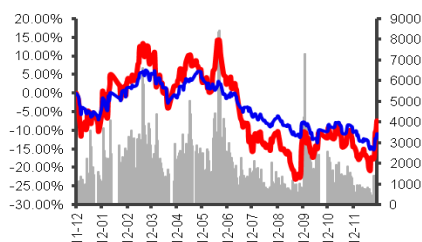
根据数字水泥网信息, 我们可以发现, 春节后第一周全国水泥市场价格出现下滑, 为 313.33 元/吨, 其中高标 P.042.5 水泥价格 326.83 元/吨, 低标价格 299.83 元/吨。价格下跌的区域主要集中在江西、江苏南京、安徽巢湖、马鞍山, 广西和湖北地区, 不同地区价格下跌 20-40 元/吨。具体情况见正文。

目前山西优混平仓价 620 元/吨, 与两周前基本持平; 大同优混平仓价 655 元/吨, 与两周前基本持平。

行业策略简述。本双周, 水泥行业指数遭遇较大跌幅, 我们认为原因主要有: 1、“国五条”的颁布预示国家新一轮房地产调控政策的出台, 市场普遍预期相关细则和跟进措施后续也会陆续颁布, 而房地产作为影响水泥需求的重要因素, 其政策的变化无疑对水泥股价影响甚大; 2、春节刚过工人普遍还没有返回工地, 各地建筑工程市场基本没有启动, 有待 3 月以后需求逐步起来; 3、本周逆回购到期量规模较大, 央行进行资金回笼, 对市场情绪也有所影响。后续我们认为随着天气继续转暖, 建筑工程市场逐步启动, 需求有望逐步进入旺季, 将对价格有提升作用。但是房地产后续调控的进展和程度将成为我们判断下一步水泥需求的重要参考。整体上我们维持对 13 年水泥行业看好的判断, 特别是供给方面由于 13 年水泥新增产能投放压力将有所减轻, 水泥供需边际有望好转, 而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。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和地产调整措施。我们维持行业“优于大势”评级, 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	-14.47%	-25.97%	43.29%

重点公司

投资评级

2012-11-28

证券分析师: 解文杰

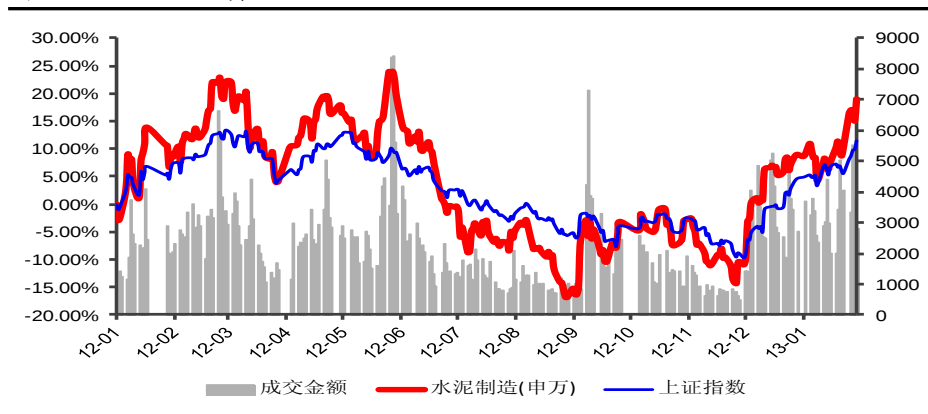
执业证书编号: S0550511020012

(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）2013 年 2 月 22 日收盘点位为 4203.04，近双周涨幅为-11.96%；同期上证 A 股指数 2013 年 2 月 22 日收盘点位为 2314.16，近双周涨幅为-4.86%。水泥指数涨幅跑输同期上证涨幅 7.1 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	2.99%	1	巢东股份	-17.68%
2	四川金顶	-1.23%	2	华新水泥	-15.05%
3	ST 狮头	-2.72%	3	祁连山	-14.40%

数据来源：wind

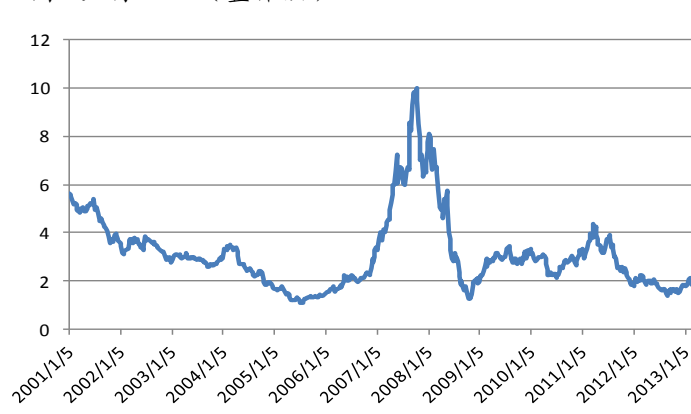
1.3、行业估值变化

图 2：行业 PE（TTM、整体法）



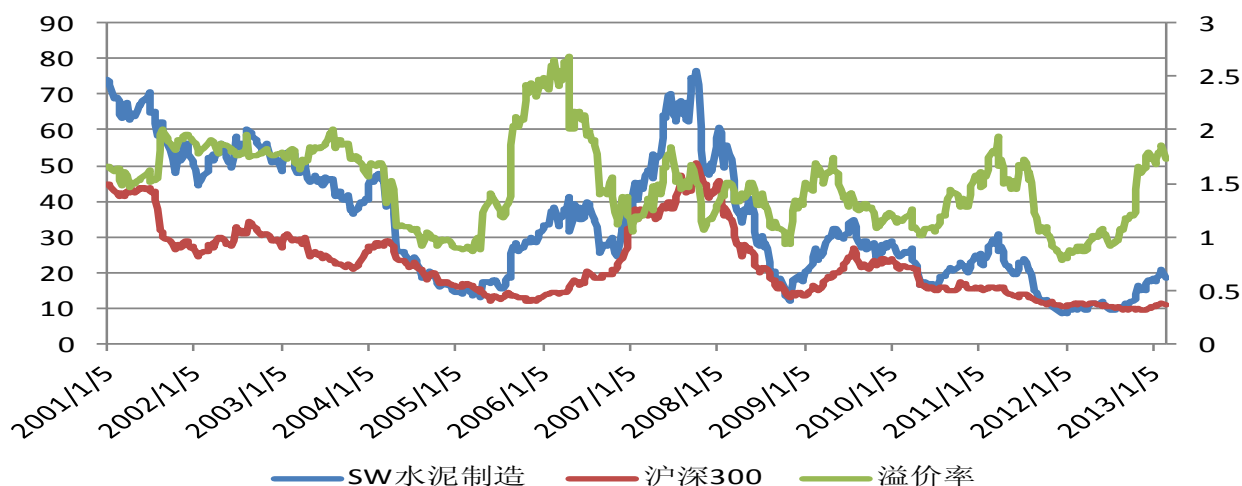
数据来源：wind

图 3：行业 PB（整体法）



数据来源：wind

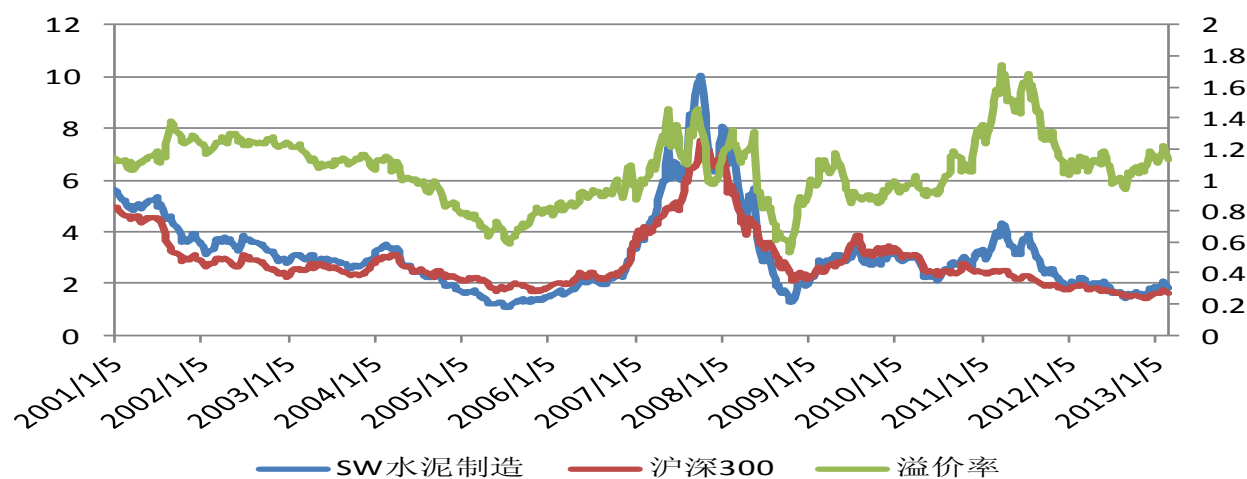
图 4: 水泥行业 PE 对比沪深 300 及溢价率



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



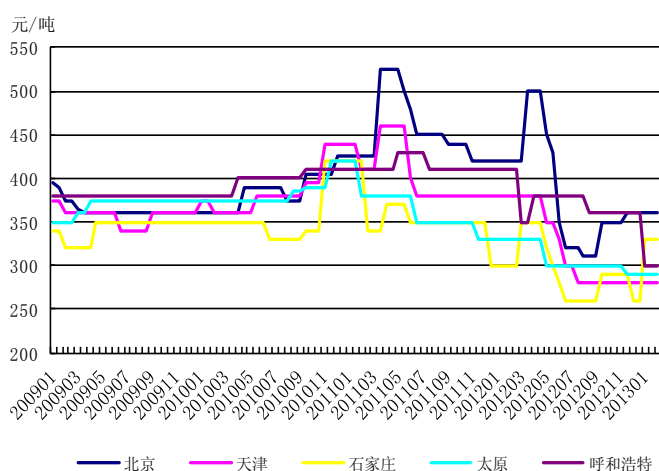
注: 溢价率这里定义为水泥行业 PB/沪深 300 PB

数据来源: 东北证券整理

本双周, 水泥行业 PE (整体法、TTM) 为 18.3x, 相对于沪深 300 溢价率为 1.71, 比值与两周前下降 0.14; PB (整体法) 为 1.85, 相对于沪深 300 溢价率为 1.13, 比值比两周前下降 0.05。

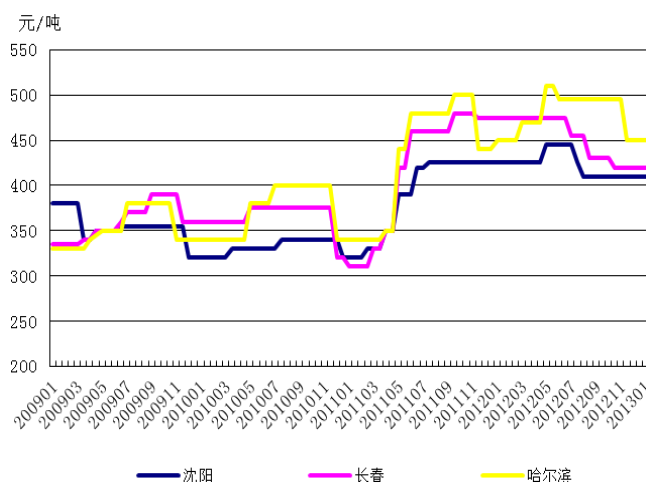
2、国内各主要区域水泥价格变化

图 6：华北各省会城市 P.042.5 水泥价格



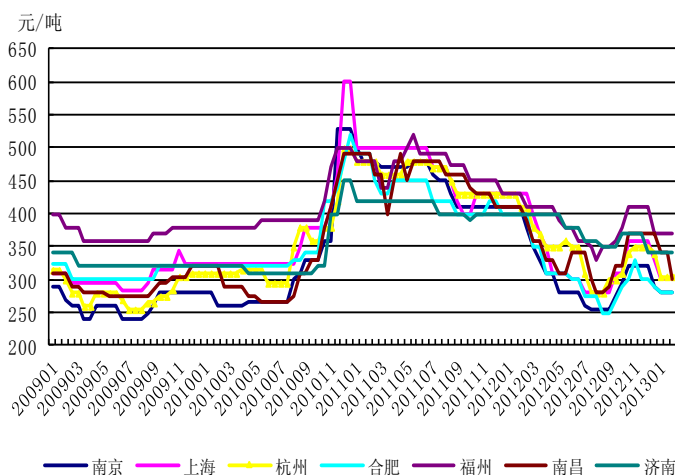
数据来源：东北证券

图 7：东北各省会城市 P.042.5 水泥价格



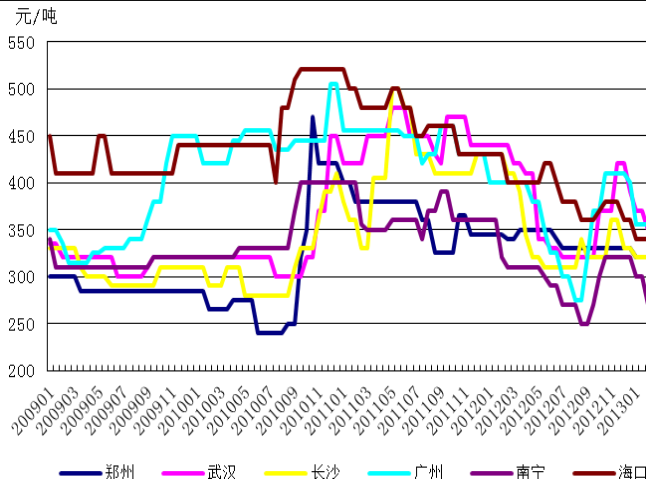
数据来源：东北证券

图 8：华东各省会城市 P.042.5 水泥价格



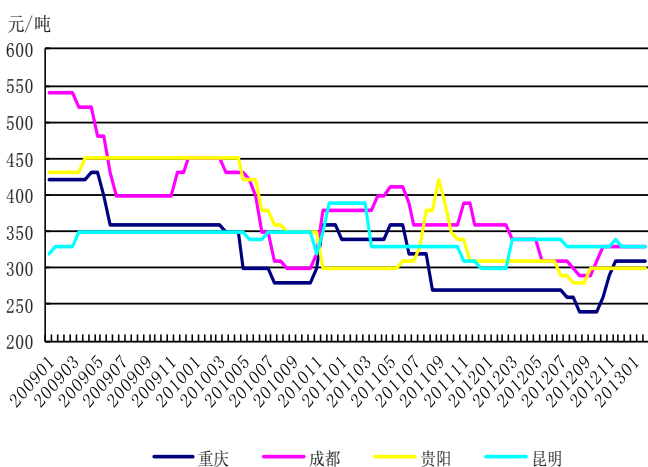
数据来源：东北证券

图 9：中南各省会城市 P.042.5 水泥价格



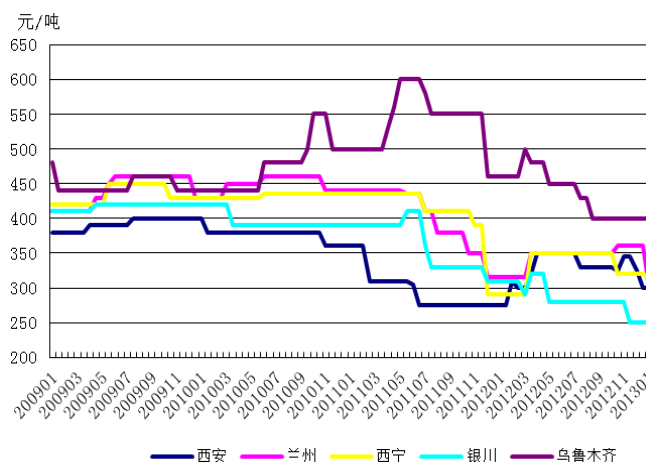
数据来源：东北证券

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（2013 年 2 月 11 日 — 2013 年 2 月 22 日）：

根据数字水泥网信息，我们可以发现，春节后第一周全国水泥市场价格出现下滑，为 313.33 元/吨，其中高标 P.042.5 水泥价格 326.83 元/吨，低标价格 299.83 元/吨。价格下跌的区域主要集中在江西、江苏南京、安徽巢湖、马鞍山，广西和湖北地区，不同地区价格下跌 20-40 元/吨。价格下跌主要原因：一方面春节前后部分区域个别企业持续生产，库存增加明显；另一方面春节刚过便遭遇雨雪天气，下游寻货较少，龙头企业急于降库存抢占市场份额致使部分区域价格出现回落。从下游调查情况看，春节刚过建筑工程尚未启动，高等级水泥成交量较少；粉磨站和门市仓储用户采购已经开市，所以本周熟料和低等级袋装水泥销售提前恢复。

分区域来看：

华北地区价格稳定。京津冀地区建筑工程仍处于停工阶段，水泥价格也都维持节前水平。北京地区主导企业已经确定自 2 月 26 日起，执行节前调价政策，P.042.5 散到位价不低于 390 元/吨，仅针对不同预付款大客户有一定优惠；天津企业继续观望中，暂时维持节前低价，等待周边市场明朗后再调整；河北地区差异明显，唐山地区大中型企业继续执行停产，熟料执行高价销售，水泥报价因市场需求未启动，高低不一，小型企业销售农村市场仍执行春节前低价格。

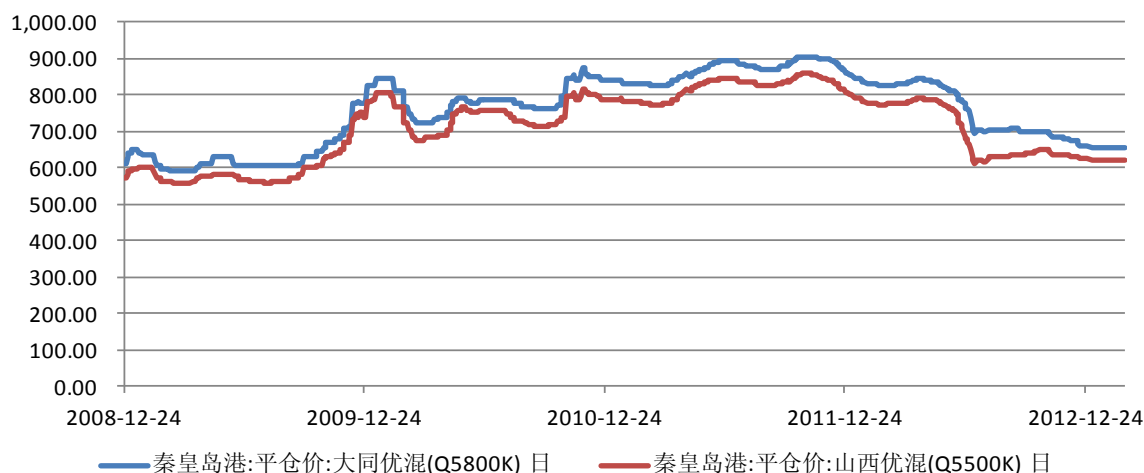
华东地区价格下跌。春节刚过，华东地区部分市场水泥价格出现下跌，幅度 20-40 元/吨。其中，江西省价格下跌幅度最大，较前期相比下跌 40 元/吨，南昌、九江、弋阳、分宜等地价格出现回落，价格下跌原因是由于节前江西水泥价格较周边地区价格略高，为缩小价差，个别企业在 2 月 6 日便先行下调价格，由于春节期间无实际需求多数企业未跟进，春节过后企业跟进调整。上海、南京以及安徽马鞍山低标号价格下调 10-20 元/吨，主要是龙头企业为抢占市场份额，刺激门市仓储客户采购积极性。安徽巢湖地区袋装水泥价格普遍下调 25 元/吨，主要为了迎合农村市场需求启动，高标号稳定。春节前停产生产线继续停产中，估计下周将会陆续恢复生产，熟料价格保持稳定，企业熟料库存普遍在 50%-60%，少部分企业春节期间未停车，库存略高在 70% 以上。

中南地区价格回落。主要体现在广西和湖北两地，广西地区水泥价格下调 30-40 元/吨，南宁市场 P.042.5 散主流价格回落至 270 元/吨，广西地区与去年春节过后较为相似，为抢份额、增销量开市便大幅下调价格，短期看只是农村低标号需求有增加，其他建筑工程仍处停工阶段，价格下跌并未刺激出有效需求。湖北鄂东以及武汉市场价格回落 20 元/吨，主要是受雨雪天气和高库存压力影响，部分企业继续执行停产，有的企业因前期库位低已提前恢复。广东珠三角价格春节前后第一周保持平稳，但受广西价格大幅下跌影响，经销商多数是持观望心态，等待价格下跌再下订单；反观熟料销售启动较早，由于价格在底部，多数粉磨站大量囤货，大企业熟料库位较低，在 50% 左右，个别较低仅在 40%，其他的中型企业熟料库存相对略高在 60%-80%，两广地区水泥价格后期有继续下跌的趋势。

其他东北、西北和西南地区水泥市场价格变动较小，均以平稳为主。

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 620 元/吨, 与两周前基本持平; 大同优混平仓价 655 元/吨, 与两周前基本持平。

4、 行业和上市公司动态

※ 宏观及行业动态

1、 1 月新增信贷破万亿创 3 年新高

2013 年首月信贷数据出炉, 1 月信贷投放提速。

央行近日公布的数据显示, 1 月末新增人民币贷款 1.07 万亿元, 同比多增 3340 亿元。而这一数字创下了 2010 年 2 月以来新高, 2010 年 1 月新增信贷 1.39 万亿元。

2、 央行本周净回笼 9100 亿元创记录, 不改流动性宽裕

人民银行于本周四(2 月 21 日)以利率招标方式开展了总额 200 亿元的正回购操作。其中 28 天期正回购 100 亿元, 中标利率为 2.75%, 91 天期正回购 100 亿元, 中标利率为 3.05%, 没有实施逆回购操作。加上周二实施的 300 亿元正回购, 以及本周有 8600 亿元的逆回购到期, 本周实现资金净回笼达 9100 亿元, 再创历史新高。

据数据显示, 本周(2 月 18 日-2 月 22 日)央行公开市场操作将有 8600 亿元逆回购到期, 其中 2 月 19 日将有 4500 亿元逆回购到期, 2 月 21 日将有 4100 亿元到期。逆回购到期规模为公开市场操作历史上单周最高水平。

3、 江西省水泥产能已达 1.04 亿吨

2012 年 1-12 月江西省水泥产能为 74209447.2 吨, 增长率达 6.99%。其中, 12 月份水泥产量 7423958.3 吨, 增长率达 15.24%。

江西省建材产业 2012 年实现主营业务收入 1060 亿元人民币, 同比增长 14.2%, 成为全省第 6 个主营业务收入过千亿元的产业。

江西省近年建材产业围绕工业三年强攻和战略性新兴产业发展，抓布局、调结构、促项目、引重组，加快产业转型升级，产业集中度不断提高。全省水泥工业已形成赣东北、赣北、赣南、赣西四个水泥（熟料）产区（基地），总产能达到 1.04 亿吨。万年青、南方、亚东、海螺、红狮 5 家水泥企业先后重组 40 多家水泥企业，产业已占全省水泥总产能的 75% 以上，水泥工业产业集中度列全国前列。

4、2012 年四川新增水泥熟料产能 1000 万吨

记者从四川省水泥协会获悉，2012 年四川水泥行业，新增水泥熟料产能达到 1000 万吨，涉及 7 条新型干法水泥熟料生产线。

据四川省水泥协会某负责人介绍，在四川省本就产能过剩的情况下，2012 年四川行业又新增 1000 多万吨产能。它们分别是 2012 年投产的新型干法水泥生产线，包括：广安邻水 1 条 4000t/d 新型干法水泥熟料生产线；宜宾长宁 1 条 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线；宜宾珙县 1 条 2500t/d 新型干法水泥熟料生产线；凉山州宁南 1 条 2500t/d 新型干法水泥熟料生产线；成都彭州 1 条 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线；泸州 1 条 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线及 1 条 3200t/d 新型干法水泥熟料生产线。

另外，新增产能涉及的主要龙头企业有四川双马，红狮水泥。

※ 公司动态

1、葛洲坝水泥公司土地被收储获补偿 8.8 亿元

葛洲坝 2 月 18 日晚间公告，葛洲坝集团水泥有限公司荆门城区厂区属上世纪 70 年代建的老厂，拟实施异地技改，公司董事会同意荆门市政府荆门城区厂区 10 宗土地（约合 4005.62 亩）及地上不可搬迁附着物进行收储。经与荆门市政府协商，本次收储补偿款不低于上述资产的账面价值，约 8.8 亿元。

2、金隅股份与国开行北京分行签署开发性金融合作协议

2013 年 2 月 4 日，金隅股份与国家开发银行北京市分行在环贸中心签署开发性金融合作协议。

此次签约，标志着国家开发银行北京市分行与金隅股份全面合作的正式开启，根据协议，双方合作完全在优势互补、相互支持、诚实守信、共同发展的基础上展开，自 2013 年至 2018 年期间，双方在各类金融产品上的合作融资总量为人民币 100 亿元，国家开发银行北京市分行将为金隅股份的战略发展提供长期稳定的金融支持和全方位的金融服务。

3、华润水泥拟组合资收购生产线

华润水泥控股宣布订立框架协议，计划与独立第三方智海集团成立合资，收购后者于中国南部及山西省现时拥有之资产或业务，包括总年产能 580 万立方米混凝土搅拌站、总年产能 155 万吨熟料生产线，及总年产能 430 万吨水泥粉磨线。

公司将拥有合资大部分权益，预期收购将于今年年底前完成。

（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

本双周，水泥行业指数遭遇较大跌幅，我们认为原因主要有以下几个：1、“国五条”的颁布预示国家新一轮房地产调控政策的出台，市场普遍预期相关细则和跟进措施后续也会陆续颁布，而房地产作为影响水泥需求的重要因素，其政策的变化无疑对水泥股价影响甚大；2、春节刚过工人普遍还没有返回工地，各地建筑工程市场基本没有启动，有待3月以后需求逐步起来；3、本周逆回购到期量规模较大，央行进行资金回笼，对市场情绪也有所影响。后续我们认为随着天气继续转暖，建筑工程市场逐步启动，需求有望逐步进入旺季，将对价格有提升作用。但是房地产后续调控的进展和程度将成为我们判断下一步水泥需求的重要参考。整体上我们维持对13年水泥行业看好的判断，需求方面随着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，同时政府换届完成后，根据经验来看，投资动作上值得期待，也将对需求提供支撑，供给方面由于明年整体水泥新增产能投放压力将有所减轻，水泥供需边际有望好转，而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。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和地产调整措施。我们维持行业“优于大市”评级，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	1.2 亿吨	1.4 亿吨
供需边际差	(0.6) 亿吨	(0.2) 亿吨	0.3 亿吨	0.5 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	18.48	2.19	1.16	1.57	8.44	15.93	11.77	2.11	推荐
华新水泥	14.95	1.15	0.59	0.95	13.00	25.34	15.74	1.87	推荐
同力水泥	11.13	0.95	0.67	0.85	11.72	16.61	13.09	2.27	推荐
巢东股份	11.22	1.20	0.35	0.75	9.35	32.06	14.96	3.26	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