

[2008.12.03]

## 远见者稳进

### 2009 年建材行业策略报告

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

**本报告导读：** 2009 上半年水泥业绩仍不乐观，下半年会有环比回升。

#### 投资要点：

- I 1997-2008 年水泥行业可以分为明显的 3 个周期。我们对 12 年财政和货币政策对水泥盈利和估值影响进行详尽分析。1998 年执行积极财政加大基础设施投资，水泥盈利获得回升但未有实质性改变，1998 年下半年-99 年水泥估值和盈利周期获得短期回升即回头下降。
- I 2004 年严厉宏观调控、连续两年产能投放大增导致水泥盈利和估值周期大幅下降，2005 年下半年因需求复苏和产能投放压力变小，水泥盈利和估值开始缓慢复苏至 2007 年。2008 年因实际需求增速下降和连续两年产能投放压力大，水泥盈利和估值再次下降。
- I 我们通过水泥行业固定资产投资和各省在建生产线进度 2 种方法测算 2009 年水泥新增产能约为 1.25-1.42 亿吨或 7.8%-8.8%。通过细分行业固定资产投资增速加总和细分行业水泥消费加总 2 种方法测算 2009 年水泥需求新增 6.3%-7.2%或者 0.92-1.04 亿吨。
- I 综合供需结果供略过于求，2009 上半年水泥价格将下跌，3 季度后随财政政策效果显现价格环比回升。因 2009 年水泥新增供需边际下降，因此 2009 上半年水泥毛利率依旧呈下降趋势，但 3 季度后随需求转暖和煤炭价格滞后复苏，水泥毛利率会获得环比提升。
- I 公司筛选逻辑主要立足于各省供需关系判断之上，我们通过水泥投资和在建产能测算各省产能增加，通过计划投资增速、剩余投资/完成、房地产投资占比衡量各省未来需求增加。同时考虑公司盈利水平和估值情况构建“全国经营”“区域龙头”“关注潜力”组合。
- I 预期 2009 上半年水泥价格仍将随煤炭价格下降和需求暂时疲软而下降，盈利依然不乐观。目前我们对产能判断比较翔实，但因财政加大投资需求需要在 09 年 1 季度后才有数据，因此目前到 09 年 2 季度以防守策略为主，关注新增产能少的区域，重点配置赛马实业。
- I 2009 年 2 季度以后建议配置需求复苏的区域，以积极配置策略为主，重点配置冀东水泥等负面因素充分释放的“全国经营组合”。一切如愿会像 2004-05 周期，中期后开始水泥盈利和估值反弹。若政策不如预期，则会重现 1998-1999 年周期短期反弹后迅即下降。

#### 细分行业评级

水泥制造业	增持
玻璃	中性

#### 重点推荐上市公司

600585	海螺水泥	增持
000401	冀东水泥	增持
600801	华新水泥	谨慎增持
600449	赛马实业	谨慎增持
000877	天山股份	谨慎增持
600425	青松建化	谨慎增持
600586	金晶科技	谨慎增持
600660	福耀玻璃	谨慎增持
000012	南玻 A	谨慎增持

#### 相关报告

1998 年水泥盈利及股价表现	(2008.11.27)
水泥：在疯狂中寻找淡定的逻辑	(2008.11.18)
水泥股估值进入熊市倒数第二阶段	(2008.10.20)
9-10 月中旬“水泥标准煤价格差”	(2008.10.14)
客观非悲观：对周期保持应有谨慎	(2008.06.16)

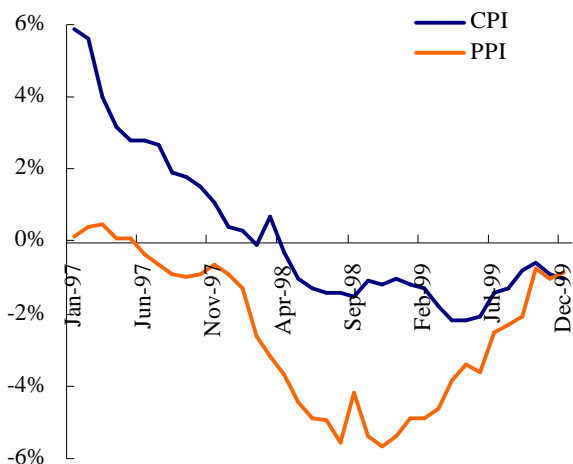
请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1. 1997-1999、2003-2005、2006-2008 周期水泥盈利与股价

### 1.1. 1997-1999 年周期：财政与货币政策主导行情、盈利仅略有改观

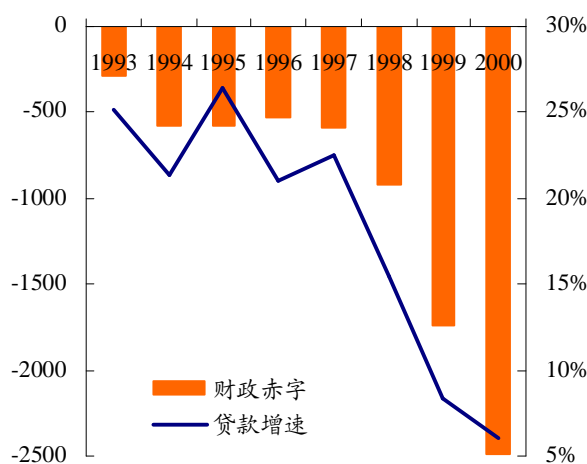
1998-1999 年通货紧缩时期为应对亚洲金融危机，1998 年初国家开始执行积极财政政策和稳健货币政策刺激经济：（1）财政政策方面，1998-99 年国家财政赤字规模分别较上年增加 58%、89%；（2）货币政策方面，1997-99 年共五次下调贷款基准利率，其中 1998 年三次下降贷款基准利率；（3）1997-99 年贷款增速分别由 22% 下降至 15% 和 8%，因财政政策挤出效应、银行惜贷、企业盈利下降所致。

图 1：1997-1999 年月度 CPI 与 PPI



数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

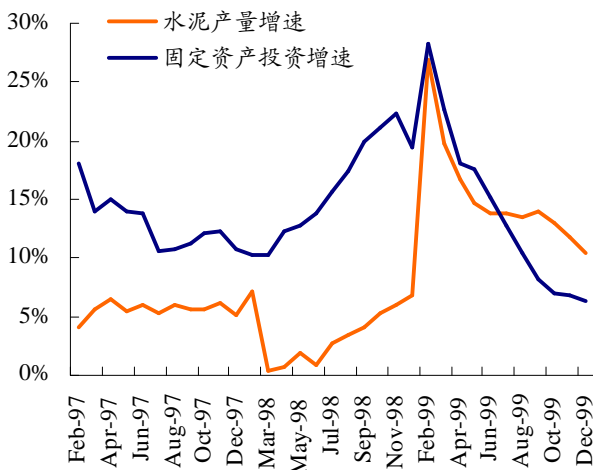
图 2：财政赤字与贷款增速



数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

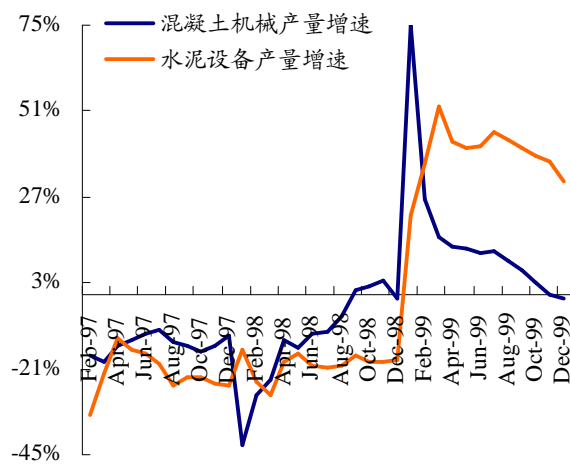
受上述政策推动固定资产投资和水泥产量增速自 1998 年 4 月开始逐月加速，1998 年全年固定资产投资增速 20%、比 97 年增加 9 个百分点，水泥产量增速 7%、比 97 年增加 2 个百分点；1999 固定资产投资增速下降 13 个百分点，但水泥产量增速增加 4 个百分点，施工第 2 年是水泥集中需求期。下游混凝土机械产量体现出类似特征。水泥设备产量增速 1997-98 年均处于负增长阶段、1999 年开始大幅增加。

图 3：水泥产量与固定资产投资月度累计增速



数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

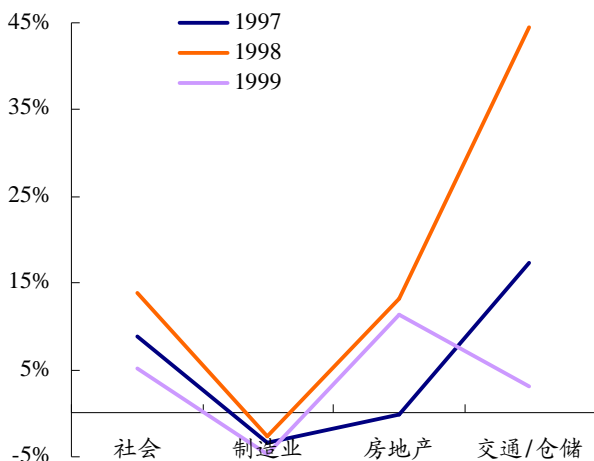
图 4：水泥设备及混凝土机械产量月度累计增速



数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

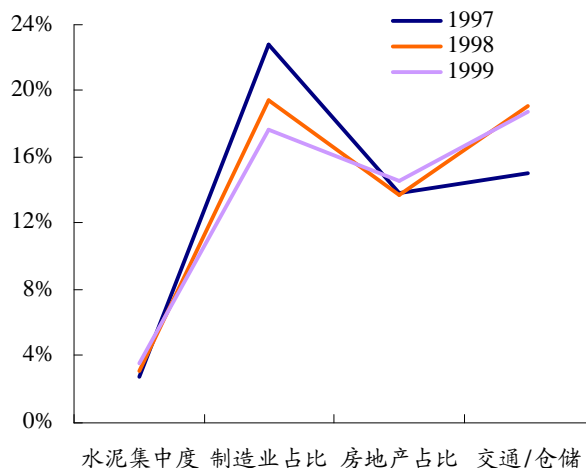
从细分行业固定资产投资增速看，1998年交通仓储和房地产投资增速加快：（1）交通仓储投资增速44%、比97年增加27个百分点，公路投资从原定目标1200亿元增加至1800亿元，实际完成2168亿元。铁路建设投资由原定380亿元提高到530亿元，实际完成563亿元、同增41%；（2）房地产投资同增13%、增加13个百分点，工业投资下降3%；（3）此时工业投资规模>交通投资>房地产投资。

图 5: 制造业、房地产、交通仓储业投资增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

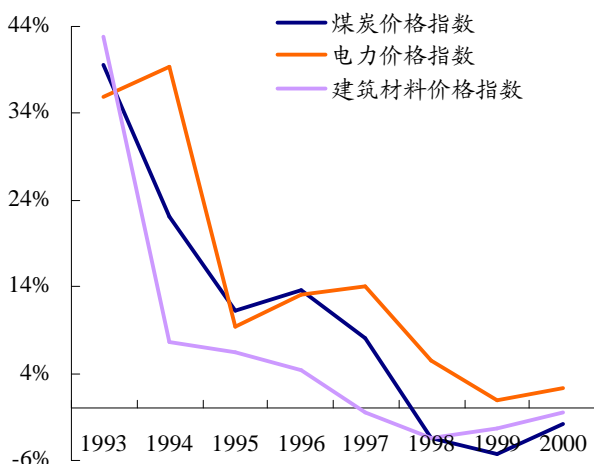
图 6: 水泥集中度及制造业投资占全社会比重



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

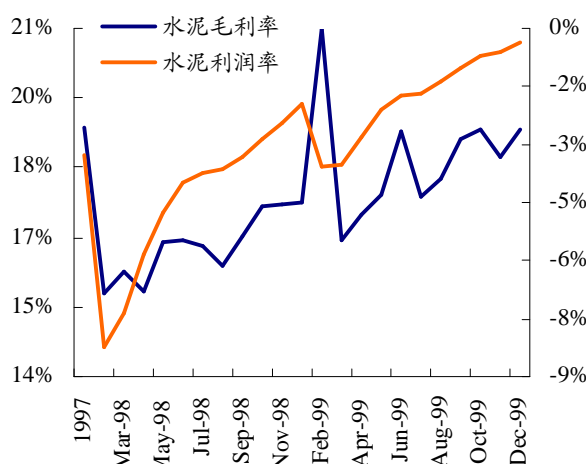
1997-1999年建材材料价格连续三年下降、电力价格连续三年上升，1998-1999年煤炭价格连续两年下降。受财政政策刺激从1998年4月水泥行业利润率和毛利率基本上保持了逐步抬升趋势：（1）从年度看，1997-99年水泥行业连续3年亏损，财政刺激仅是使得亏损额度逐年有所减少，但并未有改变行业亏损局面；（2）1998年毛利率比97年仍有所下降，但1999年毛利率比98年有所上升。

图 7: 煤炭、电力、建筑材料价格涨幅



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 8: 水泥行业月度累计毛利率与利润率

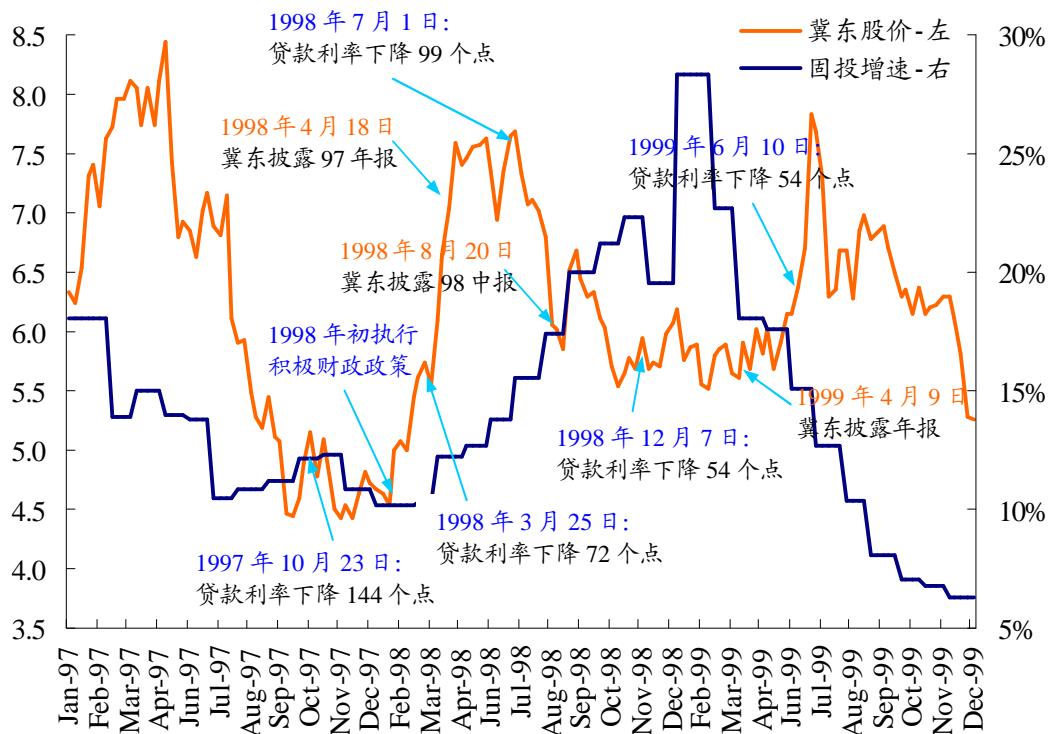


数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

冀东水泥股价于1997年12月12日创出低位后，受财政政策和贷款利率下降影响股价大幅上升至1998年4月24日，5个月左右上涨71%，期间1998年4月18

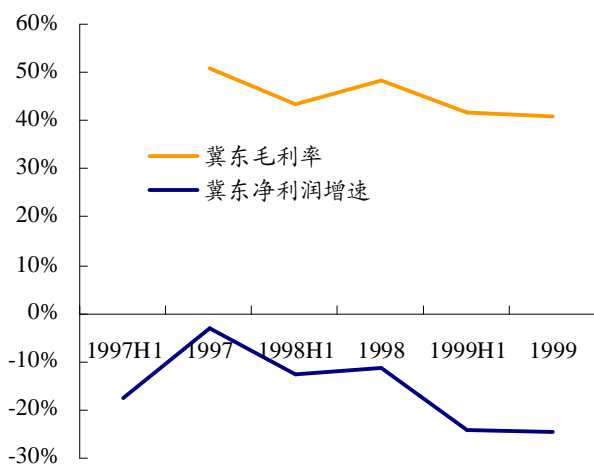
日披露 97 年报净利润下降 3%、毛利率下降 7 个百分点，1998 年 8 月 20 日披露 98 中报毛利率下降 2 个百分点、净利润同比下降 13%。之后股价下跌并于 1998 年 10 月 30 日创出 98 年以来股价新低，但整个 1998 全年冀东水泥大幅跑赢大盘。

图 9: 1997-1999 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



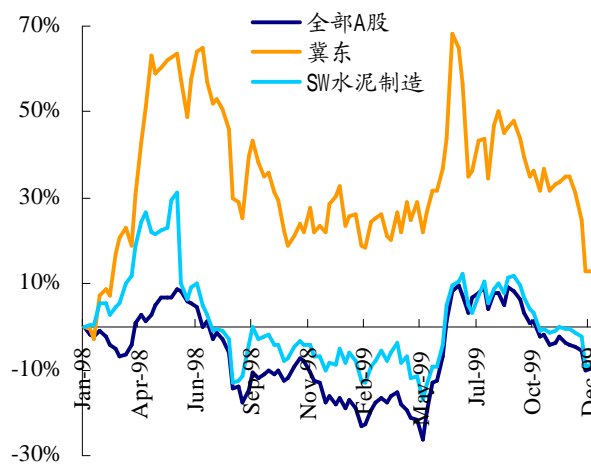
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 10: 1997-1999 冀东水泥毛利率及净利润增幅



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 11: 1998-1999 年股价涨幅



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

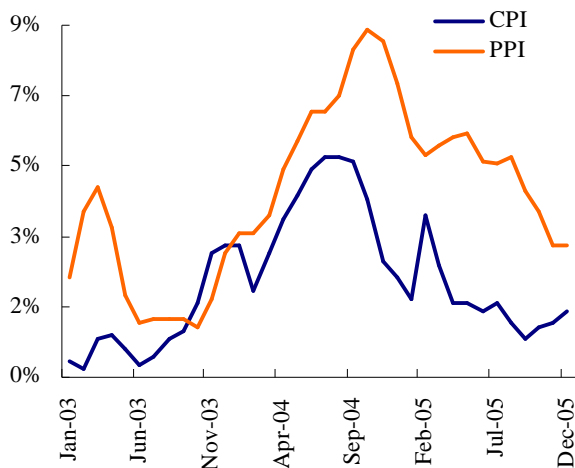
这里面有二个特征: (1) 在市场预期 98 年水泥行业盈利不佳情况下且在财报披露前, 财政政策和货币政策主导行情, 而非估值和业绩。固定资产投资增速开始反弹前 1 个季度股价开始启动, 在其创新高回调前 1 个季度股价创新高后开始回调。

(2) 98 年中报业绩披露后市场开始对财政和货币政策麻木，市场注意力开始转移到业绩和估值上面。因财政政策导致大量项目提前和货币政策未有有效激发民间和工业投资，1999 年固定资产投资增速开始回调，股价亦开始回调。

### 1.2. 2003-2005 年周期：紧缩调控导致盈利和股价下降

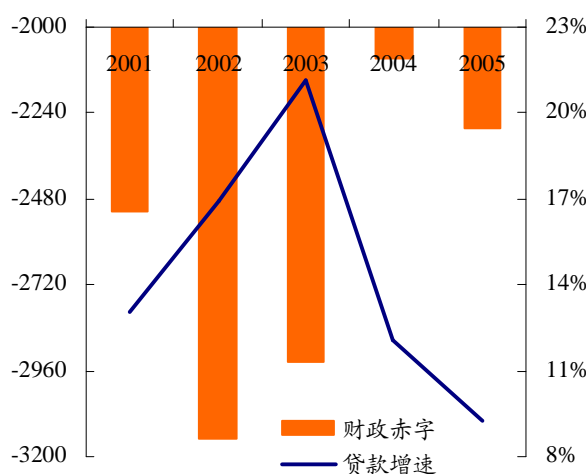
2003-2005 年周期最大的特征是 2004 年严厉宏观调控和 2005 年开始执行稳健财政政策：(1) CPI 于 2004 年 8 月创出新高、PPI 于 2004 年 10 月创出新高，从 2004 年初开始引致严厉宏观调控；(2) 贷款增速 2004-2005 年大幅下降，2004 年财政赤字大幅下降；(3) 2005 年开始执行稳健财政和货币政策，积极财政政策退出。

图 12: 2003-2005 年月度 CPI 与 PPI



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

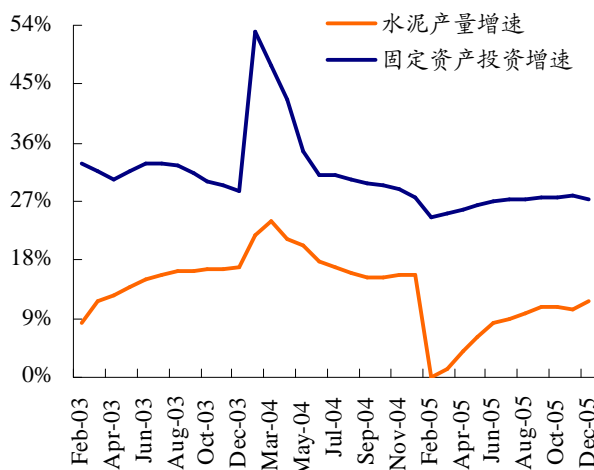
图 13: 财政赤字与贷款增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

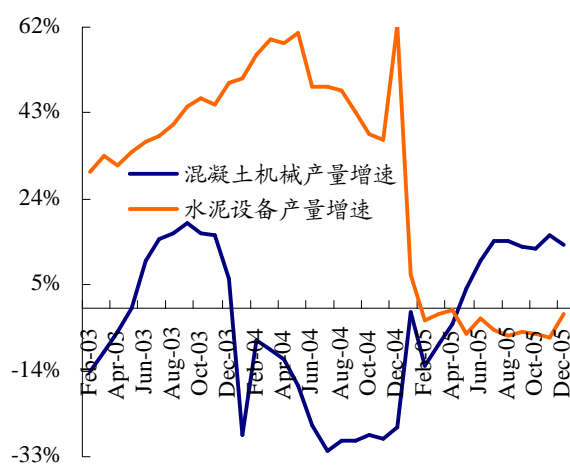
在严厉紧缩调控下，固定资产投资和水泥产量增速，于 2004 年 2 月创出新高后逐月下降：(1) 2004 年水泥产量增长 17%、较 2003 年下降 1 个百分点；(2) 2004 年固定资产投资增速 28% 下降 1 个百分点、踢出物价因素下降 4 个百分点。2005 年 2 月固投和水泥产量增速触底后逐月反弹，全年水泥产量增速下降 4 个百分点。

图 14: 水泥产量与固定资产投资月度累计增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

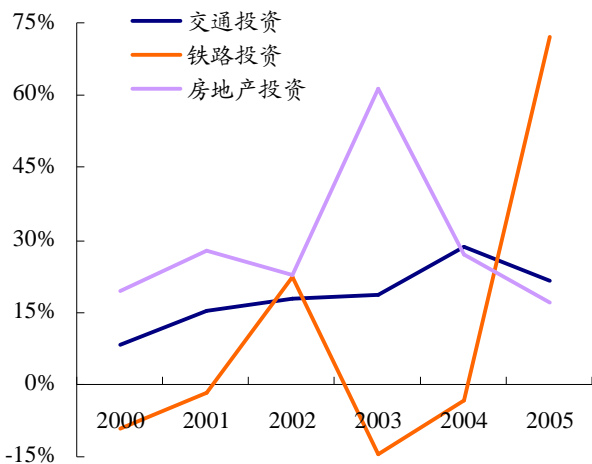
图 15: 水泥设备及混凝土机械产量月度累计增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

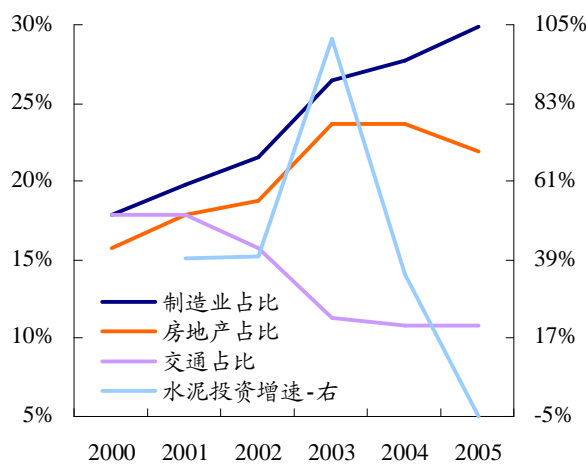
2005 年交通投同增 21.3%、增幅下降 7 个百分点，而随国家铁路建设中长期规划公布铁路大规模建设全面展开，铁路基本建设同增 72%、增加 75 个百分点。此时房地产投资规模已远超越交通投资规模，房地产 2005 年投资增速 17%、增幅下降 10 个百分点，2005 年交通+铁路+房地产投资增幅下降 6 个百分点导致水泥产量增速下降。2003-04 年水泥投资大幅增加导致 2004-05 年产能供应过大。

图 16: 铁路、房地产、交通投资增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

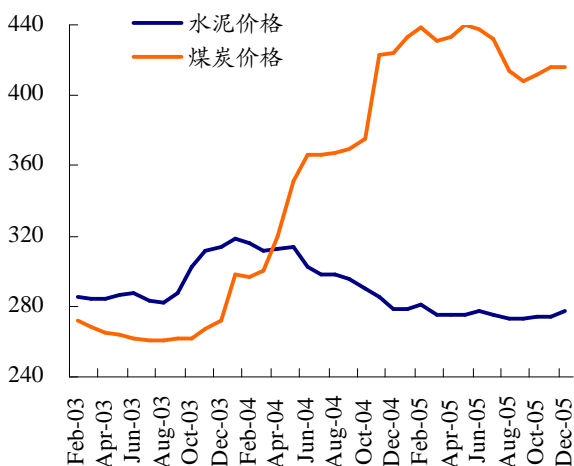
图 17: 水泥集中度及制造业投资占全社会比重



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

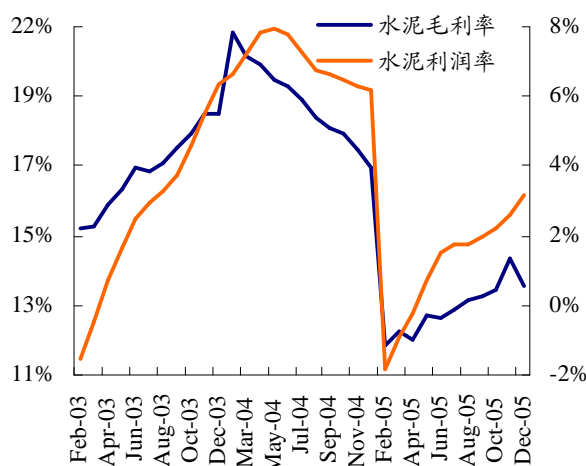
受上述因素影响，水泥价格自 2004 年 1 月达到新高后，一路下降至 2005 年 8 月才触底回升，该段时间水泥价格下降 14%；期间煤炭价格却一路飙升 39%。2004-2005 年水泥行业盈利能力一路下降，水泥毛利率自 2004 年 2 月高位开始下降，至 2005 年 2 月触底回升，期间毛利率和利润率分别下降 10 个、8 个百分点。

图 18: 2003-05 年煤炭、水泥月度价格



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

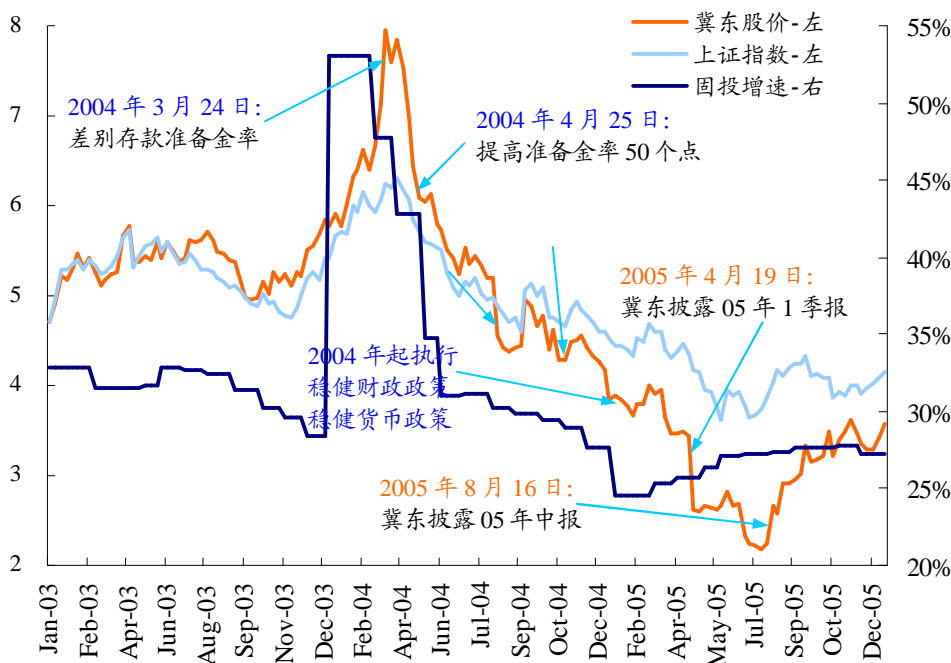
图 19: 水泥行业月度累计毛利率与利润率



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

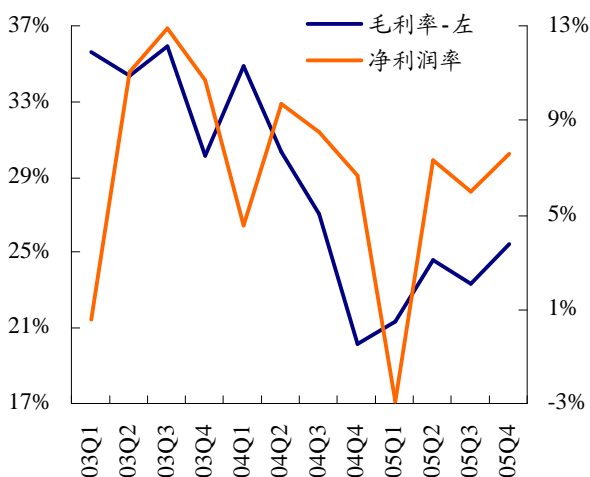
这轮周期固定资产投资增速、水泥行业盈利能力、股价在时点和波动规律上相当吻合：（1）2004年初水泥盈利水平和固定资产投资增速达到高峰，水泥股价亦达到高峰；（2）2004年之后至2005年2月固定资产投资增速和水泥盈利能力触底回升，股价于2005年7月底回升，2005年3月15日、4月19日公布04年报、2005年1季报净利润分别同比下降9%、175%，导致股价大幅下挫；（3）2005年8月16日披露05年中报毛利率环比回升3.3个百分点，股价开始反弹。

图 20: 2003-2005 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



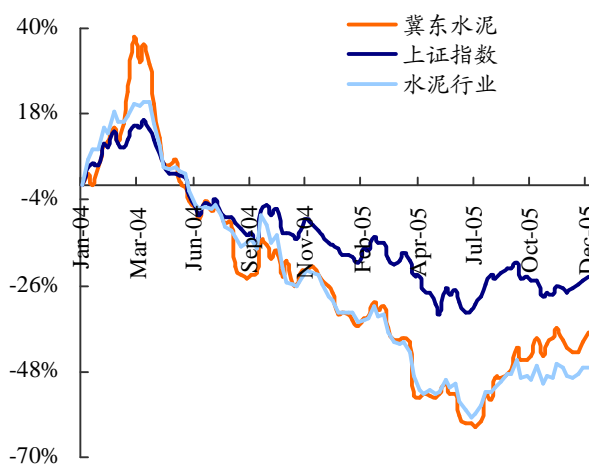
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 21: 2003-2005 冀东水泥毛利率及净利润增幅



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 22: 2004-2005 年股价涨幅



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

这里面有 2 个特征：（1）紧缩货币政策导致固定资产投资增速下降，并进而导致水泥盈利下降，股价随之下降、股价对利空政策反应相当迅速；（2）双稳健被动

型政策对水泥盈利和股价刺激作用不大；(3) 通缩时期水泥盈利下降；(4) 房地产投资规模较 98 年大幅上升，期投资增速下降对水泥盈利构成重大影响；(5) 2005 年中期业绩在 2 季度过后证实时环比回升后，股价开始触底回升。

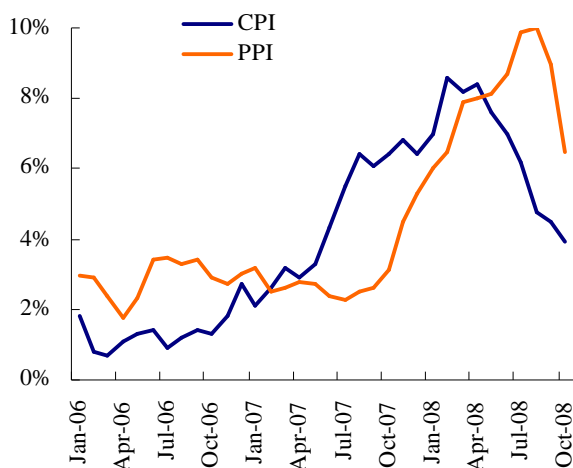
1997-99 年周期与 2003-05 年周期不同是：(1) 1997-99 年周期利好政策刺激股价上升，业绩披露后证实不佳股价下跌；2003-05 年周期打压政策导致股价下降，业绩披露后证实上佳股价回升；(2) 1998-99 年水泥股跑赢大盘、2003-05 年水泥股跑输大盘；(3) 前者固定资产投资和股价先涨后跌、后者下跌后涨；(4) 后者房地产开始产生重大影响、煤炭价格大幅上升，而前者煤炭价格下降。

相同之处是：(1) 政策决定水泥股行情，打压政策导致股价下跌、扶持政策导致股价上升；(2) 业绩将对政策驱动行情进行修正，过度下跌业绩修正回升、过度上升坏业绩修正下跌；(3) 大盘是水泥行情深化和延伸的基础。

### 1.3. 2006-2008 年：紧缩后期盈利和股价下降，积极财政政策推升股价

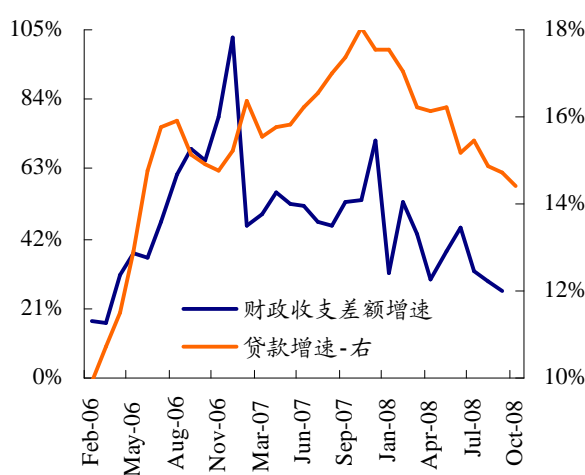
2006-2008 年水泥行业外部环境最大特征是前期紧缩调控、后期放松调控并实施积极财政政策应对全球金融危机：(1) CPI 自 2007 年 1 月的 2.2% 飙升至 2008 年 2 月的 8.7%，PPI 由 2007 年初 3.3% 飙升至 2008 年 8 月的 10.1%；(2) 2006-2007 年共计 8 次上调贷款基准利率实行紧缩宏观调控，贷款增速在 2008 年呈逐月回落态势；(3) 2008 年 4 次下调贷款利率，11 月决定执行积极财政政策应对危机。

图 23：2006-2008 年月度 CPI 与 PPI



数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 24：财政收支差额与贷款增速

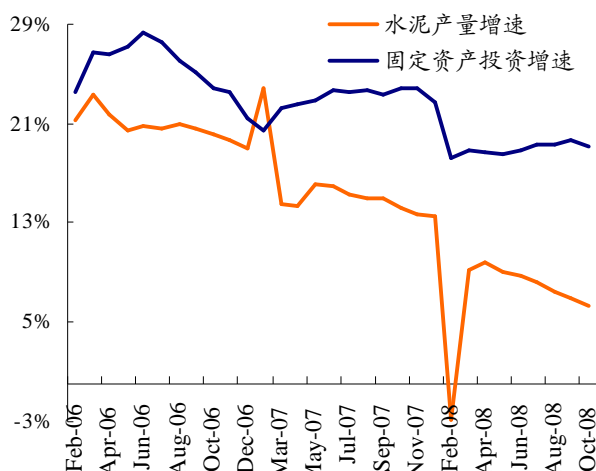


数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

2006 年固定资产投资增速逐月下滑，2007 年逐月抬升、2008 年逐月下滑，剔除 PPI 影响 2006-2008 年固定资产投资增速呈下滑态势，相对应水泥产量增速亦呈现逐月下滑趋势。这期间名义固定资产投资增速未明显下降，主要因为固定资产投资价格指数大幅上升，剔除该类因素反应的水泥的实际需求在下降。反应水泥供给方面的水泥设备产量在 2007-2008 年高速增长，反应了水泥产能建设旺盛。

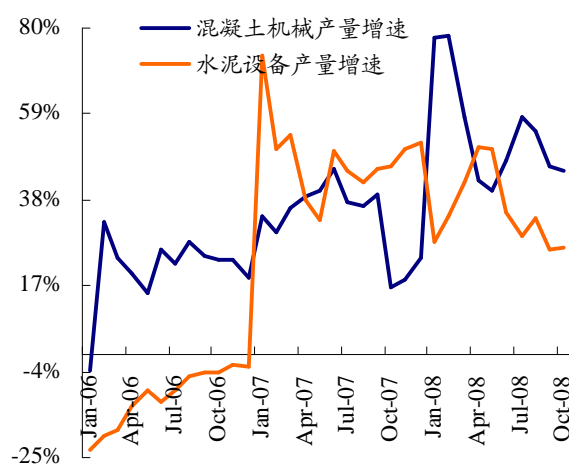


图 25: 水泥产量与固定资产投资月度累计增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

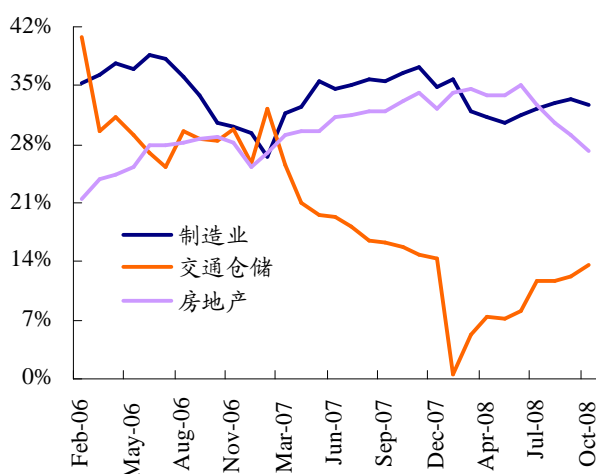
图 26: 水泥设备及混凝土机械产量月度累计增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

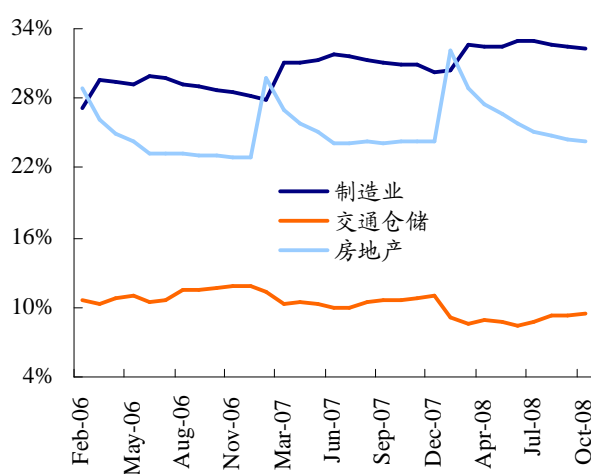
这一时期投资规模上依旧呈现出制造业>房地产>交通仓储,且制造业和房地产投资增速明显大于交通仓储投资增速。2006-2008 年交通投资+铁路+房地产投资增速维持在 22-23%左右水平。2008 年前 10 个月铁路基本建设投资 2084 亿元、同增 81%, 房地产投资 27466 亿元、同增 27.2%, 公路投资 5214 亿元、同增 1.5%。铁路基本建设和公路投资相当于房地产投资的 27%, 此数据 1998 年为 70%。

图 27: 制造业、房地产、交通仓储投资增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 28: 制造业、房地产、交通投资占社会比重



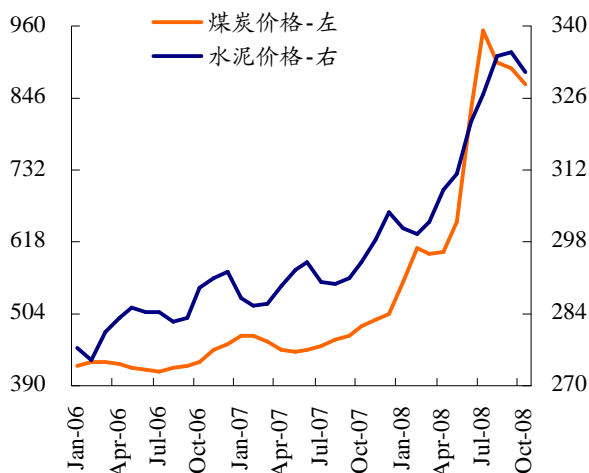
数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

从水泥投资角度看, 2005-2006 水泥投资分别下降 5%、2%, 2007 年增长 33%、2008 年前 10 个月增长 63%, 2006-2007 年水泥产能投放的放缓有利于缓和供需关系, 2008 年产能投放大造成水泥供需压力大增。2006-2008 年水泥价格分别上涨 2.9%、2.8%、9.3%, 同期煤炭价格上涨 0.2%、9.4%、62%, 2006-2007 年水泥公司毛利率呈现提升趋势, 08 年受煤炭价格过快上涨影响毛利率同比呈下降趋势。

这一时期的特殊之处在于主要大型上市公司水泥毛利率下降, 但反应在全行业数据上毛利率和利润率仍快速上升, 主要原因是部分大省掩盖了大部分省份的下降。

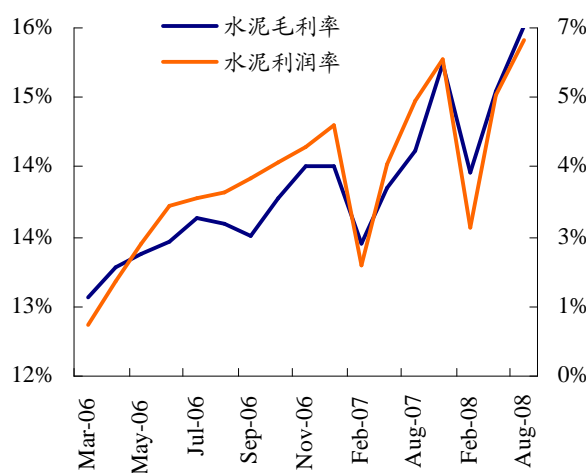
关于这一部分逻辑我们在2008年10月水泥数据周报《水泥8月盈利：区域解构透视问题本质》有详细论述。

图 29: 2006-08 年煤炭、水泥月度价格



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

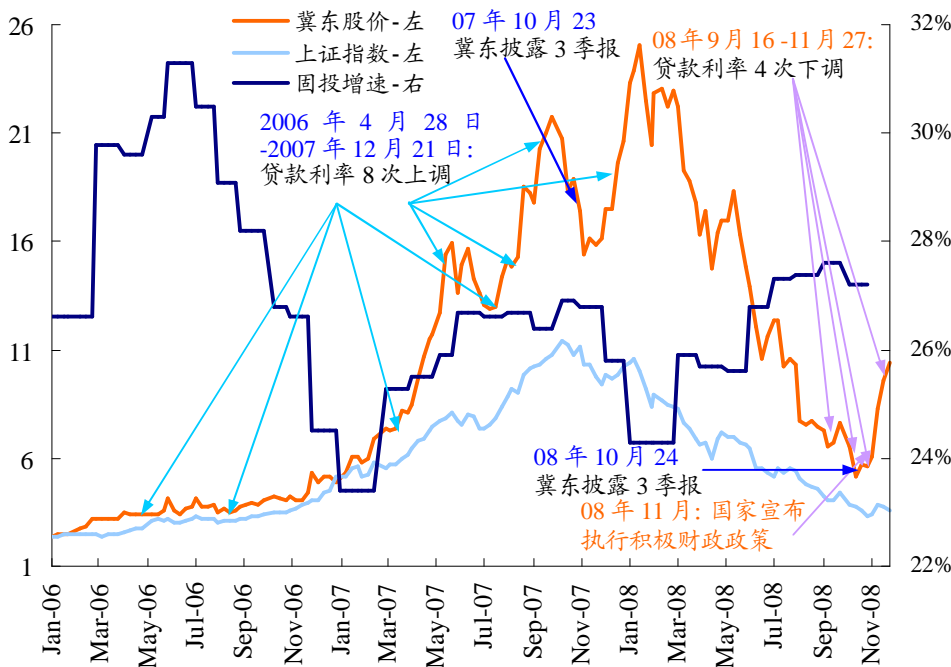
图 30: 水泥行业月度累计毛利率与利润率



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

2006-2008 年股价表现可分为三部分: (1) 2006-2007 年底连续 8 次上调贷款利率实行紧缩调控, 但受益产能增加放缓推动水泥盈利依旧抬升, 股价保持强劲上升趋势; (2) 2008 年初至 10 月底受产能增加和需求放缓影响, 水泥盈利同比下降导致股价一路下挫; (3) 11 月初国家决定执行积极财政政策加大基础设施投资, 刺激经济应对金融危机, 贷款利率 4 次下调, 受政策推动股价一路飙升。

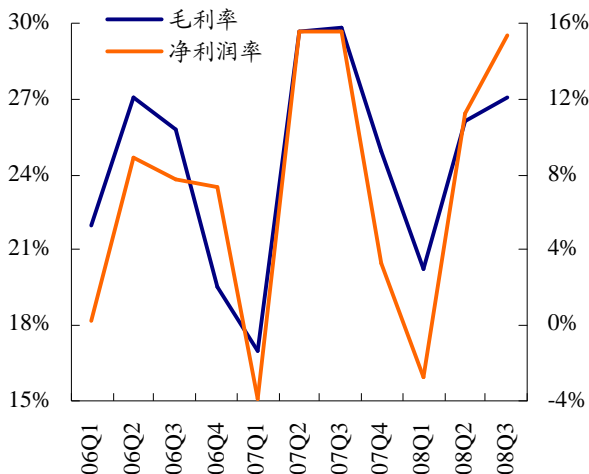
图 31: 2006-2008 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

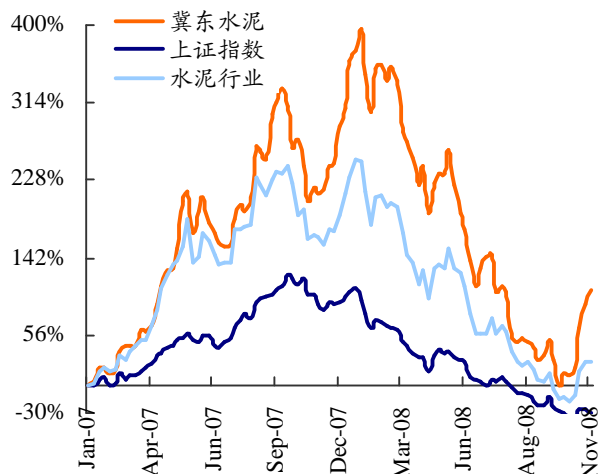
这里面有三个特征：（1）通货膨胀达到最高峰之前水泥企业盈利提升导致股价亦提升，通货膨胀达到高峰下降之后水泥企业盈利下降导致股价下降；（2）财政和货币政策可以改变需求，但对产能增加影响不大，政策对水泥盈利影响要建立在供需关系基础上；（3）政策由紧缩到积极的反向刺激股价先一步走强。

图 32: 2006-2008 冀东水泥毛利率及净利润增幅



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 33: 2007-2008 年股价涨幅

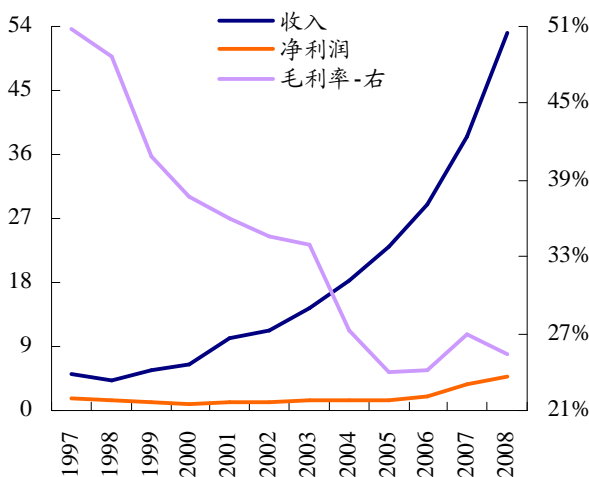


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

#### 1.4. 1997 至今水泥盈利和股价规律总结: 最终毛利率决定行情

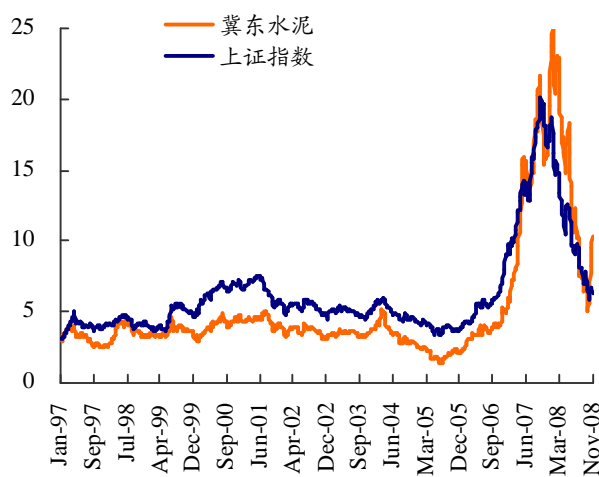
1997-2008 年共计 12 年冀东水泥收入增加了 9.5 倍, 毛利率下降 25 个百分点, 造成净利润仅增加 2.1 倍, 期间冀东水泥股价增加 2.4 倍, 与净利润涨幅相若、年复合增速 11%, 远超越同期上证指数 1.1 倍涨幅、年复合增速 6.3%。若以 1997 年股价作为起点计算到目前, 冀东水泥在大部分时间里面跑输上证指数。我们重点观察的 9 个年度周期中有 5 年冀东水泥股价从年初计算到年底跑赢上证指数。

图 34: 1997-2008 冀东毛利率、收入及净利润



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

图 35: 1997-2008 年冀东水泥与上证指数股价



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

把上文所述水泥行业三个周期特征总结如下:

(1) CPI 与水泥毛利率的关系: 温和通胀初期有利于水泥毛利率提升, 通胀达到

高峰下降阶段水泥毛利率下降，通货紧缩初期水泥毛利率下降、后期毛利率提升。

(2) 财政货币政策与水泥毛利率关系：执行积极财政政策第 1 年毛利率下降，积极货币政策贷款利率下调第一年毛利率下降；贷款增速提升时毛利率上升、贷款增速下降时毛利率下降，上调贷款利率若没有下降贷款增速则将促使毛利率上升。

(3) 房地产投资与毛利率的关系：2001 年之前房地产投资规模小于交通仓储和制造业投资规模对毛利率影响规律不明显；2003 年之后房地产投资规模大于交通仓储对毛利率影响明显，房地产投资加速时毛利率提升、减速时毛利率下降。

(4) 水泥价格与煤炭价格对水泥行业毛利率的影响：9 年中有 5 年水泥价格，这 5 年中有 3 年水泥价格与煤炭价格同时下降、这其中又有 2 年毛利率下降。98 年与 05 年水泥和煤炭价格同时下降，但水泥毛利率下降，因前一年水泥产能都大幅投放，水泥价格下降快；99 年同时下降但毛利率提升、因近两年产能增加放缓。

(5) 水泥毛利率与股价的关系：毛利率上升时股价上升，毛利率下降时股价下降。1998 年毛利率逐月上升但同比下降、股价上半年上升下半年下降；2005 年毛利率逐月上升但同比下降、股价上半年下降下半年上升。

(6) 财政与货币政策对股价影响，起初股价体现为对政策的正面或负面影响，但最终通过对政策是否产生业绩影响反应，若最终提升业绩则股价上升、若最终业绩没有被提升股价下降或利空没有影响业绩则股价上升。

**表 1：1997-2008 年水泥周期：政策、环境、盈利、股价**

	1997	1998	1999	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CPI 与 PPI	通涨但逐步下降	通货紧缩	通货紧缩	通涨逐步提升	上半年大幅通涨、下半年通涨下降	通涨逐月下降	逐月提升温和通涨	大幅通涨	1 季度后通涨下降
财政政策	稳健	积极财政政策	积极财政政策	积极财政政策	积极财政政策	稳健财政政策	稳健财政政策	稳健财政政策	积极财政政策
货币政策	一次下调贷款利率	三次下调贷款利率	一次下调贷款利率	稳健货币政策	上调贷款利率、差别化存款准备金率	稳健货币政策	一次上调贷款利率	七次上调贷款利率	四次下调贷款利率
贷款增速	提升	下降	下降	提升	下降	下降	上升	上升	下降
固定资产投资增速	逐月下降、增幅同比下降	逐月提升、增幅同比提升	逐月下降、增幅同比下降	大幅提升	逐月下降、增幅同比下降	逐月上、增幅同比下降	增幅下降	增幅提升	增幅下降
水泥产量增速	平稳	逐月提升、增幅同比提升	逐月下降、增幅同比提升	大幅提升	逐月下降、增幅同比下降	逐月下、增幅同比下降	增幅下降	增幅下降	增幅下降
产能增加	大幅增加	增加但量	增加但量	大幅增加	大幅增加	水泥投资	水泥投资	投资加速	投资大幅

加情况	减少	减少			负增长	负增长			提升
房地产投资增速	同比下降	大幅增加	增速放缓	增幅大幅提升	增幅大幅下降	增幅大幅下降	增速提升	增速提升	增幅下降
交通仓储投资增速	增加、规模大于房地产	大幅提升、规模大于房地产	增速大幅下降、规模大于房地产	负增长、规模小于房地产	增幅大幅提升、规模小于房地产	增幅提升、规模小于房地产	增速略升、规模小于房地产	增幅下降、规模小于房地产	增幅下降、规模小于房地产
制造业投资增速	负增长	负增长	负增长	增幅大幅提升	增幅下降	增幅提升	增幅下降	增幅提升	增幅下降
水泥集中度	很低	很低	很低	很低	较低	较低	较低	仍不高	仍不高
水泥价格	下降	下降	下降	上升	下降	下降9月后回升、逐月下降	上升	上升	大幅上升
煤炭价格	上升	下降	下降	上升	大幅上升	下降、年度同比下降	略升	上升	巨幅上升
水泥毛利率	同比下降	逐月提升、年度同比下降	逐月提升、年度同比提升	逐月上升	逐月下降、年度同比下降	逐月上升、年度同比下降	逐月提升	逐月提升	三大水泥股下降
冀东净利润	同比下降	同比下降	同比下降	增加	下降	下降	增加	增加	增加
股价	一路下跌	上半年上升、下半年下跌	上半年上升、下半年下跌	横盘、4季度上升	1季度上升、之后全年下降	上半年下降、下半年上升	缓慢上升	大幅上升	大幅下跌、11月份后回升上半年赢、下半年输、目前赢
与上证相比	跑输	跑赢	跑输	跑赢	跑输	大部分时间跑输、年底赢了	大部分时间跑赢、年底输了	一直跑赢	

数据来源：国泰君安证券研究所

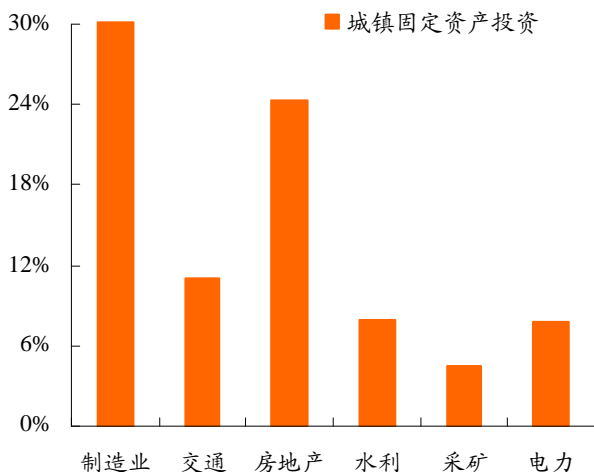
## 2. 2009 年水泥行业供需判断：供略过于求、上半年压力大

### 2.1. 2009 年水泥需求判断：增加 6.3%-7.2%或者 0.92-1.04 亿吨

#### 2.1.1. 2009 年水泥需求量测算方法一：以固投增速测水泥增速

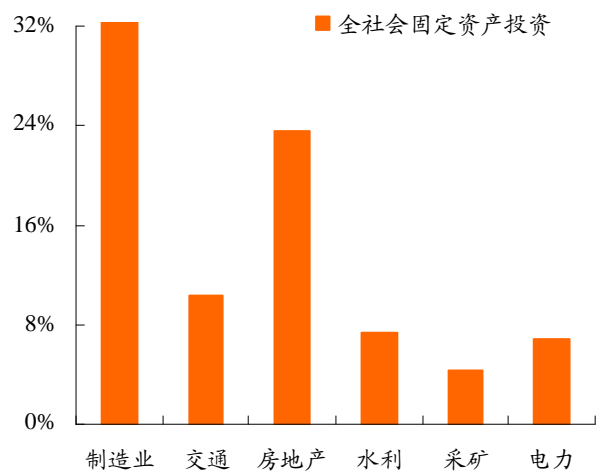
第一种预测水泥需求量的方法逻辑是：首先把全社会固定资产投资拆分成行业，对主要行业全社会固定资产投资增速进行预测；其次，把拆分预测的行业进行汇总，加总成全社会固定资产投资增速；再次，拟合历史上固定资产投资增速和水泥需求量增速的关系，实证调整为模型；最后，根据建立的拟合模型，把预测的全社会固定资产投资增速代入模型，求出水泥需求量增速。占比最大的行业分别为：制造业、房地产、交通、水利、电力、采矿。

图 36: 城镇固定资产投资中占比最大的行业



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 37: 全社会固定资产投资中占比最大行业

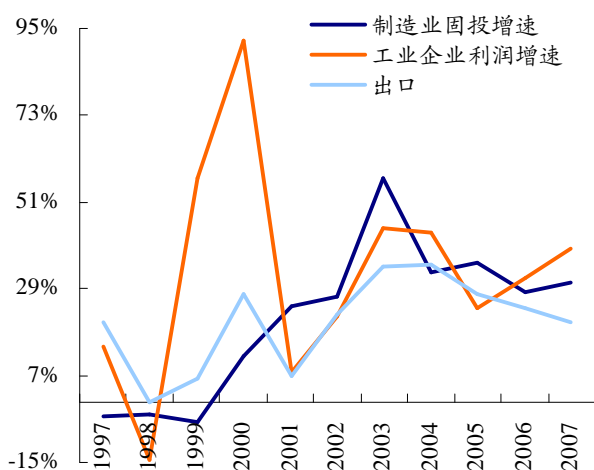


数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

(一)对 2009 年制造业和房地产投资的预测。从历史数据看制造投资增速与工业利润增速、出口相关性很高,如 1998 年亚洲金融危机导致出口增速和利润增速大幅下降,使得工业投资负增长。2008 年前 8 个月工业利润增长 19%、下降 17.6 个百分点,出口增长 22%、下降 5 个百分点,10 月工业增加值同增 8%、下降 10 个百分点。因此我们预期上述指标在 09 年仍处于下降阶段,预期制造业投资增速将大幅下降,2008-2009 年全社会制造业投资增速为 32%、10%。

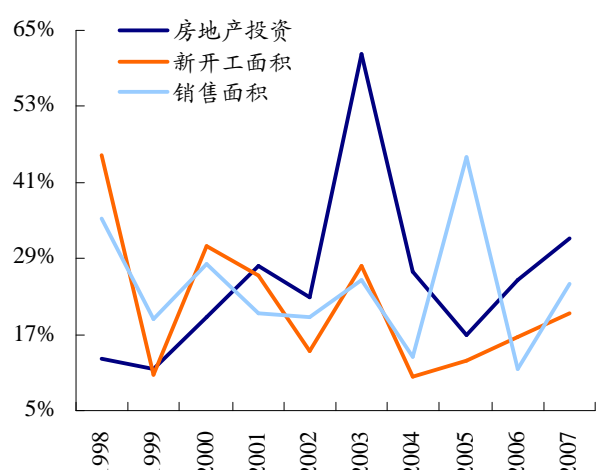
2008 年前 10 个月商品房新开工面积同增 7.3%、增幅下降 15 个百分点,销售面积和销售额下降 17%,增幅分别下降 48、69 个百分点。前 10 个月房地产投资同增 27%、增幅下降 7 个百分点,10 月单月仅有 13% 的增幅。我们预期 2008-2009 年全社会房地产投资增速分别为 27%、-5%

图 38: 工业利润增速、制造业投资、出口



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 39: 房地产投资、新开工面积、销售面积增速

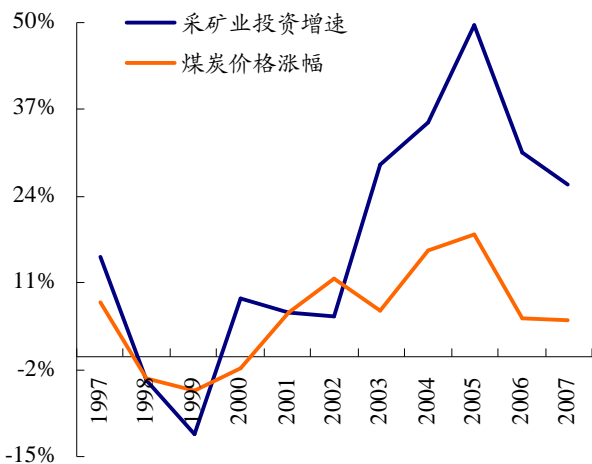


数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

(二) 2009 年采矿业和电力投资增速预测。采矿业投资与煤炭和原油价格相关度较高,产品价格下降时投资增速下降,预期 2009 年煤炭和石油价格均处于下降通

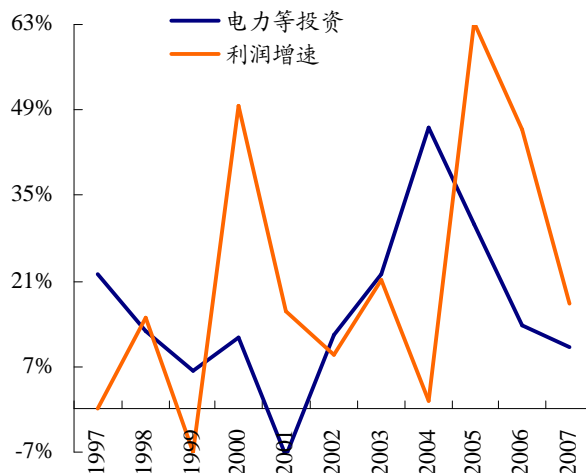
道，因此预期 2008-2009 全社会采矿业固定资产投资增速分别为 40%、15%。历史上电力利润增速和电力投资亦呈现一定相关性，预期 2009 年电力盈利有所改善同时考虑电网加大投资，预期 2008-2009 年全社会电力等投资增速为 16%、10%。

图 40: 采矿业投资及煤炭价格涨幅



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

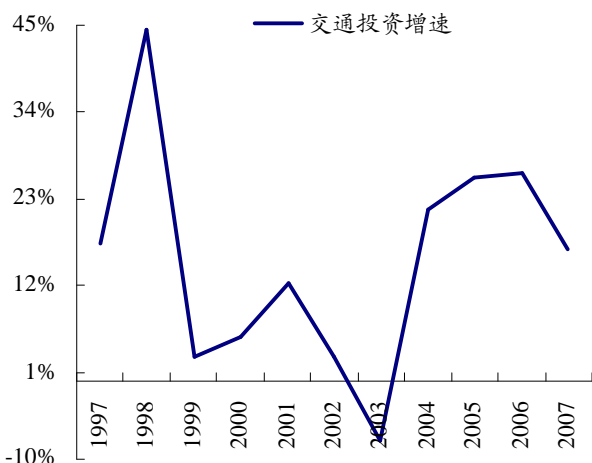
图 41: 电力等投资及利润增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

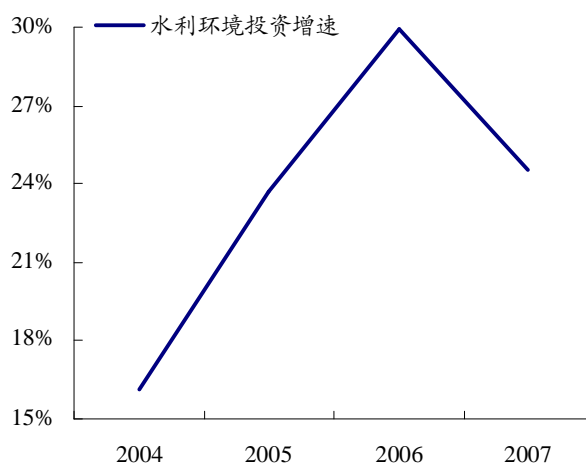
(三) 2009 年交通和水利环境等投资预测。1998 年亚洲金融危机政府执行积极财政政策加大基础设施投资，当年交通行业投资增速高达 44%、比 1997 年提高 27 个百分点。目前政府仍旧重新启动积极财政政策加大基础设施投资，预期 2009 年铁路和公路投资将分别达 5400、7927 亿元，分别同增 80%、20%。预期 2008-2009 年全社会交通等投资增速分别为 15%、35%，水利等投资增速为 33%、33%。

图 42: 交通行业固定资产投资增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 43: 水利环境等投资增速



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

(四) 2009 年全社会固定资产投资增速预测。根据对上述主要行业 2009 年固定资产投资增速预测，我们预期 2008-2009 年全社会固定资产投资增速为 26.5%、11.5%。并对四大行业对固定资产投资增速进行了敏感性分析，如若制造业和房地产投资均取乐观值则 2009 年投资增速为 15.6%，均取悲观值投资增速为 5.3%。

表 2：主要行业 2009 年固定资产投资测算

	制造业增速	交通增速	房地产增速	水利增速	采矿增速	电力增速	合计	增速
2004	33.3%	21.6%	26.9%	16.2%	35.0%	46.3%	70477	26.6%
2005	35.7%	25.7%	16.9%	23.7%	49.7%	30.4%	88774	26.0%
2006	28.3%	26.3%	25.7%	29.9%	30.4%	13.7%	109998	24.0%
2007	30.6%	16.6%	32.3%	24.6%	25.7%	10.3%	137324	24.8%
2008E	32.2%	15.1%	26.6%	33.0%	39.7%	16.2%	173710	26.5%
<b>2009E</b>	<b>10.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>33.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>193751</b>	<b>11.5%</b>

数据来源：CEI，国泰君安证券研究所

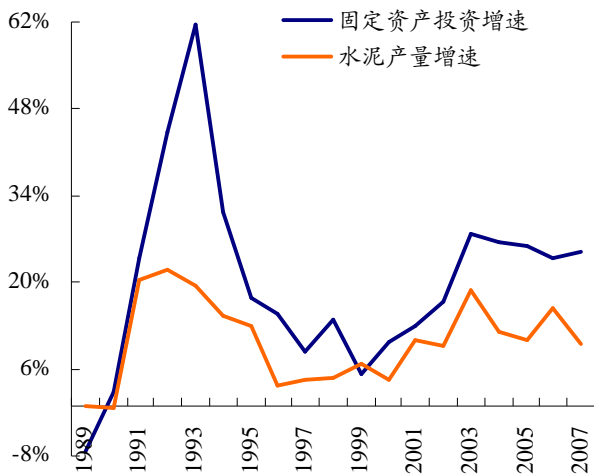
表 3：2009 年固定资产投资增速对房地产和制造业等的敏感性分析

	房地产投资增速					交通等投资增速					
	11.5%	-10%	-5%	0%	5%	11.5%	25%	30%	35%	40%	
制造业	-5%	5.3%	6.5%	7.6%	8.8%	水利等	20%	9.6%	10.1%	10.5%	11.0%
投资增	5%	8.7%	9.8%	11.0%	12.2%	投资增	25%	10.0%	10.4%	10.9%	11.4%
速	10%	10.4%	<b>11.5%</b>	12.7%	13.9%	速	33%	10.6%	11.1%	<b>11.5%</b>	12.0%
	15%	12.0%	13.2%	14.4%	15.6%		40%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%

数据来源：国泰君安证券研究所

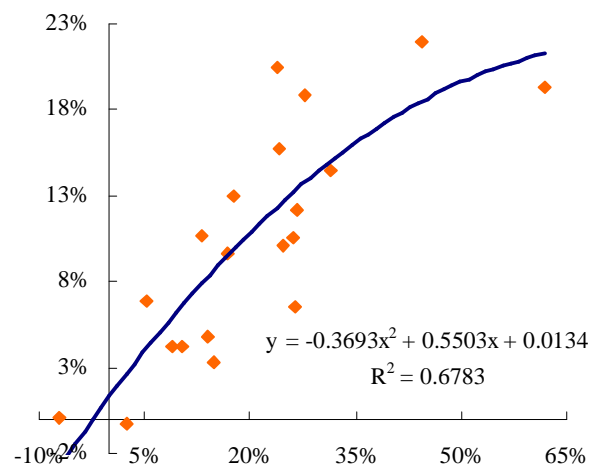
(五)对 2009 年水泥需求量增速预测。我们对全社会固定资产投资增速与水泥需求量增速进行了拟合分析，得出相关性模型，把上述 2009 年固定资产投资增速代入其中，得到 2008-2009 年水泥需求量增速约为 6.5%、7.2%。并对四大行业对其影响进行了敏感性分析，如若制造业和房地产投资均取乐观值则 2009 年水泥需求量增速为 9.0%，均取悲观值投资增速为 4.1%。

图 44：全社会固定资产投资增速与水泥产量增速



数据来源：CEI，WIND，国泰君安证券研究所

图 45：水利环境等投资增速



数据来源：CEI，WIND，国泰君安证券研究所

表 4：2009 年水泥产量增速对房地产和制造业等的敏感性分析

	房地产投资增速					交通投资增速					
	7.2%	-10%	-5%	0%	5%	7.2%	25%	30%	35%	40%	
制造业投	7.2%	-10%	-5%	0%	5%	水利等	7.2%	25%	30%	35%	40%
资增速	-5%	4.1%	4.7%	5.3%	5.9%	投资增	20%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16 of 34



5%	5.8%	6.4%	7.0%	7.5%	速	25%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%
10%	6.6%	7.2%	7.7%	8.3%		33%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%
15%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%		40%	7.0%	7.2%	7.4%	7.7%

数据来源：国泰君安证券研究所

### 2.1.2. 2009 年水泥需求量测算方法二：分行业水泥需求量拆分预测

第二种方法是：我们想尝试着测算每个行业水泥的消费量，进而通过每个行业水泥消费的预测得到全国水泥消费量的预测值，但鉴于水泥价格和固定资产投资价格指数波动每个行业单位投资消耗水泥消费量很难找到统一标准。我们找到城镇分行业建筑安装工程占比来类比水泥消费占比。

建筑安装工程占比与单纯以投资总额占比不同在于：如城镇制造业投资占全国 31%，但其建筑安装工程占比仅有 24%，原因是制造业投资结构中建筑安装工程仅占 46%、设备工器具购置占 44%。再如房地产投资占全国 25%，但建筑安装工程占比却有 29%，因为房地产投资中建筑安装工程占 70%、其他费用占 29%。

表 5：城镇固定资产投资行业结构

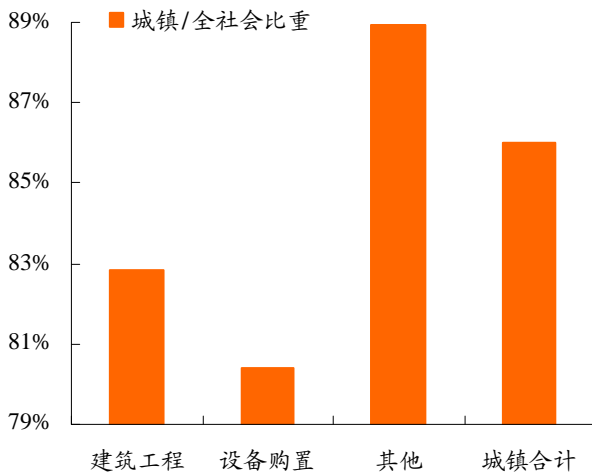
	占城镇固定资产投资分项合计比重				自身内部结构			
	建筑安 装工程	设备工器 具购置	其他 费用	合计	建筑安 装工程	设备工器 具购置	其他 费用	合计
农、林、牧、渔业	1%	1%	2%	1%	60%	14%	26%	100%
采矿业	5%	5%	3%	5%	66%	25%	9%	100%
制造业	24%	62%	18%	31%	46%	44%	10%	100%
电力燃气水的生产供应业	7%	13%	7%	8%	50%	35%	15%	100%
建筑业	1%	1%	1%	1%	71%	18%	11%	100%
交通运输、仓储和邮政业	13%	8%	9%	11%	71%	15%	14%	100%
信息传输、计算机服务和软件业	1%	4%	0%	2%	40%	55%	5%	100%
批发和零售业	3%	1%	2%	2%	71%	13%	16%	100%
住宿和餐饮业	1%	1%	1%	1%	73%	12%	15%	100%
金融业	0%	0%	0%	0%	50%	40%	10%	100%
房地产业	29%	2%	42%	25%	70%	1%	29%	100%
租赁和商务服务业	1%	0%	1%	1%	69%	9%	22%	100%
科学研究、技术服务和地质勘查业	0%	0%	0%	0%	62%	23%	15%	100%
水利、环境和公共设施管理业	10%	1%	12%	8%	71%	3%	26%	100%
居民服务和其他服务业	0%	0%	0%	0%	72%	17%	11%	100%
教育	3%	1%	1%	2%	80%	8%	12%	100%
卫生、社会保障和社会福利业	1%	1%	0%	1%	69%	23%	9%	100%
社会保障业	0%	0%	0%	0%	81%	7%	12%	100%
社会福利业	0%	0%	0%	0%	80%	6%	15%	100%
合计	100%	100%	100%	100%	61%	22%	17%	100%

数据来源：CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

在建筑安装工程分项中，城镇投资占全社会投资的 82%。分行业来看，房地产城镇投资占全社会投资的 88%，交通城镇投资占全社会投资的 92%。因此，我们在

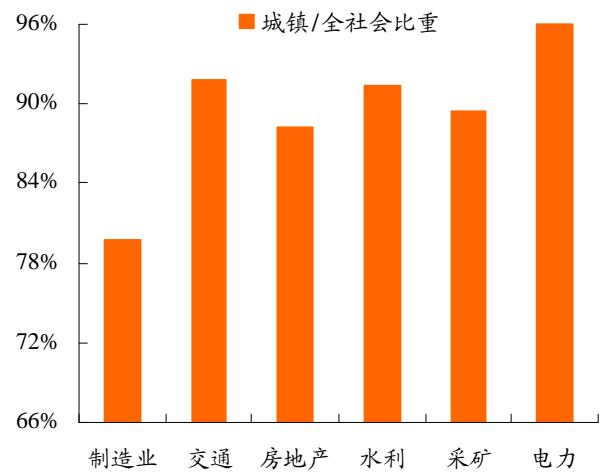
测算城镇分行业水泥消费量时，通过建筑安装工程城镇占全社会进行拆分。

图 46: 分项城镇/全社会投资比重



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

图 47: 主要行业城镇/全社会投资比重



数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

根据上述逻辑和预测思路,我们首先预测各细分行业 2009 年城镇固定资产投资增速, 测算出 2009 年各细分行业城镇固定资产投资规模, 再根据以往数据假设一个单位投资水泥消费量, 计算出 2009 年细分行业水泥消费量。综合测算结果是, 我们预期 2009 年水泥消费量将增加 9170 万吨或者 6.3%。

表 6: 全国及主要细分行业水泥消费量测算

	07 水泥消费量	08 水泥消费量	09 水泥消费量	消费占比	09 消费量增速	09 增加消费量
采矿业	5652	6650	7192	5%	8.2%	543
制造业	26876	29930	30965	20%	3.5%	1035
电力燃气	7395	7243	7834	5%	8.2%	591
交通仓储	14984	14286	18140	12%	27.0%	3853
房地产业	32431	34593	30909	20%	-10.6%	-3684
水利环境	10729	12021	15037	10%	25.1%	3016
合计	98067	104723	110077	71%	5.1%	5354
其他	13989	14616	16811	11%	15.0%	2195
城镇合计	112056	119339	126888	82%	6.3%	7549
农村合计	24062	25626	27247	18%	6.3%	1621
全社会合计	136117	144965	154135	100%	6.3%	9170

数据来源: CEI, WIND, 国泰君安证券研究所

我们同时对 2009 年水泥消费量增速与房地产、交通投资增速、单位投资水泥消费量进行了敏感性分析, 可以看出单位投资水泥消费量指标最为敏感, 小量波动可以导致水泥消费量增速大幅波动。房地产影响亦较大, 若假设房地产投资下降 10% 则全国水泥消费量增长 5%, 投资增加 5% 则全国水泥消费量增长 9.1%。

表 7: 2009 年水泥产量增速对房地产和单位投资消费量的敏感性分析

房地产投资增速	交通投资增速
---------	--------

	6.3%	-10%	-5%	0%	5%		6.3%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%
单位投资	1.10	-10.2%	-9.0%	-7.8%	-6.7%	单位投资	1.10	-10.0%	-9.5%	-9.0%	-8.5%
消费量	1.29	5.0%	6.3%	7.7%	9.1%	消费量	1.29	5.2%	5.8%	6.3%	6.9%
	1.35	10.2%	11.7%	13.1%	14.5%		1.35	10.5%	11.1%	11.7%	12.3%
	1.50	22.5%	24.1%	25.7%	27.3%		1.50	22.8%	23.4%	24.1%	24.7%

数据来源：国泰君安证券研究所

综上所述，事实任何一种测算方法都有其合理性和不合理性的一面，在条件受限的条件下我们尽量选其合理性的一面，把两种测算方法合起来看。预期2009年水泥消费量将增加6.3%-7.2%，或者消费量增加0.92-1.04亿吨。

## 2.2. 2009年水泥供给判断：新增产能1.25-1.42亿吨或7.8%-8.8%

### 2.2.1. 2009年水泥供给量测算方法一：以全国投资规模测算

第一种方法是通过投资规模测算新增产能：（1）首先是预测水泥行业投资规模，2008年前10个月水泥行业完成投资816亿元，10月完成投资100亿元，我们假设11-12月大概都完成100亿元左右，则2008年完成投资约1025亿元；（2）2006年项目计划总投资1179亿元，完成403亿元、剩余776亿元，而2007年完成778亿元、与上年剩余类似；2007年项目总计划投资1704亿元，剩余1050亿元、08年完成额类似；目前项目总计划投资2172亿元、还剩余约1356亿元，我们假设剩余在09年完成率为91%、即2009年水泥行业投资1230亿元，同增20%。

（3）我们把投资/水泥产能增加作为折算系数，同时因固定资产投资价格指数上升和单纯余热发电投资增加，我们把2008-2009年投资规模打八折进行折算，测算2008-2009年水泥产能分别增加1.46、1.75亿吨，分别同增25%、20%。2009年产能相对2008年约增加10.7%左右。

表 8：全国水泥行业固定资产投资及新增水泥产能测算

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
水泥投资-亿元	321	433	413	403	654	1,025	1,230
增速	101%	35%	-5%	-2%	62%	57%	20%
水泥产能增加-亿吨	1.05	1.69	1.33	1.10	1.16	1.46	1.75
增速	132%	61%	-21%	-17%	6%	25%	20%

数据来源：DC，国泰君安证券研究所

### 2.2.2. 2009年水泥供给量测算方法一：以各省在建项目投产进度合算

第二种方法是根据水泥协会统计的各省在建项目进度核算新增产能情况：（1）水泥协会统计了截止2008年9月在建的熟料生产线合计208条，合计2.42亿吨熟料产能、约可形成新干法水泥产能3.14亿吨；（2）估计在08年9月以后约增加150亿元项目总计划投资，合计可以形成水泥产能约2132万吨；（3）因一条生产线建设约12个月左右，因此2009年新开工的项目很大部分不会在09年形成产能；（4）截止08年9月水泥产能估计有1.71亿吨在09年形成产能，再加上2132万吨，估计09年合计形成新增产能约有1.92亿吨，相当于比08年总产能增加11.8%。

**表 9：全国各省及新增水泥产能测算**

	2007 年熟料产能	08 年 9 月底在建熟料	08 年投产熟料	09 年投产熟料	2009 年水泥投产
北京	732				
天津	205				
河北	2,666	1,163	528	634	824
山西	1,505	837	380	457	594
内蒙	1,383	347	158	189	246
辽宁	1,550	1,411	641	769	1,000
吉林	1,339	775	352	423	550
黑龙江	753	195	89	107	138
上海	140				
江苏	4,759	775	352	423	550
浙江	6,073	698	317	380	495
安徽	6,808	837	380	457	594
福建	1,479	1,163	528	634	824
江西	2,533	1,070	486	583	758
山东	5,208	837	380	457	594
河南	4,073	2,740	1,246	1,495	1,943
湖北	2,481	1,541	700	840	1,092
湖南	1,621	1,643	747	896	1,165
广东	4,191	1,339	609	730	950
广西	2,455	1,550	705	845	1,099
海南	295	326	148	178	231
重庆	1,178	428	194	233	303
四川	1,488	2,164	984	1,180	1,534
贵州	425	496	225	271	352
云南	1,748	698	317	380	495
西藏	93	62	28	34	44
陕西	1,826	667	303	364	473
甘肃	825	78	35	42	55
青海	155	93	42	51	66
宁夏	515	78	35	42	55
新疆	760	326	148	178	231
<b>全国</b>	<b>61,258</b>	<b>24,177</b>	<b>11,060</b>	<b>13,117</b>	<b>17,052</b>

数据来源：DC，国泰君安证券研究所

### 2.2.3. 考虑淘汰落后产能后的新增产能情况

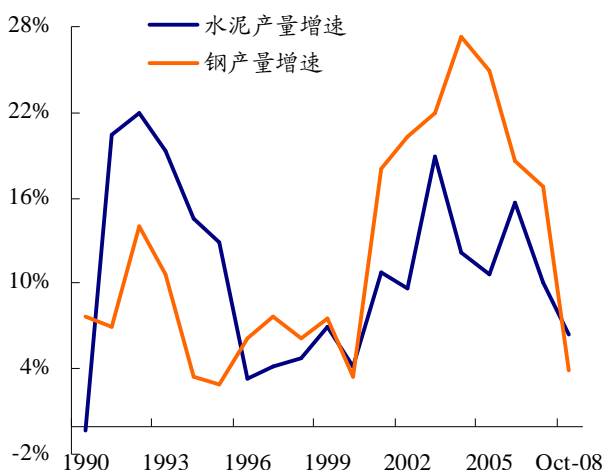
根据各省汇总的 2007-2010 年淘汰落后产能规划，共计淘汰 2.85 亿吨落后产能，即相当于 4 年平均淘汰 7112 万吨落后产能，而 2007 年淘汰约 5500 万落后产能。因国家发改委没有统计和定时公布 2008 年淘汰落后产能进度，我们估计 2008 年约淘汰 5000 万吨落后产能，因 2009 年国家保障增长和保就业成为主基调，因此 2009 年大幅淘汰落后产能超过 2008 年可能性比较小，预期 2009 年淘汰 5000 万吨。若 2009 年不考虑淘汰落后则新增水泥产能 1.75-1.92 亿吨或 10.7%-11.8%，考虑淘汰 5000 万吨落后，则新增水泥产能 1.25-1.42 亿吨或 7.8%-8.8%。

### 3. 2009 年水泥毛利率判断：上半年压力很大

#### 3.1. 2009 年水泥价格判断：上半年压力最大、3 季度后环比回升

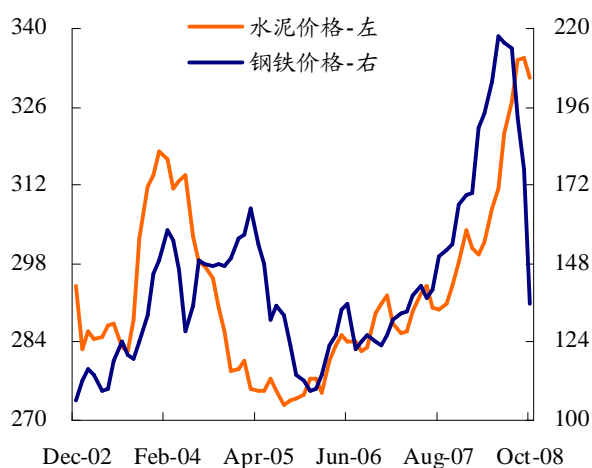
判断来年水泥价格走势之前，我们先看一下相关产品的价格走势。所谓钢筋混凝土本身就说明水泥和钢铁的相关性：(1) 从 1990 年到 2008 年 10 月，水泥与钢铁的产量增速具有较高的相关性，08 年前 10 个月水泥产和钢产量增速均大幅下跌；(2) 从 2002 年至今的水泥与钢铁价格亦呈现一定相关性，有时在时间上有错配，目前钢铁价格较最高点下降了 5 个月近 37%，而水泥价格刚从 10 月开始下降 1%。

图 48: 水泥与钢产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

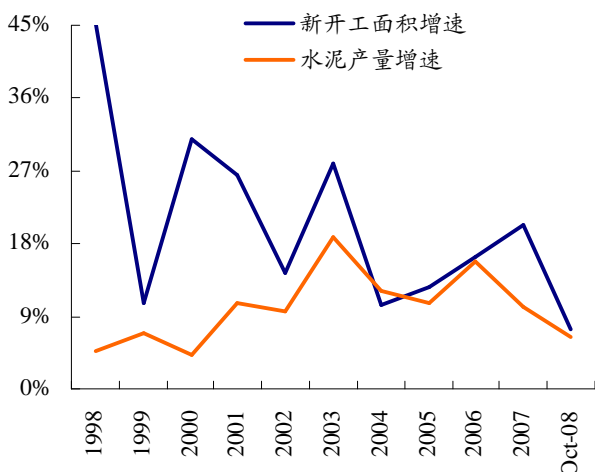
图 49: 钢铁与水泥价格



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

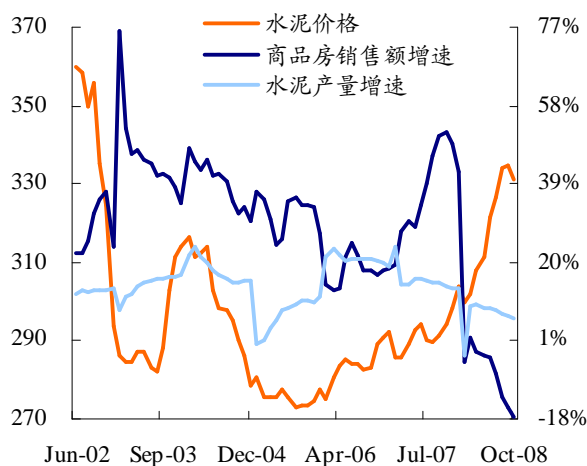
从水泥价格与需求的角度看：(1) 商品房新开工面积与水泥产量增速呈现了较高的相关性，主要是因为房地产占水泥消费最大比重；(2) 商品房销售额同比增速与水泥价格具有些许相关性但不是特别高，水泥价格与水泥产量相关性不是特别高，主要是因为价格由供需关系决定而不是单纯需求决定；(3) 2008 年水泥产能增加和需求增速下降背景下，价格上升主要是煤炭成本推动。

图 50: 商品房新开工面积与水泥产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

图 51: 商品房销售额、水泥产量增速、水泥价格



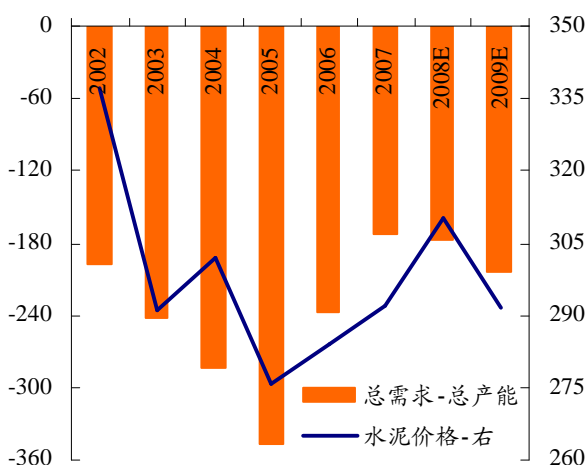
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

水泥价格与 CPI、PPI 的关系：（1）从 2002 年到今天水泥价格与 PPI 和 CPI 呈现了很高的相关性，在时间上大概错配 6-8 个月的时间，如 2004 年水泥价格先于 2004 年 2 月下跌，CPI、PPI 于 2004 年 8、10 月开始下降；2005 年 8 月水泥价格触底反弹，但 CPI、PPI 于 2006 年 2 月、5 月才触底；（2）2008 年 2、8 月 CPI 和 PPI 开始峰高回落，但水泥价格于 10 月才开始回落，比上轮周期滞后；（3）如果 2009 年 CPI 和 PPI 继续下降，水泥价格下降概率很大。

从供需关系看：（1）从历史规律看，“水泥总需求-水泥总产能”与水泥价格呈现了较高的相关性，水泥行业本身是产能过剩的行业，“水泥总需求-水泥总产能”衡量过剩程度，过剩程度增加时水泥价格下降、过剩程度减少时水泥价格上升；（2）根据我们上文对水泥行业供需的判断，我们预期 2009 年水泥过剩程度将比 2008 年增加，因此我们认为 2009 年水泥价格同比 2008 年较略有下降

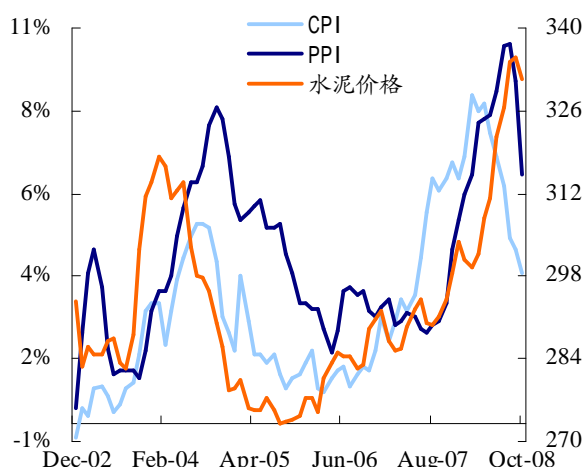
通过上文各省产能投放来看，在 09 年前 9 个月投放产能将非常大，而国家积极财政政策加大基础设施投资对水泥需求的拉动估计要在 09 年中期以后，因此产能释放和需求滞后的时间错配将使得 2009 年上半年价格环比下降，但估计在 3 季度以后水泥价格因受需求拉动，会出现小幅环比回升趋势，但全年均价低于上年。

图 52: 水泥总需求-水泥总产能与水泥价格



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

图 53: 新增水泥供需差与水泥毛利率



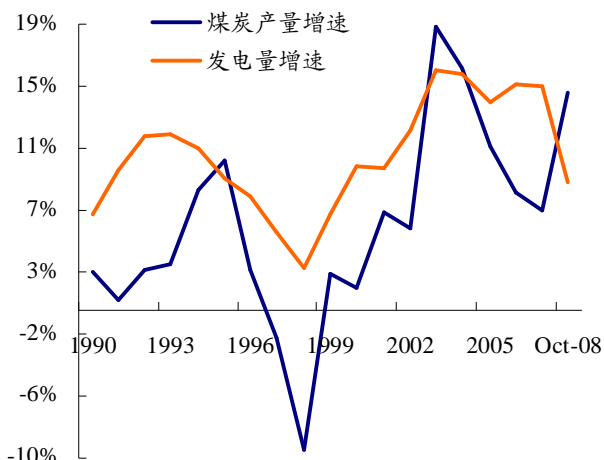
数据来源: CEI, CEI, 国泰君安证券研究所

### 3.2. 2009 年煤炭价格判断: 将同比下降

煤炭下游需求最大的是电力，而不是水泥，因此决定煤炭需求的更大变量是电力，从历史数据看，发电量下滑的情况下煤炭产量很难大幅增长，若是必然导致煤炭价格下降，2008 年煤炭价格大幅上升导致电力企业盈利下降，同时又使得电力发电量增速下降，因此预期 2009 年发电量增速仍将在低位，煤炭价格仍有下跌空间。

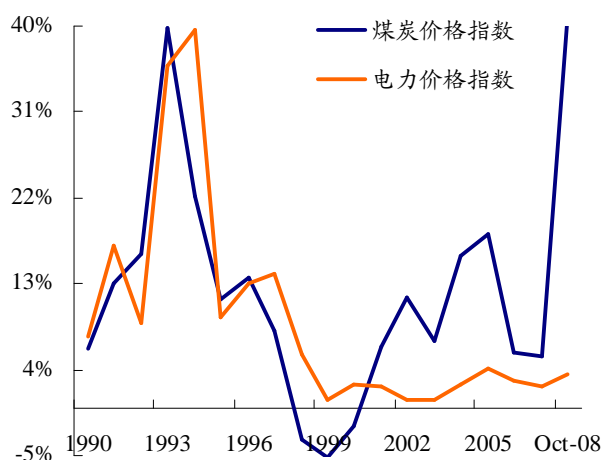
大同优混 6000 大卡秦皇岛中转地价格自 2008 年 7 月 21 日创出新高后，到目前已经下跌了 375 元或 35%；山西优混 5500 大卡秦皇岛中转地价格自 2008 年 7 月 21 日创新高后下滑至今，到目前已经下降了 415 元或 42%。目前 5500 大卡价格为 580 元/吨，较截止目前 08 年煤炭均价 734 元低 22%或 163 元，较 08 上半年均价低 9%或 60 元。我们认为煤炭价格 09 年下降幅度在 20-25%左右。

图 54: 发电量、煤炭产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

图 55: 煤炭与电力价格指数



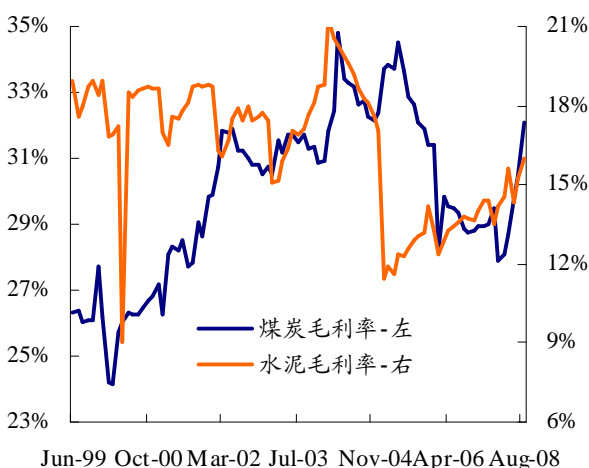
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

### 3.3. 2009 年水泥毛利率判断: 上半年同比下降, 但好于 2004-05 周期

1997-2008 年有 3 年水泥价格与煤炭价格同时下降, 其中 2 年毛利率下降: (1) 1998 年水泥与煤炭价格同时下降, 但因 1997 年投放了大量产能导致 1998 年供需不是特别好, 水泥价格跌的比煤炭快, 导致水泥毛利率下降; (2) 2005 年水泥和煤炭价格同时下降, 2004 年投放大量产能导致水泥毛利率下降, 水泥价格跌的快; (3) 1999 年水泥和煤炭价格同时下降, 但产能利用率提升导致水泥毛利率增加。

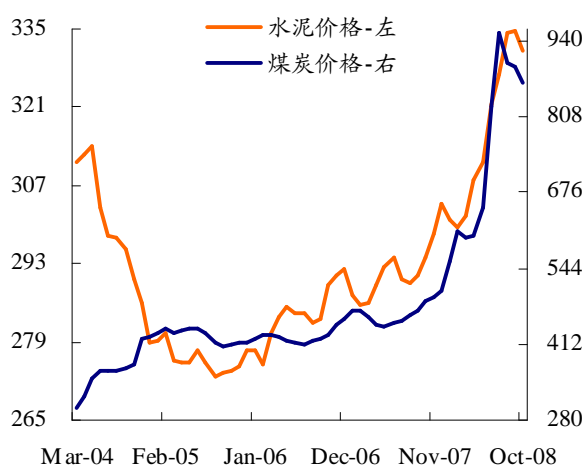
2004-05 年产能大幅投资导致水泥价格下跌, 但煤炭价格依旧强势, 导致水泥毛利率大幅下降。2008 年煤炭价格大幅上升推升水泥价格, 但因需求不旺盛和产能投放压力过大导致成本无法完全转嫁毛利率下降, 或者说煤炭价格上升是更多因素而非水泥单一行业导致, 但水泥需承担市场结果, 议价能力低导致毛利率下降。

图 56: 水泥与煤炭行业毛利率



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

图 57: 水泥与煤炭价格



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

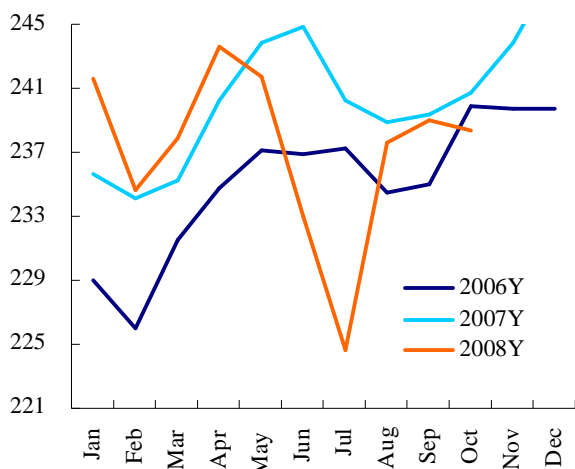
根据上文判断, 我们认为 2009 年水泥价格和煤炭价格都将下降。煤炭价格下降是因为电力和钢铁的主要耗煤炭行业需求下降所致, 如同上升时水泥承受了市场煤

炭价格，下降时水泥行业亦将会承受下跌的市场煤炭价格，若仅仅以此来看水泥价格跌的比煤炭价格要慢，同时水泥需求会在 09 年 3 季度以后拉动水泥价格，而煤炭价格反弹仍需电力反弹，因此水泥价格会比煤炭价格先复苏。

但通过历史情况看，水泥价格对煤炭价格的转嫁能力仍需求取决于水泥和煤炭的议价能力和供需边际对比。我们认为水泥供需总量关系决定水泥价格走势，但转嫁能力或者说毛利率要取决于新增供需边际，历史上看当水泥供需边际下降时毛利率下降、供需边际上升时毛利率提升。而我们认为 2009 年水泥供需边际在下降，因此水泥对成本转嫁能力在下降，特别是 09 年上半年。

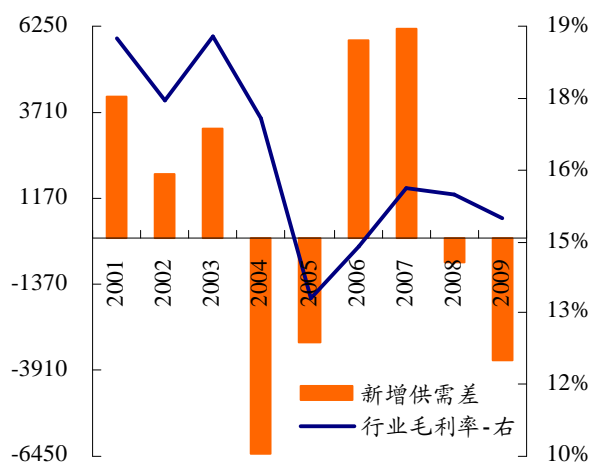
因为，我们认估计 09 年上半年煤炭价格仍维持环比下降趋势，但水泥价格亦将受供需略恶化影响价格下跌。我们认为 09 上半年水泥毛利率下降概率大，但下半年毛利率环比会有回升。我们的判断是建立在诸多假设之上的，为此我们建立“水泥煤炭价格差”来紧密跟踪毛利率走势，以便及时根据最新形势更新判断。

图 58: 月度“水泥标煤价格差”



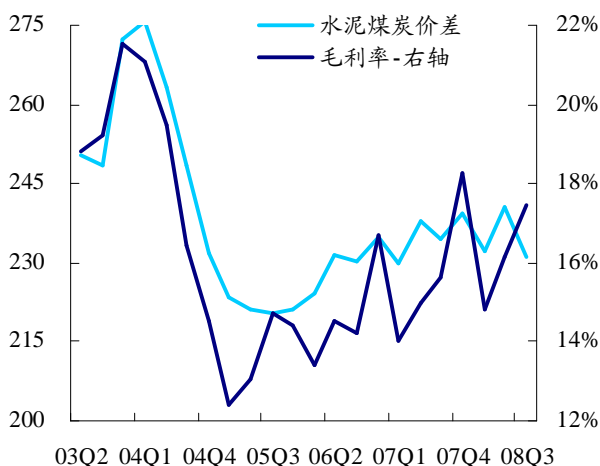
数据来源: BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 59: 新增水泥供需差与水泥毛利率



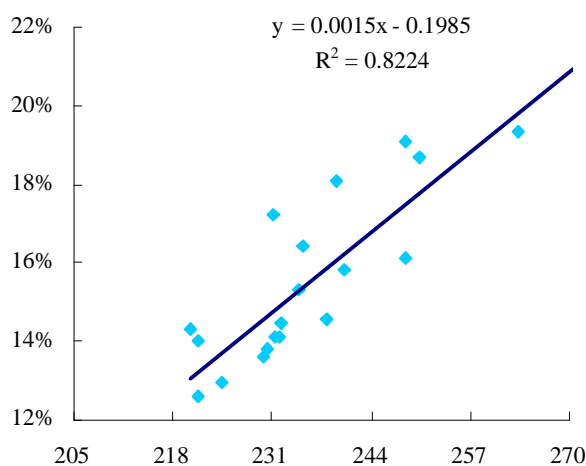
数据来源: BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 60: “水泥标煤价格差”与毛利率拟合



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 61: “水泥标煤价格差”与毛利率线性相关度



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所



## 4. 公司筛选逻辑：各省区供需判断、盈利前景与估值

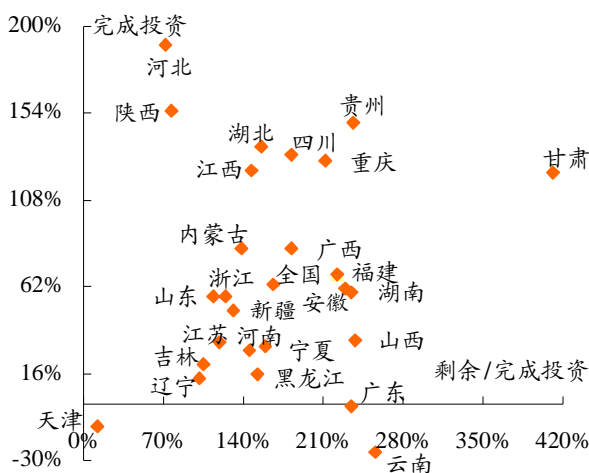
### 4.1. 各省区 2009 年供需、盈利等判断

#### 4.1.1. 各省区 2009 年产能供给判断：最小是甘肃、宁夏，最大是四川、湖南

如同我们在上文测算 2009 年产能增加逻辑思路,本部分亦将沿两个思路衡量各省未来产能增加情况。第一个思路按各省水泥行业固定资产投资完成额和计划投资额测算:(1)图 62 纵轴衡量 08 年前 10 个月完成投资增速,最快的省区是青海、河北、陕西、湖北、四川;最慢是云南、广东、东三省、河南、宁夏、江苏。(2)横轴表示(计划投资-完成投资)/完成投资衡量 09 年水泥投资增幅,最快的是甘肃、云南、山西、湖南、广东,最慢的是青海、河北、陕西、吉林、山东、江苏。

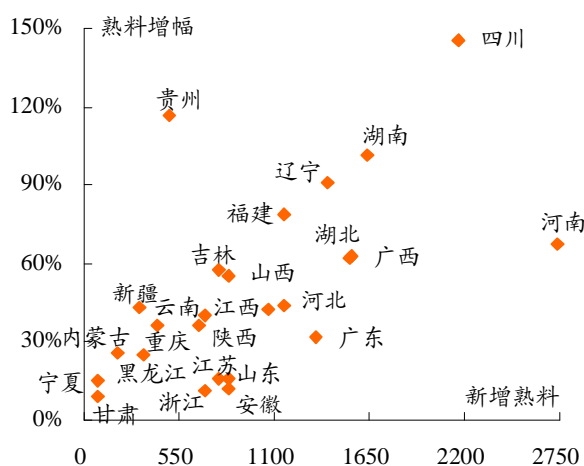
第二个思路是根据水泥协会统计的截止 08 年 9 月在建产能核算:图 63 横轴表示未来新增熟料的绝对量,纵轴表示熟料产能增长速度。增幅最大的是四川、贵州、海南、湖南、辽宁、福建、河南;增速最小的是甘肃、浙江、安徽、宁夏、山东、江苏、内蒙古、广东。综合上两种思路:2009 年产能压力最大的是四川、湖南,压力最小的宁夏、广东、江苏、山东。

图 62: 08 年 10 月水泥投资、剩余/完成投资增速



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 63: 目前在建熟料产能情况



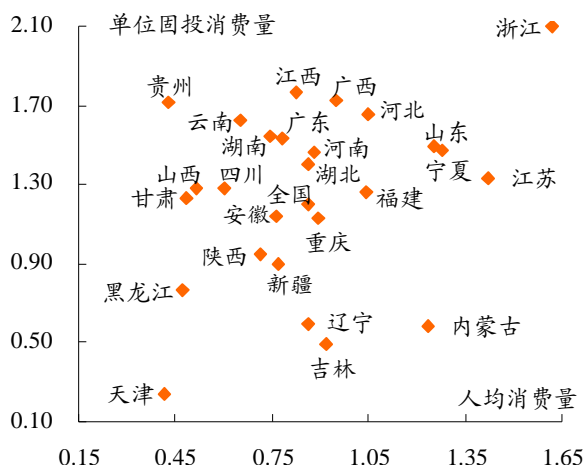
数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

#### 4.1.2. 各省区 2009 年水泥需求判断：四川、福建最快，江苏、河北较慢

我们通过 4 个指标来衡量各省区水泥潜在需求:(1)图 64 单位固定资产投资水泥消费量、人均水泥消费量。人均水泥消费量越低的地区未来水泥消费量潜在提升幅度越大,越高的地区说明水泥消费旺盛也意味着饱和程度越高。人均水泥消费量最低是贵州、黑龙江、甘肃、山西,最高是浙江、江苏、宁夏、山东、内蒙古;

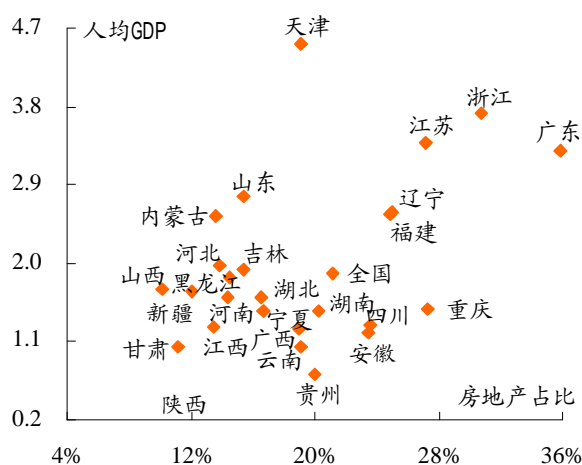
(2)图 65 房地产投资占固定投资比重、人均 GDP。因 2009 年房地产投资将下降,房地产投资占固定资产投资比重最大的地区受影响越大,特别是人均 GDP 小且房地产投资占比大的地区受影响最大。房地产占比最高的区域是广东、浙江、海南、重庆、江苏,最低的是青海、山西、甘肃、新疆。

图 64: 单位投资及人均水泥消费量



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 65: 房地产投资占比及人均 GDP

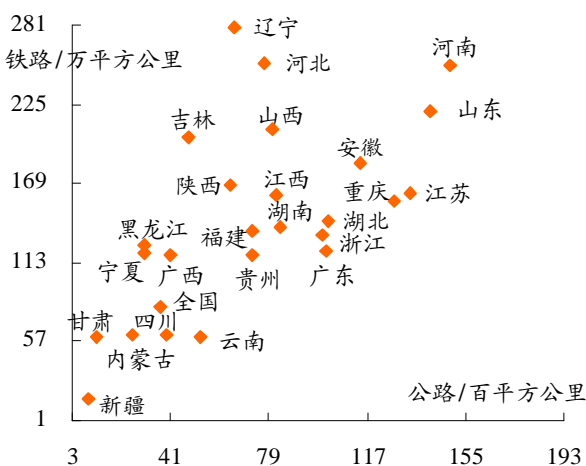


数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

(3) 2009 年积极财政政策加大铁路和公路投资, 但目前各省具体详细的铁路和公路规划正在审批和规划中, 暂无法判断 09 年各省基础设施投资规模。我们暂时以公路和铁路饱和度来衡量未来投资潜力, 待详细规划出来后再具体分析。铁路和公路目前拥有量河南、山东、江苏、辽宁、河北较多, 新疆、甘肃、内蒙古、四川、云南目前拥有量较少, 目前较少的区域未来投资需求会更大。

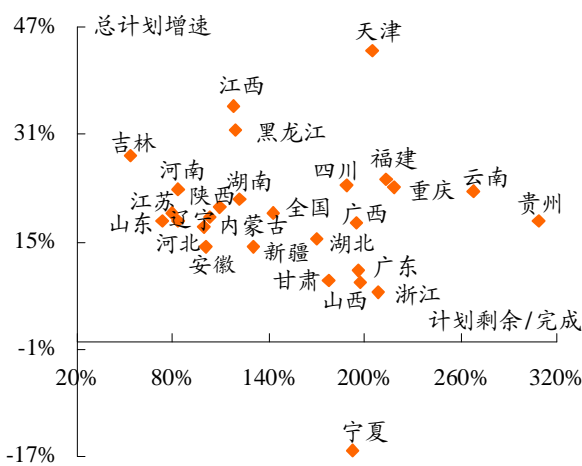
(4) 我们统计了截止 08 年 10 月底各省施工项目未来投资计划情况, 该数据可能未有包含国家积极财政政策后各地被激发热情的新计划投资, 但该新计划数据最快也要到 09 年 1 季度获得, 因此目前暂以截止 10 月数据看各省投资潜力。总计划投资增速最快的是天津、江西、黑龙江、吉林、福建、青海、四川、重庆, 最慢的是宁夏、浙江、山西、甘肃、广东; 计划剩余/完成最多的是贵州、云南、上海、青海、重庆、福建、浙江, 最少的是吉林、山东、江苏、辽宁、河南、河北。

图 66: 公路和铁路拥有水平



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 67: 固定资产投资总计划增速、剩余/完成



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

**4.1.3. 各省区 2009 年水泥供需、盈利前景判断：上半年选择产能压力小的区域**  
 一方面积极财政政策对水泥需求的驱动在各省的分布要到 09 年 1 季度才可显示出迹象，另外一方面目前计划投资数据可能未还有该部分内容，但我们对未来需求的测算应该是目前较为全面合理的方法。总之，我们对于产能投放的判断，比对需求的判断更有信心，需求端的判断变量太大，但可以建立逻辑框架跟踪。

我们对于产能增加的判断是：甘肃、浙江、安徽、宁夏、山东、江苏等省区 2009 年产能投放压力最低，四川、贵州、海南、湖南、辽宁产能投放压力大。对需求增加的判断是：江西、吉林、福建、青海、四川投资总计划投资最快，宁夏、浙江、山西、甘肃、广东总计划投资增速最慢。综合而言我们认为，在目前到 09 年中期之前选择产能投放压力小的区域，09 下半年选择需求增速快的区域。

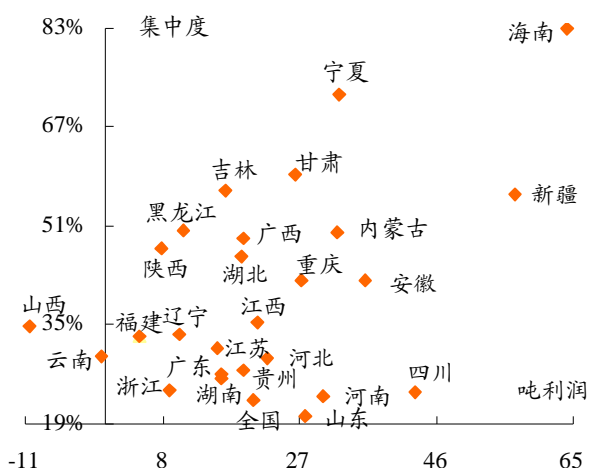
**表 10：全国各省及新增水泥产能测算（以下排序均为从小到大）**

序号	熟料增幅	水泥投资剩余/完成	水泥投资增速	社会固投剩余/完成	社会投资总计划增速	房地产占比
1	甘肃	青海	云南	吉林	宁夏	西藏
2	浙江	河北	广东	山东	浙江	青海
3	安徽	陕西	辽宁	江苏	海南	山西
4	宁夏	辽宁	黑龙江	辽宁	山西	甘肃
5	山东	吉林	吉林	河南	甘肃	新疆
6	江苏	山东	河南	河北	广东	江西
7	内蒙古	江苏	宁夏	安徽	新疆	内蒙古
8	黑龙江	浙江	江苏	内蒙古	安徽	河北
9	广东	新疆	山西	陕西	湖北	河南
10	重庆	内蒙古	新疆	江西	河北	黑龙江
11	陕西	河南	浙江	黑龙江	广西	山东
12	全国	江西	山东	湖南	山东	吉林
13	云南	黑龙江	湖南	新疆	贵州	湖北
14	江西	湖北	安徽	全国	辽宁	宁夏
15	新疆	宁夏	全国	湖北	内蒙古	陕西
16	河北	全国	福建	甘肃	全国	广西
17	山西	海南	内蒙古	西藏	江苏	云南
18	吉林	广西	广西	四川	陕西	贵州
19	青海	四川	甘肃	宁夏	湖南	湖南
20	湖北	重庆	江西	广西	云南	全国
21	广西	福建	重庆	广东	河南	安徽
22	西藏	安徽	四川	海南	重庆	四川
23	河南	广东	湖北	山西	四川	辽宁
24	福建	湖南	贵州	浙江	青海	福建
25	辽宁	贵州	陕西	福建	福建	江苏
26	湖南	山西	河北	重庆	吉林	重庆
27	海南	西藏	海南	青海	黑龙江	海南
28	贵州	云南	青海	云南	江西	浙江
29	四川	甘肃	西藏	贵州	西藏	广东

数据来源：CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

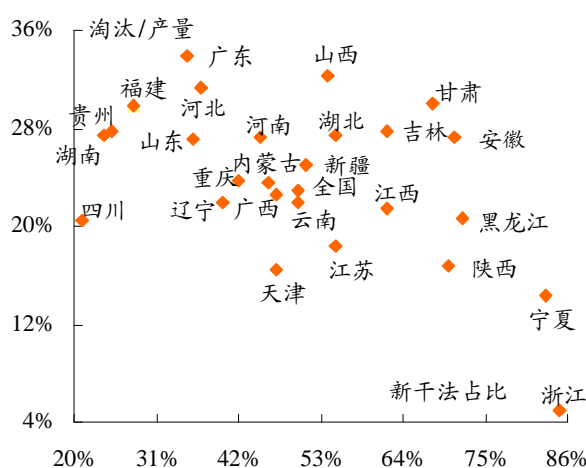
各省区盈利能力除与区域供需情况相关外，亦与区域内市场集中度相关。以 2008 年前 8 个月数据来看，吨利润最高的区域海南、新疆、四川、安徽、甘肃、内蒙古等地方集中度均较高。同时我们认为 2009 年淘汰落后产能进度不会很快，2010 年是淘汰落后产能最后期限，因此观察淘汰落后产能比例仍有助于我们观察 2009 年 3 季度至 2010 年优势区域，如广东、福建、河北、山西、甘肃等省最有可能大量淘汰落后产能改善供需结构提升区域企业盈利能力。

图 68: 吨利润与市场集中度



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 69: 新干法占比及淘汰落后产能比

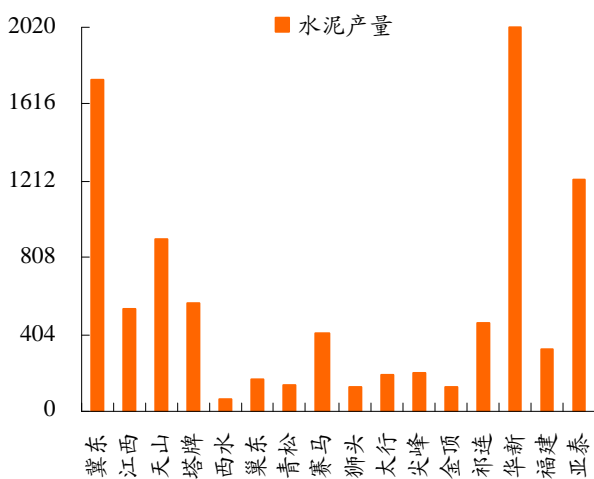


数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

4.1.4. 公司筛选逻辑: 区域盈利前景和估值——全国、区域、潜力三个组合

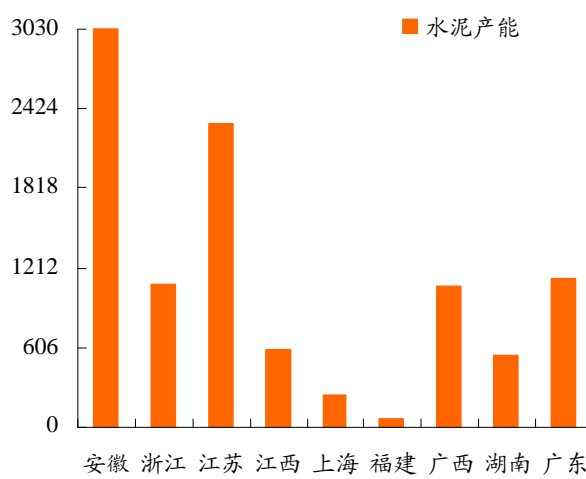
水泥公司所处省区为: (1) 冀东水泥和太行水泥在河北; (2) ST 大水、狮头股份在山西; (3) 江西水泥在江西; (4) 天山股份、青松建化在新疆; (5) 同力水泥在河南; (6) \*ST 双马和四川金顶在四川; (7) 塔牌集团在广东; (8) ST 秦岭在陕西; (9) 西水股份在内蒙古; (10) 巢东股份、海螺水泥在安徽; (11) 赛马实业在宁夏; (12) 尖峰集团在浙江; (13) 祁连山在甘肃; (14) 华新水泥在湖北; (15) 福建水泥在福建; (16) 亚泰集团在吉林。

图 70: 2008 年前 10 个月水泥产量



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

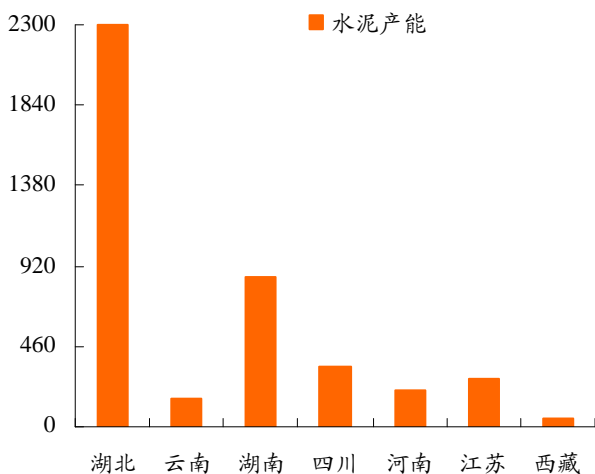
图 71: 海螺水泥产能分布



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

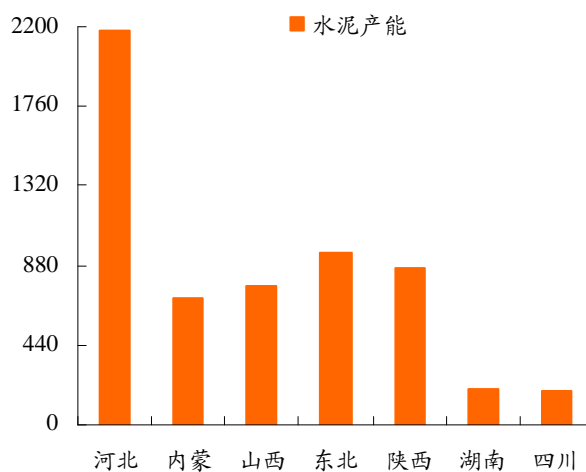
(1) 海螺水泥在浙江、安徽、江苏等地方面临产能投放压力小，但华东和华南房地产占比高和需求规划低等是不利因素。(2) 华新水泥的湖南、河南、湖北产能投放压力大，需求不是特别突出；(3) 祁连山和赛马实业面临产能投放压力最小，但需求规划数据不如 2008 年理想；(4) 天山股份产能投放压力排名显然比需求规划排名更靠前；(5) 冀东水泥未来淘汰空间最值得期待，产能投放压力比需求大。

图 72: 华新水泥产能分布



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

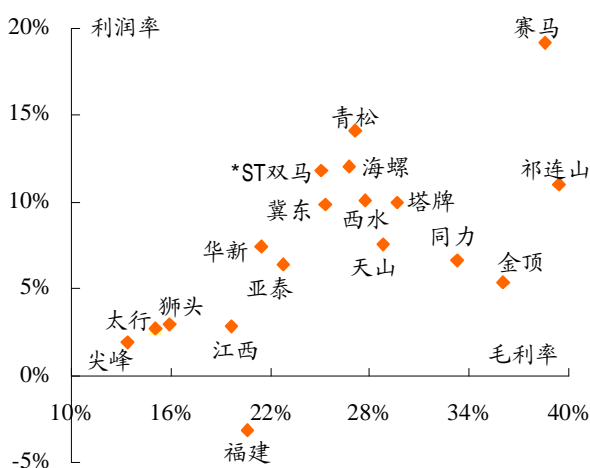
图 73: 冀东水泥产能分布



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

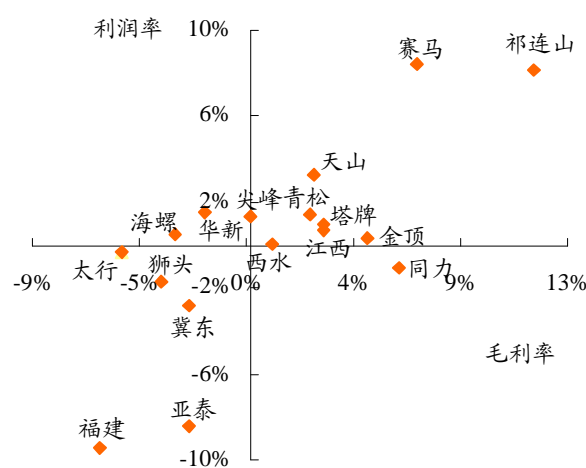
从盈利角度看: (1) 2008 年前 3 季度利润率和毛利率最高的是赛马实业、祁连山、青松建化、四川金顶、塔牌集团、同力水泥, 最低的是尖峰集团、太行水泥; (2) 从利润率和毛利率同比增加幅度看, 提升幅度最大的是赛马实业、祁连山、天山股份, 盈利能力下降的是福建水泥、亚泰集团、冀东水泥。

图 74: 前 3 季度利润率与毛利率



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 75: 前 3 季度毛利率与利润率增幅

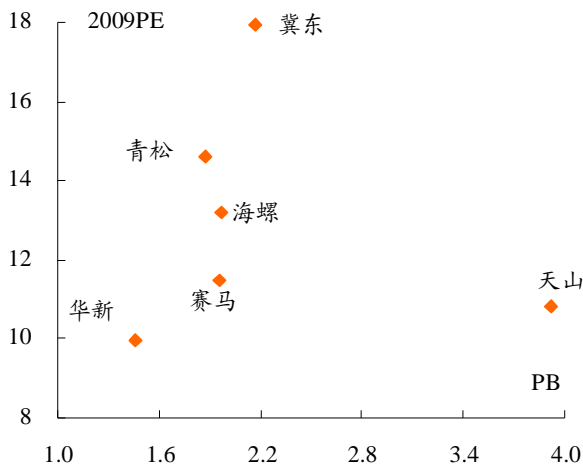


数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

从估值角度看: (1) 从 PE 和 PB 角度看, 华新水泥、赛马实业估值最低, 冀东水泥 PE 最高、天山股份 PB 最高; (2) 从吨市值和吨 EV 角度看, 青松建化估值最

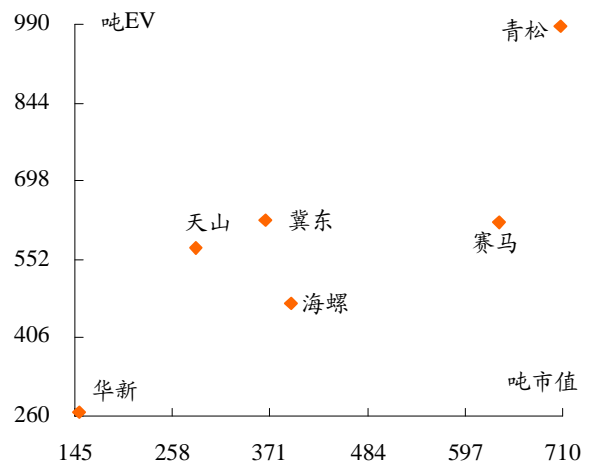
高，华新水泥估值最低，赛马实业吨市值较高、冀东水泥吨EV较高。

图 76: 前 3 季度利润率与毛利率



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

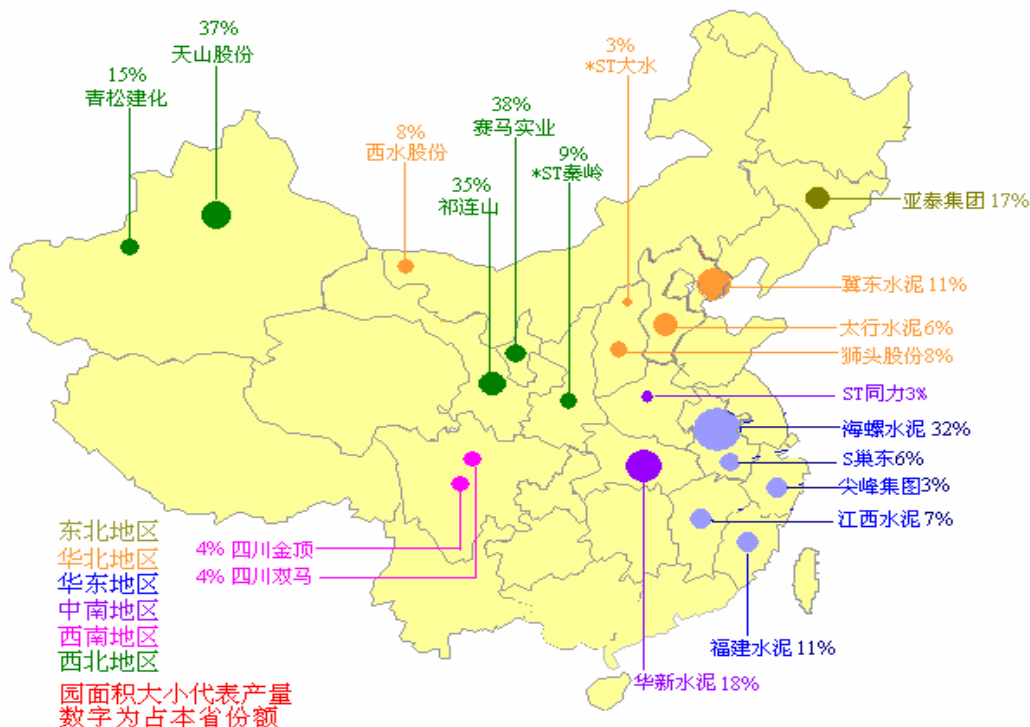
图 77: 前 3 季度毛利率与利润率增幅



数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

综合而言，21 家水泥公司我们构建 3 个投资组合：（1）“全国经营组合”—海螺水泥、冀东水泥、华新水泥；（2）“区域龙头组合”—赛马实业、天山股份、青松建化；（3）“潜力关注组合”—“江西水泥、祁连山、亚泰集团”。重点推荐前 2 个价值投资组合，其中“全国经营组合”重点推荐冀东水泥，“区域龙头组合”重点推荐赛马实业，“潜力关注组合”重点建议关注亚泰集团。

图 78: 前 3 季度利润率与毛利率



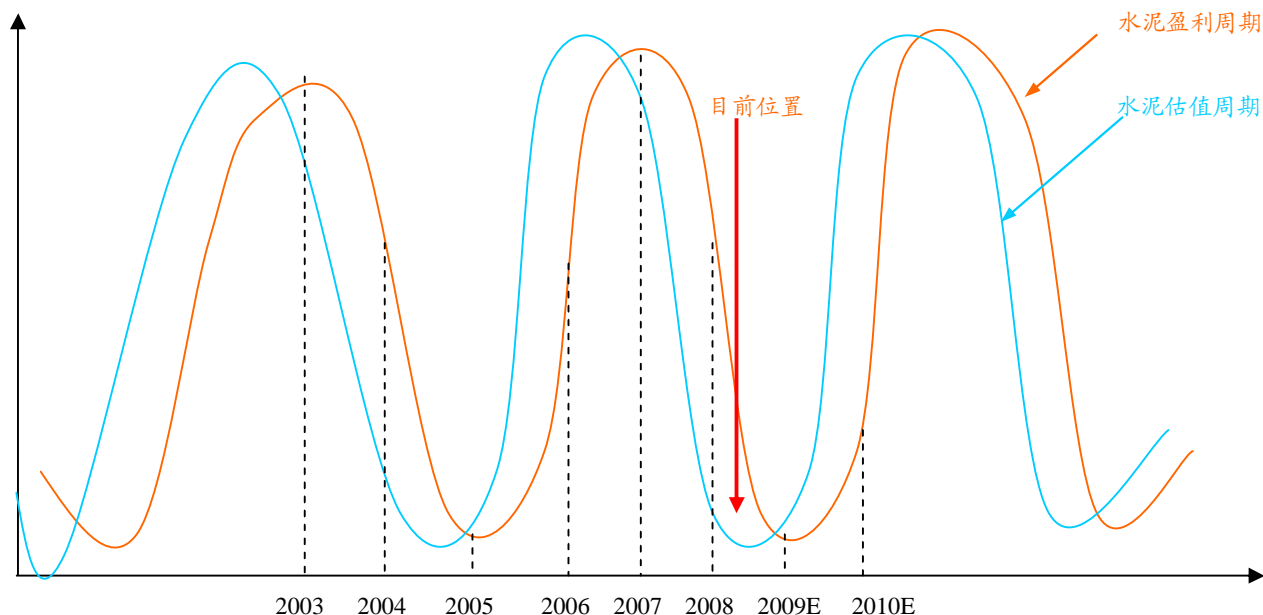
数据来源: 国泰君安证券研究所

## 5. 2009 年水泥投资策略：远见者稳进

通过观察 1997-2008 年水泥估值周期和盈利周期，我们发现有以下规律：（1）国家政策决定水泥盈利和估值周期，严厉的政策会立即反应、温和的政策会逐步反应，如 2004 年严厉宏观调控导致水泥盈利和估值迅速下降，2007 年温和紧缩政策在时间积累到 2008 年才反应水泥盈利和估值下降。我们对政策既抱有期待之情、又含有敬畏之意，下面还有什么政策可以期待、效果如何很难准确测度。

但预期 2009 年还有 4 次降息合计 108 个点，货币政策将持续放松，而积极财政政策将贯穿 2009 全年，因此从政策层面上看暖风频吹，有利于水泥股估值的复苏和底部抬升，预期本轮周期估值的底部很难再次探底到 2005 年，除非本轮经济政策像 1998 年那样没有把水泥盈利彻底改变，这个可能性一直是我们所担心。但这也并不意味着目前估值低估，恰恰相反，我们认为目前股价在充分反应政策预期的同时，对 09 年上半年水泥价格下跌和主要水泥公司盈利下降未有充分估计。

图 79：水泥盈利周期与估值周期



数据来源：国泰君安证券研究所

（2）第二个规律是水泥估值周期提前盈利周期 1-2 个季度见顶，估值周期会提前盈利周期 1-2 个季度见底。我们目前所处的位置是盈利尚未有见底，估值因政策突如起来已提前反弹，我们估计 2009 年 2 季度业绩将是本轮周期的底部，3 季度会有业绩环比回升但同比可能依旧下降，如果一切顺利则 2010 年水泥将走向真正的盈利和估值双复苏，对 2010 年更值得期待的原因是淘汰落后产能最后一年。

2004-2005 年周期是最完美和顺利的周期，而我们所担心的本来周期如果出现 1998-1999 那样的情况，如在目前到 2009 年 1 季报和中报披露之前，在没有实质性利空和政策刺激下降股价大幅，提前对利好因素兑现，累积起的股价造成估值过高，到真正盈利披露时若低于预期则股价会大幅回落，这将造成 2009 年下半年

机会提前到目前和 2009 年上半年兑现，大家普遍期待的 2009 年下半年会打折扣。

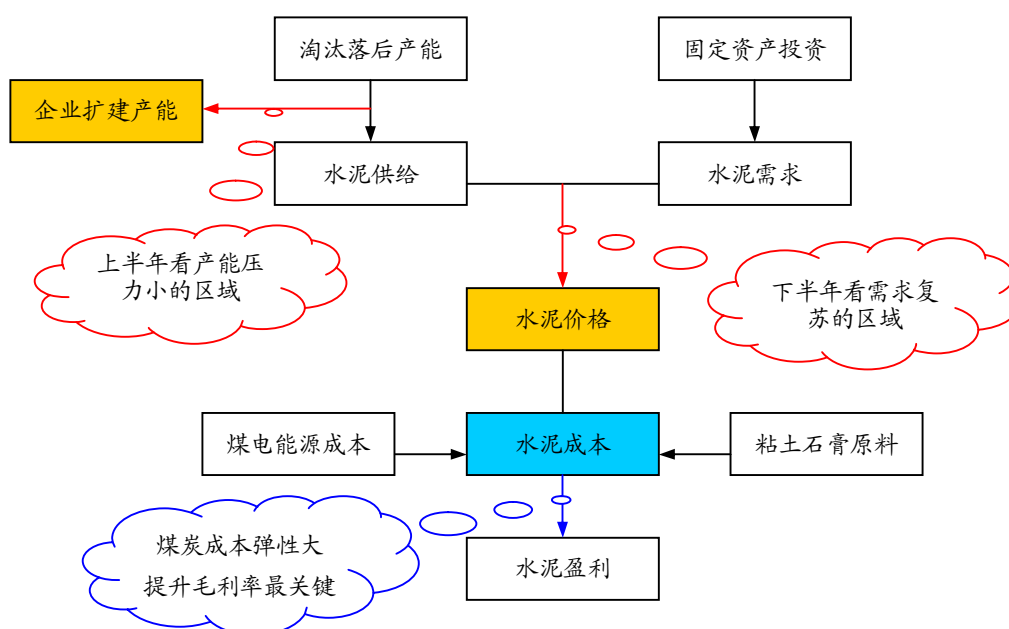
因此我们在 2008 年 11 月 4 日《倒数第 1、2 阶段水泥价格和估值特征》中指出：“水泥价格刚开始下跌、吨市值未跌破历史低位，估值仍处于倒数第 2 阶段。但也就还尚有水泥价格大幅下降导致的最后一跌，时间成本低的左边投资者可尝试介入但需忍受横盘时间和承担景气下降、时间成本高右边投资者仍需理性谨慎。”

我们认为 2009 年上半年随煤炭价格下降和需求疲软，水泥价格仍将会有一波大幅下降趋势，而目前股价未有充分反应。因此，我们建议右边投资者在该利空因素出尽后在 1-2 季度之间选择时点介入。已介入的左边投资者需对 09 年上半年水泥价格下降保持足够谨慎态度，但 2009 年下半年仍有期待。

综合而言，趋势在好转，但水泥盈利周期底部确立和在底部的时间仍待观察。2008 年是单边下跌，水泥机会不大，选时没有作用，选股的价值仅在于跌的更少。但 2009 年将会终结 2008 年的单边下跌情况：（1）一方面选时将很重要，虽然 1998 年从年初计算到年底水泥跑赢了大盘，但若股价高时介入在下半年跑输大盘；（2）选股更加重要，水泥个股将表现活跃，部分优秀水泥股会获得绝对收益

因为目前我们对水泥产能增加判断更有信息支持，而需求因政策和规划落实细则要到 1 季度以后才会看的更清楚，因此我们建议：（1）在 2009 年 2 季度之前配置产能投放压力小的区域，如西北的甘肃、宁夏等地，西北区域龙头组合仍是首选，建议配置赛马实业；（2）2 季度之后选择需求复苏更明显的区域，特别是关注 1-2 季度下滑业绩充分显漏的全国经营组合，重点配置冀东水泥。综合而言，1-2 季度是防守策略，2 季度以后是积极策略，2-3 季度关注潜力组合。

图 80: 水泥行业投资价值驱动逻辑图



数据来源：国泰君安证券研究所



**作者简介:**

韩其成：建材、建筑行业研究员

上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005年3月进入国泰君安证券研究所，先后从事银行、石油石化、煤化工（焦炭）、策略专题等研究。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)