



证券研究报告·行业动态

低基数，高增长

——水泥行业上市公司 2014 年中报前瞻

上半年水泥价格同比优势明显

2014 年上半年我国水泥价格整体呈现下降趋势，7 月初全国水泥均价较 1 月初下降 34.92 元/吨。虽然水泥价格趋势下行，但由于去年下半年水泥行业的高景气度导致今年年初价格基数较高，上半年全国水泥平均价格较去年同期上涨 20.38 元/吨，要好于市场预期。市场价格实际走势和预期差别主要体现在一季度淡季水泥价格从高位回落的幅度较小，仅为去年下半年上涨幅度的一半左右。

需求增速放缓，供需格局继续好转

今年上半年水泥价格持续出现下滑的根本原因还是在于需求增速放缓，1-5 月水泥产量同比增长 4.06%，与去年同期 8.90% 的增速相比有明显差距。虽然需求增长放缓，但是供给端的增速也在快速下降。我们估算从去年开始水泥行业就已经进入了一个供需改善的周期，行业整体产能利用率开始逐步回升。我们认为此轮改善将持续 3 年以上的时间，今明两年行业整体供需格局将继续好转。

行业利润同比基数低，上市企业多数预增

今年上半年水泥行业利润同比出现大幅改善，一方面是由于一季度水泥价格回落幅度较小导致水泥价格同比优势明显；另一方面也是由于煤炭价格进一步下滑降低了水泥生产成本。1-5 月份水泥行业利润总额同比增长 63.39%，华东和中南地区的利润占全国总利润的 87.78%，各区域之间企业的盈利能力差距在进一步扩大，因此水泥上市企业的业绩预告也呈现明显的两极分化现象。从目前已公布的上市公司上半年业绩预告来看，由于去年业绩基数偏低，产能分布于华东、中南和西南地区的上市水泥企业上半年业绩均出现了大幅增长，而部分产能位于华北和西北的上市企业上半年业绩出现了亏损。

投资评价和建议

上半年水泥行业利润获得了较高的增长，随着大量中报业绩预告公告的披露，近期水泥股表现有所好转，近几周均获得了较好的绝对收益和相对收益。后续随着中报的正式披露以及淡季步入尾声后水泥价格止跌企稳，行业利好有望持续一段时间。去年下半年水泥行业景气度较高，随着低基数效应影响的逐步减弱，今年下半年水泥上市企业的利润增速环比将出现下滑。我们判断全年行业整体利润仍将获得不俗的增长，龙头企业海螺水泥的利润也有望创出历史新高。我们维持行业“增持”评级，重点推荐龙头企业海螺水泥、以及区域龙头企业金隅股份和塔牌集团。

风险分析

1. 房地产行业超预期下行，导致需求增速进一步放缓；2. 下半年旺季水泥价格反弹幅度低于预期。

请参阅最后一页的重要声明

非金属类建材

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440510120013

刘彬

liubin@csc.com.cn

010-85130438

执业证书编号：S1440513090006

发布日期：2014 年 7 月 15 日

市场表现



相关研究报告

- 14.07.14 非金属建材行业周报 (2014.7.7-7.13): 中报预告密集, 水泥企业多预增
- 14.07.07 非金属建材行业周报 (2014.6.30-7.6): 玻纤龙头企业如期提价
- 14.06.30 非金属建材行业周报 (2014.6.23-6.29): 需求淡季价格持续下行



上半年水泥价格同比优势明显

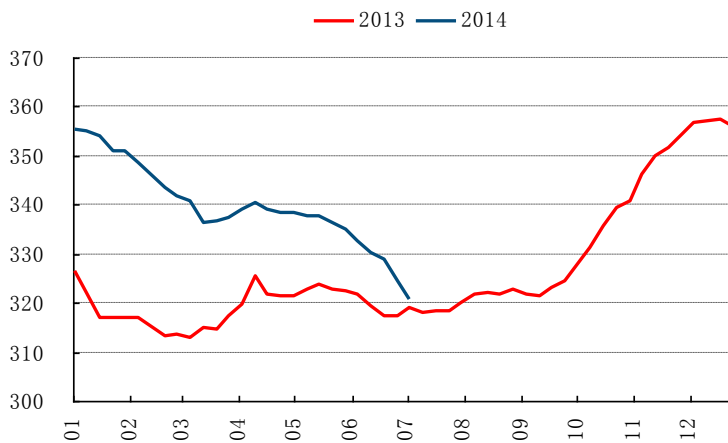
2014年上半年我国水泥价格整体呈现下降趋势，7月初全国水泥均价较1月初下降34.92元/吨。虽然水泥价格趋势下行，但由于去年下半年水泥行业的高景气度导致今年年初价格基数较高，上半年全国水泥平均价格较去年同期上涨20.38元/吨，要好于市场预期。市场价格实际走势和预期差别主要体现在一季度淡季水泥价格从高位回落的幅度较小，仅为去年下半年上涨幅度的一半左右。

表 1：2014 年上半年水泥价格变动情况

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2014 年上半年水泥价格变化	-34.92	-8.00	-9.17	-70.00	-62.92	-0.63	-22.00
2014 年上半年水泥平均价格	339.63	295.15	388.59	355.92	356.96	348.53	303.96
2013 年上半年水泥平均价格	319.25	298.31	410.19	320.08	308.32	310.72	304.37
2014 年上半年平均价格同比变化	20.38	-3.15	-21.60	35.84	48.64	37.81	-0.40

资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

图 1：全国水泥均价（元/吨）



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

分区域来看，南部地区要明显好于北部地区，当前水泥行业整体呈现南强北弱的格局。

华北地区目前水泥价格全国最低，上半年水泥平均价格仅为 295.15 元/吨。华北地区水泥市场已在低位徘徊两年多的时间，水泥价格一直在地板上未现反弹。虽然今年河北省石家庄市因为环保压力淘汰落后产能力度较大，局部供需格局出现好转，但是并未能改变整个华北地区的供需格局。今年以来华北地区水泥价格虽然下滑幅度不大，但由于初始就位于较低水平，区域内的水泥企业盈利能力较差。

东北地区水泥价格仍维持了全国的最高水平，但是从去年下半年开始辽宁省水泥价格已开始松动，受此影



响今年年中吉林省水泥价格也出现下滑，因此东北地区的水泥价格整体呈现明显的同比下滑趋势，与去年同期相比东北地区水泥平均价格下降 21.60 元/吨，为全国同比下滑最为明显的区域。

图 2：华北地区水泥平均价格（元/吨）

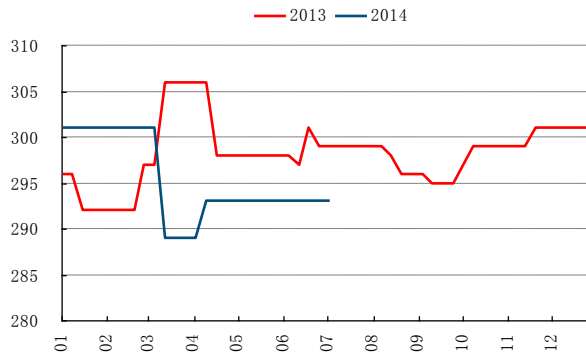


图 3：东北地区水泥平均价格（元/吨）

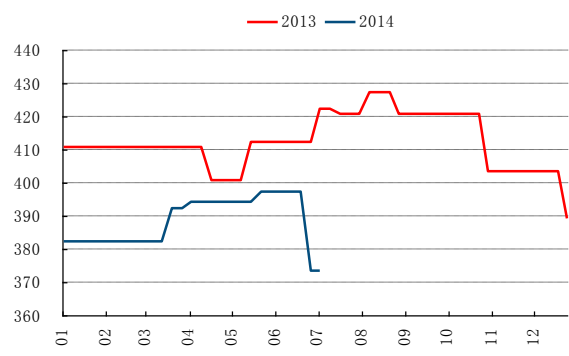


图 4：华东地区水泥平均价格（元/吨）

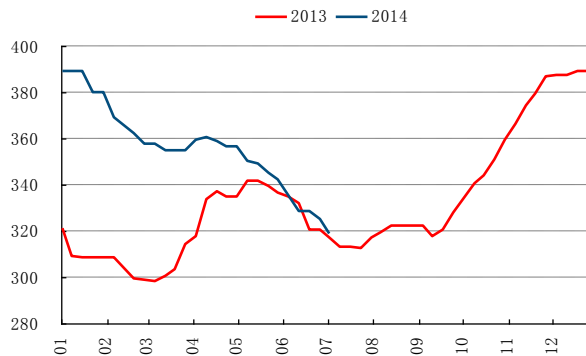


图 5：中南地区水泥平均价格（元/吨）

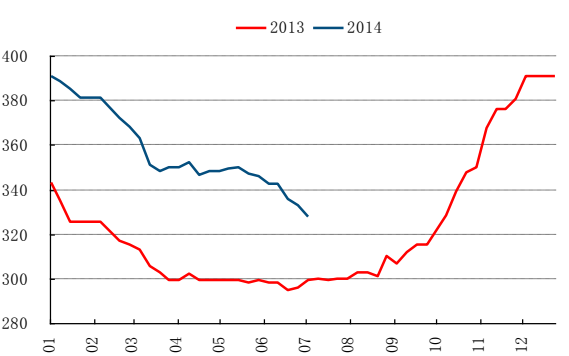


图 6：西南地区水泥平均价格（元/吨）

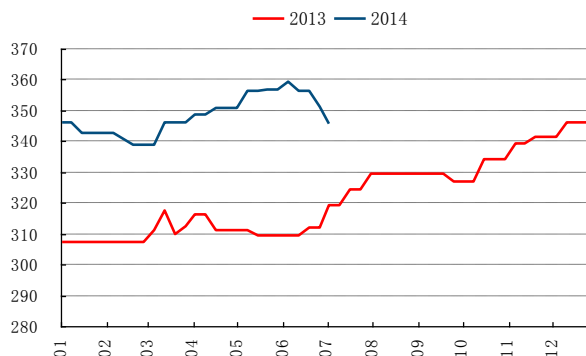
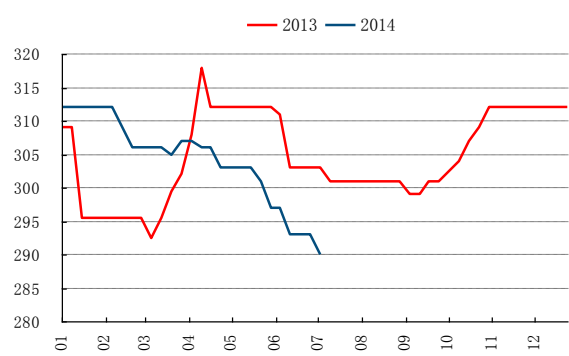


图 7：西北地区水泥平均价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

华东和中南地区水泥价格上半年回落幅度最大，分别为 70 元/吨和 62.92 元/吨。但是同时这两个区域也是同比改善较为明显的区域，原因在于高基数效应，即使上半年下滑幅度最大，华东和中南地区上半年的水泥平均价格仍在全国范围内属于较高水平。华东和中南地区属于较为成熟的水泥市场，行业集中度相对较高，龙头企业对市场控制力较强，盈利能力也相对较高。



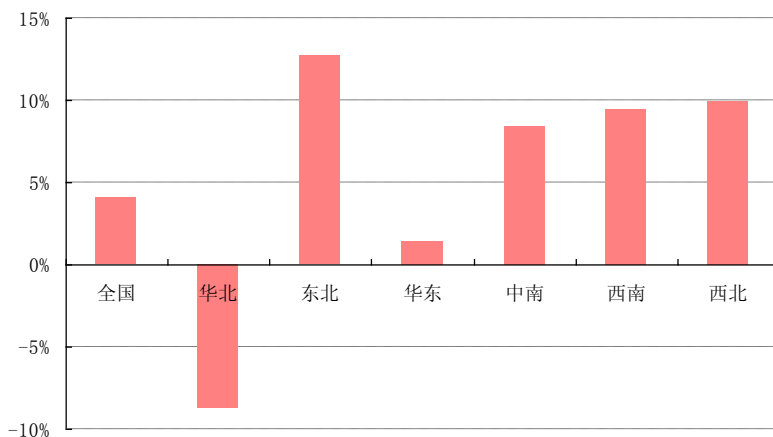
西南地区上半年水泥价格仅下降 0.63 元/吨，整体未出现明显下滑，随着区域行业集中度的不断提高，从去年下半年开始西南地区水泥行业已经走出了盈利低谷。由于水泥价格维持高位下滑不明显，与去年同期相比，西南地区水泥价格也出现了大幅改善。

西北地区水泥行业未来还有较大的发展空间，需求增长自从 07 年以来一直高于全国平均水平，但受制于大量的新增供给压力，上半年水泥价格同比也出现下滑。预计短期内行业内难见起色，待将新增产能消化以后才有望进入下一轮的景气周期。

需求增速放缓，供需格局继续好转

今年上半年水泥价格持续出现下滑的根本原因还是在于需求增速放缓，1-5 月水泥产量同比增长 4.06%，与去年同期 8.90% 的增速相比有明显差距。增速下滑最为明显的是华东和华北两个区域，华东是全国最大的区域水泥市场，1-5 月水泥产量同比增长仅为 1.46%，对行业整体增速的影响较大；华北地区由于需求持续疲软，同时石家庄大量关闭落后产能导致统计范围缩小，水泥产量较去年出现明显的负增长。

图 8：1-5 月各区域水泥产量增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

虽然需求增长放缓，但是供给端的增速也在快速下降，根据行业协会的统计，今年上半年水泥行业共新增 22 条水泥熟料生产线，新增熟料产能 3106 万吨，与前两年相比产能投放已经显著放缓。如表 2 所示，我们估算从去年开始水泥行业就已经进入了一个供需改善的周期，行业整体产能利用率开始逐步回升。我们认为此轮改善将持续 3 年以上的时间，今明两年行业整体供需格局将继续好转。



表 2: 2005~2015 年水泥产能利用率分析

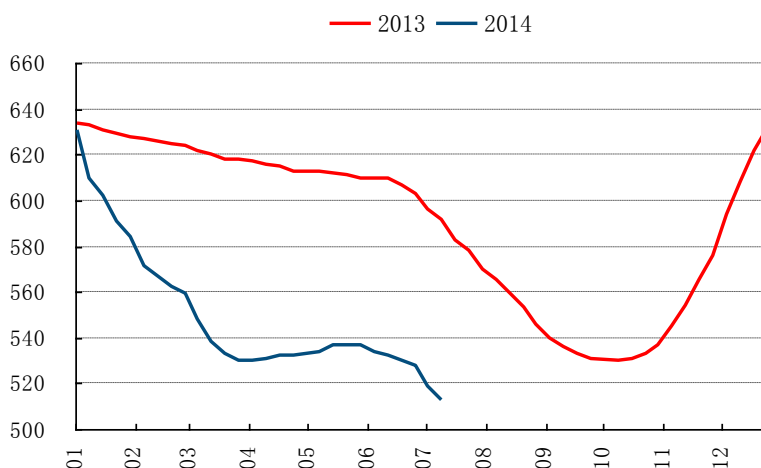
	新型干法水泥熟料年产能(亿吨)	新型干法熟料产能占比	水泥熟料比	水泥产能(亿吨)	水泥发挥产能(亿吨)	水泥有效产能(亿吨)	水泥产量(亿吨)	产能利用率
2005	4.33	39.7%	1.56	17.00	13.93	12.87	10.30	80.08%
2006	5.19	46.4%	1.58	17.68	14.84	14.32	12.09	84.40%
2007	6.10	51.1%	1.52	18.14	15.48	14.64	13.51	92.30%
2008	7.67	61.5%	1.55	19.34	17.11	16.18	13.83	85.47%
2009	9.64	72.5%	1.58	21.01	19.27	17.99	16.29	90.56%
2010	12.23	80.6%	1.62	24.57	23.14	20.78	18.68	89.91%
2011	14.28	86.8%	1.61	26.49	25.44	23.73	20.63	86.94%
2012	15.88	94.5%	1.71	28.71	28.24	27.36	21.84	79.82%
2013	16.87	95.0%	1.77	31.43	30.96	29.77	24.14	81.09%
2014E	17.57	97.0%	1.72	31.16	30.87	30.32	25.35	83.59%
2015E	18.17	98.0%	1.70	31.52	31.33	30.76	26.36	85.70%

资料来源: 数字水泥网, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部(注: 至 2013 年底立窑注册产能剩 9000 万吨; 水泥熟料比为当年水泥产量/当年熟料产量; 水泥发挥产能为考虑落后产能发挥不充分的产能; 水泥有效产能为考虑当年新增产能无法全部发挥的实际产能; 假设 2014、2015 年新增新型干法水泥熟料分别为 7000 万吨和 6000 万吨, 水泥产量增长分别为 6%和 5%)

行业利润同比基数低, 上市企业多数预增

今年上半年水泥行业利润同比出现大幅改善, 一方面是由于一季度水泥价格回落幅度较小导致水泥价格同比优势明显; 另一方面也是由于煤炭价格进一步下滑降低了水泥生产成本。2014 年上半年环渤海动力煤平均价格与去年同期相比下降了 66.8 元/吨, 对水泥平均吨成本的影响在 8 元左右。

图 9: 环渤海动力煤平均价格(元/吨)



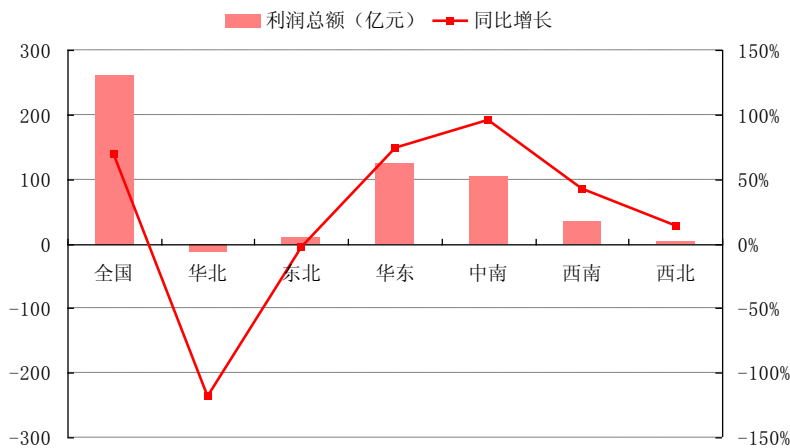
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

1-5 月份水泥行业利润总额同比增长 63.39%, 其中中南地区增长最为明显, 增速达到 95.28%; 而华北地区



作为唯一一个出现亏损的大区在今年亏损幅度进一步增大，比去年同期亏损增加约 7 亿元。从前 5 月的行业数据来看，华东和中南地区的利润占全国总利润的 87.78%，各区域之间企业的盈利能力差距在进一步扩大，因此水泥上市企业的业绩预告也呈现明显的两极分化现象。

图 10: 1-5 月份区域水泥行业利润总额



资料来源: 数字水泥网, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

从目前已公布的上市公司上半年业绩预告来看，由于去年业绩基数偏低，产能分布于华东、中南和西南地区的上市水泥企业上半年业绩均出现了大幅增长，而部分产能位于华北和西北的上市企业上半年业绩出现了亏损。

表 3: 上市公司 2014 年上半年业绩预告

证券简称	净利润变动幅度	预计净利润 (亿元)
冀东水泥	-10%~0%	-1.66~-1.83
江西水泥	70%~100%	2.3~2.65
天山股份	亏损	-0.13~-0.23
四川双马	376%~419%	0.22~0.24
塔牌集团	230%~280%	3.24~3.69
同力水泥	112%~149%	0.58~0.68
巢东股份	200%以上	0.9
青松建化	亏损	-1.54
海螺水泥	90%	58.14
尖峰集团	60%	1.51
祁连山	120%~150%	2.41~2.74
福建水泥	扭亏为盈	0.1
上峰水泥	435%~476%	1.95~2.1

资料来源: 上市公司公告, 中信建投证券研究发展部



投资评价和建议

上半年水泥行业利润获得了较高的增长，随着大量中报业绩预增公告的披露，近期水泥股表现有所好转，近几周均获得了较好的绝对收益和相对收益。后续随着中报的正式披露以及淡季步入尾声后水泥价格止跌企稳，行业利好有望持续一段时间。

去年下半年水泥行业景气度较高，随着低基数效应影响的逐步减弱，今年下半年水泥上市企业的利润增速环比将出现下滑。下半年行业需求的绝对量要明显好于上半年，随着需求的季节性恢复，预计成熟市场的水泥价格会出现显著回升，因此我们判断全年行业整体利润仍将获得不俗的增长，龙头企业海螺水泥的利润也有望创出历史新高。我们维持行业“增持”评级，重点推荐龙头企业海螺水泥、以及区域龙头企业金隅股份和塔牌集团。

表 4：水泥行业上市公司估值及建议（以 2014 年 7 月 14 日收盘价为基准计算）

证券代码	证券名称	价格	EPS			PE		投资评级
			2013	2014E	2015E	2014E	2015E	
600585	海螺水泥	17.06	1.77	2.26	2.61	7.55	6.54	买入
601992	金隅股份	5.68	0.75	0.95	1.14	5.98	4.98	买入
002233	塔牌集团	6.30	0.44	0.70	0.77	9.00	8.18	买入
000401	冀东水泥	7.99	0.25	0.45	0.90	17.76	8.88	增持
600801	华新水泥	6.94	1.26	0.95	1.06	7.31	6.55	增持
600720	祁连山	6.53	0.59	0.86	1.02	7.59	6.40	增持
600449	宁夏建材	7.60	0.62	0.75	0.95	10.13	8.00	增持

风险分析

1. 房地产行业超预期下行，导致需求增速进一步放缓；
2. 下半年旺季水泥价格反弹幅度低于预期。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5年建材行业从业经历，14年证券行业研究经历。2013年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

刘彬：材料学博士，建材行业研究员，2013年新财富非金属建材行业最佳分析师第四名团队成员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622