

2009.07.06

水泥：政策引导结合业绩预期

——对话行业研究员系列之二

本报告导读：

- 与行业研究员对话水泥行业，提炼其周期特征和投资逻辑。

摘要：

- 关于《对话行业研究员》系列报告：
- 每个行业都有自己的基本特性和投资特征，我们希望通过本系列报告，采用对话的形式，站在策略角度，和行业研究员进行深入交流，挖掘行业运行本质特征，建立行业及公司的投资策略基本框架和投资逻辑。我们希望国泰君安行业研究与投资策略小组通过《对话》与您共同求索行业投资真规则。我们第二期研究水泥行业，把握该行业需要从政策引导和业绩预期两方面入手。
- 我2002年开始关注水泥股研究，但是仅是站在策略角度自上而下研究，并且以为水泥股的研究较为简单。通过阅读我们行业研究员韩其成的专业报告后，发现自己想的不少是错误的和简单的。水泥股属于早周期类股，但是在2000年之前业绩波动并不大，2000年后因为干法水泥生产线等因素导致业绩波动较大。
- 对于寻找水泥股的驱动因素来看，水泥股与水泥价格波动仅存在有限的相关性，与毛利率的相关性也并不高，不过，利润变化多数情况下与股价表现呈高相关特征。但由于业绩不具有领先性，因此对于业绩拐点的预判非常关键。通过研究历史走势，我们还发现从宏观上，水泥板块和个股的走势受到国家财政政策和货币政策影响较大，特别是在经济过热或者急速减速期。如果两者结合，相互印证则可以大大提高对水泥板块周期的把握性。
- 通过研究水泥行业投资价值驱动逻辑图，可以看出水泥行业的盈利模式很传统，价乘以量减去成本。因此，我们可以从受宏观调控政策影响的需求以及行业产能增加情况着手，结合“价格差”和“供需差”来确认盈利趋势的形成。
- 除了对周期的把握外，水泥行业近期还有节能减排的投资故事，不过该故事没有新干法建设的产能控制这一因素重要，长期还有行业整合发展的投资故事，但都不如周期波动性有吸引力。
- 最后部分，我们认为，对于绝大多数投资者，自上而下观察来进行水泥投资是最适合的，水泥行业内选股过于专业，并且也难以获得较高的超额收益，在把握周期的基础上优选行业龙头是非常有效的投资策略。

水泥行业研究员：

韩其成

021-38676162

hanqichengg@gtjas.com

策略研究员：

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

赵媛媛

021-38674602

zhaoyuanyuan@gtjas.com

相关报告

[把握周期性行业系列酷图](#)[对话一：化纤—把握强周期](#)

1. 水泥行业的基础投资知识

水泥是国民经济建设中不可或缺的建筑材料，按性能和用途可分为通用水泥、专用水泥、特性水泥。水泥生产分为生料制备、熟料煅烧和水泥制成等三个工序，以石灰石和粘土为主要原料，经破碎、配料、磨细制成生料，喂入水泥窑中煅烧成熟料，加入适量石膏（有时还掺加混合材料或外加剂）磨细而成。

表 1：水泥按性能和用途分类

分类	用途	举例
通用水泥	土木建筑工程通常采用的水泥	硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、火山灰质硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥
专用水泥	专门用途的水泥	G 级油井水泥，道路硅酸盐水泥
特性水泥	某种性能比较突出的水泥	快硬硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、膨胀硫铝酸盐水泥

从产业链来看，水泥行业上游主要是煤、电，占成本构成的 60% 左右，而原材料如石灰石由于价格低廉，在成本中只占 12%-17% 的比例。水泥行业的下游主要集中在房地产、交通建设、采矿等。

图 1：水泥行业的价值链条

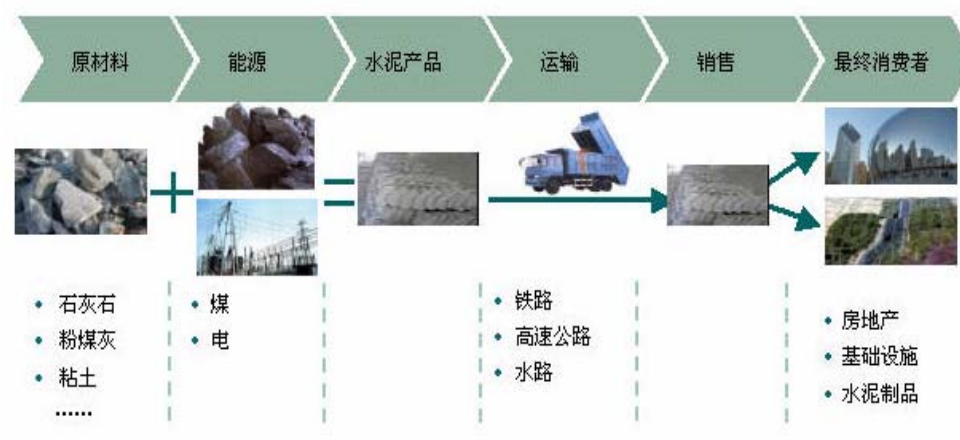


图 2：水泥的成本构成：煤电成本占 60% 左右

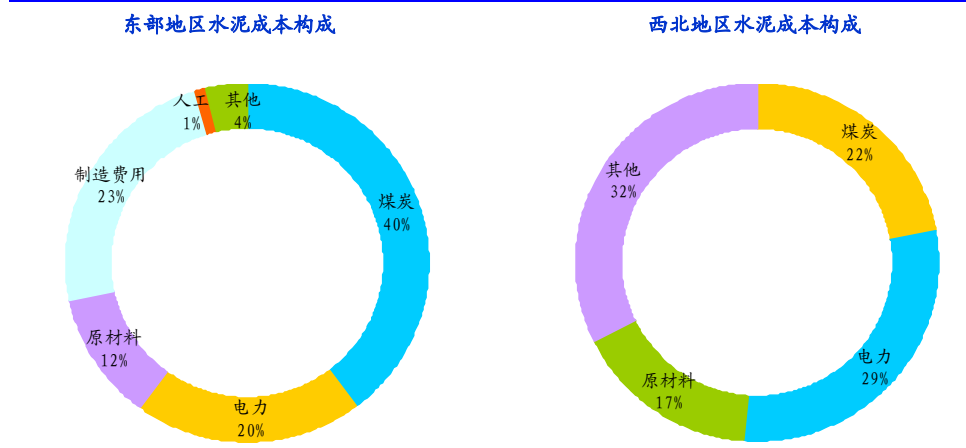
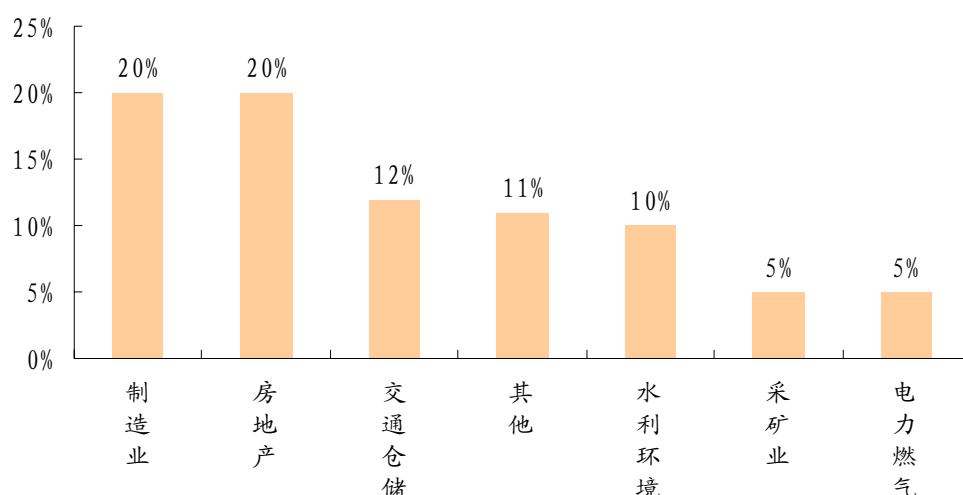


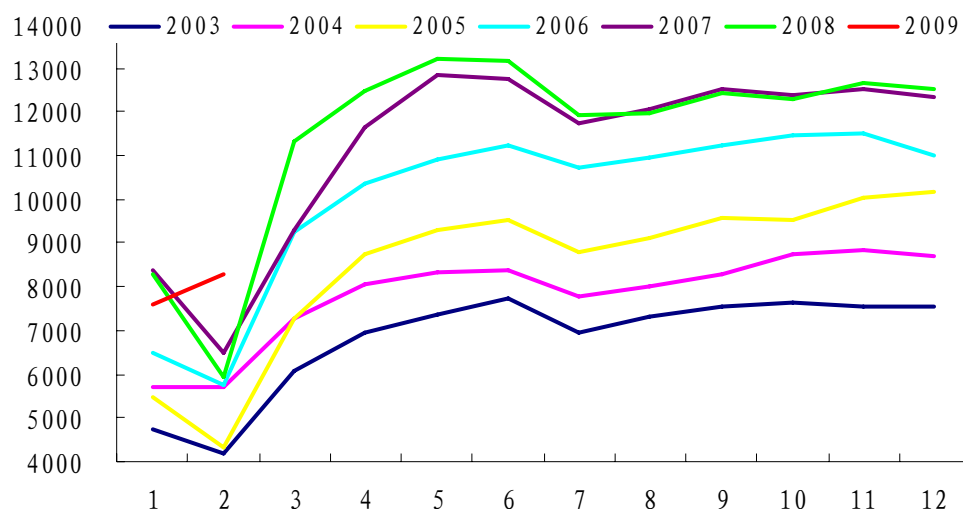
图 3：水泥的下游需求构成：制造业、房地产和交通仓储是最主要的需求端



注：预估 09 年情况；另有农村消费水泥的需求占比 18%。

水泥行业具有明显的“区域性”和“季节性”。“区域性”是指水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，但体积较大、运费高、利润薄，这决定了水泥生产消费的区域性。水泥生产与市场的陆地距离一般在 300 公里以内。“季节性”是指随建筑施工的开展，1-2 月份是全年生产的淡季，3-4 月份开始进入旺季，全年产量的高点出现在 5-6 月份。

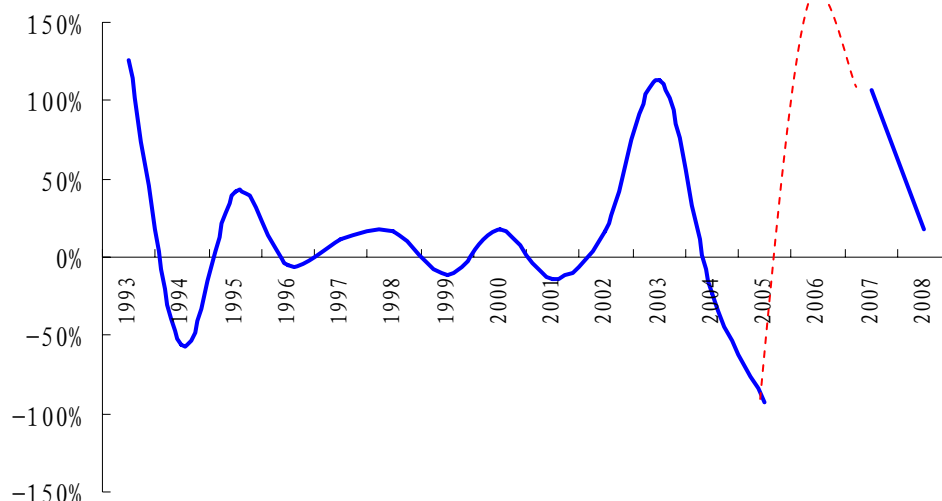
图 4：水泥月度产量的季节性：3-4 月份开始进入旺季



2. 作为周期投资品的水泥行业

策略：理解水泥行业的周期性很简单，从其行业上市公司的营业利润同比波动就可以看出来。但是我发现，1995-2002 年期间，水泥行业的周期性波动相对较小，一般一个周期 2-3 年，营业利润增速在 -25% 和 50% 之间变动，而 2002 年之后，水泥行业的周期波动变的非常剧烈。这是什么因素导致的呢？难道周期还能变频？

图 5: 水泥行业上市公司 1993 年至今营业利润同比增速: 周期波动加大



注: 06 年上市公司营业利润同比增速 938%

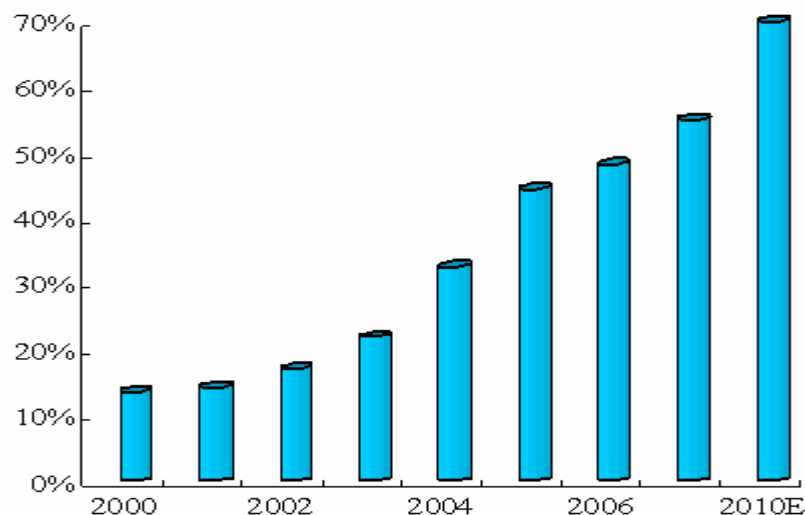
行业: 水泥行业属于早周期行业。2002 年开始水泥行业盈利波动加大的原因在于: 当年国家开始鼓励新干法生产线建设, 被激发的投资热情导致水泥产能迅速增加, 2002-2004 年新干法熟料产能分别较上年增加 42%、70%、63%, 而同期水泥产量增加 9%、19%、13%, 特别是 2004 年严厉宏观调控压缩了水泥需求, 导致供过于求程度加深, 水泥价格下跌迅速, 但占成本最大的煤炭价格却相对坚挺, 因此导致盈利水平大幅波动。2010 年后, 这个结构性因素将减弱, 水泥行业的盈利波动可能重新回归 90 年代的波动水平。

表 2: 部分周期性行业上轮周期景气调整对比, 水泥属于早周期行业

行业	景气开始调整时间	调整持续时间	调整幅度
煤炭	2005 年 3 月	12 个月	收入增速从 55%下滑到 23%, 销售利润率从 9%下滑到 7%
黑色金属矿采选	2004 年 12 月	14 个月	收入增速从 125%下滑到 15%, 利润率从 18%下滑到 10%
有色金属矿采选	2005 年 3 月	13 个月	收入增速从 61%下滑到 42%, 利润率从 19%下滑到 15%
化学原料及化学制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 33%下滑到 23%, 利润率从 7%下滑到 4%
化纤	2004 年 2 月	24 个月	收入增速从 38%下滑到 20%, 利润率从 4.6%下滑到 1.1%
非金属矿制品	2004 年 4 月	10 个月	收入增速从 40%下滑到 19%, 利润率从 6%下滑到 2.3%
黑色金属冶炼压延	2004 年 3 月	23 个月	收入增速从 77%下滑到 5%, 利润率从 8%下滑到 1.6%
造纸及纸制品	2004 年 4 月	12 个月	收入增速从 27%下滑到 21%, 利润率从 5%下滑到 3.8%
有色金属冶炼压延	2004 年 4 月	11 个月	收入增速从 55%下滑到 33%, 利润率从 5.8%下滑到 5%
金属制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 40%下滑到 23%, 利润率从 4.8%下滑到 3.5%

数据来源: CEI, 国泰君安证券, 景气开始调整时间是指收入增速和利润率从高点开始调整的时间点。调整持续时间是指从调整开始时间到景气到达底部所经历时间。

图 6：干法水泥比重 2000 年后迅速提高

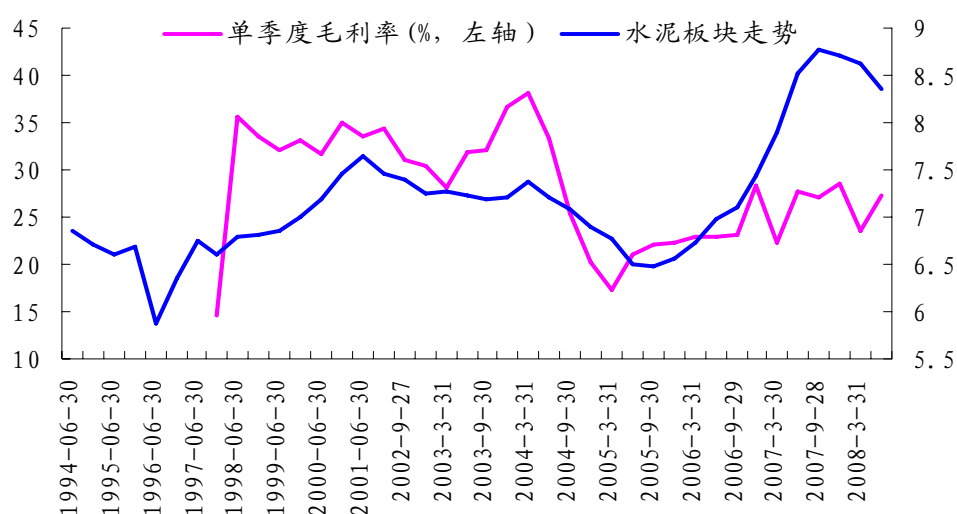


3. 水泥板块周期拐点的决定因素

策略：水泥板块的波动主要还是来自周期，周期向上的时候利润高速增长，投资者用 PE 估值，周期向下的时候利润迅速下滑，投资者用 PB 估值，因此核心就是把握周期。可是把我水泥板块周期有没有核心指标呢？比如水泥价格，毛利率什么的？通过看你的研究报告，我发现水泥行业研究并不容易，也就是明明知道这是周期行业，但是周期的拐点和位置较难把握，并且你还开发出众多关于水泥板块的“术语”和“模型”，让我眼花缭乱。

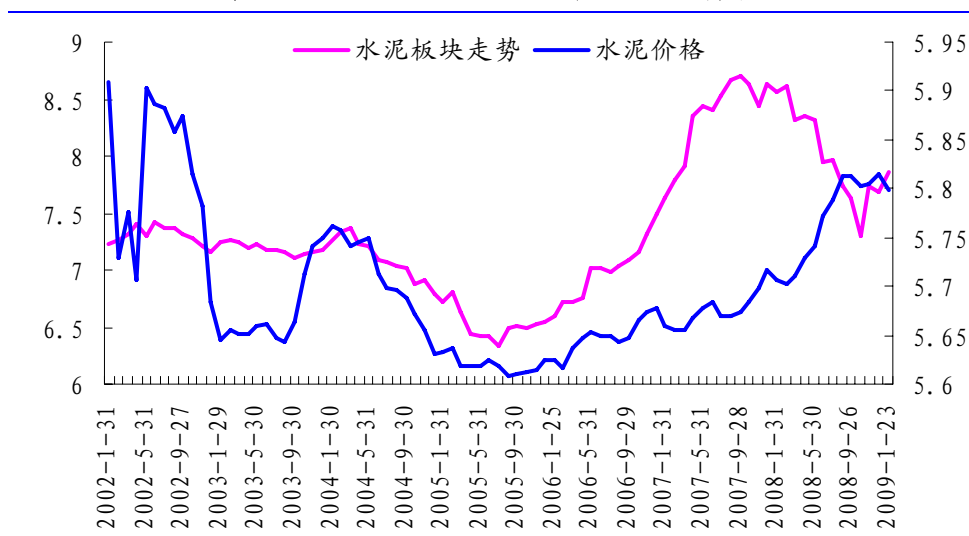
行业：并不复杂。自下而上的财务分析投资者喜欢看毛利率，但是毛利率变化和水泥板块走势相关性并不高。

图 7：水泥板块毛利率和水泥板块走势也具有一定相关性



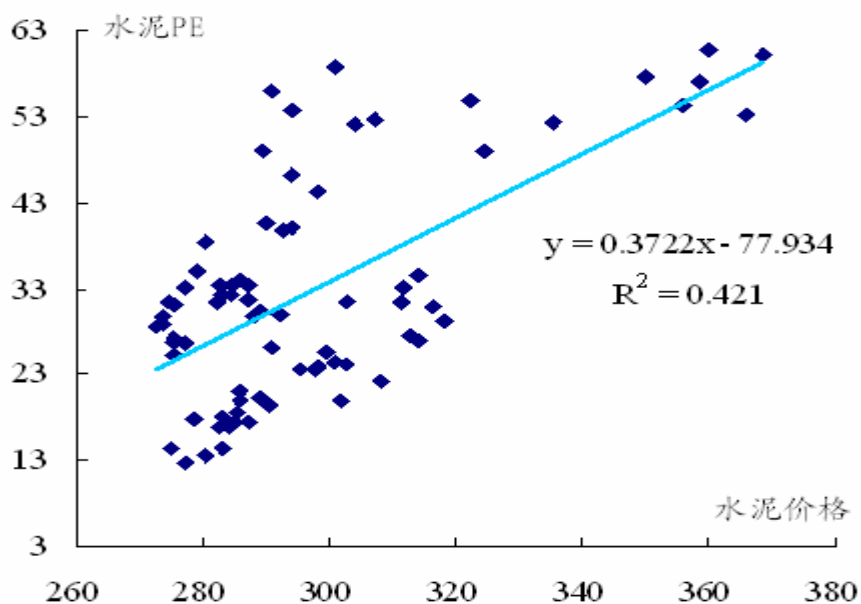
很多投资者通过看水泥价格来做水泥股票投资，实际上，这两者相关性也不是非常显著。

图 8：水泥价格也在一定程度与水泥板块二级市场股价走势相关



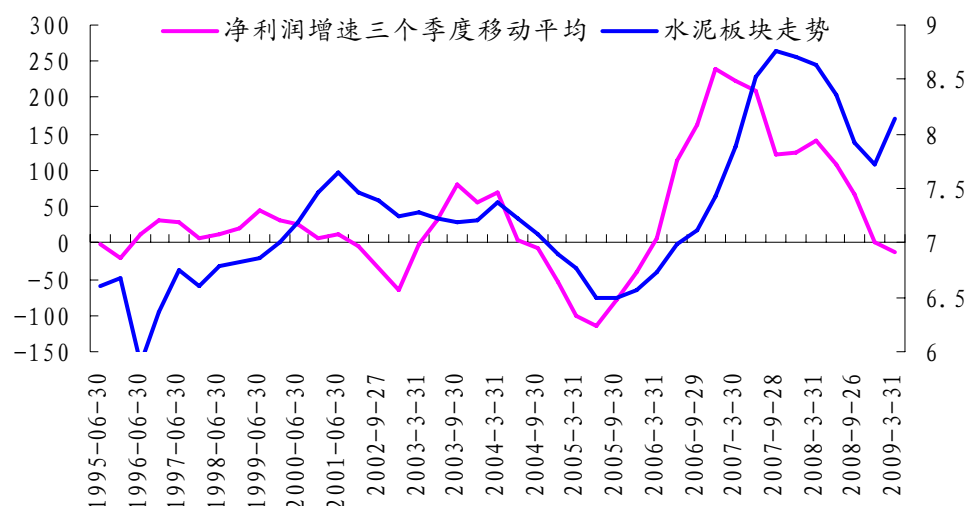
投资者对水泥价格过于关注，实际上，通过相关性研究，我发现，水泥价格变化对水泥行业的估值解释力度也并不高。

图 9：水泥价格变化仅能解释水泥板块估值变化的 42%



投资周期投资品要回归最基本的业绩增长，实际上，水泥板块的净利润增长与二级市场走势多数情况下高度相关。因为业绩是最核心的指标，不过由于公告的业绩仅是股价的同步指标，因此理解业绩的变化逻辑更重要，也就是说，预判水泥行业的盈利拐点是投资水泥行业的重点。

图 10: 水泥板块的二级市场走势与净利润增速密切相关



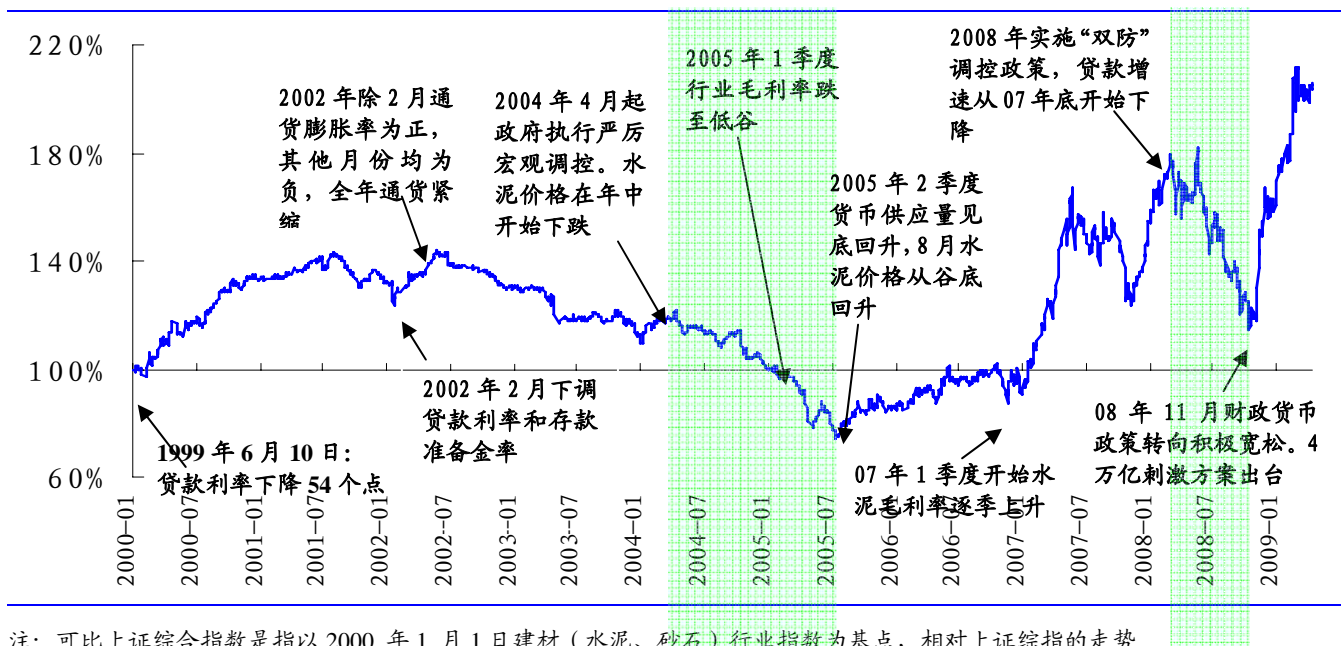
注：左轴为净利润增速（%），右轴为水泥板块指数取 log；水泥板块为自建指数，基期为 93 年 12 月 31 日，基点数为 1000 点，样本为申万三级行业分类中水泥 22 家公司，按流通股股本计算权重。

策略：不过，在有些情况下，业绩不能解释水泥板块走势呀。

行业：对，宏观面对水泥板块走势也有重要影响，特别是在经济过热和下滑阶段。

2000 年以来，从宏观来看，水泥板块的相对走势受到国家货币政策和财政政策影响较大。比如 08 年 11 月财政和货币政策转向双宽松，4 万亿刺激政策方案出台，水泥板块迅速超越市场。

图 11: 长期来看，水泥行业跑赢大盘：宏观调控政策对水泥股走势起重要作用



注：可比上证综合指数是指以 2000 年 1 月 1 日建材（水泥、砂石）行业指数为基点，相对上证综指的走势

站在更长的时间窗口来看，我们可以用水泥行业典型个股“冀东水泥”的股价走势和宏观面进行印证，也可以看出，国家货币和财政政策对水泥股走势影响

非常大，特别是在经济减速期。

图 12: 1997-1999 年，从宏观来看，货币政策和财政政策助推的固定资产投资影响股价走势

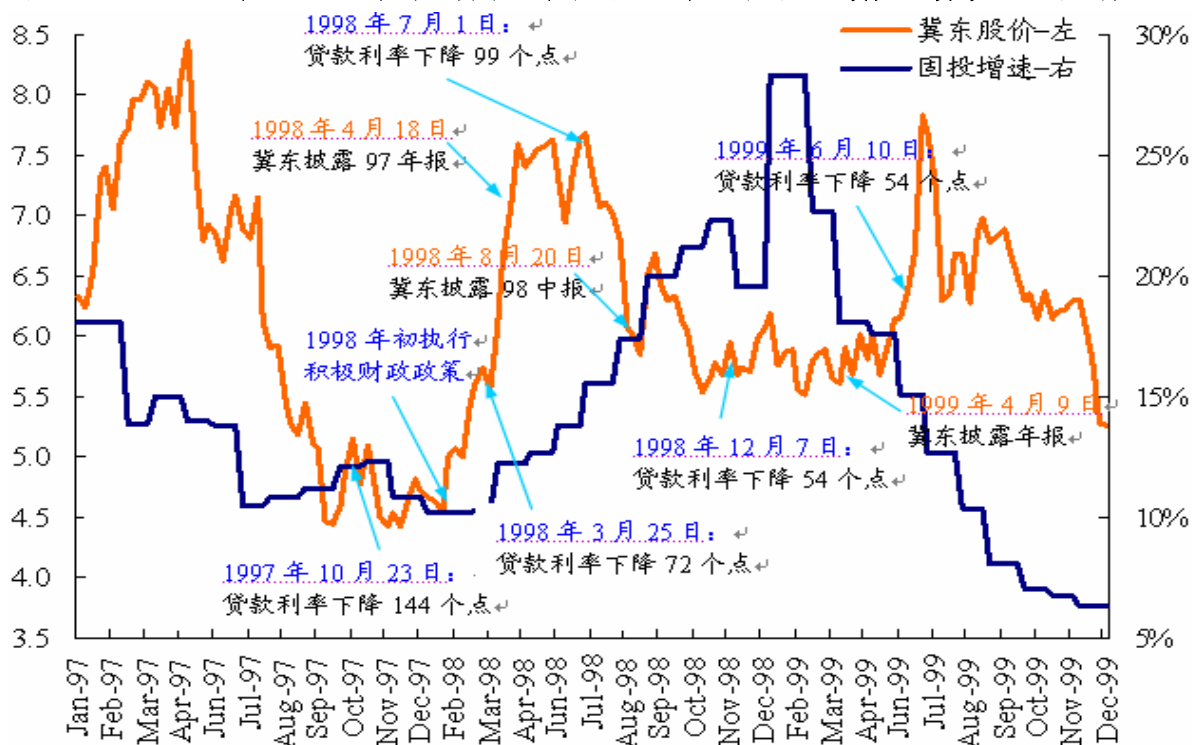


图 13: 2003-05 年货币政策和财政政策与冀东水泥股价叠加图

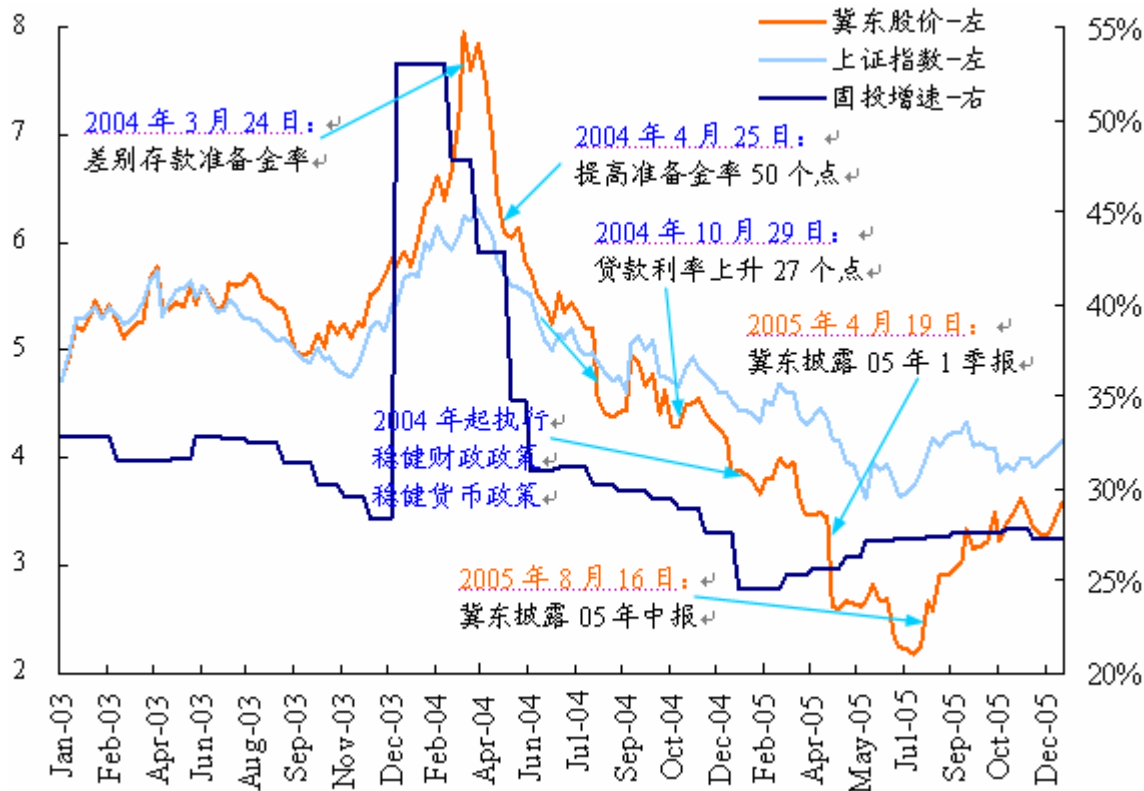
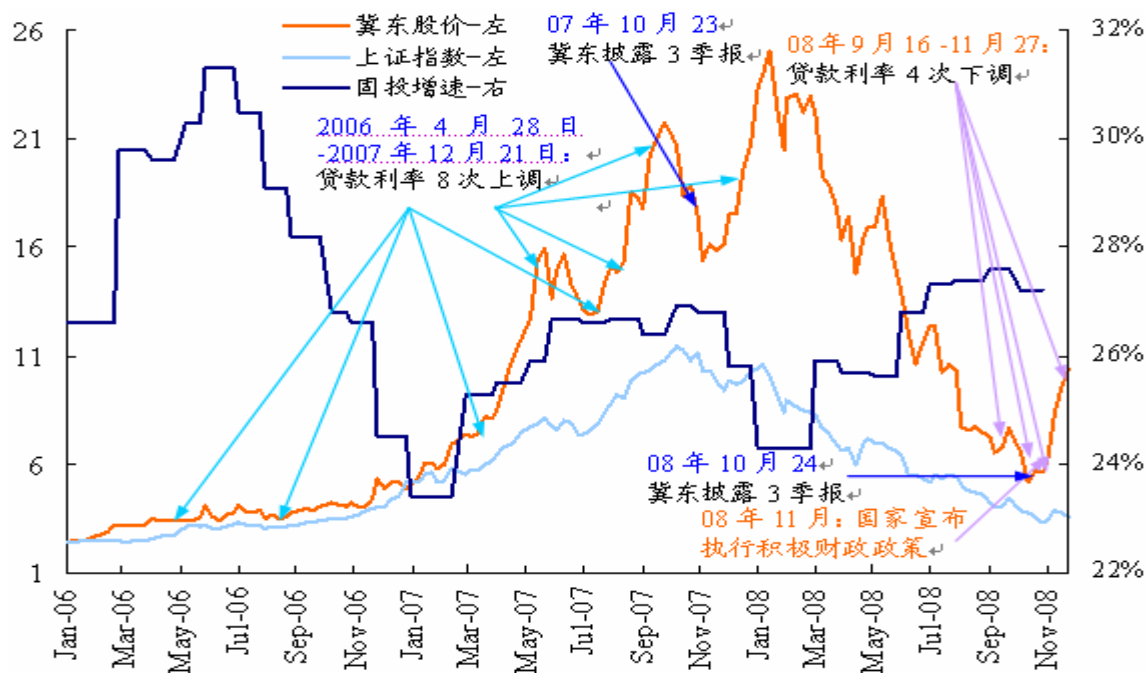


图 14: 2006-08 年货币政策和财政政策与冀东水泥股价叠加图



策略：看来对水泥股周期的把握有两个思路，一个是宏观自上而下的思路，特别是在水泥行业利润低迷期。另外一个微观自下而上的思路，对业绩的探究。如果两者结合，相互印证则可以大大提高对水泥板块周期的把握性。

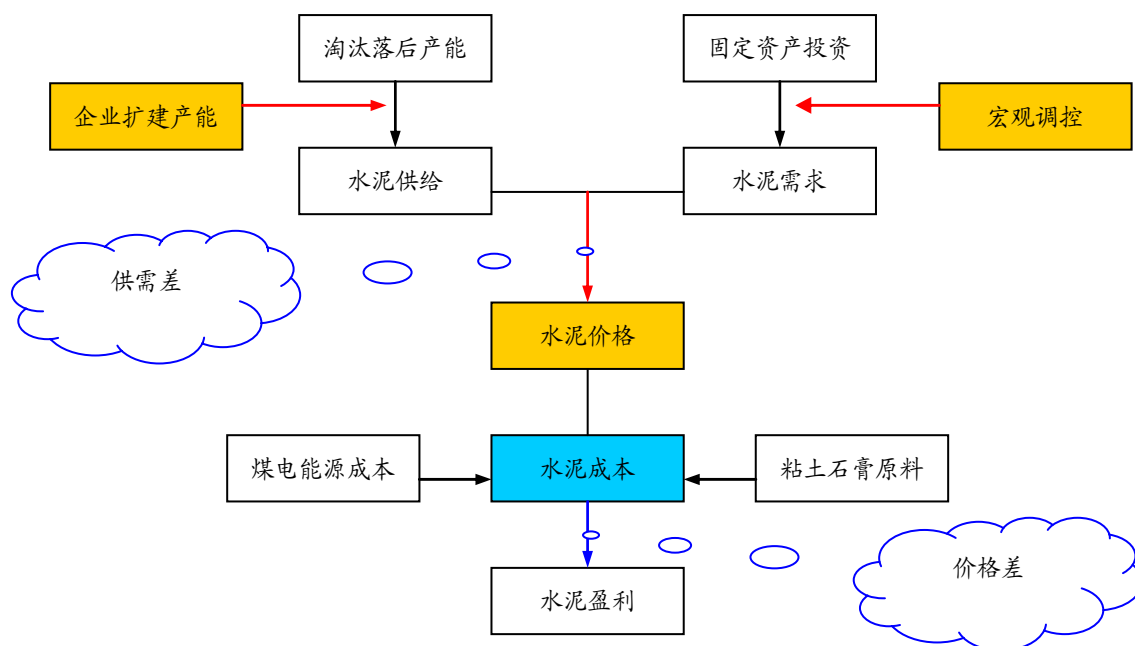
行业：对。自上而下需要宏观和策略来把握。而行业这里要做的，就是对于业绩周期的预判，不过，在这之前，要理解水泥行业的盈利驱动逻辑。

4. 水泥行业的利润周期分析

策略：那么水泥行业的盈利驱动逻辑是什么呢？

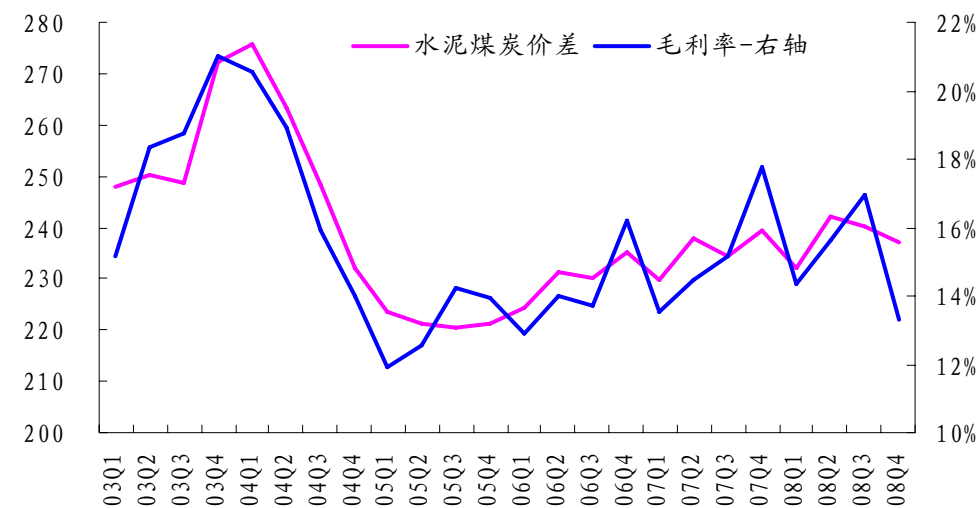
行业：见水泥行业投资价值驱动逻辑图。水泥行业的盈利模式很传统，价乘以量减去成本。因此，我们可以从受宏观调控政策影响的需求以及行业产能增加情况着手，结合“价格差”和“供需差”来确认盈利趋势的形成。

图 15: 水泥行业投资价值驱动逻辑图



经我们测算“水泥标煤价格差”和毛利率有很高的相关性，拟合度达到 82%，可以指示当前行业的盈利情况。

图 16: “水泥标煤价格差”可以指示当季度行业盈利状况



价格差又是由水泥价格和水泥的煤电成本决定的。从历史上看，水泥价格也与毛利率有较高的一致性，但是我们必须注意到价格上升是不是成本推动的，如 08 年虽然水泥价格上涨而毛利率下降，这就是由于煤炭 08 年价格上涨更快造成的。

图 17: 水泥价格与毛利率的趋势基本一致, 唯独 08 年水泥价格同比上涨而销售毛利率下降

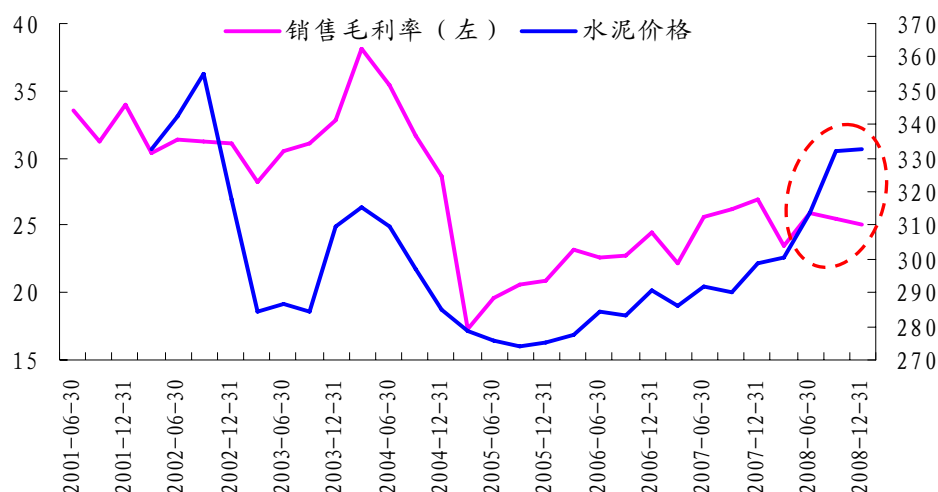
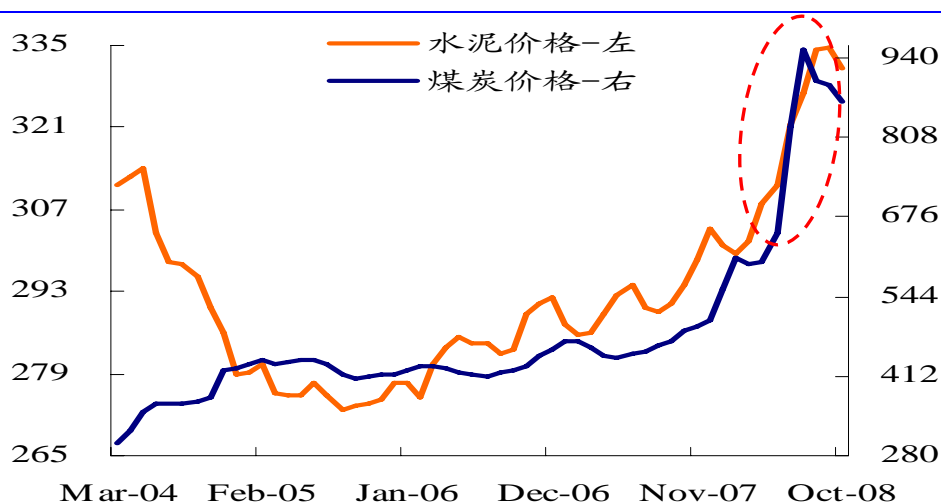
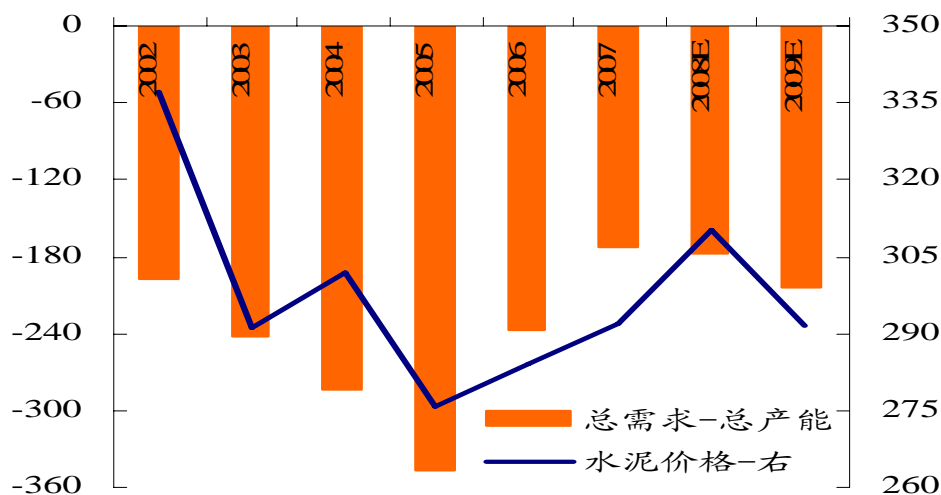


图 18: 08 年煤炭价格的直线攀升影响了水泥毛利率水平



行业: 此外, 众所周知水泥价格由供需关系决定。从历史规律上看, “水泥总需求-水泥总产能” 衡量的供需差与水泥价格有较好的相关性: 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。

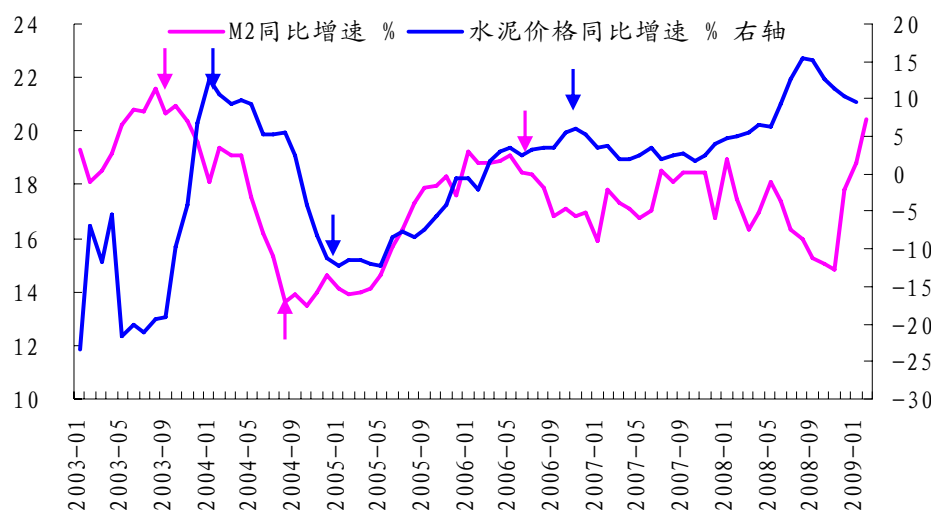
图 19: 供需差和水泥价格具有较高相关性



策略：从宏观上，我们能否找到一些指标来预判水泥价格呢？

行业：我们可以用货币供应量来观测，可能的机理是：货币供应量增速变化影响固定资产投资增速，固定资产投资增速提速时期对应水泥需求提升时期。不过，这种领先关系并不总适用，08 年，M2 增速显著下降，但水泥价格却明显上升，两者就出现了背离。影响水泥价格的因素不能完全用宏观或者需求解释，2008 年水泥价格上涨是由于煤炭价格上涨推动的。

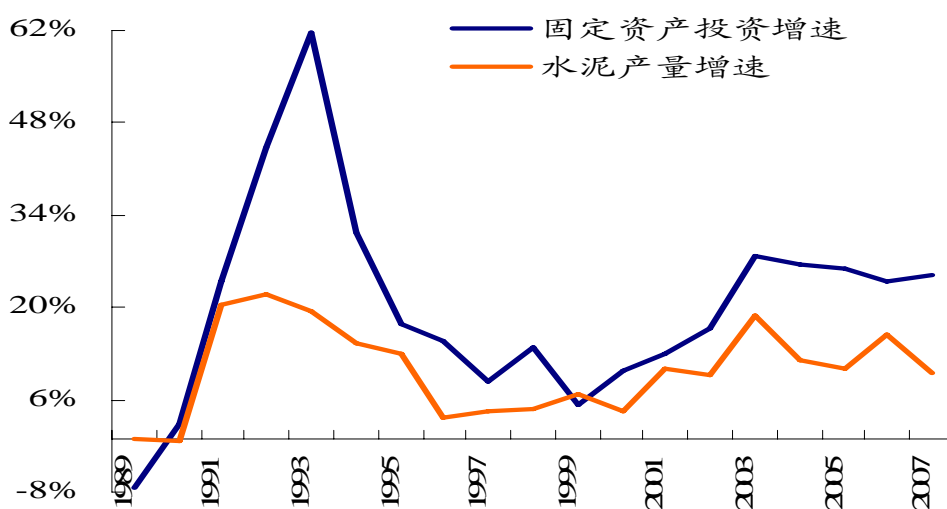
图 20：货币供应量增速大约领先水泥价格变化 1-2 个季度



策略：衡量水泥产量的指标又有哪些呢？

行业：从历史上看，固定资产投资增速和水泥产量增速基本同步，有时有一个季度时差。

图 21：固定资产投资增速和水泥产量增速基本同步，有时有一个季度时差



策略：总结来说，不管水泥盈利的价还是量的指标，都受供需关系影响，因此，选择预判指标时，我们可以从受宏观调控政策影响的需求以及行业产能增加情况着手，结合“价格差”和“供需差”来确认利润趋势的形成。

5. 周期之外的故事：近看技术改进、远看行业整合

策略：在周期性波动外，水泥行业的未来发展方向是否存在一些“超周期”因素？除了新干法生产技术的推广带来的落后产能淘汰的结构性故事外，下一轮的投资故事是什么？对行业景气的周期波动会有什么影响？

行业：新干法建设替代落后产能，规划是到 2010 年新干法占比提升到 70% 左右，除此之外，最近的投资故事有：余热发电技术节省电力和能源成本——也就是节能减排的故事，也符合未来产业发展方向。余热发电技术有助于节约成本，尤其煤炭和电力成本。技术革新带来的效益是可观的，但是仍然是次要的，建设新干法的产能控制仍更为重要。如果建设速度超过淘汰落后产能，又会导致水泥供需恶化，抵消实际盈利能力。

策略：我国水泥行业整合情况如何？

行业：去年我曾经做过我国和印度水泥行业的研究对比，发现在提高集中度方面，我国水泥行业还有很长的路要走。我国有 5195 家水泥企业，印度仅有 52 家大公司和 365 家小水泥公司。我国目前水泥前 10 大水泥集团的行业集中度在 23% 左右，而 2008 年 9 月印度前 5 大水泥企业市场占有率已经达到 56%，最大企业占有 23% 份额，前 10 大企业占有 82% 份额。印度水泥均价从 03 年的 RS. 156/袋上涨到 RS. 216/袋。2007 年 12 月达到 RS. 245-RS.250/袋，年复合增速 8.5% 从而形成了印度水泥行业的较高的利润率水平。而同期我国水泥价格仅有 0.1% 的年复合增速，吨利润仅 4.5% 的年复合增速，2007 年吨利润仅 15.3 元。因此集中度的提升有助于稳定价格，但集中度由 15% 提升到 35% 的过程对水泥价格控制影响有限，只有在 40% 提升到 60% 的过程才有助于控制价格。

图 22：国内国内主要水泥企业的整合路线



策略：看来整合故事过几年后可以讲，这也是国内水泥股普遍比海外高的原因吧。我看国外发达国家的水泥行业集中度都比较高，且都完成了城镇化建设，因此水泥行业的外生和内生长性受限，估值水平不高。

行业：国外发达国家的水泥行业已经完成整合，且业务领域大都涉及上游骨料和下游混凝土业务。水泥价格和盈利基本稳定，但成长性低、估值低。水泥行业大都是在产量高速增长阶段享受较高估值，而进入高集中度、盈利水平稳定阶段估值降低。目前阶段国内水泥仍处需求高峰和盈利提升期，在国内城镇化结束和集中度提高到 60%之前，中国水泥股应该享有较国际水泥股更高估值。

图 23: 国际水泥公司估值-2009 与 2010PE

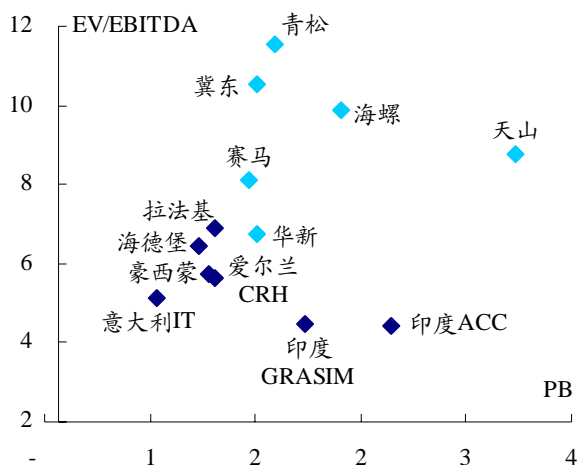
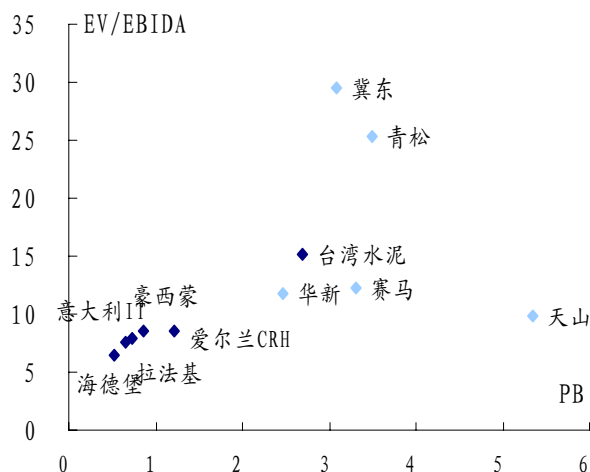


图 24: 国际水泥公司估值-PB 与 EV/EBITDA

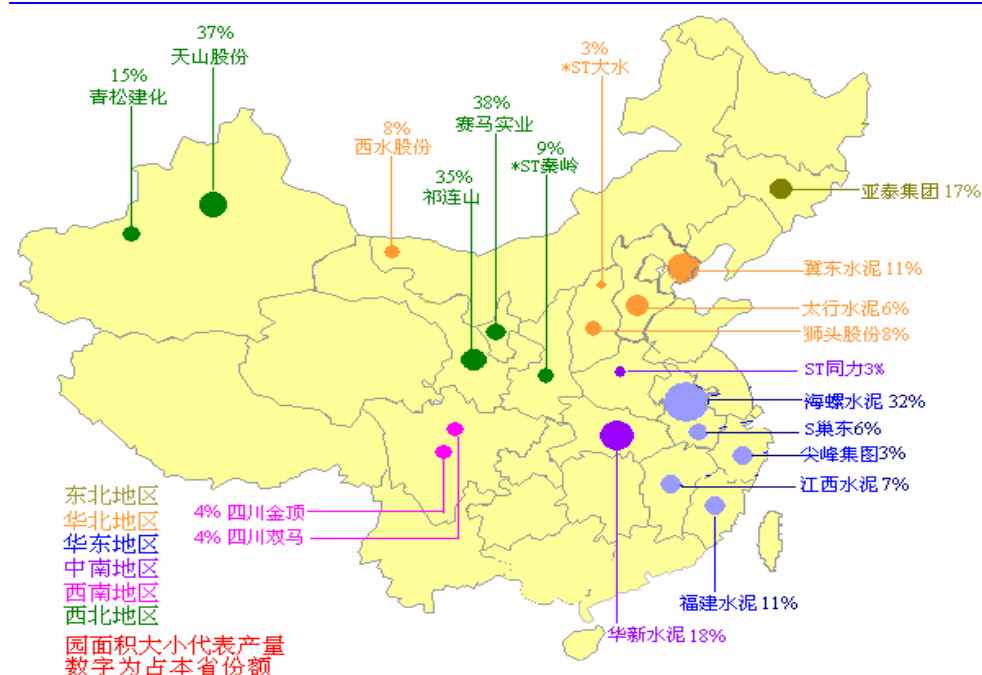


6. 行业选股策略

策略：落实在公司选择上。水泥行业的选股应该从哪些方面入手呢？

行业：由于水泥行业具有很强的区域性，可以分区域比较水泥的需求、供给和集中度情况，进而选出行业内盈利能力较强的投资标的。我们可以从下图看到全国水泥厂商分布。

图 25: 国内水泥厂商分布以及产量大小



行业：不过，对于绝大多数投资者，看三家 A 股重点公司就足够把握行业投资机会了。

海螺水泥：国内水泥行业综合实力最强的公司，其从“T”型战略延伸出的规模优势、成本优势、管理优势、技术优势使得在可预见的将来难有竞争对手可以超越。我们认为公司强大的战略前瞻性以及管理渗透和复制力将有助于公司在中西部地区成功复制公司在华东及华南市场的成功。

华新水泥：外资控股的中部水泥龙头。地处湖北中部，生产线分布在湖北、云南、西藏，截至 2008 年底，公司水泥总产能达 2800 万吨。2008 年重新启动“十字形”发展战略，北至河南，南至湖南，西进四川。

冀东水泥：华北地区最大的高标号水泥供应商。08 年业绩表现落后，主要是对去年 5 月份以来的煤价急速上涨反应之后，8 月份奥运工程管制又限制了京津唐地区的水泥需求。

如果需要深入挖掘水泥个股机会，则较为复杂，仅适合非常专业的投资者。这需要深入分析各个区域间的具体情况。比如，区域间水泥需求的对比，主要用各省区计划投资增速、剩余投资占比、单位投资水泥消费量等指标衡量。截止 08 年 10 月底各省施工项目未来投资计划情况看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；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；

图 26：固定资产投资总计划增速、剩余/完成

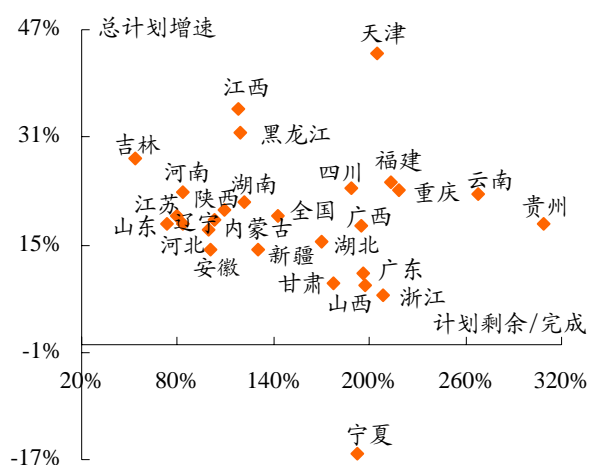
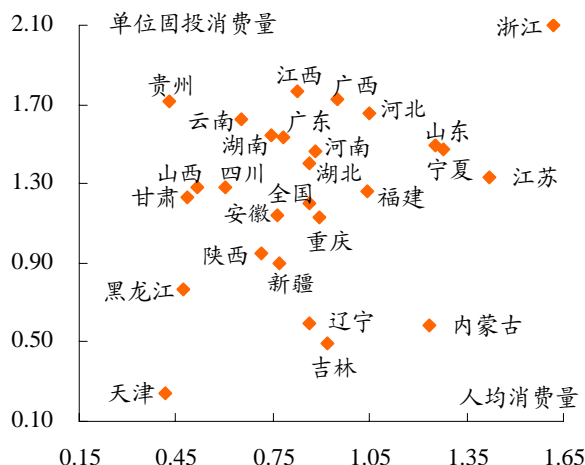


图 27：单位投资及人均水泥消费量



行业：区域间水泥供给的对比可以用水泥投资增速和在建熟料产能来考察供给来衡量。最后，还要考虑区域内市场集中度。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 28: 08 年 10 月水泥投资、剩余/完成投资增速

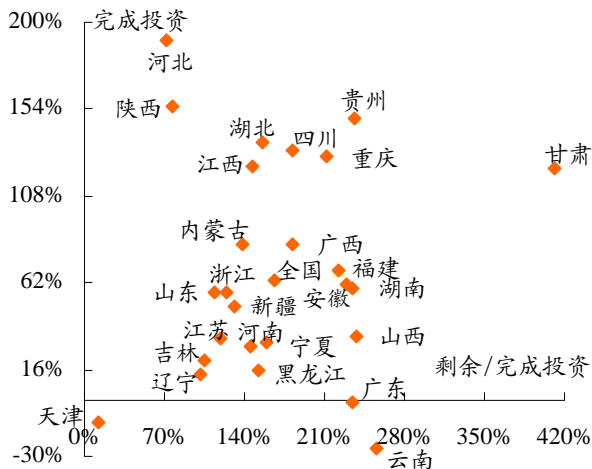
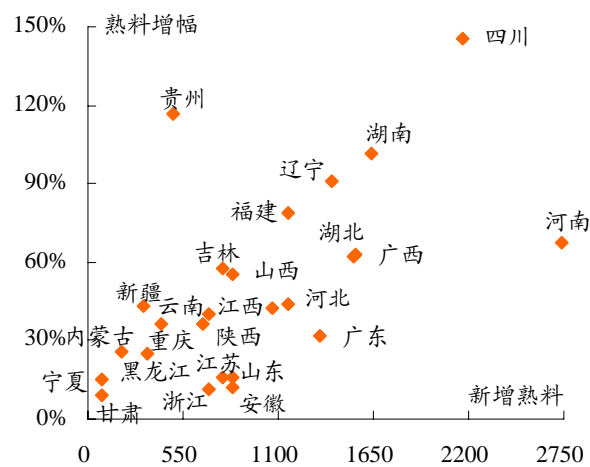
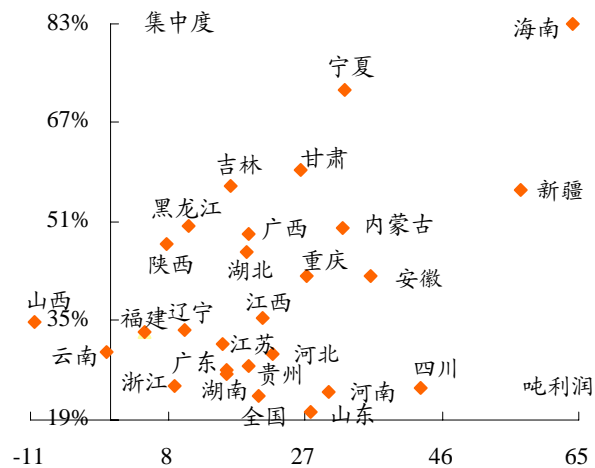


图 29: 目前在建熟料产能情况



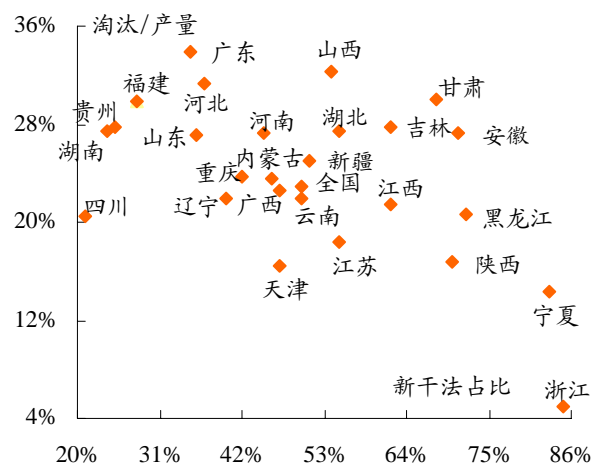
行业：各省区盈利能力除与区域供需情况相关外，亦与区域内市场集中度相关。以 2008 年前 8 个月数据来看，吨利润最高的区域海南、新疆、四川、安徽、甘肃、内蒙古等地方集中度均较高。同时我们认为 2009 年淘汰落后产能进度不会很快，2010 年是淘汰落后产能最后期限，因此观察淘汰落后产能比例仍有助于我们观察 2009 年 3 季度至 2010 年优势区域，如广东、福建、河北、山西、甘肃等省最有可能大量淘汰落后产能改善供需结构提升区域企业盈利能力。

图 30: 吨利润与市场集中度



数据来源：CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券

图 31: 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

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，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券销售交易总部

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

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：100032

电话：(010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com