

投资意见报告

 王卓
 S0880209090627
 021-38674605
 15201835510
 wangzhuo@gtjas.com

李思源
 13816488635
 lisiyuan009370@gtjas.com

最晚下次更新 11年1月10日
 上次评级
 本次目标 37元
 目前市价 27元
 现价-目标变幅 37% ↑

核心观点 >

1. 四季度水泥价格大涨，10年业绩大幅超预期。
2. 行业供需结构改善，供给高峰步入尾声，未来水泥业景气高企。
3. 需求端保障房建设规模缓解房地产投资不足之忧。
4. 兼并重组等政策利于集中度提高，业内公司走向协同共赢局面。
5. 即便华东地区水泥500元的均价回归到300元附近，保守估计公司吨毛利仍有80元，预计2010-2012年每股收益分别为1.6、2.2、2.82元，动态PE分别为16.8、12.3、9.6。给予“买入”评级，未来3-6个月目标价为37元。

分红与估值 >

细分行业	经济部门	报告日股本	流通A股	总市值	流通市值
建材	工业	35.33	26.66	971.89	719.82
最近分配基期		分红	送股	转增	分配日
2008/12/31		0.3	0.00	0.00	2009/6/18
2009/12/31		0.35	0.00	1.00	2010/6/10
年度		09A	10E	11E	12E
净利润	市场一致	35.44	51.55	66.12	83.26
	本分析师	35.44	56.53	77.73	99.63
	差率		9.66%	17.6%	19.7%
净利润 增长率	市场一致		45.44%	28.27%	28.2%
	本分析师		59.5%	37.5%	19%
EPS	市场一致	2.0	1.46	1.87	2.36
	本分析师	2.0	1.6	2.2	2.82
本分析师预测市价 PE			16.9	12.3	9.6
本分析师预测目标价 PE			23.1	16.8	13.1

数据来源：国泰君安证券研究，wind

注：报表指标单位为亿元，每股指标单位为元。



四季度水泥价格大涨，10年业绩大幅超预期

8月以来，由于拉闸限电，华东地区水泥价格开始走上快速上涨拉升的通道，目前华东地区水泥价格平均高达450-500元。这一轮上涨主要由于地方政府的节能减排指标而实行的限电措施，导致水泥供应减少而价格上涨，但是上涨幅度超过了08年下半年那波由于原材料煤炭价格推动的上涨，我们认为这反映了华东区域市场水泥供需形势的持续好转，华东区域水泥价格将一改过去长期处于全国价格底部的状况。公司10月和11月毛利分别达到了106元/吨和110元/吨的历史高点，虽然拉闸限电一定程度影响了公司产能的发挥，但整体上价格大幅上涨带来的正面效应大于减产的负面影响，我们对公司10年业绩持乐观态度。

行业供需结构改善，供给高峰步入尾声，未来水泥业景气高企

在09年出台的38号文件支持下，10年水泥业新开工生产线由09年的92条下降至15条，产能由1.85亿吨下滑到2249万吨，下滑88%。若新建生产线政策11年不放松，则11-12年有效新增供给由1.6亿吨下降至6000万吨，环比下降约63%。今年11月30号发布的《水泥行业准入条件》针对性与可操作性更强，旨在提高行业准入门槛，是对38号文件的进一步补充，以明确中央在未来一段时间内将继续遏制水泥新增产能的决心。

总体来说，供给端11年释放在1.5亿吨左右，而需求端11年大约19亿吨，新增约1.2亿吨。供给端压力不断减缓，未来水泥业供需状况见明显改善。尤其是水泥市场最为成熟的华东地区，预计2011年华东地区水泥净供给为-1600万吨。

需求端保障房建设规模缓解房地产投资不足之忧

“十二五”规划将继续保证基建投资高位延续。铁路基建有望达到年均7000亿元，机场与城市轨道交通领域以及水利投资将提速。

虽然对房地产二次调控政策有负面影响，但相关政策都是政府努力维持房地产开发投资高位运行的举措，不应该对房地产领域未来需求过度担忧。通过保障性住房对水泥行业需求的敏感性分析，我们预计10、11年水泥需求整体拉动量为3000多万吨、5000多万吨，占09年整体产量约2%、3%左右，未来保障性住房建设加快，将成为水泥行业重要催化剂。同时长三角、珠三角地区房价偏高，未来这些地区将成为保障房建设重点，海螺水泥将会是主要受益企业。

兼并重组等政策利于集中度提高，业内公司走向协同共赢局面

水泥业“十二五规划”重点支持企业联合、重组、并购，力争使水泥熟料生产企业数量从目前的3000家左右，减少到1000家左右。至2015年，前10家企业水泥产量达到全国水泥产量的35%以上目前为24%，同时熟料产能集中度达到55%上。同时，按照行业控制产能的政策趋势，在新增受限政策执行后，大企业扩张只能通过收购兼并方式进行。另外，从节能减排的角度国家支持新干法，而大企业的新干法比例高，这也有利于行业集中提高。

就整合而言，企业优势（产能情况）和市场优势（占有率等）是重要考核指标，海螺水泥无疑在华东地区是最会受益于兼并整合的。

同时由于华东地区整合初见成效，该地区企业定价观念将由“价格战”向“价格协同”转变，也因而在这次限电催化下，这些良好的企业协同效应导致华东地区水泥价格出现罕见的大涨。

估值建议

即便华东地区水泥500元的均价回归到300元附近，保守估计公司吨毛利仍有80元（若吨毛利达90元，则2011年EPS约2.5元），预计2010-2012年每股收益分别为1.6、2.2、2.82元，动态PE分别为16.8、12.3、9.6。给予“买入”评级，未来3-6个月目标价为37元。



资质声明

中国证监会核准国泰君安证券股份有限公司证券投资咨询业务资格。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。