

新增需求拉动，区域市场景气

——水泥行业 2009 年策略报告

行业评级

推荐（上调）

重点公司（12 月 26 日）

海螺水泥	25.17 元	推荐	
	07A	08E	09E
EPS	1.41	1.71	2.01
P/E	42	14.8	12.5

祁连山	6.44 元		
	07A	08E	09E
EPS	0.01	0.42	0.51
P/E		15.3	12.6

天山股份	10.08 元	推荐	
	07A	08E	09E
EPS	0.5	0.72	0.89
P/E	36	14	11.3

相关研究

水泥行业 4 季度策略报告

2008 年 9 月 19 日

水泥行业 3 季度策略报告

2008 年 6 月 19 日

行 业：水泥

研究员：朱勤

电 话：025-84457777-379

E-mail: chuqinghome@hotmail.com

2008 年 12 月 26 日

投资要点：

- **2008 年行业回顾：**2008 年中国水泥行业经历了一季度冰雪灾害，全年煤炭价格大幅度上涨，以及全球性经济危机的严峻考验，行业延续了 2006 年以来的景气周期，预计实现行业利润总额 300 亿元以上，创历史新高。2008 年 1-11 月我国水泥产量 12.67 亿吨，同比增长 2.8%，行业集中度的升高，良好的利润水平为未来行业的发展打下了良好的基础。
- **2009 年水泥行业仍将在景气周期中运行。**宏观经济发展的增速出现周期性降低，但对水泥产品仍将有刚性需求，2009 年的新增水泥需求将基本来自新增基础设施建设。09 年相对于 08 年将新增水泥需求 8023 万吨，10 年为 13803 万吨；2009、2010 年分别新增有效产能 1 亿吨和 1.06 亿吨；水泥市场总体供求平衡。
- **区域景气度分析。**不同区域的地理位置，供需状况，竞争结构及成本水平各不相同，通过分析，我们认为未来西南，西北地区的水泥市场值得关注。
- **行业评级上调为“推荐”。**国家将“保增长”放到了首要位置，加大固定资产的投资规模将对水泥行业产生最直接的影响。通过区域分析和估值我们认为未来产能扩张集中在西南，西北地区的海螺水泥，及区域内的优势企业祁连山，天山股份等值得关注。

走势图



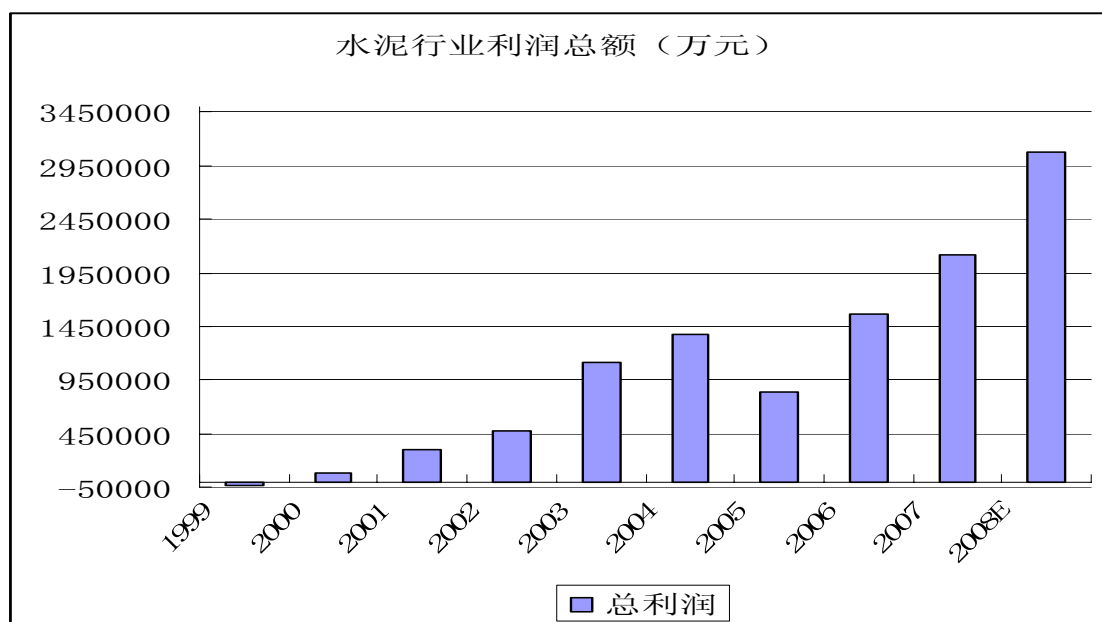
一、2008 年行业回顾.....	3
1. 虽经历波折，但行业仍保持景气	3
2. 行业结构的变化，使行业利润并没有出现周期性波动	4
二、2009 年水泥行业仍将在景气周期中运行.....	6
1. 大规模基础建设将拉动水泥需求。	6
2. 供给分析：新增产能释放减缓，落后产能淘汰减少有效供给	9
3. 2009 年水泥供求基本保持平衡.....	12
4. 2009 年水泥企业成本压力将减轻.....	12
三、2009 年水泥区域市场值得关注.....	13
1. 华北地区-09 年供求基本平衡，未来需求看好.....	15
2. 东北地区-水泥市场有待整合，吉林地区市场环境较好	17
3. 华东地区-区域竞争趋向平稳，水泥需求增速降低	19
4. 中南地区-总体供大于求，水泥市场有待整合	20
5. 西南地区-区域水泥市场良好	22
6. 西北地区-区域产能整合卓有成效，未来前景看好	24
7. 区域综合评分状况	25
四、行业展望：水泥行业未来周期性将减弱	25
1. 水泥行业集中度迅速提高	25
2. 中国的水泥行业整合将加速	26
五、上市公司估值及评级	29
行业投资评级：推荐	30
海螺水泥-国内最好的水泥企业	31
天山股份-受益于新疆基础建设的快速发展	32
祁连山-甘，青地区的水泥龙头，未来发展看好	33

一、2008 年行业回顾

1. 虽经历波折，但行业仍保持景气

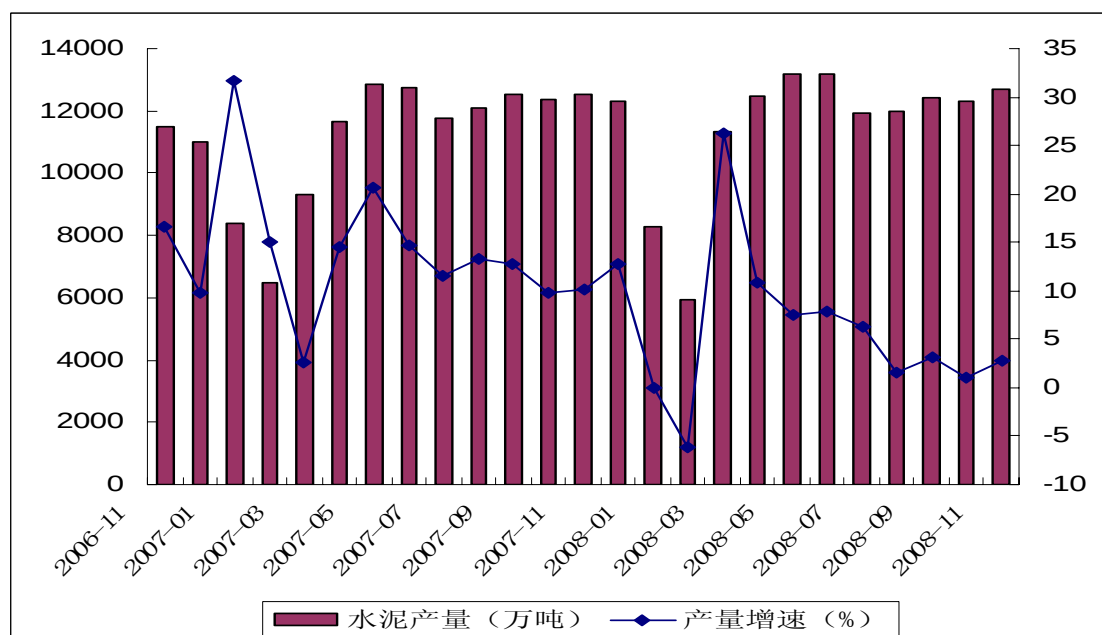
2008 年中国水泥行业经历了一季度冰雪灾害，全年煤炭价格大幅度上涨，以及全球性经济危机的严峻考验，行业延续了 2006 年以来的景气周期，预计实现行业利润总额 300 亿元以上，创历史新高。

图1：水泥行业总利润



资料来源：华泰证券研究所

图2：2006年11月以来水泥产量及增速



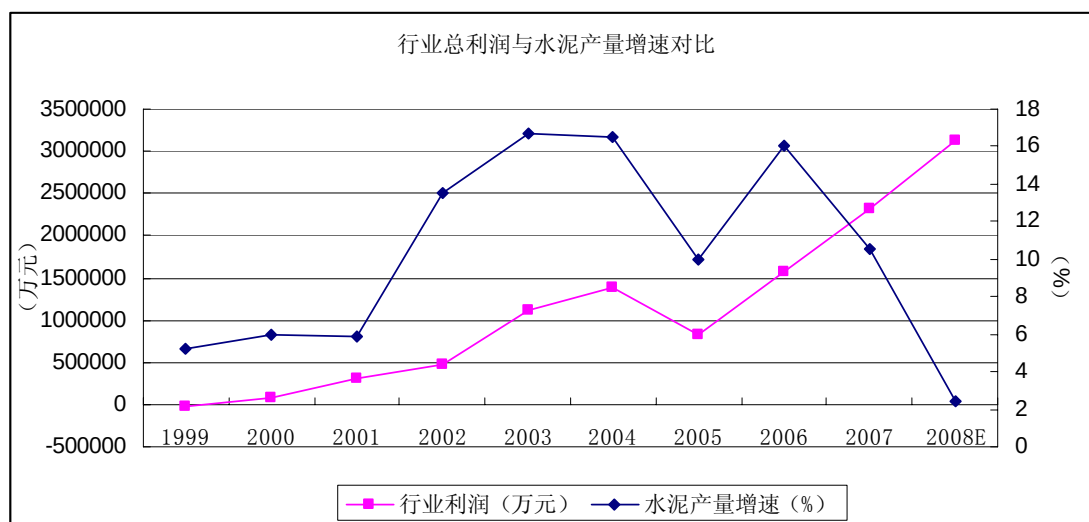
资料来源：华泰证券研究所

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

根据国家统计局数据, 2008 年 1-11 月我国水泥产量 12.67 亿吨, 同比增长 2.8%, 低于 07 年同期的 13.8%; 分季度来看, 2008 年, 水泥产量第一季度同比增长 9.2%, 第二季度同比增长 8.4%, 第三季度水泥产量同比增长 6.9%, 增速明显放缓。水泥作为工业快速消费品, 储存周期较短, 所以一般以销定产, 产量增速的下降说明水泥需求的增速在降低。

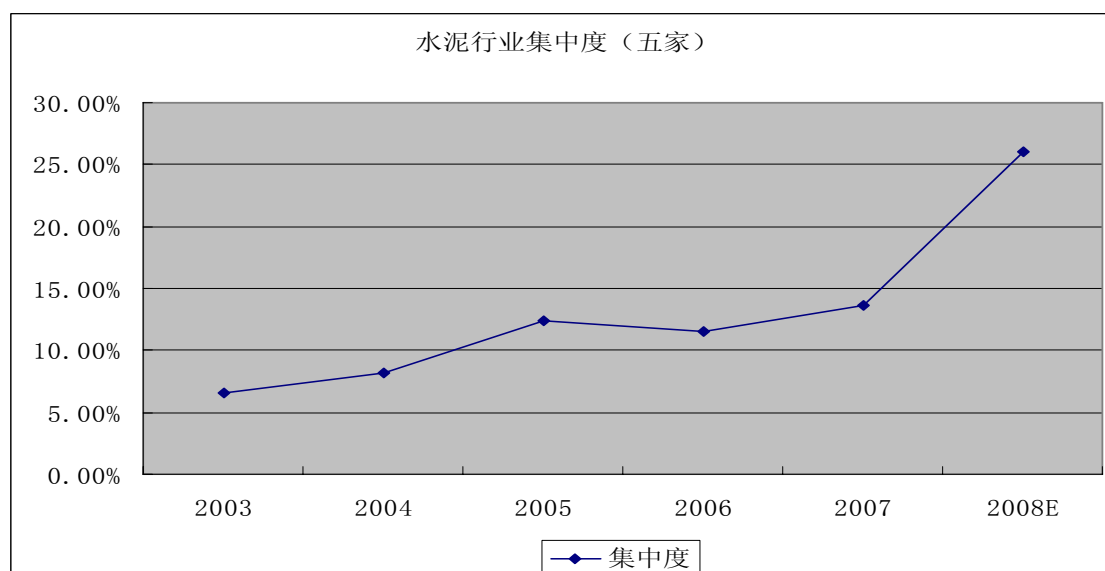
2. 行业结构的变化, 使行业利润并没有出现周期性波动

图 3: 水泥行业利润总额与水泥总产量增速对比



资料来源: 华泰证券研究所

图 4: 水泥行业集中度迅速提高



资料来源: 华泰证券研究所

(注: 中国建材及中材集团按实际控制产能计算)

在成本快速上升, 需求增速下降的不利外部环境下, 水泥行业总体利润却创出历史新高, 主要是由于行业集中度的提高改变了水泥的产业结构; 行业集中度的提高, 减少了价格的恶性竞争, 有效的维护了区域水泥价格的稳定, 加强了水泥企业对上下游行

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

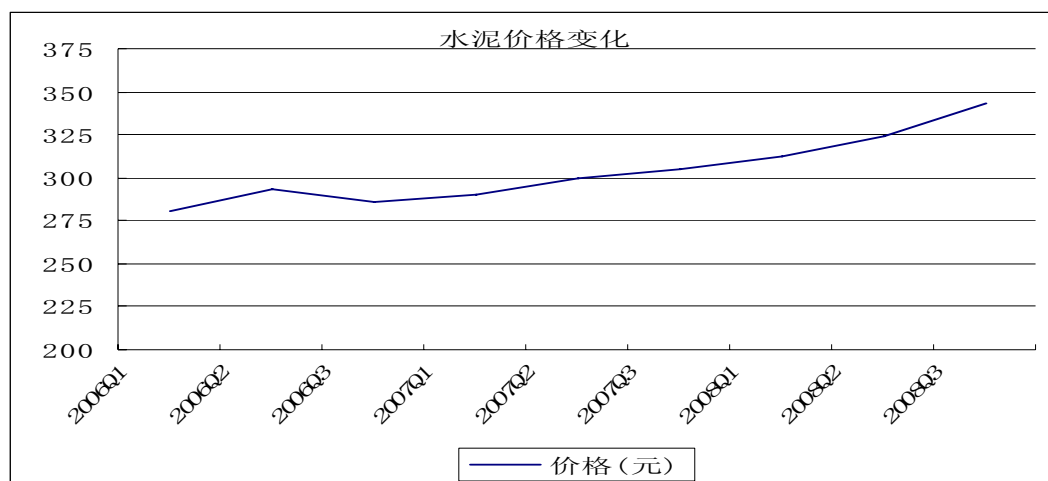
业的讨价还价能力，水泥企业通过提高水泥的价格顺利向下游转移了生产成本,反映出水泥行业在整个工业制品产业链中的竞争地位得到了加强。随着水泥行业兼并收购的进一步发展，行业集中度将会进一步上升，使水泥行业拥有更强的抵御经济周期变化的能力。

表 1：2008 年 1-10 月前 16 大水泥企业水泥熟料产量

排序	企业名称	熟料产量 (万吨)	去年同期 (万吨)	增长速度 (%)	全国的比重 (%)
	全国	73969.95	71152.32	3.96	
1	海螺	6287.13	5299.14	18.64	8.50
2	中联	1787.46	1667.70	7.18	2.42
3	山水	1653.95	1579.02	4.75	2.24
4	冀东	1355.17	1189.37	13.94	1.83
5	华新	1292.14	1117.29	15.65	1.75
6	中材	1011.38	1020.18	-0.86	1.37
7	华润	933.49	712.45	31.03	1.26
8	亚泰	882.40	836.40	5.50	1.19
9	金隅	802.77	993.16	-19.17	1.09
10	台泥	729.12	610.84	19.36	0.99
11	天瑞	710.61	506.06	40.42	0.96
12	拉法基	694.28	840.04	-17.35	0.94
13	红狮	581.27	512.70	13.37	0.79
14	亚泥	558.54	382.51	46.02	0.76
15	同力	452.62	422.30	7.18	0.61
16	祁连山	434.75	361.64	20.22	0.59

资料来源：数字水泥

图 5：水泥价格上升趋势明显（P042.5 水泥出厂价格）



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

资料来源：中国建材信息网

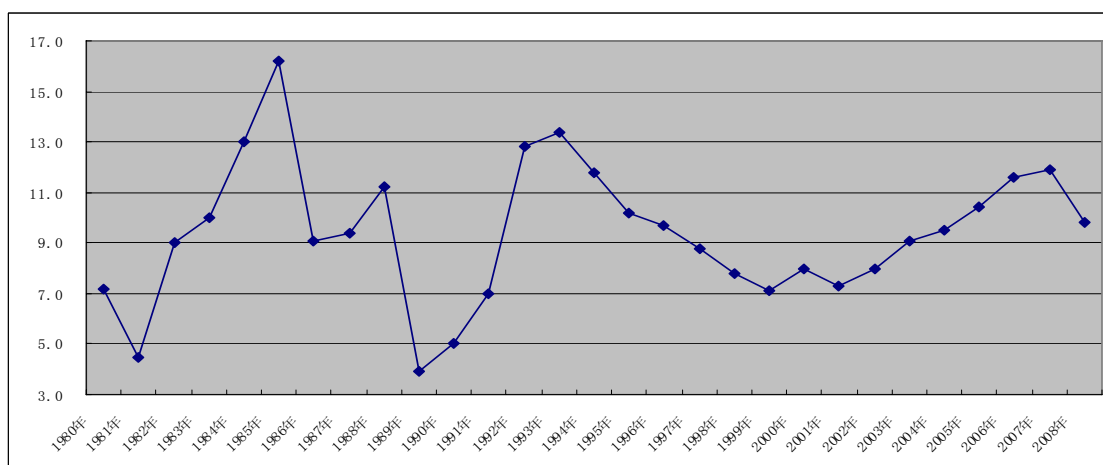
总体而言，2008 年的水泥行业仍然保持景气，行业集中度的升高，良好的利润水平为未来行业的发展打下了良好的基础。

二、2009 年水泥行业仍将在景气周期中运行

1. 大规模基础设施建设将拉动水泥需求。

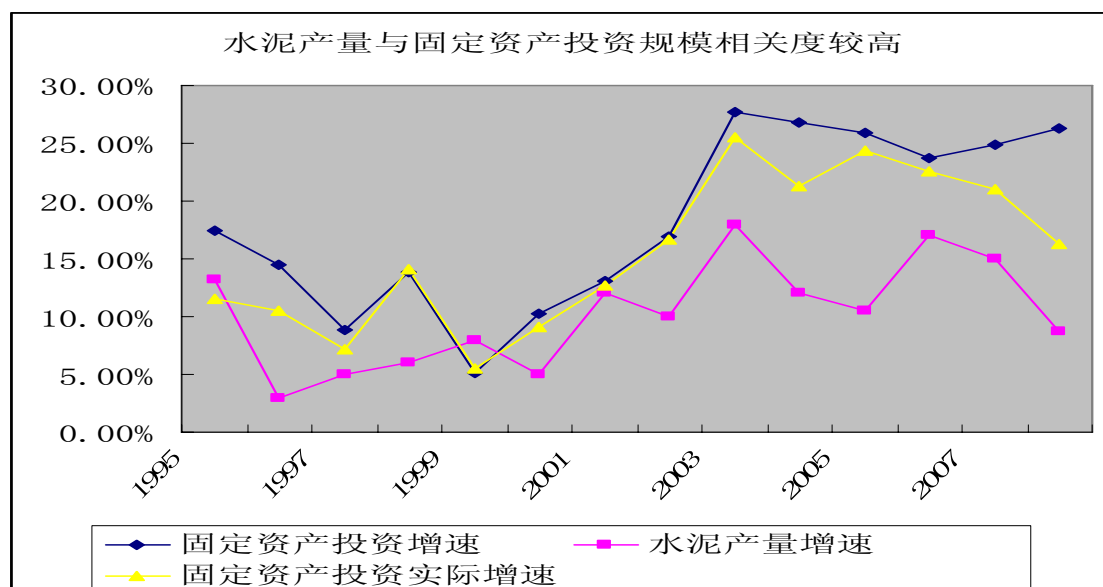
宏观经济发展的增速出现周期性降低，但对水泥产品仍将有刚性需求，2009 年的新增水泥需求将基本来自新增基础建设投资。

图6： 经济增长将出现周期性回调



资料来源：华泰证券研究所

图7： 水泥销量与固定资产投资的相关性较高



资料来源：华泰证券研究所

2008 年 10 月以来，随着金融危机向实体经济的蔓延，国家将“保增长”放到了首要位置，连续出台了大量的政策，其中，加大固

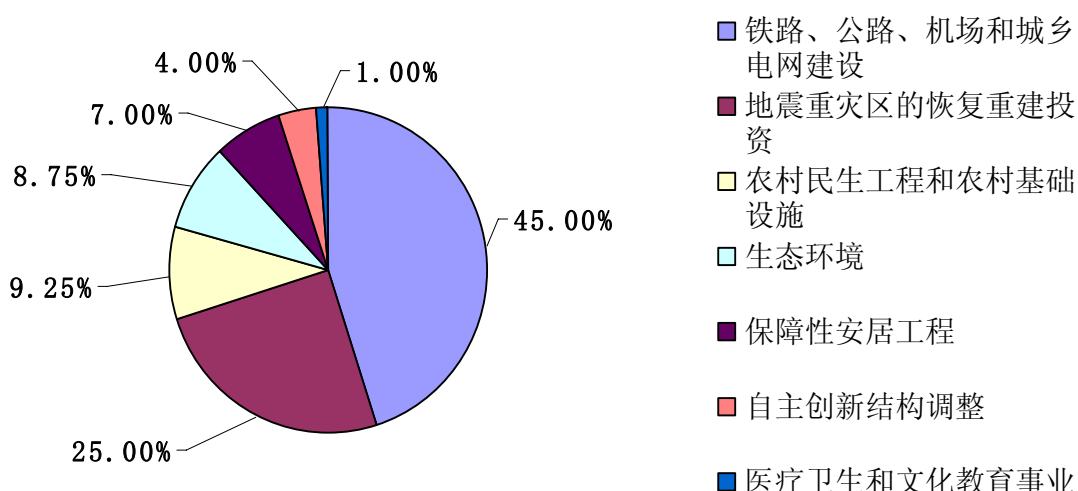
定资产的投资规模将对水泥行业产生最直接的影响，同时，通过财税及信贷政策的支持，水泥行业的外部环境正在迅速改善，我们认为在这样的宏观背景下水泥行业的景气度将得到延续，行业内的优势企业将受惠明显。

表 2 政策变化

2008 年 10 月 29 日	央行	央行下调存贷款利率	从 2008 年 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中一年期存款基准利率由现行的 3.87% 下调至 3.60%，下调 0.27 个百分点。一年期贷款基准利率由现行的 6.93% 下调至 6.66%，下调 0.27 个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008 年 11 月 9 日	国务院	扩大内需十条	到 2010 年涉及投资规模 4 万亿。
2008 年 11 月 10 日	国务院	部署落实扩内需促经济增长七项工作	1、加大投资力度和优化投资结构 2、着力扩大消费需求特别是居民消费需求 3、促进房地产市场平稳健康发展 4、努力保持出口稳定增长 5、着力提高企业素质和市场竞争力 6、认真做好金融财政工作 7、推进关键环节和重点领域改革
2008 年 11 月 12 日	国务院	核准 5000 亿投资计划	国务院核准 5000 亿投资计划。其中核准西气东输二线项目东段工程 930 亿元，核准总投资 955 亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程。审批了总投资 174 亿元的新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程和内蒙古巴彦淖尔、安徽省池州九华山等一批民用机场项目。中央财政地震灾后恢复重建基金 3000 亿元。
2008 年 11 月 12 日	国务院常务会议	出口退税调整	12 月起进一步提高劳动密集型产品、机电产品等 3770 项产品的出口退税率，取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税。

资料来源：相关部委网站

图 8：2009-2010 年 4 万亿投资构成



资料来源：华泰证券研究所

表 3：固定资产投资测算

单位：亿元	2008E	2009E	2010E	合计
铁路建设投资				
原先预测投资	3025	3630	4356	11011
调整后预测投资	3300	5300	7440	16040
新增部分	275	1670	3084	5029
公路建设投资				
原先预测投资	6555	6620	6687	19862
调整后预测投资	6685	8120	8620	23425
新增部分	135	1500	1933	3563
保障性住房建设投资				
原先预测投资	800	880	880	
调整后预测投资		2000	2500	4500
新增部分		1120	1620	2740
新增投资合计		4290	6637	10927

资料来源：华泰证券研究所

根据中央对4万亿投资计划的分配规划，我们测算了与水泥行业关系最为密切的铁路、公路和保障性住房三大投资领域2009-2010年新增投资规模（具体数据见表3），假设铁路、公路和保障性住房每亿元投资将消耗水泥2万吨、1.8万吨和1.2万吨，则09年相对于08年将新增水泥需求8023万吨，2010年相对于08年新增水泥需求13803万吨，2010年相对于2009年新增5780万吨。相对于2008年整体需求，09-10年需求增速为5.7%和9.6%。

表4：相对于08年，09-10年三大领域投资新增水泥需求

新增水泥需求（万吨）	2009E	2010E
铁路	4000	8280
公路	2583	3483
保障性住房	1440	2040
合计	8023	13803

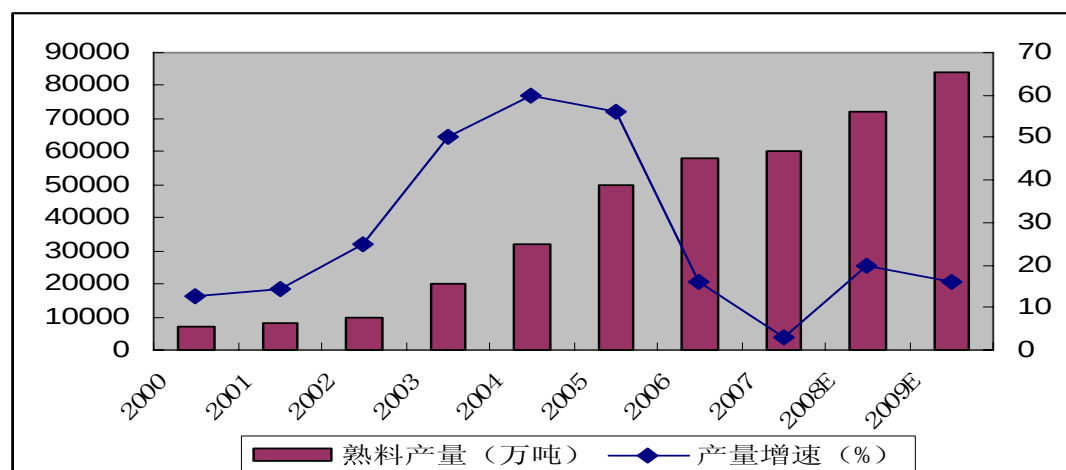
资料来源：华泰证券研究所

从投资项目的周期看，大多数项目的启动要到2009年中期，一季度是水泥企业的传统淡季，在二季度相关项目启动后，水泥需求有望出现快速增长，2009-2010年水泥需求在大规模基础建设的拉动下仍然比较乐观。

2. 供给分析：新增产能释放减缓，落后产能淘汰减少有效供给

根据水泥协会统计，2008年前10月份水泥行业累计完成固定资产投资约816.5亿元。2008年受地震灾后重建、水泥结构调整加快、淘汰落后力度加大、节能减排压力增加等因素拉动，水泥制造业完成投资额增幅大幅提高，同比增长66.46%。

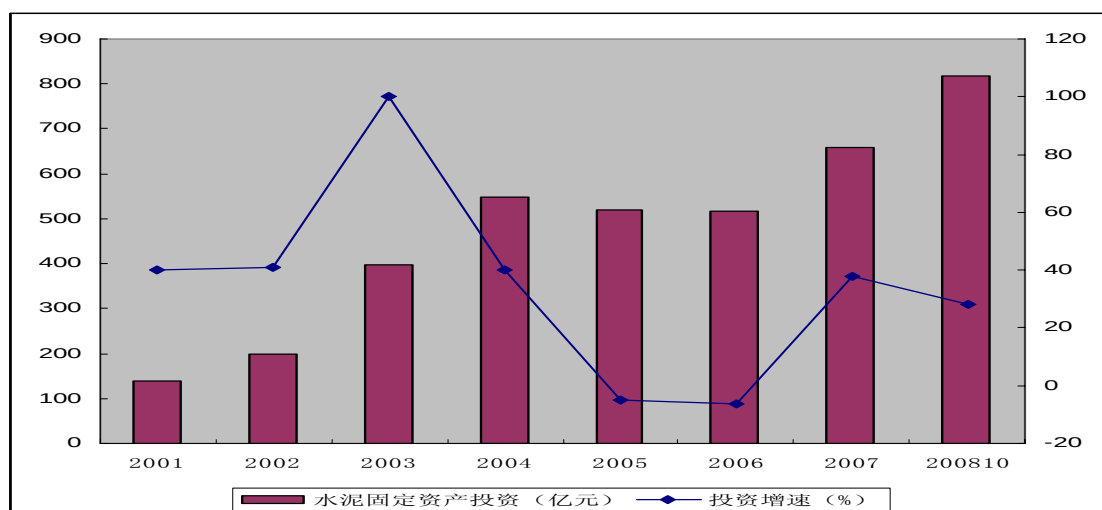
图9：新型干法线水泥熟料产量及增速



资料来源：中国建材信息网

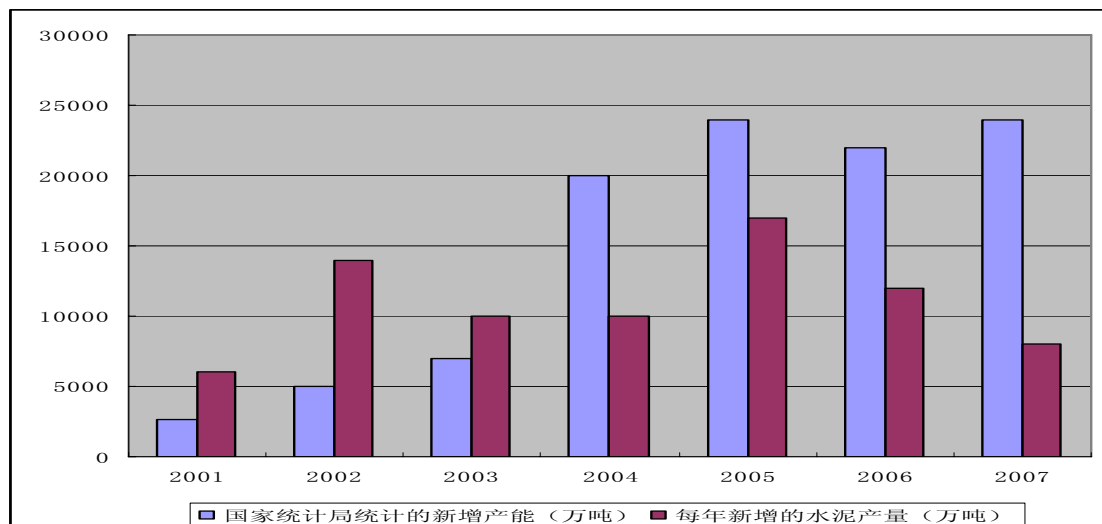
由于近年来国家对水泥新上项目实施严格控制，导致水泥行业投资在2005年和2006年同比分别下降4.8%和6.36%，连续两年出现负增长，2007年投资增长中的一部分源自于恢复性增长；加之水泥项目钢材、设备等价格持续上涨，导致项目造价增加19%左右，扣除价格因素，实际水泥投资增幅预计约为17%。2007年新建成投产的大型新型干法水泥生产线79条，新增水泥生产能力8000多万吨；2008年上半年新建成投产新型干法水泥生产线42条，新增产能4000万吨；预计下半年新增水泥产能的速度将会进一步放缓。

图 10: 水泥固定资产投资与增速



资料来源: 中国建材信息网

图 11: 统计的新增产能与实际新增水泥产量对比



资料来源: 华泰证券研究所

随着水泥行业的发展,水泥行业的进入门槛已经显著提高,新型干法线由于一般都要配备余热发电设施,投资规模大幅增加,生产线的建设同时还受到地域资源,运输状况,当地政策及区域竞争格局的影响,所以年产 200 万吨水泥的生产线建设周期由原来的平均 13 个月延长到 17 个月以上,而国家统计局的新增产能数据仍按项目规划完成时间来计算新增产能,并且未统计不同地区的开工率差异所以导致实际水泥产量与新增产能之间出现较大差异,预计 2008 年下半年开工的项目正式达产将到 2010 年,2009 年新增产能约为 1.7 亿吨。

2007 年全国实际淘汰落后产能 7000 万吨(计划淘汰 5000 万吨)。“十一五”期间计划淘汰落后水泥产能 2.5 亿吨,预计 2008 年-2010 年落后水泥产能的淘汰力度会进一步加大。

2007 年 2 月 18 日国家发改委推出《2007-2010 年全国分省市淘汰落后产能实施方案》

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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,还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

淘汰落后水泥能力计划表》，量化淘汰落后产能指标，并与各省市自治区政府签署淘汰责任书，以明确淘汰的进度和责任。根据计划表，2007-2008 年全国计划淘汰 1.36 亿吨，2009-2010 年计划淘汰 1.48 亿吨。

表5：全国水泥落后产能淘汰计划

地 区	水泥产量(万吨)	06 年新型干 法水泥比重%	07-08 年淘汰落后 能力	09-10 年淘汰 落后能力
总 计	124000			
北 京	1190			
天 津	607	47	100	
河 北	8619	37	1500	1200
山 西	2171	54	300	400
内 蒙	2116	46	200	300
辽 宁	3193	40	300	400
吉 林	2525	62	300	400
黑龙江	1456	72	100	200
上 海	818			
江 苏	10881	55	1000	1000
浙 江	9947	85	500	
安 徽	4405	71	600	600
福 建	3344	28	500	500
江 西	4206	62	400	500
山 东	16586	36	2000	2500
河 南	7334	45	1000	1000
湖 北	5109	55	600	800
湖 南	4375	24	600	600
广 东	8851	35	1500	1500
广 西	3545	47	300	500
海 南	578	71	50	50
重 庆	2534	42	200	400
四 川	4895	21	400	600
贵 州	1799	25	200	300
云 南	3179	50	300	400
西 藏	167	78	30	20
陕 西	2375	70	200	200
甘 肃	1333	68	200	200
青 海	371	58	50	50
宁 夏	699	53	60	40

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

新疆(含)兵团	1202	51	150	150
---------	------	----	-----	-----

资料来源：国家发改委

根据工业与信息化部公布的《2008年应予淘汰落后产能的水泥企业名单》显示今年需要淘汰946条落后产能生产线，总计7000万吨水泥产能；2009年预计仍然保持这个水平。

3. 2009 年水泥供求基本保持平衡

表6：新增供给略大于新增需求

单位：万吨	2009E	2010E
新增产能	17000	18000
淘汰落后产能	7000	7400
新增有效产能	10000	10600
新增需求	8023	13803

资料来源：华泰证券研究所

假设铁路、公路和保障性住房每亿元投资将消耗水泥2万吨、1.8万吨和1.2万吨，则09年相对于08年将新增水泥需求8023万吨，2010年相对于08年新增水泥需求13803万吨，相对于2008年整体需求，09-10年需求增速为5.7%和9.6%。

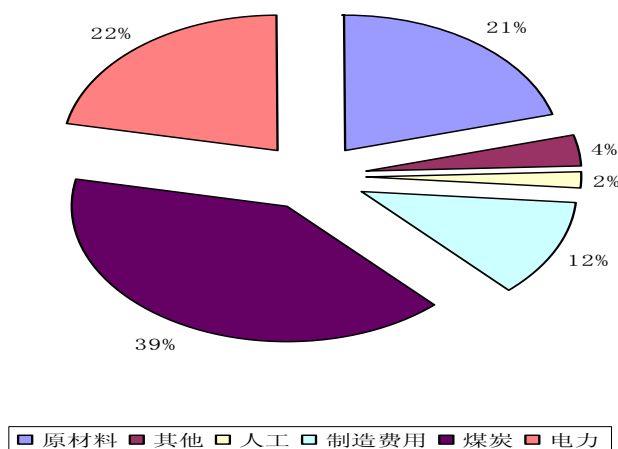
再从行业的供给方面来看。考虑到生产资料价格上涨以及余热发电项目的大规模普及，我们预计08年新增产能约为1.7亿吨，除去淘汰的落后产能，08年产能净增加1亿吨左右。预计2009、2010年分别新增有效产能1亿吨和1.06亿吨。

2009年水泥市场总体供求平衡。

4. 2009 年水泥企业成本压力将减轻

2008年，水泥中煤炭和电力的消耗分别占到水泥总成本的39%和22%，是水泥生产成本的主要来源。

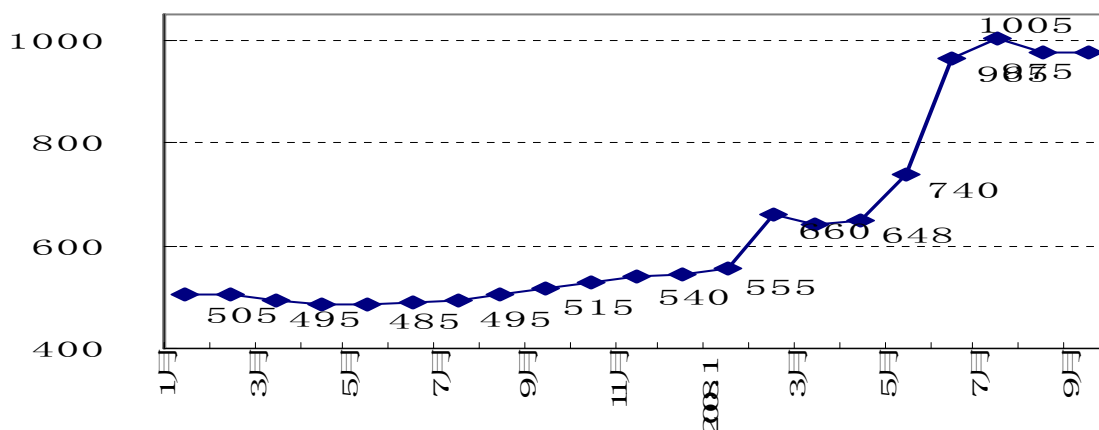
图 12：2008 年水泥制造的成本结构



资料来源：华泰证券研究所

煤价方面，在经历了 2008 年上半年的大幅上涨后，在宏观经济减速及动力煤控制价格的影响下，下半年出现回落。经过咨询煤炭行业研究员，预计 2009 年煤炭价格将下降 10%，水泥行业的用煤成本在 2009 年将会出现下降。

图 13： 煤炭价格变化（秦皇岛口岸大同优混）



资料来源：华泰证券研究所

电价方面，国家发改委于 2006 年 6 月 30 日开始实施了一次电价调整方案，对水泥等六类高耗能产业实行差别电价政策。电价调整后，全国上网电价平均上调 11.74 元/千千瓦时，销售电价平均提高 24.94 元/千千瓦时，相当于销售电价每千瓦时上调 2.494 分。

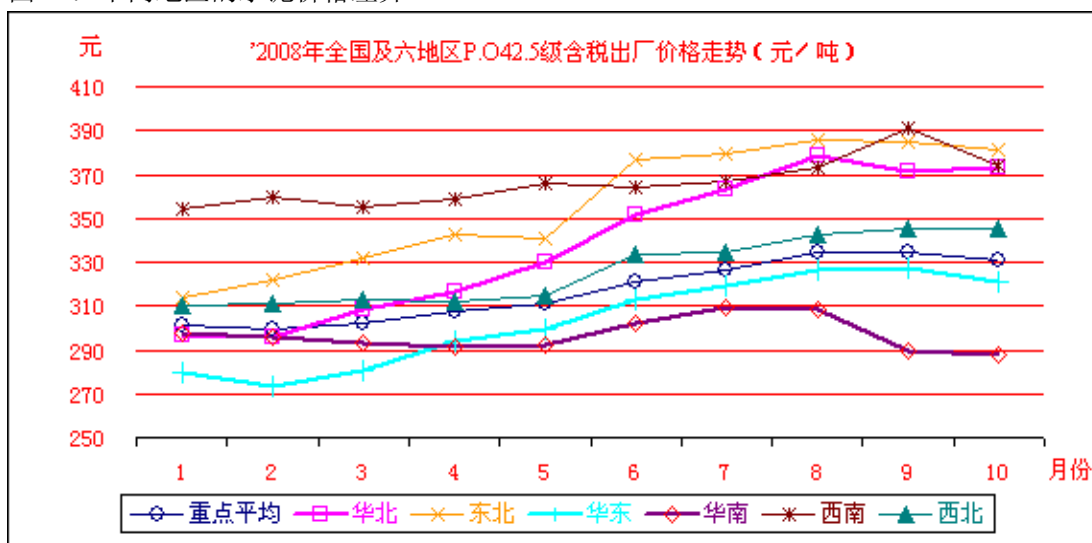
2007 年年初以来煤炭价格持续攀升，电煤平均价格涨幅早已经达到煤电联动所规定的 5% 上限，不过由于在 2007 年 2-5 月份煤炭市场价格有一定幅度的下跌，同时国内 CPI 指数一直在高位运行，导致电价迟迟不能得到调整。2008 年 CPI 压力仍然较大，部分地区开始对电煤限价。

2008 年 6 月 20 日，电价再次调整，此次电价调整后，全国上网电价平均上调 11.99 元/千千瓦时，销售电价平均提高 25.19 元/千千瓦时，相当于销售电价每度上调 2.5 分钱。将增加水泥总成本的 2.5%，对水泥企业影响不大。

三、2009 年水泥区域市场值得关注

由于销售半径的存在水泥行业的区域性特点非常显著，不同区域的地理位置，供需状况，竞争结构及成本水平各不相同，对于完全市场化的水泥产品而言，不同地区水泥价格的差异是这种区域特征的最直接体现。

图 14：不同地区的水泥价格差异



资料来源：中国建材信息网

水泥是高度同质化的产品，在产品差异不明显的环境下，水泥价格明显的区域性差别反映出区域分析的必要性。我们尝试使用区域水泥市场特征的打分体系，给予各种区域特征不同的权重，从而寻找区域优势明显的相关企业，发现未来 2 年水泥行业中的区域投资机会。

表 7：区域水泥市场特征打分体系

区域特征	相关指标	指标含义	权重
区域地理位置	销售半径	地理位置直接影响销售半径。同时，不同的地理位置对本地水泥的供需及竞争产生也产生重要影响。具体而言，地理位置从新增产能供应周期和固定资产投资中所用的水泥量两方面影响区域供求；对竞争状况的影响主要体现在区域内水泥企业间竞争关系是否稳定，较大的销售半径会引来过多的竞争者，企业即使完全控制了本地市场也无法获得较高的毛利率。	50%
	区域煤电成本	水泥生产的主要成本，不同地区的煤电成本差异较大。	
区域供需结构	区域水泥需求	与区域固定资产投资规模相关度较高	25%

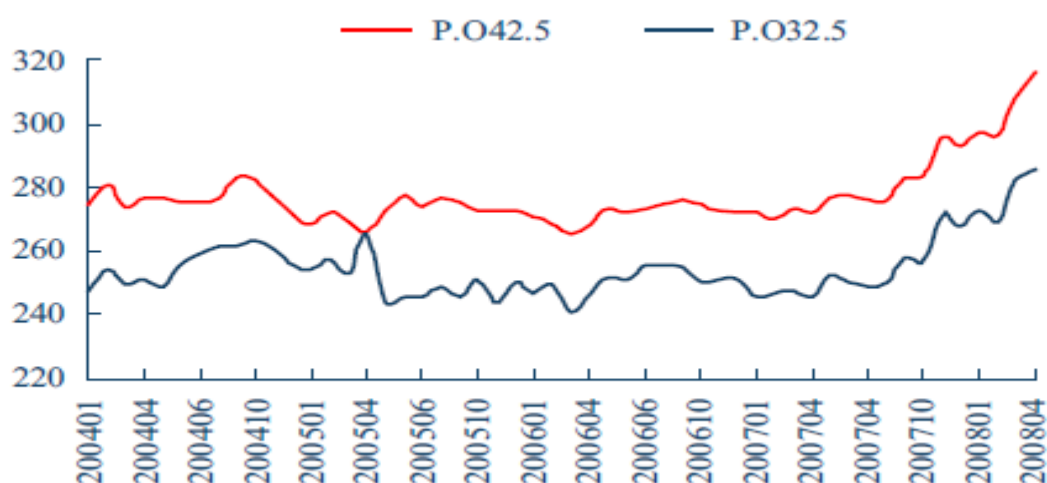
	区域水泥供应	要考虑新增产能和落后产能淘汰对区域水泥供应量的综合影响	
区域竞争状况	市场集中度	较高的市场集中度，有利于保持区域水泥价格稳定，增强对下游企业的讨价还价能力。	25%

资料来源：华泰证券研究所

1. 华北地区-09 年供求基本平衡，未来需求看好

图 15：华北地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



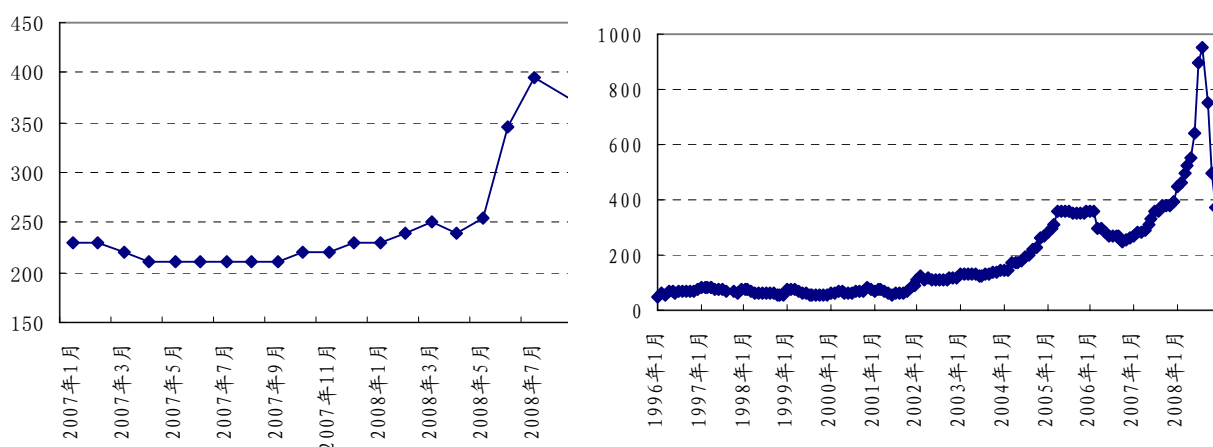
资料来源：中国建材信息总网

华北区域是全国北方地区最大的水泥市场，水泥需求量占全国 12%。华北地区包括北京，天津，河北，内蒙古，山西地区；从地理位置而言，本地区地处华北平原和蒙古高原，地势较为平坦，河流较少，水泥运输主要依靠公路运输，运输成本较高，水泥销售半径为 300 公里左右。

区域内水泥企业用煤主要由山西和内蒙供给，由于运费较高，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 520 元-640 元之间，整体处于全国中等水平。

图 16：区域内煤炭价格

内蒙东胜地区 (5200) 坑口含税价 元/吨	山西长治地区动力煤不含税价 元/吨
-------------------------	-------------------



资料来源: sxcoal

表 8 区域竞争状况

地区	企业数量 (个)	企业平均产量 (万吨)	产能集中度 (前 5 家)
北京	21	34.5	62%
天津	19	25.6	58%
河北	344	23.4	19.8%
山西	153	12.3	26%
内蒙古	108	28.7	31%

资料来源: 中国水泥协会

冀东水泥和金隅集团是本地最大的两家水泥生产企业, 金隅在华北 12 条生产线, 冀东已建 5 条生产线, 在建 3 条, 中国中材和金隅是战略合作伙伴, 在中材控股冀东后, 两大企业在北京市场将起到主导作用。除北京, 天津外其他三地水泥产能仍然比较分散, 区域水泥竞争环境不佳。

表 9 区域水泥供需状况

单位: 万吨	2009E	2010E
新增产能	2700	2500
淘汰落后产能	900	1000
新增有效产能	1950	1500
新增需求	2100	2300

资料来源: 华泰证券研究所

2008 年 1-10 月区域内固定资产投资额为 17895 亿元, 结合区域地理特点, 我们假设每亿元固定资产投资带动 0.8 万吨水泥需求, 预计 2008 年水泥需求为 1.6 亿吨; 2009-2010 年天津滨海新区、唐山曹妃甸科学发展试验区、南堡油田以及整个环渤海经济区的开发将进入建设期, 在区域固定资产投资拉动下 2009-2010 年预计水泥

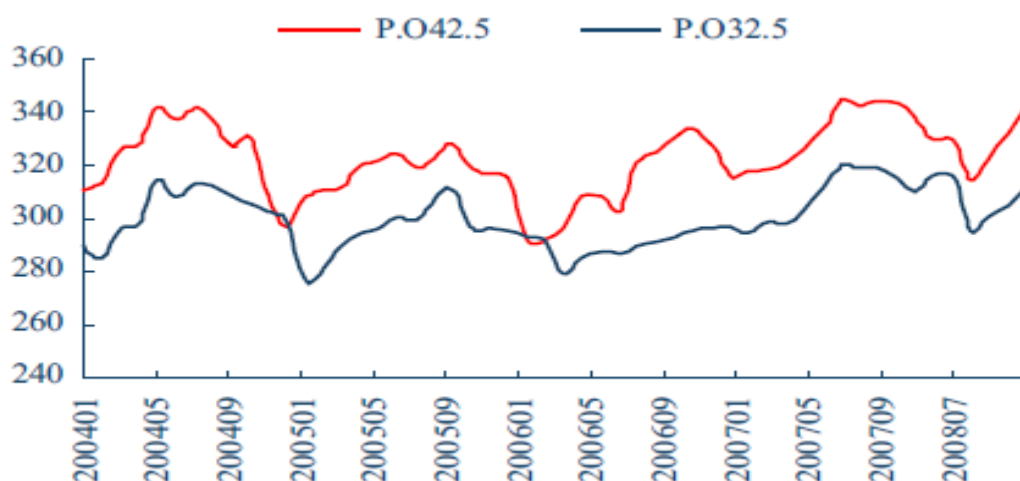
需求增长率为 13%-12.7%，预计区域新增水泥需求为 2100 万吨和 2300 万吨。2008 年本地水泥固定资产投资额为 115 亿元，以 420 元/吨产能计算，新增水泥产能 2700 万吨，考虑到开工率（90%）及施工周期，2009 年实际新增产能约为 1800-1950 万吨，供求基本平衡。

受经济景气度下降影响水泥企业 2009 年新建项目投资会降低，2010 年新增产能增速将下降，2010 年供求关系较为乐观。

2. 东北地区-水泥市场有待整合，吉林地区市场环境较好

图 17：东北地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



资料来源：中国建材信息总网

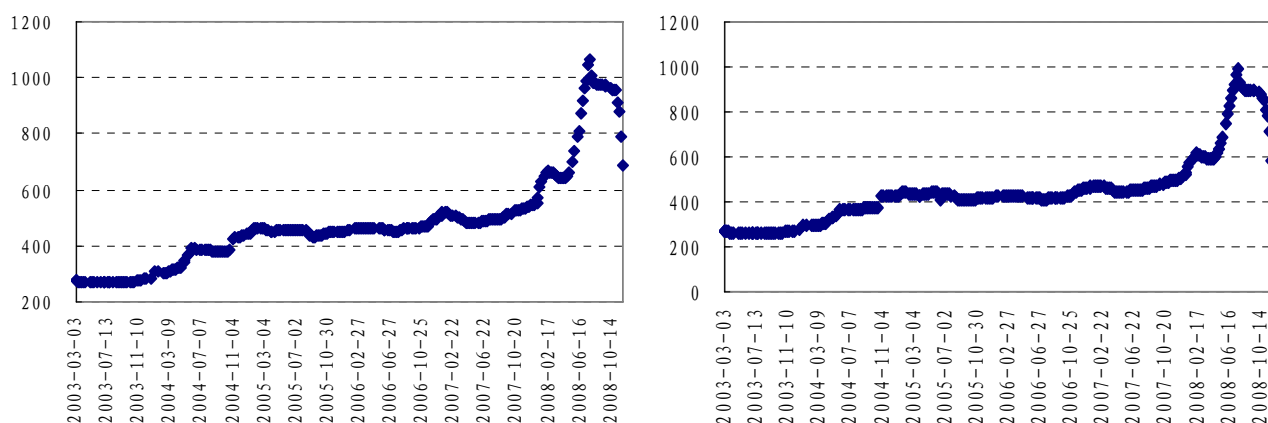
东北区域水泥需求量占全国 7%。东北地区包括辽宁，吉林，黑龙江地区；从地理位置而言，本地区地处东北大平原，地势平坦，河流较少，水泥运输主要依靠公路运输，运输成本中等，水泥销售半径为 350-400 公里。

区域内水泥企业用煤由山西和本地煤矿供给，由于运费较高，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 650 元-1000 元之间，整体价格较高。

图 18：秦皇岛煤炭价格

大同优混(6000)价格走势 元/吨

山西优混(5500)价格走势 元/吨



资料来源: sxcoal

表 8: 区域竞争状况

地区	企业数量 (个)	企业平均产量 (万吨)	产能集中度 (前 5 家)
辽宁	187	19.89	19.8%
吉林	62	40.45	42.4%
黑龙江	89	20.31	34%

资料来源: 中国水泥协会

亚泰集团是本地最大的水泥生产企业, 联手 CRH 进一步巩固了在吉林和黑龙江的地位, 募集资金项目将在 2009 年陆续建成投产, 全部达产后将新增熟料产能 504 万吨, 将使得 2009 年水泥产能达到 1441 万吨, 公司在东北地区的区域龙头地位将进一步巩固。总体而言, 辽宁省行业竞争环境较差, 水泥企业众多, 吉林和黑龙江的水泥市场环境较好, 区域水泥竞争环境一般。

表 9: 区域水泥供需状况

单位: 万吨	2009E	2010E
新增产能	1690	1500
淘汰落后产能	400	600
新增有效产能	1290	900
新增需求	1056	1281

资料来源: 华泰证券研究所

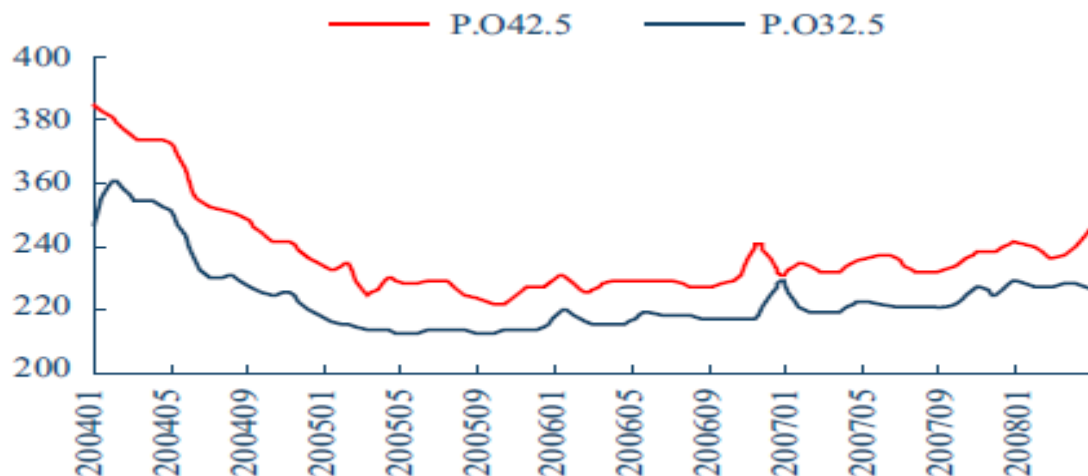
2008年1-10月区域内固定资产投资额为12515亿元, 结合区域地理特点, 我们假设每亿元固定资产投资带动0.68万吨水泥需求, 预计2008年水泥需求为0.88亿吨; 在投资重心北移和东北振兴的大形势下, 2009-2010年预计水泥需求增长率为12%-13%, 区域新增水泥需求为1056-1281万吨。2008年本地水泥固定资产投资额为75亿元, 以400元/吨产能计算, 新增水泥产能1875万吨, 考虑到开工率(90%)及施工周期(有冬歇期)较长, 2009年实际新增产能

约为1550-1690万吨，水泥市场供略大于求。

3. 华东地区-区域竞争趋向平稳，水泥需求增速降低

图 19：华东地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



资料来源：中国建材信息网

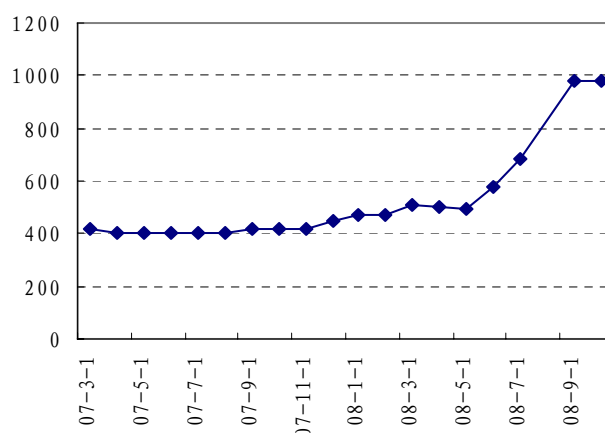
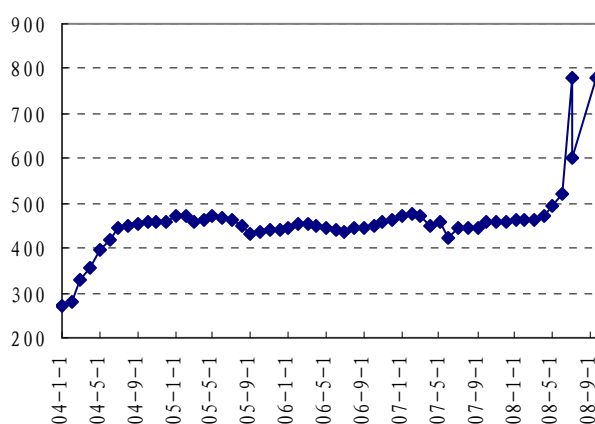
华东区域经济建设发展快于全国，是中国最大的水泥消费区，占全国 39%。上海、江苏、浙江和山东在“十五”期间是全国水泥市场的火车头：上海市是全国最大的消费城市；年水泥消费量在 2500 万吨左右；其他三省的消费量都超过 1 亿吨。但随着大规模基础设施的完成，该区域需求逐渐减弱。从地理位置而言，本地区地处华东平原，河网密布，水泥运输主要依靠水路运输，运输成本较低，水泥销售半径超过 800 公里。

区域内水泥企业用煤由淮南和山东煤矿供给，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 550 元-1000 元之间，整体价格较高。

图 20：本地煤炭价格

淮南地区动力煤(5500)坑口含税价 元/吨

兖州地区动力煤(5000)出厂含税价 元/吨



资料来源：sxcoal

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

华东地区集中了最多的大型水泥集团，安徽的海螺，浙江、江西的中国建材，福建的台湾水泥，山东的山水集团等，这里也是全国水泥行业管理和技术水平最高的地区。华东长三角作为中国经济最发达区域之一，也是水泥价格水平最低的区域，形成了巨大反差。主要原因：由于市场完全开放，需求量大，交通便利特点等条件，吸引了众多投资者。2002年后大规模建线，新投入的供应量远超出市场需求量。华东地区巨大的销售半径，周边地区水泥便会很容易的进入，致使价格无法提升。2007年以后中国建材开始整合浙江水泥市场，2008年成功稳定了浙江的水泥价格，未来本区域的竞争将会在大水泥集团间展开，水泥市场竞争结构将趋于稳定。

表 9：区域水泥供需状况

单位：万吨	2009E	2010E
新增产能	3637	3200
淘汰落后产能	560	560
新增有效产能	1137	600
新增需求	912	920

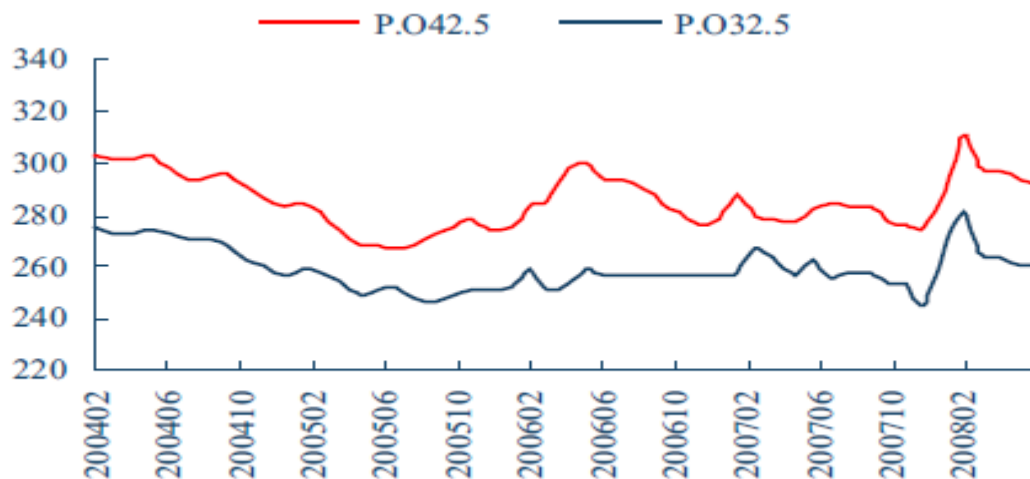
资料来源：华泰证券研究所（落后产能淘汰量不含四川省）

2008年1-10月区域内固定资产投资额为38559亿元，结合区域地理特点，我们假设每亿元固定资产投资带动1万吨水泥需求，预计2008年水泥需求为4.56亿吨；华东地区受金融危机影响较为明显，且基础设施已经比较完善，2009年预计水泥需求增长率为2%，预计区域新增水泥需求为1020万吨。2008年本地水泥固定资产投资额为190亿元，以470元/吨产能计算，新增水泥产能4042万吨，考虑到开工率（90%），2009年实际新增产能约为1137万吨，水泥市场供略大于求。

4. 中南地区-总体供大于求，水泥市场有待整合

图 21：中南地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

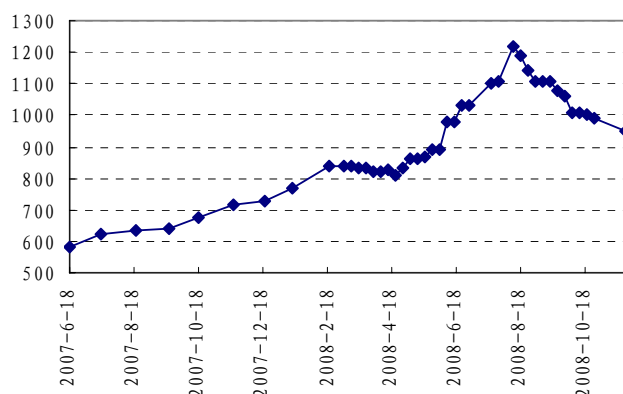
资料来源：中国建材信息总网

中南区域水泥需求量占全国 26%。本地区包括河南，湖北，湖南，广东，广西，海南；从地理位置而言，本地区内包括了地势平坦的中原地带和两广，湖南的丘陵地形及海南的海岛地势，地理环境较为复杂，中原地带交通便利水泥可以通过水路和公路运输，销售半径为 400 公里，南方丘陵地区水路较多，湖南的湘江，广西的西江都是重要的水上运输通道，运输半径较大可达 800 公里以上，而不通水路的地方销售半径在 200 公里以内；海南只有 80 公里。

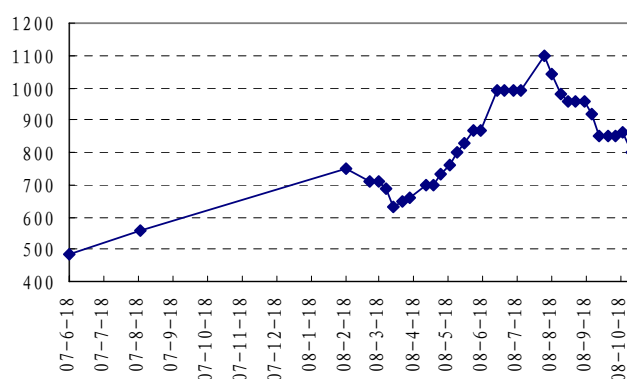
区域内水泥企业由平顶山煤矿和广州港供给，区域内煤炭资源缺乏，用煤价格较高，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 750 元-1100 元之间，整体价格较高。

图 22：广州港煤炭价格

神木优混(5600)价格走势 元/吨



山西大混(4800)价格走势 元/吨



资料来源：sxcoal

表 10：区域竞争状况

地区	企业数量 (个)	企业平均产量 (万吨)	产能集中度 (前 5 家)
河南	240	35	14.5%
湖北	165	31	31.5%
湖南	355	14.5	17.5%
广东	407	19	16.9%
广西	231	18	33.9%
海南	19	27.3	69.2%

资料来源：中国水泥协会

河南，湖北的主要水泥企业是中联，天瑞、同力，华新，葛洲坝，中原地带的地理位置决定了区域竞争环境不佳；水泥销售半径较大，导致水泥企业众多，较高的煤电成本也使本地企业倍感压力。湖南地区 2007 年水泥产量再次走高，增速为全国第六。市场的向好，使国内顶尖的企业集团海螺、华新、冀东、中国建材和中国中

材都在此集结，未来本地水泥企业的竞争将在大企业间展开，随着落后产能的退出，竞争结构趋向于稳定；广东，广西则是海螺，华润和台泥为主角，基本策略是把广西作为熟料基地，辐射广东和东盟市场，基本相同的竞争策略使两地水泥产能增长较快，未来市场竞争会比较激烈。海南情况较为特殊，华润已经进入海南市场，海南市场的封闭性使水泥价格仅次于西藏地区，竞争环境优良。

表 11：区域水泥供需状况

单位：万吨	2009E	2010E
新增产能	5440	4500
淘汰落后产能	2225	2225
新增有效产能	3215	2275
新增需求	2630	3471

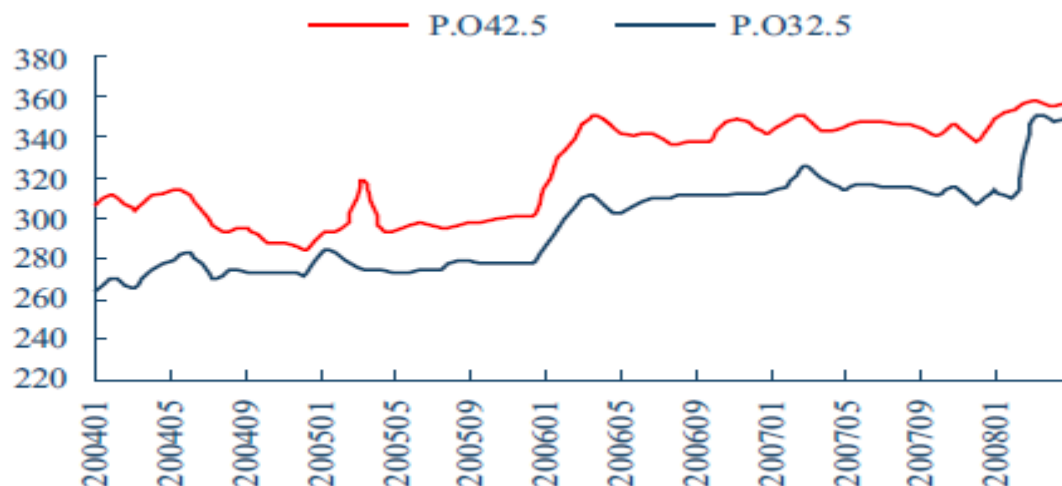
资料来源：华泰证券研究所

2008年1-10月区域内固定资产投资额为23535亿元，结合区域地理特点，我们假设每亿元固定资产投资带动0.95万吨水泥需求，预计2008年水泥需求为2.63亿吨；在中部固定资产投资的拉动下，2009-2010年预计水泥需求增长率为10%-12%，区域新增水泥需求为2630-3471万吨。2008年本地水泥固定资产投资额为256亿元，以400元/吨产能计算，新增水泥产能6400万吨，考虑到开工率（85%），2009年实际新增产能约为3200万吨，水泥市场供大于求。

5. 西南地区-区域水泥市场良好

图 23：西南地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



资料来源：中国建材信息网

西南区域水泥需求量占全国 11%。本地区包括重庆，四川，贵州，云南，西藏，从地理位置而言，本地区地势崎岖，是水泥销售半径最小的地区，一般销售半径不超过 110 公里。西南区域由于地理位置原因，成为价格最好的水泥市场之一。2007 年底，成都关

闭了 44 条立窑生产线，900 万吨落后产能出局，造成供需关系紧张，价格迅速攀升。汶川地震摧毁了川西南大量的基础设施，这里是未来水泥需求最为明确的地区。

区域内水泥企业由本地攀枝花和六盘水煤矿供给，区域运输不便，用煤价格较高，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 850 元-1200 元之间，整体价格较高。

表 12：区域竞争状况

地区	企业数量（个）	企业平均产量（万吨）	产能集中度（前 5 家）
重庆	131	19.28	25.1%
四川*	320	15.3	15.8%
贵州	188	8.59	17.9%
云南	206	14.34	17.8%
西藏	9	17.7	81.2%

资料来源：中国水泥协会（注：四川为灾前数据）

西南地区的主导者是拉法基瑞安，在重庆、四川、贵州和云南的比重都超过了 20%，贵州的份额最大，超过 30%。拉法基瑞安表示，在中国的水泥产量将从 2006 年年底的 2,000 万吨发展到 2012 年的 5,000 万吨。随着拉法基收购四川双马的完成，其对西南区域的控制力将进一步增强，2007 年 10 月拉法基瑞安和云南省政府签订战略合作协议，进一步打开了全面进入云南的通道。海螺、华新冀东都已经准备在西南地区建设生产线，华新和海螺都已经开工建设，拉法基瑞安也要面临新的挑战，但大企业间恶性价格战的可能性不大，区域竞争环境优良。

表 13：区域水泥供需状况

单位：万吨	2009E	2010E
新增产能	2964	7437
淘汰落后产能	560	560
新增有效产能	2404	6877
新增需求	4440	6734

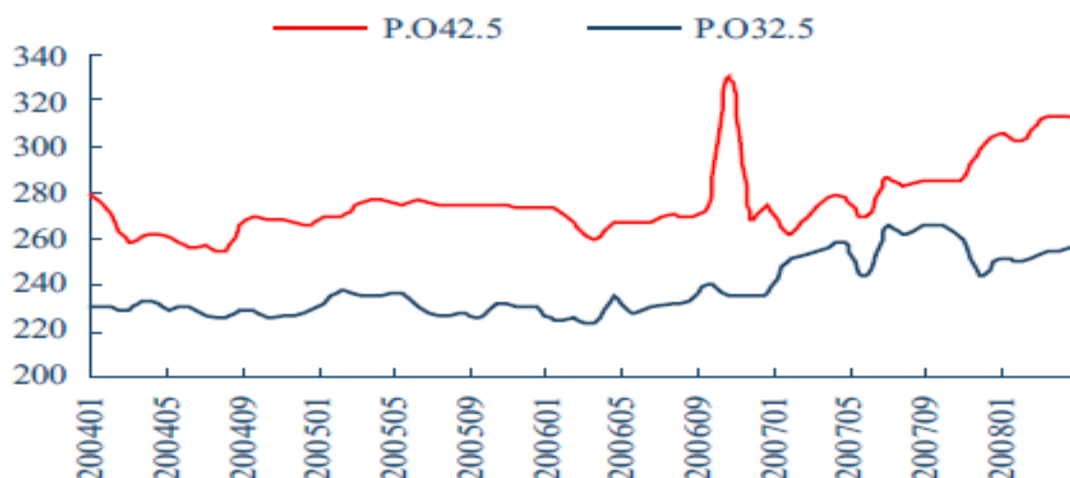
资料来源：华泰证券研究所

2008 年 1-10 月区域内固定资产投资额为 11218 亿元，结合区域地理特点，我们假设每亿元固定资产投资带动 1.1 万吨水泥需求，预计 2008 年水泥需求为 1.48 亿吨；在固定资产投资的拉动下，2009-2010 年预计水泥需求增长率为 30%-35%，区域新增水泥需求为 4440-6734 万吨。2008 年本地水泥固定资产投资额为 143 亿元，以 410 元/吨产能计算，新增水泥产能 3487 万吨，考虑到开工率（85%），2009 年实际新增产能约为 2404 万吨，水泥市场供不应求。

6. 西北地区-区域产能整合卓有成效，未来前景看好

图 24：西北地区水泥价格走势

单位：（元/吨）



资料来源：中国建材信息网

西北区域水泥需求量占全国 6%。本地区包括陕西，甘肃，青海、宁夏，新疆，从地理位置而言，本地区内，有沟壑纵横的黄土高原和大面积的沙漠戈壁，除陕、甘的少数地区，大部分地区地理和气候条件不佳，是水泥销售半径较小的地区，一般销售半径不超过 100 公里。本地区大型基础建设项目较多，水泥需求主要靠大型项目拉动，汶川地震波及了甘肃，陕西的部分地区，未来区域水泥需求看好。

区域内煤炭资源较丰富，用煤价格低，本地水泥企业 2008 年用煤价格在平均在 370 元-600 元之间，整体价格较低。

表 14：区域竞争状况

地区	企业数量（个）	企业平均产量（万吨）	产能集中度（前 5 家）
陕西	162	17.87	29.8%
甘肃	78	16.92	39.6%
青海	20	20.08	53%
宁夏	31	25.14	52.6%
新疆	59	25.27	35.5%

资料来源：中国水泥协会

西北地区水泥市场域较为封闭，这里的市场整合早于内地，大企业主导市场的能力较强，所取得的成效也非常明显。进入“十一五”，西北经济启动开始加速，水泥需求增长速度加快。本地区最大的水泥集团是中材集团，中材是天山股份和赛马实业的大股东，这两家企业是新疆和宁夏地区最大的水泥企业，2006 年，赛马水泥与青铜峡水泥重组，通过收购宁夏瀛海建材集团，进一步确立了

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

在宁夏市场的主导地位；新疆地广人稀、相对封闭，天山股份和青松建化在全疆的市场占有率已经超过 60%，在 2008 年 32 号文件的实施背景下，新疆水泥需求乐观，由天山、青松主导的价格体系将继续发挥作用，新疆迎来新一轮发展。陕、甘、青地区主要的水泥生产企业是祁连山，冀东海德堡，声威集团和尧柏水泥，陕西水泥企业较多，还没有企业据主导地位，相对竞争环境较差；而甘肃，青海水泥产能集中，需求旺盛，未来发展空间较大。

表 15：区域水泥供需状况

单位：万吨	2009E	2010E
新增产能	1200	1350
淘汰落后产能*	220	220
新增有效产能	980	1130
新增需求	2134	2289

资料来源：华泰证券研究所（甘肃落后产能淘汰已暂停）

2008 年 1-10 月区域内固定资产投资额为 7364 亿元，结合区域地理特点，我们假设每亿元固定资产投资带动 1.1 万吨水泥需求，预计 2008 年水泥需求为 0.97 亿吨；在固定资产投资的拉动下，2009-2010 年预计水泥需求增长率为 18%-20%，区域新增水泥需求为 1746-2289 万吨。2008 年本地水泥固定资产投资额为 70 亿元，以 410 元/吨产能计算，新增水泥产能 1707 万吨，考虑到开工率（80%）和本地区施工周期长（海拔和地理位置影响），2009 年实际新增产能约为 980 万吨，水泥市场供不应求。

7. 区域综合评分状况

通过对各区域进行分析，我们认为未来西南，西北地区的水泥市场值得关注。

表 16：综合评分表

区域	销售半径	区域市场竞争环境	供需状况	生产成本	总评（分）
华东地区	大	差	平衡	高	55
中南地区	大	差	供大于求	高	50
东北地区	中等	一般	平衡	中等	60
华北地区	中等	差	平衡	高	65
西北地区	小	好	供不应求	低	85
西南地区	小	好	供不应求	高	80

资料来源：华泰证券研究所

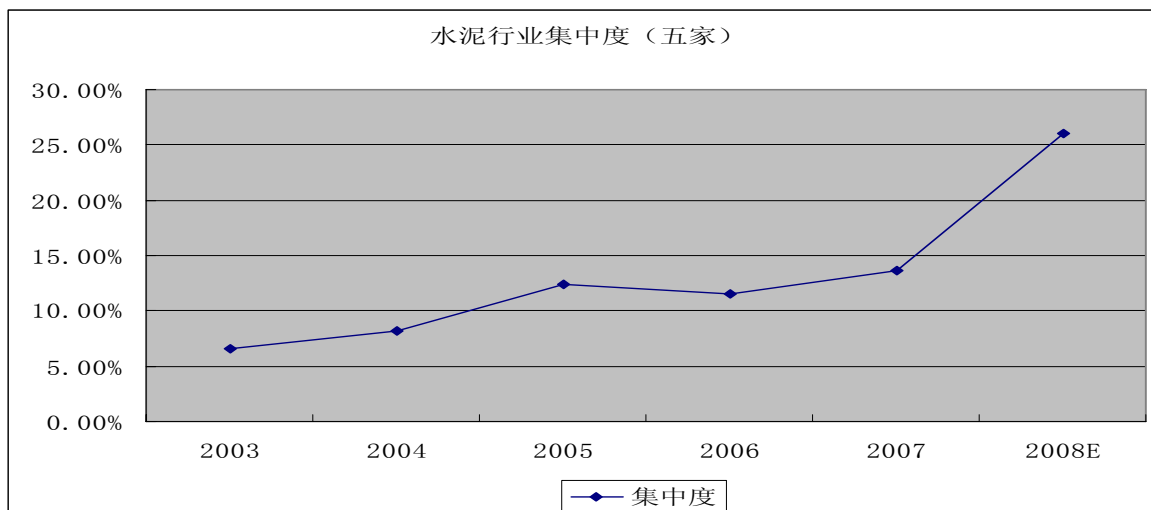
四、行业展望：水泥行业未来周期性将减弱

1. 水泥行业集中度迅速提高

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

2008年以来随着水泥行业兼并收购的加速，水泥行业的集中度得到迅速提高，未来水泥市场将集中在包括中国建材，中材集团，海螺水泥等少数企业手中，水泥行业也将完成从强周期行业向弱周期行业的转变，抵御经济周期波动的能力将进一步加强。理性的、合理的大规模的并购重组必将进一步提高行业的集中度水平，摊薄固定成本，同时提高对上游供应商的议价能力和对下游客户的掌控能力，扩大了企业的盈利空间。

图25：中国水泥产业的集中度的变化



资料来源：华泰证券研究所

2. 中国的水泥行业整合将加速

由于销售半径的存在，水泥企业会尽可能的扩大地区内的生产规模以实现对水泥价格的控制能力。水泥产品的同质性又使水泥行业的规模效应很明显，在完成了对某个地区的垄断后，水泥企业会选择跨地区的兼并收购以实现更大利益；从世界水泥发展史的角度来看，巨型的水泥集团都是从产能扩张开始，通过大规模的收购兼并来实现企业跨越式成长的。当水泥集团完成对不同经济发展水平地区的布局后，就能很好的抵御景气周期对企业的影响，这也是水泥企业为抵御行业风险而必须经历的发展之路。

目前大水泥企业在落后产能淘汰的基础上开始实施并购，扩大市场份额。我国水泥行业在经历 04、05 年的民营收购国企，06 年外资收购内资，07 年开始的央企发力，区域龙头格局正在逐步形成：海螺水泥通过前期大量收购小企业以及自身建线，形成“T”型战略进入华东、中南，并开始挺进西南等地区；中国建材 2007 年加大发力，在中联水泥的淮海区域市场基础上，拓展华南四省一市的水泥业务并进一步向全国延伸；拉法基 2005 年发力，继与瑞安建业合并中国业务之后，收购 ST 双马，从而巩固了在西南水泥市场霸主地位；

中材在收购新疆天山、赛马实业和冀东水泥之后，逐步在北部地区形成区域势力。

图 26： 主要水泥企业的扩张图



资料来源：数字水泥

表 17：上市公司兼并收购情况

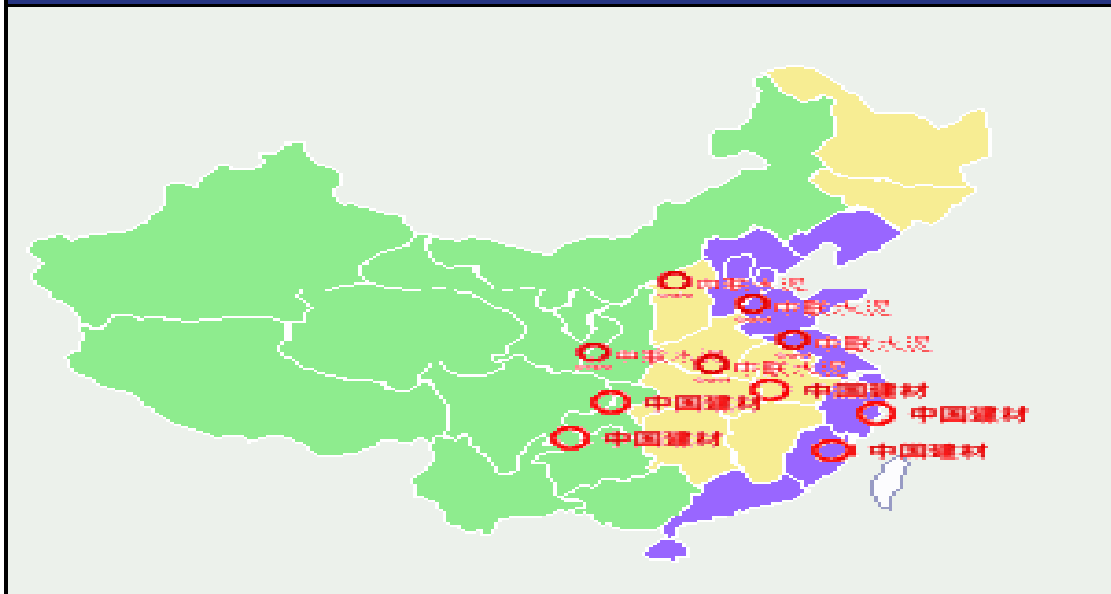
国内并购		股权转让			外资并购		独立
大股东	上市公司	上市公司	股权转让方	股权受让方	上市公司	外资战略投资方	祁连山 狮头股份 青松建化 福建水泥
中国建材	江西水泥	太行水泥	河北太行华信建材有限公司	金隅	世界水泥巨头		
	尖峰水泥				华新水泥	豪西盟	
中国中材	天山股份				冀东水泥	海德堡	
	赛马实业	ST 大同	大同水泥集团有限公司	南京美 强特 钢	亚泰集团	爱尔兰 CRH	
冀东水泥	四川双马				拉法基		
海螺集团	海螺集团				国外金融类投资公司		
	巢东股份	ST 同力	洛阳春都集团	河南建投	西水股份	高盛公司	
华伦集团	四川金顶				海螺集团	摩根士丹利、国际金融	
	ST 秦岭水泥						

资料来源：数字水泥

国内的央企中国建材在 2007 年和 2008 年购并了 1.8 亿吨的水泥产能，成为中国最大的水泥集团。

图 27：中国建材的产能分布

中国建材

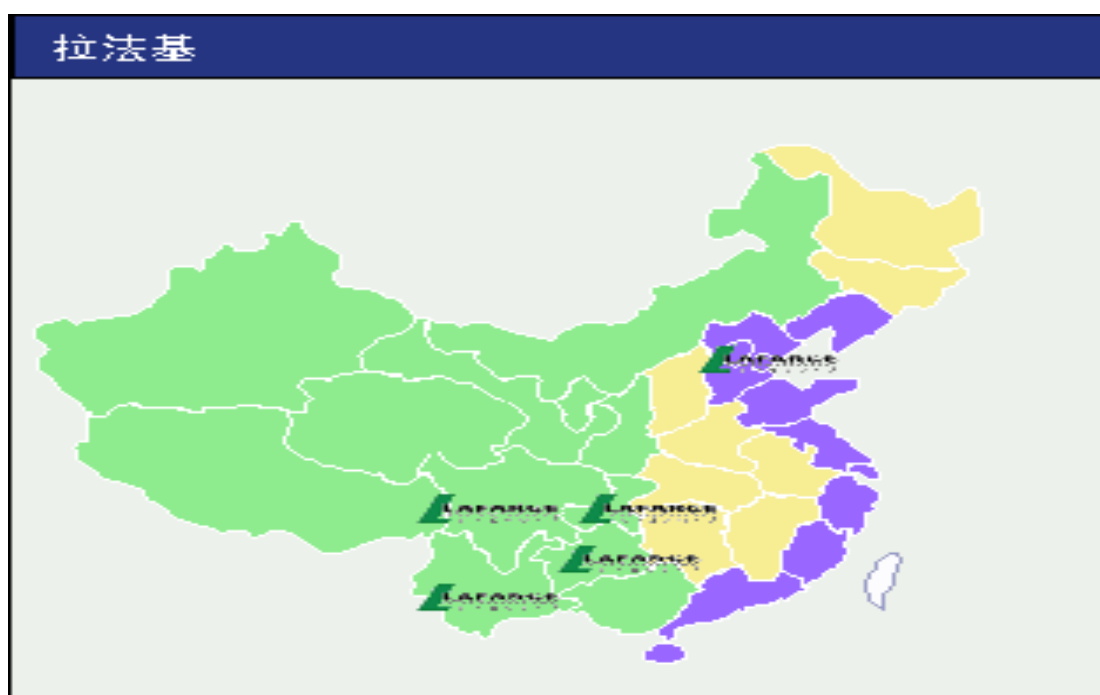


资料来源：数字水泥

中国建筑材料集团公司是一家集科研、制造、流通为一体，拥有产业、科技、成套装备、物流贸易四大业务板块的国家级综合性建材产业集团。直接管理的全资、控股企业 17 家，控股上市公司 4 家，其中海外上市公司 1 家，参股上市公司 12 家。组建南方水泥集团是中国建材集团的“绿地战略”的具体体现，即抢占经济发达地区市场，公司总部计划设在上海，首批加盟的公司有福建水泥、江西水泥、浙江尖峰水泥三家上市公司，还有浙江水泥（光宇集团）、湖南韶峰水泥和浙江虎山水泥。中国建材集团的两大水泥平台——中联水泥和南方水泥，一南一北对整个长江三角洲地区将形成了合围之势，在长三角和珠三角之间。其地理位置和海螺相互交叉，但与海螺集团发生价格战可能性并不大，随着区域市场被少数企业控制，区域内水泥价格将保持稳定。2008 年 12 月 24 日中国建材宣布拟收购内蒙古乌兰水泥 85.13% 股权，标志着中材将进入华北市场，未来企业的扩张重点会放在北方地区。

近两年来，外资水泥巨头迅速进入中国市场，如拉法基到目前在中国控制了接近 2000 万吨的产能，计划在 2010 年达到 4000 万吨；豪西盟控股华新水泥已经获得国家批准。

图 28：拉法基产能分布



资料来源：数字水泥

表 18： 拉法基在中国的产能扩张表

拉法基水泥	地区	控股情况	时间
兴发	北京	65%	1999
易成水泥	北京	76%	2004
顺发水泥	北京	70%	2006
与中材集团签署全球框架协议	北京		2007
拉法基都江堰	四川	55%	2007
四川双马	四川	100%	2007
重庆拉法基水泥	重庆	70%	2008
拉法基瑞安水泥	云南	55%	1999
瑞安建业水泥分公司	贵州	100%	1999

资料来源：数字水泥

外资进入短期内对行业的影响主要有两个方面：一是带来市场秩序的改善，比如传统水泥行业垫资的问题导致贷款风险，外资进来以后，改变了行业的原有秩序，使市场更为规范；二是鲶鱼效应，促进各个水泥企业狠抓质量和管理，尽可能地在提升产品质量的同时，通过管理来降低成本，提高竞争的能力和差异化能

五、上市公司估值及评级

表 19：水泥上市公司同期业绩比较 2006-2008 三季度

		营业收入增长率 (%)			归属母公司净利润增长率 (%) (扣除非经常性损益)		
代码		2006Q3	2007Q3	2008Q3	2006Q3	2007Q3	2008Q3

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

000401.SZ	冀东水泥	90.2954	85.5411	86.2716	66.5222	184.1601	267.0658
000673.SZ	ST 大水	4.759	-8.6267	-66.6215	-2052.3	-177.5638	-1516.0459
000789.SZ	江西水泥	57.6726	77.9027	206.7633	103.538	52.0075	123.2646
000877.SZ	天山股份	36.5865	38.0725	74.8949	147.525	158.4552	2644.102
000885.SZ	同力水泥	156.6824	265.2386	509.9606	121.578		
000935.SZ	*ST 双马	14.879	13.3088	62.5688	-262.63	-315.2346	448.3225
600173.SH	卧龙地产	-57.5718	42.9465	228.9561	-5.4821	181.9337	240.1636
600217.SH	ST 秦岭	6.8988	20.4751	24.0089	-307.93	-182.6092	-336.5481
600291.SH	西水股份	-31.995	-36.3052	-2.5356	-20.57	-10.2428	128.9947
600318.SH	巢东股份	-7.3348	-25.4759	-0.839	19.2925	-83.4196	1.5732
600425.SH	青松建化	123.9186	153.5066	286.3231	118.417	88.3571	534.5644
600449.SH	赛马实业	83.8031	122.6669	198.7738	-172.51	17.9578	320.288
600539.SH	狮头股份	55.4152	11.6074	3.0252	-9.4089	-37.172	-15.907
600553.SH	太行水泥	153.8633	59.0782	57.9153	115.138	71.5302	420.1058
600585.SH	海螺水泥	223.7066	120.7561	131.2516	444.178	44.3018	826.0173
600668.SH	尖峰集团	18.2221	53.6476	-8.771	-74.365	-79.5223	96.3771
600678.SH	四川金顶	12.5474	12.5411	32.2717	165.106	7.5646	408.9581
600720.SH	祁连山	128.2069	62.5399	129.157	-22.824	-28.6126	4497.816
600801.SH	华新水泥	218.1763	105.9584	151.9556	1259.77	30.2614	1193.5119
600802.SH	福建水泥	20.4676	30.0067	41.5253	-31.015	-31.8085	-8.4932
600881.SH	亚泰集团	113.6423	91.2182	145.2018	26.7093	411.4719	251.9729

资料来源：WIND

表 20：重点上市公司估值

上市公司	PB	08PE	ROE (%) (08 三季)	重置价值/市值
海螺水泥	1.86	14.7	11.54	0.90
华新水泥	1.41	12.8	11.95	1.99
冀东水泥	1.96	25.4	7.99	1.17
祁连山	2.49	15.3	15.08	0.86
天山股份	3.64	15	26.21	1.85
赛马实业	2.06	15	16.84	0.62

资料来源：华泰证券研究所

重置价值仅指各公司产能重置的价值，由于各公司地域及管理水平的差异，每吨水泥产能的价值各不相同；重置价值的估值相对保守，对公司成长性未予估值，其安全边际就是各公司的成长性。一家具有良好成长性的水泥公司，如果重置价值与市值相同就可以认为其内在价值被低估。

行业投资评级：推荐

随着金融危机向实体经济的蔓延，国家将“保增长”放到了首

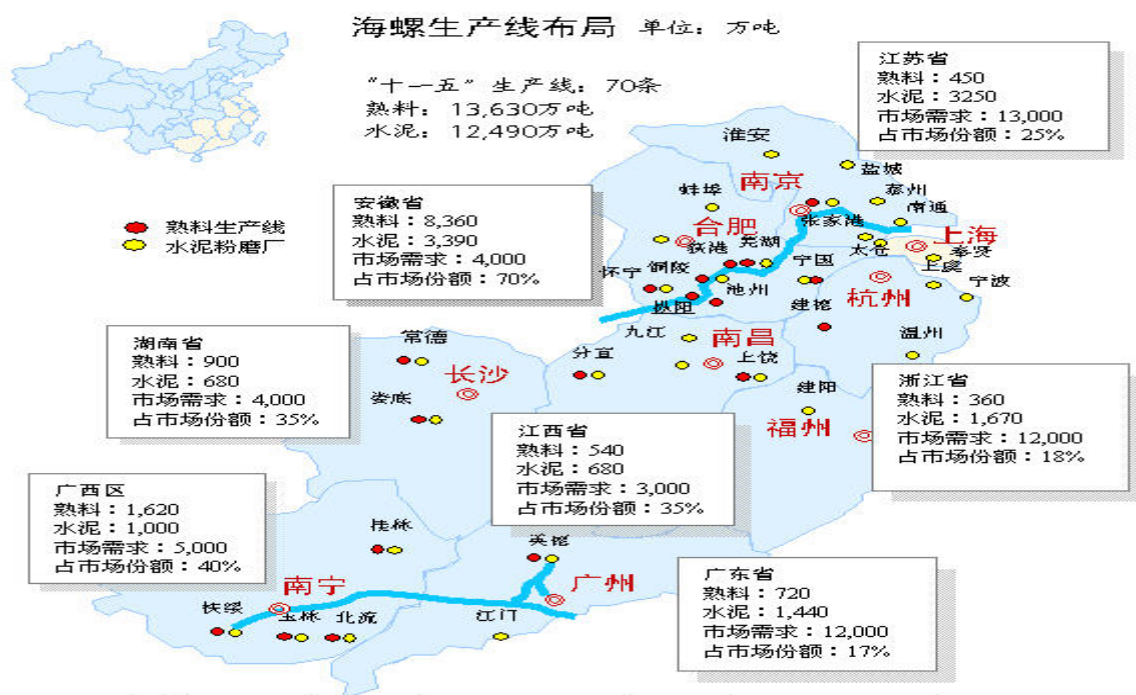
要位置，连续出台了大量的政策，其中，加大固定资产的投资规模将对水泥行业产生最直接的影响，同时，通过财税及信贷政策的支持，水泥行业的外部环境正在迅速改善，我们认为在这样的宏观背景下水泥行业的景气度将得到延续，行业内的优势企业将受惠明显。

水泥的需求与固定资产投资规模相关度较高，固定资产投资实际规模增幅出现下降，水泥需求增长幅度也将随之下降。水泥供应在行业进入门槛提高和落后产能淘汰的双重影响下总产能增长也较慢，水泥价格在成本推动下稳步的上升也反映了供求关系保持平衡。

水泥行业有显著的区域特征，通过对各区域进行分析，未来西南，西北地区的水泥市场值得关注，结合对相关企业的估值，我们认为：未来产能扩张集中在西南，西北地区的海螺水泥，及本地的优势企业祁连山，天山股份，赛马实业等值得关注。

海螺水泥-国内最好的水泥企业（推荐）

图 29：海螺水泥产能分布



资料来源：数字水泥网

海螺水泥是国内水泥行业龙头，与同行竞争者相比，公司具有显著的成本、质量和市场优势。公司领先的盈利能力源于其较强的成本和费用控制能力。海螺水泥的主营业务成本率和期间费用率均低于行业平均水平，其费用控制率是水泥公司中最低的。作为行业龙头，海螺水泥将争取每条新型干法生产线均采用低温余热发电技术，并将尝试循环经济试点项目，这将显著节约公司的生产成本。成本的降低将成为公司新的业绩增长点。随着甘肃，四川的项目投入建设，海螺的产能扩张重点将放在西，北西南地区，企业未来前景看好。

表21: 盈利预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入(亿)	187.8	242.8	270.6	318.5
+/-%	16.65	29.34	11.45	17.78
净利润(亿)	27.04	30.27	35.58	52.04
+/-%	64.23	11.93	17.53	46.25
EPS(元)	1.41	1.71	2.01	2.94

资料来源: 华泰证券研究所

经过对增发股本的摊薄, 预计海螺水泥在 2008 年, 2009 年, 2010 年的 EPS 为 1.71 元, 2.01 元, 2.94 元。对于这家中国水泥行业的龙头企业而言, 快速的产能扩张和良好的成本控制能力将保障公司未来有良好的发展前景, 09 年合理 PE 水平为 15 倍, 目标价 30.15 元。给予公司“推荐”评级。

天山股份-受益于新疆基础建设的快速发展

图 30: 天山股份产能分布



资料来源: 数字水泥

天山股份是西北地区最大的水泥经营商和最大的油井水泥生产基地, 是全国重要的特种水泥生产基地。公司在全疆水泥生产能力达 700 多万吨, 水泥产能占全疆的 60% 以上, 市场份额占全疆的 50%, 其中高标号水泥占 80% 以上的市场份额, 油井水泥占 75% 的市场份额。

新疆地区水泥供给方面最大的优势在于天山股份和青松建化在全疆的市场占有率已经超过 60% (按 2007 年数据), 而在新疆的主要水泥消费区域乌昌、阿克苏等区域, 该两家已经能占到 80% 以上份额, 这种局面大大增强了企业的地区价格控制力, 对外部经济的变化有良好的抵御能力。

表22: 盈利预测

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入(亿)	25.17	34.47	40.83	47.73
+/-%	25.59	36.9	18.45	17.5
净利润(亿)	1.04	2.24	2.78	3.49
+/-%	78.96	115.38	24.96	25.53
EPS(元)	0.5	0.72	0.89	1.12

资料来源：华泰证券研究所

预计公司 2008, 2009 年公司 EPS (摊薄后) 为 0.72 元, 0.89 元, 08, 09PE 为 14 倍和 11 倍, 公司合理的价格为 16.4 元, 给予推荐评级。

祁连山-甘, 青地区的水泥龙头, 未来发展看好

图 31: 祁连山产能分布



资料来源：数字水泥

公司是甘, 青地区最大的水泥生产企业, 预计 2008 年水泥产量达 640 万吨。2006 年开始, 公司并购重组武山水泥厂、兰州大通河水泥公司、甘谷浴佛水泥公司, 从实际效果来看, 这种策略是十分成功的, 一方面公司扩大了产能, 另一方面也结束了本地水泥企业无序竞争的状况, 改善了区域市场环境, 在区域市场需求保持增长的情况下, 公司的毛利水平不断上升。

表23: 盈利预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入(亿)	12.5	18.7	23.5	31.4
+/-%	24.87%	25.09%	25.66%	38.32%

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

净利润(亿)	0.3	2.38	2.71	3.62
+/-%	-22.12%	3434.8%	14.2%	33.6%
EPS(元)	0.01	0.42	0.51	0.69

资料来源：华泰证券研究所

预计2008-2010年实现销售收入分别为18.7亿元、23.5亿元、31.4亿元，实现净利润分别为2.4亿元，2.7亿元，3.6亿元，每股收益摊薄后分别为0.42元、0.51元、0.69元。结合公司显著的区域优势及良好的成长性，给予公司16倍PE，目标价格为8.16元，“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。