

中性 维持

水泥行业

2009 年 3 月 3 日

行业趋势性回暖拐点尚需进一步观察

建筑工程行业首席分析师：江孔亮

kljiang@htsec.com

021-23219422

建筑建材行业助理分析师：蒲世林

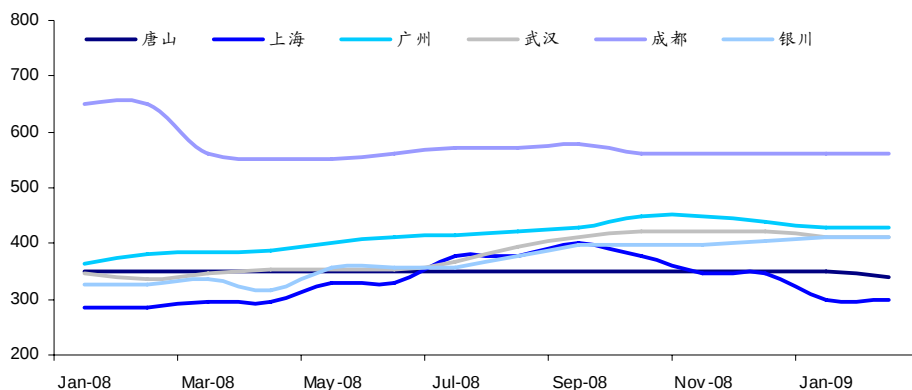
pusel@htsec.com

021-23219054

事件：前一交易日（3 月 2 号）水泥板块表现强劲，建材指数在水泥的带动下上涨 6%，其中冀东水泥（000401）、华新水泥（600801）、赛马实业（600449）、青松建化（600425）、天山股份（000877）等个股均以涨停板收盘。我们认为上涨的主要原因可能是“两会”即将召开，市场预期政府为了“保八”可能会出台比 4 万亿力度更大的投资措施。我们对于行业基本面的判断仍然维持我们在 1 月 9 号的行业报告《行业回暖尚需等待，关注区域公司的投资机会》中的观点，认为 2009 年水泥需求增长在 6-7% 左右（剔除灾后重建的因素需求增长在 5% 左右），有效新增产能（剔除落后产能的淘汰）在 1.2 亿吨左右，水泥供给略大于水泥需求。从区域的角度来看，我们比较看好中西部地区特别是西北地区的水泥市场，东部地区由于房地产和制造业投资的比重较高需求面临较大的压力。由于行业的趋势性回暖还取决于 4 万亿投资的见效程度以及房地产、制造业投资的萎缩幅度，行业基本面的改善还有待于进一步观察，同时考虑到目前的估值水平，我们暂时维持行业“中性”的投资评级。

2009 年 1 月份东部地区水泥价格继续回落，西部地区维持不变。2009 年 1 月份，由于需求的持续萎靡以及季节性因素，1 月份国内水泥平均价格较上月下跌 1.6%，至 326 元/吨。东部地区部分主要城市 P.o42.5 级水泥价格继续环比下跌的趋势，其中上海下跌 46 元/吨，广州下跌 10 元/吨，成都、重庆价格维持不变，银川略有上涨，中部地区的湖北、长沙下跌 10-20 元/吨。从价格变化来看，东部地区水泥需求偏紧，西部地区需求仍然比较旺盛，中部地区介于东西部之间。根据中国建材信息总网的最新统计，全国各地区 2 月中旬的水泥价格环比基本保持不变。

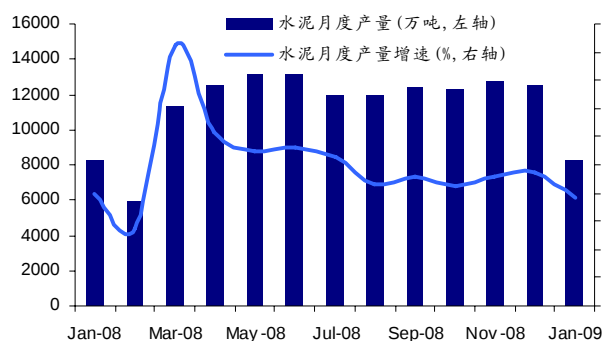
图 1 主要城市 P.o42.5 级水泥价格情况（元/吨）



资料来源：中国建材信息总网、海通证券研究所

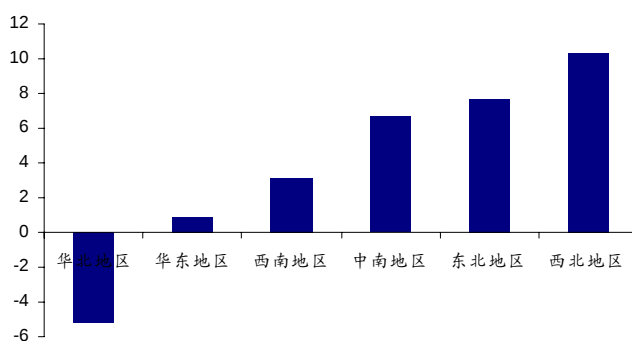
2009 年 1 月水泥产量同比持平，需求的好转仍需等待。根据国家统计局快报数据，2008 年水泥产量为 13.9 亿吨，同比增长 5.2%，根据工信部提供的数据，2009 年 1 月份全国水泥产量为 8200 万吨，同比持平。虽然今年 1 月份有春节因素，但考虑到去年 1 月份有雪灾的不利影响，1 月份同比零增长的水泥产量表明目前水泥行业还没有需求好转的信号。从区域来看，2008 年各个区域水泥产量增长出现比较明显的分化。华东地区水泥需求疲软，全年水泥产量同比增长 0.89%。华北地区由于奥运原因水泥产量受到一定影响，同比增长-5.18%。西南地区由于汶川地震的影响水泥产量仅增长 3.1%。西北地区、东北地区和中南地区水泥产量保持较快的增长，同比分别增长 10.36%、7.72%、6.69%。对于 2009 年的需求面，我们看好西部地区以及中南部的湖北、湖南和广西等省份。

图 2 2008M1-2009M1 全国水泥产量情况



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

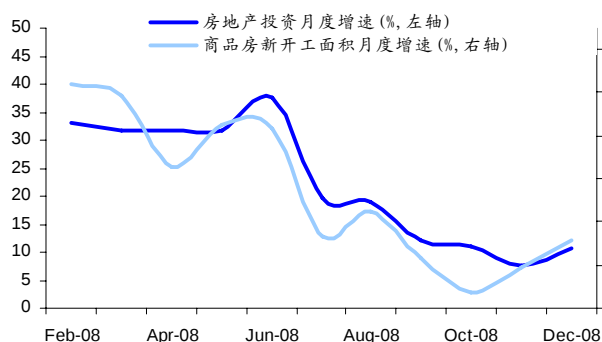
图 3 六大区域 2008 年水泥产量增速比较（%）



资料来源：中国建材信息总网、海通证券研究所

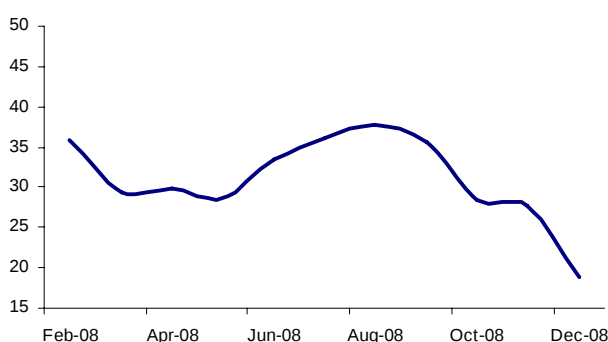
2009 年最大的不利因素是房地产和制造业投资的下滑和水泥产能的扩张。房地产和制造业固定资产投资占整个城镇固定资产投资的 50% 以上，2008 年水泥需求的下滑正是由于这两个行业投资的下滑造成。从商品房新开工面积来看，2008 年下半年单月新开工面积增速已经开始负增长，而且下滑速度很快。新开工面积增速的快速下滑预示 2009 年房地产投资的大幅下滑。制造业投资由于投资惯性增速仍然较高，但是下滑趋势已比较明显。基建投资的增量能否弥补房地产和制造业投资的下滑仍具有不确定性。2009 年威胁行业景气的另一不利因素是产能的大幅扩张。预计今年将新增新型干法水泥产能 1.2 亿吨，占 2008 年水泥产量的 8.6%，新增产能或略大于新增需求。根据中国建筑材料联合会提供的信息，目前我国水泥产能过剩问题依然突出。据悉，2008 年末，全国近 5000 家水泥生产企业中，停产和半停产 2000 多家，停产能力占总能力的 22%，并且停产新型干法生产线 100 多条。虽然停产的大多数为中小水泥企业，但是仍然反映了行业在需求下滑的背景下产能过剩的问题。我们预计 3 月份以后随着市场需求环比的上升，这些停产的产能很可能会恢复生产，给供给面带来压力。

图 4 2008M2-12 房地产投资及商品房新开工面积增速



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

图 5 2008M2-12 制造业投资月度增速（%）



资料来源：中国建材信息总网、海通证券研究所

估值基本合理，未来估值水平的提升有赖于好于预期的需求好转以及更大力度投资措施的披露。目前 A 股水泥行业的 2009 年动态市盈率在 20 倍左右，市净率在 2.8 倍左右，已远远高于国际同行业的估值水平。考虑到 4 万亿投资对水泥需求下滑的平滑作用，我们认为 A 股水泥估值已经基本反映了未来乐观的预期，未来估值的进一步提升有赖于水泥需求高于预期的好转信号以及政府可能出台的更大力度的投资措施。我们认为中西部地区特别是西北地区 2009 年由于需求面相对较好，可以享有较高的估值水平，但是需要关注产能扩张的情况。东部地区由于需求面临较大的不确定性，是否能够享有较高估值仍待于需求面的观察。鉴于行业仍然面临一定不确定性以及需求面还未出现明显的好转，考虑目前的估值水平，我们暂时维持水泥行业“中性”的投资评级，我们会密切关注行业供需形势的变化调整评级。

表 1 水泥行业估值比较

公司简称	股票代码	PE			PB		
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Lafarge	LG FP	5.41	5.51	4.93	0.48	0.45	0.40
Heidelberg	HEI GR	2.77	4.57	4.23	0.29	0.28	0.26
Holcim	HOLN VX	4.95	6.72	6.43	0.53	0.51	0.49
CRH	CRH ID	6.98	8.78	8.57	1.02	0.95	0.91
Italcementi	IT IM	7.50	9.84	8.76	0.55	0.57	0.53
Grasim	GRASIM IN	5.66	7.25	7.74	1.08	0.96	0.87
Taiwan Cement	1101 TT	14.64	13.38	12.03	1.05	1.14	1.22
Asia Cement	1102 TT	8.66	9.77	9.33	0.98	0.90	0.77
海螺水泥 (HK)	0914 HK	16.73	14.37	13.10	2.20	2.24	1.96
中国建材 (HK)	3323 HK	11.54	8.87	7.41	1.91	1.82	1.48
国际平均		8.48	8.91	8.25	1.01	0.98	0.89
海螺水泥	600585	20.21	17.90	13.53	2.58	2.32	2.09
华新水泥	600801	21.44	16.59	14.85	2.41	2.12	1.73
冀东水泥	000401	36.00	23.38	14.48	2.96	2.70	2.43
三大龙头平均		25.89	19.29	14.29	2.65	2.38	2.08
亚太集团	600881	37.56	28.97	23.58	4.25	5.45	5.81
赛马实业	600449	24.64	20.79	13.82	3.06	3.01	2.54
青松建化	600425	31.62	22.28	17.15	2.81	2.51	2.22
天山股份	000877	21.31	16.71	13.69	4.18	4.03	3.23
江西水泥	000789	37.12	13.59	11.19	2.82	2.31	
塔牌集团	002233	19.33	16.15				
太行水泥	600553	44.07	34.79				
祁连山	600720	28.08	20.89	13.57			
国内平均		28.94	20.94	15.02	3.08	2.98	2.77

注：股价为 2009 年 3 月 2 日收盘价

资料来源：Bloomberg

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。