

[2009. 3. 31]

从产业投资角度看水泥股的估值

— 水泥制造第二季度投资策略

✍ 唐笑

☎ 86-10-58362159

✉ tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 08年第三季度水泥股爆挫
- 为什么水泥股能够翻倍
- 从产业资本角度看水泥股估值

投资要点:

● 08年第三季度水泥股爆挫

在工业利润大幅下滑、地产销售和开工增速大幅下滑的情况下，水泥企业产销量增速和经营效益（毛利率）不断下降，市场预期到未来两年水泥企业经营状况会很困难，利润可能大幅下降。于是水泥股迎来了业绩和估值水泥的双重下降，其结果就是股价爆挫。以海螺水泥为例，在08年10月水泥股价爆挫之时，根据我们与业内的沟通，分析师们普遍担心其08年-10年的业绩为1.50、1.25、1.00元/股，在预期得不到修正的情况下，股价将一直探底。

● 为什么水泥股能够翻倍

我们认为，经济刺激政策的推出使得主要水泥股业绩和估值双双下降的预期被彻底扭转（赛马和祁连山在水泥股的下跌中被错杀，4万亿的推出又进一步增强了其所在区域市场的景气度），水泥股应该回归到一个合理的估值水平。由于合理的估值水平由合理PE和EPS来决定（假设采用PE估值法）（这一假设是完全合理的，水泥制造虽然是周期性行业，但是目前国内水泥市场正在整合之中，而且区域之间景气并不一致，水泥企业的业绩不同步运动是完全可以存在的），合理PE由水泥产业投资者的机会成本决定。

因此请看右图，以4万亿的推出为中心点，水泥股前后3个月走势迥然不同，之前跑输大盘，之后跑赢大盘，其根本原因就在于虽然业绩尚未好转，但是未来景气度的预期已经完全发生逆转，水泥股估值体系回归。

● 从产业资本角度看水泥股估值

08年第三季度水泥股大跌已经反映过了水泥行业收益和估值水平双下降的现实，水泥行业目前处于估值回升的区域。当前的估值水平是合理的，是否还能继续回升要看景气度的发展情况。而对于主要的水泥上市公司而言，未来两年业绩能够保持稳定增长，目前的估值是完全安全的。

产业资本认可的长期合理回报率在7%（税前8%），那么在稳定的、不考虑增长的情况下，合理的水泥股估值应该在14-15倍左右（1/0.07），目前的主要水泥股09年估值均在这个数值左右，与我们的分析相符。不考虑增长的情况下，目前主要水泥股估值合理；但是，水泥上市公司普遍具有较好的成长性，其合理PE估值应该高于14-15倍，目前估值是安全的。

● 水泥行业维持“看好”评级

目前水泥股估值基本合理，未找到下调水泥投资评级的足够依据，因此我们维持对水泥行业的“买入”评级。

在目前估值基本合理的情况下，我们推荐投资选择具有高成长性的水泥股，由之前的分析可知，西北、东北、西南地区的房地产和FAI投资依然处于高位，相关水泥公司受益颇多。从成长性的角度讲，冀东水泥、赛马实业、祁连山、亚泰集团未来两年内具有较高的成长性；再考虑到上述公司目前估值水平，亚泰集团和祁连山、赛马实业是不错的投资标的。我们将亚泰和祁连山的具体情况附在后面，请投资者选读。

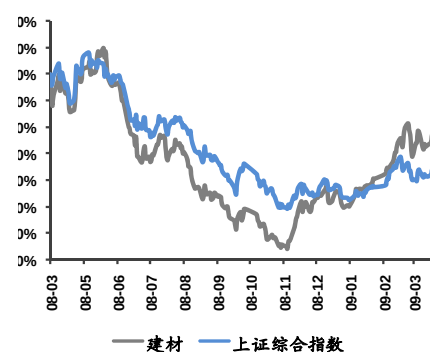
行业评级

行业名称	评级
水泥	买入

推荐公司

公司名称	评级
亚泰集团	买入
祁连山	买入

一年来建材和上证综指情况



相关报告

《冬春播种，来年收获——建材行业策略报告——渤海证券研究所》

目 录

1、水泥股翻倍原因探析	4
1.1 08 年第四季度水泥股爆挫	4
1.1.1 房地产投资快速下降	4
1.1.2 工业企业利润和投资快速下降	5
1.1.3 水泥上市公司 08 年下半年毛利率大幅下降	5
1.2 财政刺激政策对水泥企业的提振	8
1.3 从产业资本角度看水泥股估值	10
2、09 年 1、2 月水泥行业关键数据简析	12
2.1 一、二月水泥产量简析	12
2.2 固定资产投资	13
3、投资策略	14
3.1 行业投资观点	14
3.2 选择具有高成长性的上市公司	14

图 目 录

图 1 房地产开发投资完成额增长情况.....	4
图 2 房地产开发投资完成额分地区增长情况.....	4
图 3 工业企业利润与投资示意图.....	5
图 4 华东地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较.....	6
图 5 华北地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较.....	6
图 6 中南地区水泥上市公司毛利率情况.....	6
图 7 西北地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较.....	7
图 8 水泥产量增长情况.....	7
图 9 水泥行业税前 ROE 和供需差情况.....	10
图 10 地区水泥产量增长情况.....	12
图 11 地区固定资产投资增长情况.....	13

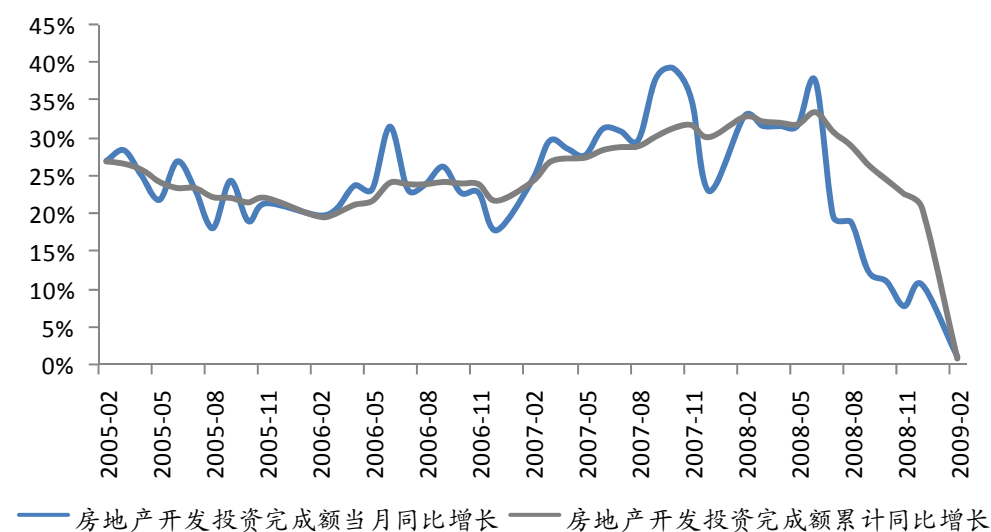
1、水泥股翻倍原因探析

1.1 08 年第四季度水泥股爆挫

1.1.1 房地产投资快速下降

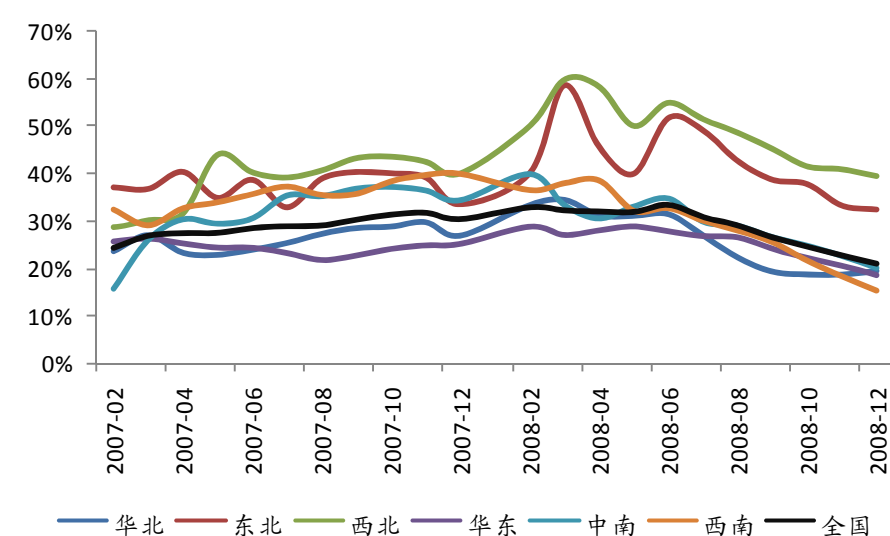
从单月的情况上看,08 年 7-12 月房地产开发投资完成额同比增长 20%、19%、12%、11%、8%、10%,增速下降十分迅速。2009 年 2 月,房地产开发投资完成额同比仅增长 1%。

图 1 房地产开发投资完成额增长情况



资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

图 2 房地产开发投资完成额分地区增长情况



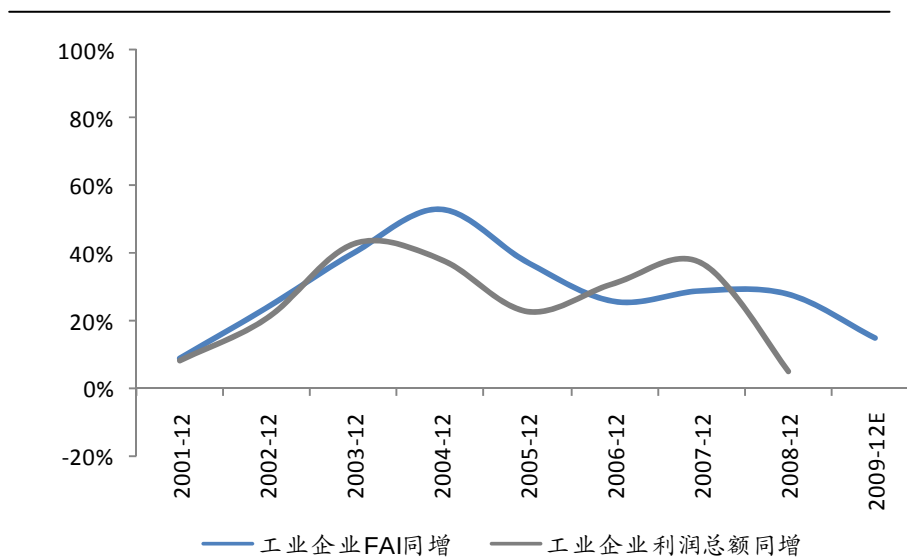
资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

2008 年全国房地产开发投资完成额增速逐渐减缓，从地区细分图上我们可以看出，西北和东北地区的增速仍然处于高位；中南和西南地区增速减缓明显，低于全国水平；华北在奥运结束后部分项目又开始开工。

2009 年前两个月，华北、东北、西北、华东、中南、西南地区的房地产开发投资完成额增速分别为-15.72%、102.90%、38.05%、3.07%、4.24%、4.91%，全国的增速为 1%。综合考虑，东北和西北的房地产开发情况优于其他地区。

1.1.2 工业企业利润和投资快速下降

图 3 工业企业利润与投资示意图

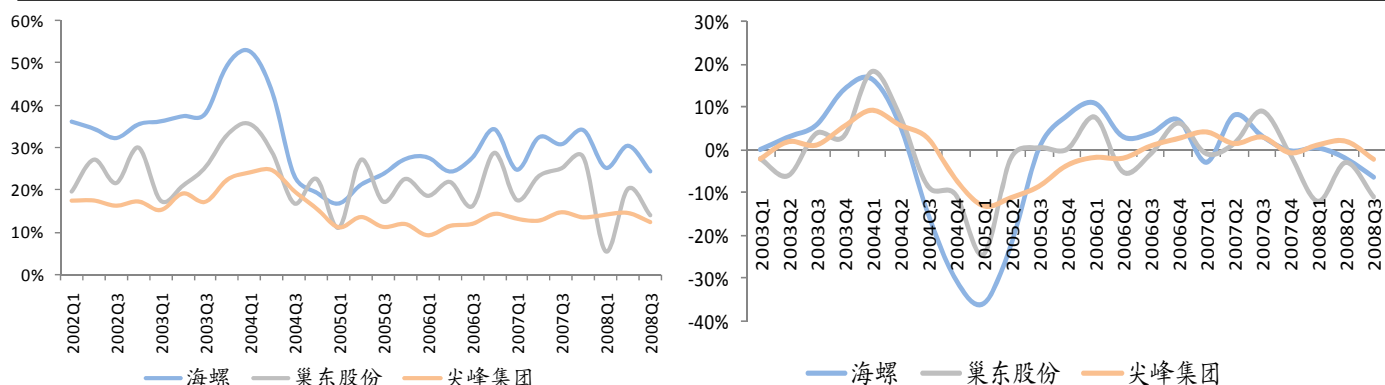


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所整理

2009 年前两个月，全国工业企业利润总额累计值同比下滑 37.27%，考虑到 08 年 4 季度和 09 年 1 季度工业企业存在去库存化的过程，工业企业利润下降的速度也是非常惊人的，利润的下降直接影响到工业企业的扩张和投资。

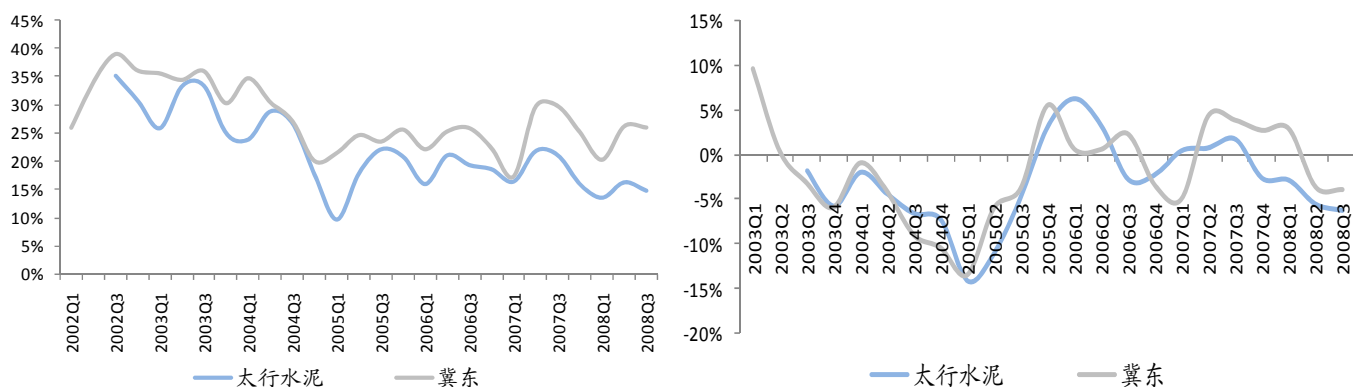
1.1.3 水泥上市公司 08 年下半年毛利率大幅下降

图 4 华东地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较



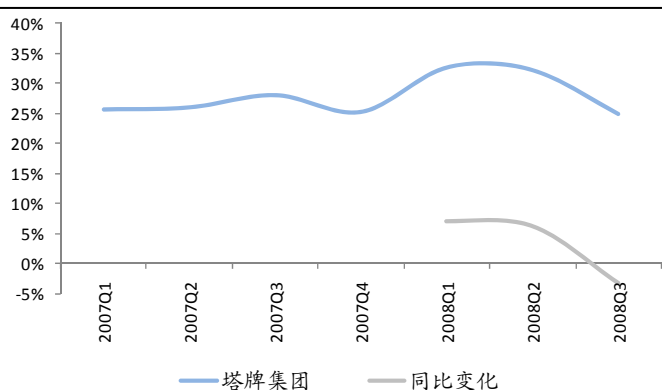
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 5 华北地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较



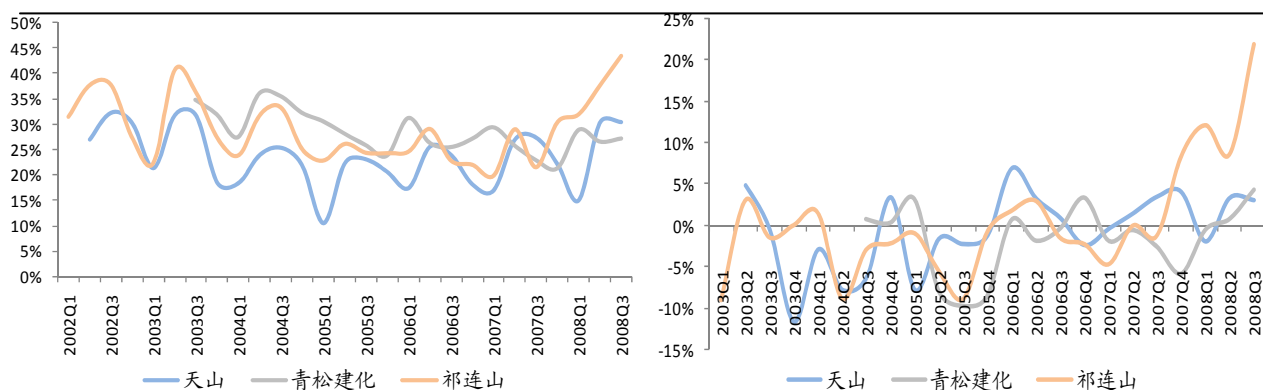
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 6 中南地区水泥上市公司毛利率情况



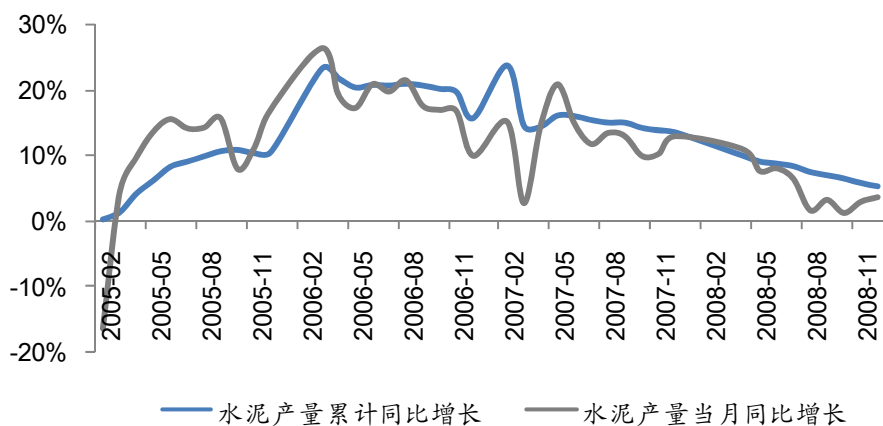
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 7 西北地区水泥上市公司毛利率情况及与前期比较



资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 8 水泥产量增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所整理

在工业利润大幅下滑、地产销售和开工增速大幅下滑的情况下，水泥企业产销量增速和经营效益（毛利率）不断下降，市场预期到未来两年水泥企业经营状况会很困难，利润可能大幅下降。于是水泥股迎来了业绩和估值水泥的双重下降，其结果就是股价爆挫。以海螺水泥为例，在 08 年 10 月水泥股价爆挫之时，根据我们与业内的沟通，分析师们普遍担心其 08 年-10 年的业绩为 1.50、1.25、1.00 元/股，在预期得不到修正的情况下，股价一直探底。

1.2 财政刺激政策对水泥企业的提振

为保证就业和经济增长，08年下半年，国家陆续出台多项措施，其中以4万亿美元的财政刺激对水泥行业的提振尤为明显。该计划出来之后，各分析机构纷纷调高水泥行业的景气度和投资评级。中信证券认为，受益于该计划，2009年水泥需求增长5.6%-7.8%，这和水泥协会给出的6%基本一致。券商普遍认为，考虑到09年的新增产能，该年水泥供需基本平衡，供略大于求。

4万亿对于水泥行业的提振对于之前对于水泥股的预期是颠覆性的，对于水泥这样的周期性行业而言，面临着业绩和估值的双重提升，其结果就是股价纠偏式的上扬。4万亿的刺激政策推出之后，我们对主要水泥上市公司进行了调研并持续跟踪。截止到目前的情况来看，主要水泥上市公司要么产能和产量大幅扩张（比如冀东和华新水泥），要么区域市场依然景气（比如赛马实业和祁连山），根据我们的模型预测，主要水泥股，包括海螺、冀东、华新、赛马、祁连山、亚泰等公司08-10年的业绩均有20%以上的增长。

我们认为，经济刺激政策的推出使得主要水泥股业绩和估值双双下降的预期被彻底扭转（赛马和祁连山在水泥股的下跌中被错杀，4万亿的推出又进一步增强了其所在区域市场的景气度），水泥股应该回归到一个合理的估值水平。由于合理的估值水平由合理PE和EPS来决定（假设采用PE估值法）这一假设是完全合理的，水泥制造虽然是周期性行业，但是目前国内水泥市场正在整合之中，而且区域之间景气并不一致，水泥企业的业绩不同步运动是完全可以存在的，合理PE由水泥产业投资者的机会成本决定（我们将在下一部分深入讨论）。

EPS是阶段性的事物，投资者最容易见到的是销量、价格和毛利率，并作为推断公司EPS的依据。水泥作为基础产品，产品的使用受到工期、天气、资金等多因素影响，因此我们认为，单独以观察每天（或每周）的出货量来作为EPS的判断依据并不合理，T期的出货量和T+n期的出货量可能由于众多因素干扰不具有很强的相关关系。除非是跟踪某公司全年的销售情况，最终得到其EPS估计，但是这又证明了跟踪水泥销量的无用之处。比如冀东水泥近期在华北区降价5-10元左右，这个降价事件不能说明全年业绩即将低于预期，何况财政刺激政策的实施也需要一个过程，因此对该事件进行深入研究也难得到可以支持投资决策的任何结

论。

目前水泥销售逐渐进入旺季，在预测公司的 EPS 问题上，相比起时刻跟踪水泥企业的销售量价情况，我们认为对产品订单和区域市场景气度做出判断更为可靠（比如据我们了解，亚泰集团手中握有大量水泥订单，但是由于天气寒冷而无法施工，这部分需求暂时被压抑，天暖之后会有一次释放）。

总之我们认为，根据前三个月的水泥销售量价情况而做出的 EPS 预测是不可靠的，据此做出的投资决策也是不可靠的（除了 EPS 分析不可靠外，也没有考虑到合理估值应该是多少）。

表 1 主要水泥上市公司的业绩增长情况

公 司	08年	09E	10E	复合增长率
海螺水泥	1.55	2.04	2.34	22.87%
冀东水泥	0.37	0.6	0.88	54.22%
华新水泥	1.14	1.35	1.72	22.83%
赛马实业	1.4	1.34	2.03	20.42%
祁连山	0.45	0.69	0.86	38.24%
亚泰集团	0.26	1.2	0.47	34.45%

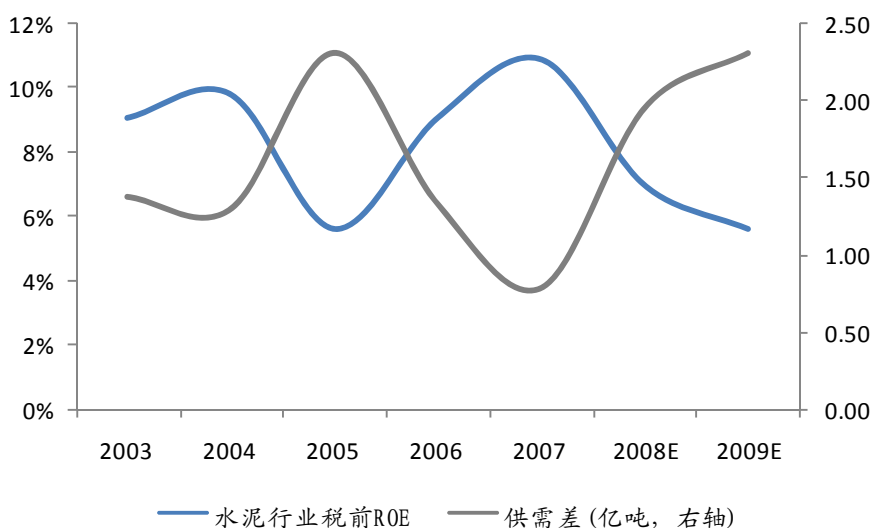
资料来源：渤海证券研究所

1.3 从产业资本角度看水泥股估值

目前水泥股的估值是否合理，是否还能涨，是投资者普遍关注的问题。我们从产业资本的角度，分析合理的水泥股估值应该是多少。

下图是水泥行业近几年来行业税前 ROE 和供需差情况。

图 9 水泥行业税前 ROE 和供需差情况



资料来源：渤海证券研究所

其中，2003-2007 年为实际数据，2008、2009 年的情况为预测值。我们通过对 08、09 年的水泥供需状况做了细致的分析，并以此推出整个水泥行业的盈利状况（以税前 ROE 来刻画）。分析发现，水泥行业税前 ROE 与当年水泥供需差之间呈现负相关的关系。一般来说，行业税前 ROE 以 8% 为中轴线波动。

对此，我们的解释是：

（1）对于水泥行业而言，8% 的税前 ROE 是一个长期稳定的、可接受的收益率水平，当产能过剩比较严重使得行业平均回报低于 8% 时，暂时抑制住了投资冲动，供需逐渐好转，景气回升，行业平均回报上行，回报上升又吸引了产能扩张，回报率下降，周而复始。

（2）周期为 3-4 年，这个是很容易理解的，水泥生产线的规划和建设一般在 1.5 年左右，水泥企业对未来市场的判断基本上只能维持 1.5-2 年的时间。

(3) 从长期来看, 税前 8% 的回报率是产业资本是否进入行业的临界点 (考虑到税收因素, 7% 是税后临界点)。

因此, 水泥行业的长期回报为 7% 左右, 当短期回报低于这个值, 新建产能开始放缓, 等到需求跟上来之后, 回报率恢复并超过 7%, 水泥企业开始产能扩张。

08 年下半年至今, 海螺水泥在二级市场上大量购买同业公司股票, 为我们提供了一个新的分析思路, 即产业资本如何看待水泥企业业绩和水泥股估值。当水泥上市公司的估值有足够的吸引力时, 产业资本也会进入金融市场。由之前分析, 产业资本认可的长期合理回报率在 7% (税前 8%), 那么在稳定的、不考虑增长的情况下, 合理的水泥股估值应该在 14-15 倍左右 ($1/0.07$), 目前的主要水泥股 09 年估值均在这个数值左右, 与我们的分析相符。不考虑增长的情况下, 目前主要水泥股估值合理; 但是, 水泥上市公司普遍具有较好的成长性, 其合理 PE 估值应该高于 14-15 倍, 20 倍左右是合理的。

目前我国水泥行业所处的阶段和 05 年初有类似之处, 一方面, 新增产能迅速涌现并贡献产量; 一方面, 需求突然萎缩。行业税前 ROE 在 09 年降至最低点。根据我们赴上市公司调研所知, 从 08 年下半年开始, 水泥企业已经对 09 年、10 年的情况做了适当预期, 许多在 08 年提出来的扩张计划其实并不会实施。因此, 09 年和 10 年不会出现市场上担心的水泥产能分别净增 2 亿吨以上的情况, 水泥企业是理性的, 计划也是动态调整的。

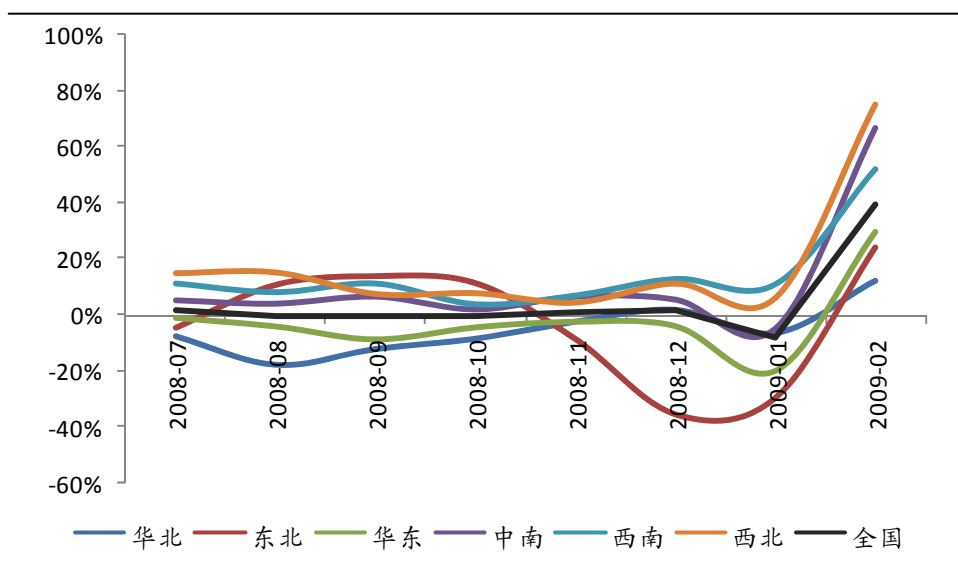
因此, 08 年第三季度水泥股大跌已经反映过了水泥行业收益和估值水平双下降的现实, 水泥行业目前处于估值回升的区域。当前的估值水平是合理的, 且存在上升空间。对于主要的水泥上市公司而言, 未来两年业绩能够保持稳定增长, 目前的估值是完全安全的。

2、09 年 1、2 月水泥行业关键数据简析

2.1 一、二月水泥产量简析

2009 年 1 月份，全国水泥产量 7580.12 万吨，与 08 年同期基本持平；2 月水泥产量 8289.99 万吨，环比增长 9.36，同比增长 42.49%。我们认为，单从总体数据上来看，无法得到更多的信息，08 年同期南方大雪，许多水泥企业停产半个月以上。从细分数据上看，西北水泥产量增长迅速，1、2 月水泥产量分别同比增长 6.31% 和 74.82%，根据我们的了解，这是 08 年西北暖冬和区域景气的双重效果所致；华北水泥产量增长有限，1、2 月分别同比增长-6.44%和 12.55%；东北水泥市场尚未启动，1、2 月分别同比增长-29.19%和 24.25%。

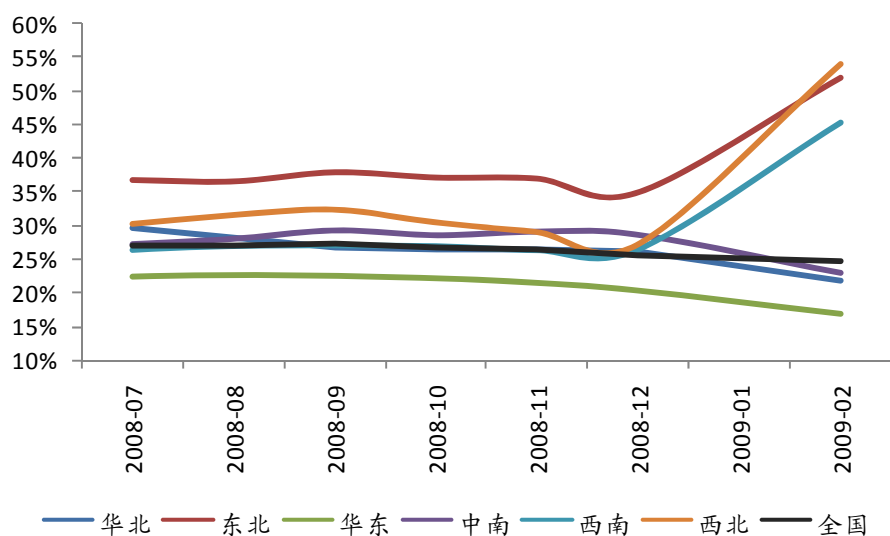
图 10 地区水泥产量增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

2.2 固定资产投资

图 11 地区固定资产投资增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

09 年前两个月全国实现固定资产投资 10043.54 亿元，同比增长 24.82%。考虑到 08 年初雪灾导致许多投资后延，24.82% 的增速实属不高。从区域角度来看，西北、东北、西南表现抢眼，投资增速大幅领先全国水平。这为我们看好西北、东北、西南水泥市场又一次提供了佐证。

3、投资策略

3.1 行业投资观点

目前水泥股估值基本合理，未找到下调水泥投资评级的足够依据，因此我们维持对水泥行业的“买入”评级。

3.2 选择具有高成长性的上市公司

在目前估值基本合理的情况下，我们推荐投资选择具有高成长性的水泥股，由之前的分析可知，西北、东北、西南地区的房地产和 FAI 投资依然处于高位，相关水泥公司受益颇多。从成长性的角度讲，冀东水泥、赛马实业、祁连山、亚泰集团未来两年内具有较高的成长性；再考虑到上述公司目前估值水平，亚泰集团和祁连山、赛马实业是优中选优的投资标的。我们将亚泰集团和祁连山具体情况附在后面，请投资者选读。

《水泥业务脱胎换骨，参股金融投资正酣——亚泰集团调研报告——渤海证券研究所》

《快马加鞭，祁连山飞速向前——祁连山价值分析报告——渤海证券研究所》

2008.12.31

快马加鞭，祁连山飞速向前

——祁连山价值分析报告

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiaobhzq.com

核心观点:

- 甘肃是西北水泥景气度最好的地区
- 祁连山大大得益于甘青地区水泥市场景气
- 公司进入高速成长期，推荐买入
- 明年前半年报表现很好看，现在是最佳介入时机

投资要点:

● 甘肃是西北水泥景气度最好的地区

从区位优势上讲，甘肃是通往西北的咽喉，承东启西，西南可往四川、重庆和西藏，西部大开发，基础设施先行，甘肃的建设必须先行。

自 2007 年初以来，大型工程项目纷纷上马，水泥需求急剧增加。未来几年，甘肃境内的铁路、公路等项目仍然数目可观。

● 祁连山大大得益于甘青地区水泥市场景气

甘青地区水泥需求增长最快的地区为陇东、陇南、陇中以及青东地区，目前祁连山水泥销售在这些地区的市场占有率比较可观，根据公司的生产和销售计划，未来公司将减弱在河西地区的销售力度，增大对这些地区的销售力度，充分享受行业景气。

● 明后年公司销售毛利率仍然可观

2008 年初，公司水泥价格仍然很低，全年提价十几次，共计 100 多块钱。

2009 年甘肃省水泥市场景气度比 2008 年还好，预计全年水泥价格仍然维持在高位，而煤炭成本有望大幅下降，2009 年的销售毛利率预计高于 2008 年；

2010 年下半年，甘肃和青东地区新增产能较多，虽然整个地区的水泥市场景气度还在，但是预计新增产能分享景气度的结果就是水泥的销售毛利率相比 2009 年有所下降，当依然处于高位。

● 随着产能扩张，公司进入高速成长期

根据公司的生产与建设计划，未来两年新增生产能力 400 多万吨，在市场景气的情况下，公司将充分享受市场景气，我们认为，祁连山已经进入高速成长期。

● 投资建议

根据 DCF 估值方法，公司绝对价值 14.91 元/股；按照 09 年业绩测算的，相对价值为 14 元/股。我们强烈建议买入祁连山，投资建议：买入

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价格:

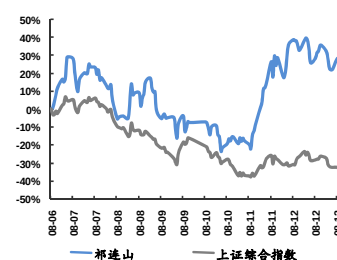
¥ 14

当前价格:

¥ 6.61

2008.12.31

52 周股价走势



公司简介

公司处于甘肃省，是甘肃地区最大的水泥生产企业，水泥主要销往陇东、陇中和陇南、青海东部地区。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	1,007	1,257	1,827	2,130	2,846
(+/-)%	30%	25%	45%	17%	34%
经营利润 (EBIT)	65	88	274	378	466
(+/-)%	63%	27%	232%	38%	23%
净利润	7	5	183	275	339
(+/-)%	19%	-22%	3254%	50%	23%
每股净收益 (元)	0.02	0.01	0.46	0.69	0.86
每股股利 (元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	24.58%	25.92%	37.74%	40.00%	37.93%
ROE (%)	0.69%	0.46%	13.38%	11.90%	12.68%
ROIC (%)	2.11%	2.71%	8.15%	9.92%	9.11%
PE	800.84	1028.24	30.65	20.38	16.54
PB	4.57	3.92	4.10	3.16	2.73
EV/EBITDA	32.62	30.67	16.55	14.40	12.28

水泥业务脱胎换骨，参股金融投资正酣

——亚泰集团调研报告

评级: 买入
首次评级
目标价格: ¥13.32
当前价格: ¥11.00

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 公司水泥业务已经脱胎换骨
- 公司参股金融投资加快，09年大量贡献投资收益

我们于近日赴公司调研，与管理层就未来公司发展进行了讨论

投资要点:

● 公司水泥业务已经脱胎换骨

2009、2010 年公司新增熟料生产能力和粉磨能力如下所示。我们认为，新线和粉磨站投产之后，公司的水泥销售量将获得较大的增长，市场占有率将得到提升。

我们分析认为，亚泰水泥未来几年的毛利率和销售净利一定会有超出预期的上涨。理由如下：

第一，恶性竞争已经过去，海德堡、冀东已经将重点发展区域转向西北和辽宁，CRH 选择与亚泰水泥合作，区域市场上的竞争转为理性竞争。09 年主要竞争对手新建线投产很少；

第二，公司煤炭成本大幅下降，由于煤炭价格下降带来的成本下降可以达到 21 元/吨，即使水泥价格不能撑在高位，毛利率也一定是改善的；

第三，外资股东进入公司（亚泰水泥）之后，在实际行动上开始对亚泰水泥的期间费用形成约束技术和管理优势的发挥会使得公司的期间费用稳定下降；

第四，东北地区基建欠账太多，根据我们掌握的情况，未来几年区域内水泥需求是完全有保障的。

第五，按照公司的规划，从 09 年开始，建成的每一条生产线都带有余热发电，考虑到东北气候寒冷，吨熟料发电达到 30 度左右，节省电力支出 10 元/吨。

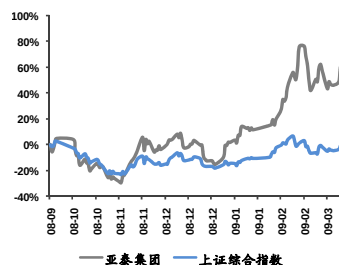
● 投资建议

从模型得出，公司 08-09 年 EPS 分别为 0.26 元、1.16 元、0.46 元，不考虑一次性收入后的 08-09 年 EPS 分别为 0.26 元、0.32 元、0.46 元，复合增长率达到 41.42%。

根据 DCF 分析方法，公司水泥、房地产、商贸、券商、医药业务的合理价值为 11.30 元，考虑到参股吉林银行和转让亚泰水泥部分股权得到的一次性收益，公司的合理价值应该为 13.22 元。

投资建议：买入

亚泰集团近半年来走势



公司简介

公司总部地处吉林长春，主要业务分为两块，一块是水泥制造，一块是参股金融。此外，还从事房地产开发销售、医药销售、商贸等多项业务。

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.87
2Q/2009	0.09
3Q/2009	0.13
4Q/2009	0.07

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	4,059	4,507	5,678	5,744	6,685
(+/-) %	35%	11%	26%	1%	16%
经营利润 (EBIT)	440	392	555	643	690
(+/-) %	154%	-11%	42%	16%	7%
净利润	536	330	460	589	659
(+/-) %	372%	-39%	40%	28%	12%
每股净收益 (元)	0.46	0.26	0.36	0.47	0.52
每股股利 (元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11

利润率和估值指标	2006	2007	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	25.02%	25.32%	24.13%	25.42%	25.41%
ROE (%)	10.44%	6.06%	7.75%	8.95%	9.03%
ROIC (%)	4.41%	2.93%	5.52%	5.40%	5.11%
PE	21.68	38.44	27.52	21.51	19.24
PB	2.47	2.33	2.13	1.93	1.74
EV/EBITDA	21.91	22.55	14.36	9.91	8.10

最近报告

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价超越大盘-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘 10%以上；
- 2、 中性：行业股票指数超越大盘-10%~10%之间；
- 3、 卖出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

水泥业务脱胎换骨，参股金融投资正酣

——亚泰集团调研报告

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiao@bhzq.com

- 核心观点：
- 公司水泥业务已经脱胎换骨
 - 公司参股金融投资加快，09年大量贡献投资收益

我们于近日赴公司调研，与管理层就未来公司发展进行了讨论

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任

投资要点：也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券

● **公司水泥业务已经脱胎换骨**情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可
2009年全行业亏损，公司水泥业务扭亏为盈，盈利能力大幅提升。我们认为，这些公司提供的或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的
站投并关联机构或公司的可能销售将获得表的增长已经得到市场认可。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得
渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证
我们分析认为，亚泰水泥未来几年的毛利率和销售净利率一定会有超出预期的上涨。理
券有限责任公司，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

由如下：

第一，恶性竞争已经过去，海德堡、冀东已经将重点发展区域转向西北和辽宁，CRH
选择与亚泰水泥合作，区域市场上的竞争转为理性竞争。09 年主要竞争对手新建线
投产很少；**请务必阅读正文之后的免责条款部分**

第二，公司煤炭成本大幅下降，由于煤炭价格下降带来的成本下降可以达到 21 元/
吨，即使水泥价格不能撑在高位，毛利率也一定是改善的；

第三，外资股引进公司（亚泰水泥）之后，在实际行动上开始对亚泰水泥的期间费

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808		
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn