



2009 年 4 月 22 日

建材

观点聚集

分析员：罗炜
luowei@cicc.com.cn

联系人：关雪
guanxue@cicc.com.cn

行业好转迹象显现

上调中国建材与海螺水泥评级至审慎推荐

交易提示：

由于房地产行业有望触底进入回升通道，海螺水泥和中国建材所在区域今年下半年水泥需求有望出现强劲恢复，我们认为目前应对两家公司予以关注。另外，随着旺季到来，水泥价格上涨也会对其股价构成支撑。

理由：

房地产行业最困难时期正在结束，基建行业对水泥需求即将释放。水泥价格已经企稳，而且涨势迹象已经显现。我们认为，水泥行业（尤其是华东与华南地区市场）正呈现出好转迹象。

中国建材 2008 年实现净利润 15.12 亿元，每股收益 0.68 元，同比增长 65.8%，高出市场预期 8%。

估值与建议：

我们将海螺水泥与中国建材 2009 年每股收益预测分别上调至 1.80 元和 0.80 元，将其评级从中性调高至审慎推荐，目标价分别为 52 和 15.7 港元，分别对应 25 倍和 17 倍的 2009 年市盈率。

风险：

1. 房地产行业持续恶化；2. 基建需求未能如期释放。

目录

水泥需求好转迹象显现	3
房地产行业水泥需求下半年有望触底恢复	3
基建需求蓄势待发	4
中国建材与海螺水泥股价上涨动力正在显现	5
上调海螺水泥与中国建材评级至审慎推荐	6
上调盈利预测	6
调高目标价	6
将中国建材与海螺水泥评级上调至审慎推荐	7

图表

图 1: 水泥需求滞后房地产销售 3-6 个月	3
图 2: 铁路投资大幅增长	4
图 3: 公路投资大幅增长	4
图 4: 港口投资大幅增长	4
图 5: 29 个城市平均流通价	5
图 6: 目标价调整	6
图 7: 海螺水泥盈利预测调整	7
图 8: 中国建材盈利预测调整	7
图 9: 估值表	8

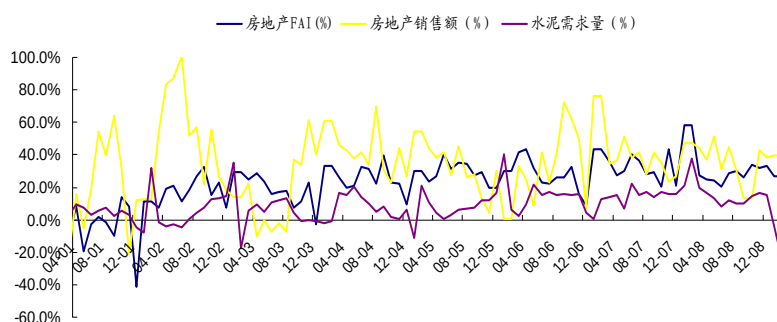
水泥需求好转迹象显现

房地产行业水泥需求下半年有望触底恢复

房地产最差的时候正在过去，水泥需求量将最快于今年二季度见底。

- 从最新数据来看，09年一季度房地产销售面积增长8.2%，房地产投资增速4.1%，均好于市场预期。1月房地产投资增速1%，2、3月份房地产投资环比改善，我们认为这种改善将持续。
- 从历史数据来看，房地产投资回升滞后房地产销售1-3个月，水泥需求量回升滞后房地产投资2-3个月。房地产市场在去年四季度见底，房地产投资可能在今年一季度已见底，水泥需求量将最快于今年二季度见底。

图1：水泥需求滞后房地产销售3-6个月



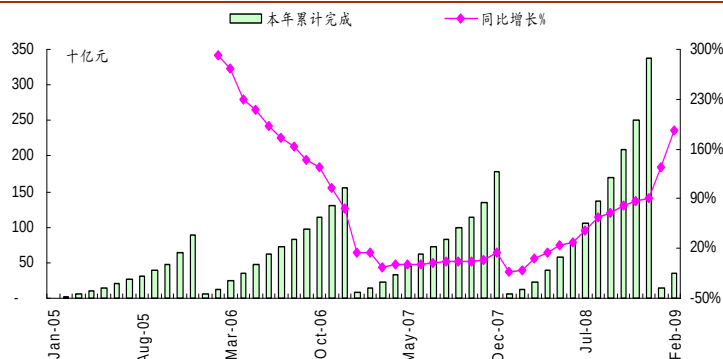
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

基建需求蓄势待发

09年1-2月我国铁路、公路和港口基建投资分别实现186.8%、57.8%和22.4%的大幅增长，超出了市场预期。我们认为随着建材行业旺季到来，基建水泥需求将从二季度开始启动。

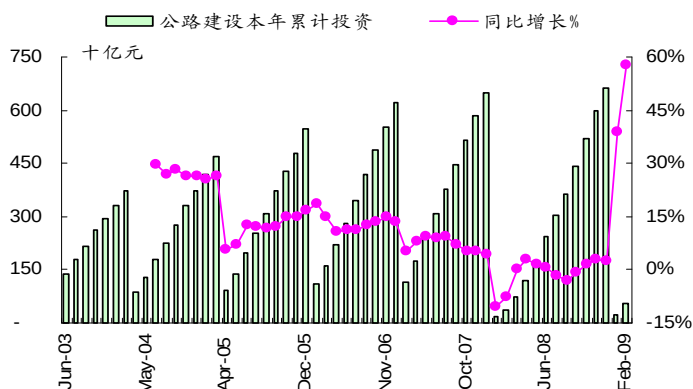
综合近期基建和房地产市场出现的改善迹象，我们认为水泥行业下游需求将于今年下半年进入上升通道，水泥价格和产量将逐步上升。

图2：铁路投资大幅增长



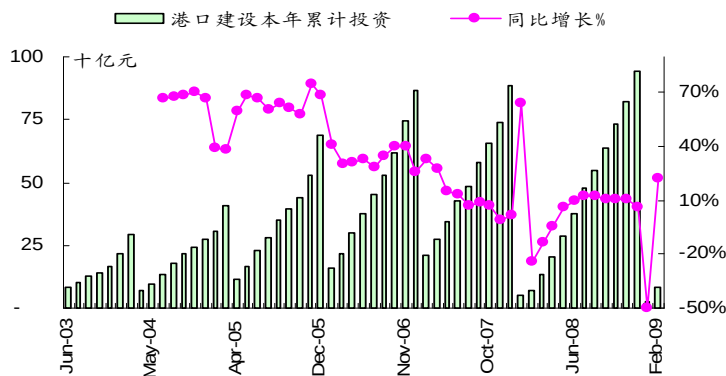
资料来源：铁道部，中金公司研究部

图3：公路投资大幅增长



资料来源：交通运输部，中金公司研究部

图4：港口投资大幅增长



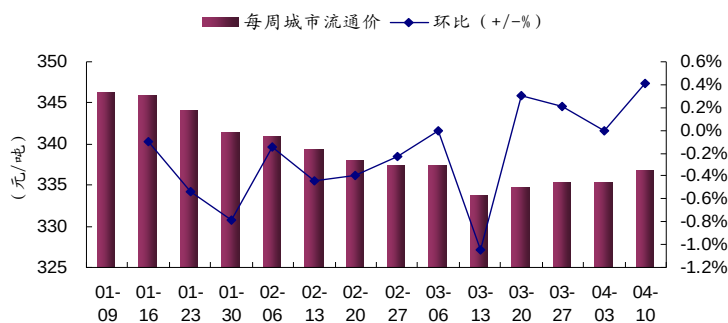
资料来源：交通运输部，中金公司研究部

中国建材与海螺水泥股价上涨动力正在显现

上周，全国水泥平均价格环比上升 0.7%。至此，全国水泥平均价格已连续五周企稳并显现回升迹象，我们认为，水泥价格未来将趋势性上涨，从而提升水泥股价。

华东华南地区价格已经企稳，未来随基建需求释放和房地产需求恢复，价格上涨的可能性增大。西北地区甘肃、新疆、宁夏地区市场进入旺季，开始放量，水泥价格上涨趋势性很强。

图 5: 29 个城市平均流通价



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

上调海螺水泥与中国建材评级至审慎推荐

上调盈利预测

鉴于水泥行业前景好于预期，尤其是华东与华南地区，我们调整了对水泥价格与生产成本的假设。我们认为，全年来看，水泥价格将相对稳定或小幅上涨。

我们将海螺水泥 2009 与 2010 年每股收益预测分别调高 9.6% 和 19%，至 1.80 元和 2.13 元；将中国建材每股收益预测分别上调 23% 和 19.6%，至 0.80 元和 0.91 元。

调高目标价

基于 2009 年 25 倍的预测市盈率，我们将海螺水泥目标价调高至 52 港元，对应每吨企业价值 94 美元。另外，基于海螺水泥每吨企业价值 35% 的折价，我们将中国建材目标价调高至 15.7 港元，分别对应 2009 年与 2010 年市盈率 17 倍和 15 倍。

图 6：目标价调整

	CNBM	ACC
当前股价（港币）	HKD 12.98	HKD 45.7
目标价（港币）	HKD 15.7	HKD 52
上升空间	20.7%	13.8%
09 PER	17	25
总股本（百万股）	2,481	1,766
总市值（百万美元）	4,140	10,374
净负债（百万美元）	2,981	789
少数股东权益（百万美元）	555	119
企业价值（百万美元）	7,676	11,281
水泥业务企业价值（百万美元）	6,316	11,281
水泥产能（百万吨）	120	136
当前吨企业价值（美元/吨）	53	83
目标吨企业价值（美元/吨）		94
目标吨企业价值（美元/吨）		60
水泥产能（百万吨）		120
水泥业务企业价值（百万美元）		7,152
企业价值（百万美元）		8,537
净负债（百万美元）		2,981
少数股东权益（百万美元）		555
归属于股东企业价值（百万美元）		5,001
总股本（百万股）		2,481
目标价（港币）		15.7

资料来源：中金公司研究部

将中国建材与海螺水泥评级上调至审慎推荐

由于基建与房地产行业改善程度好于预期，水泥行业量价均有望出现提升。与其它区域相比，海螺水泥和中国建材所在区域今年下半年水泥需求有望出现最强劲反弹，这主要得益于房地产行业的拉动。

我们将海螺水泥与中国建材评级从中性调高至审慎推荐，最新目标价分别为 52 和 15.7 港元，分别存在 15% 和 20% 的上涨空间。

图 7: 海螺水泥盈利预测调整

	2009E	2010E	2009E-调整后	2010E-调整后	2009年变化 (+/-%)	2010年变化 (+/-%)
产品销量(万吨)	120	130	120	130	0.0%	0.0%
+/- %	17.6%	8.3%	17.6%	8.3%	0.0%	0.0%
平均价格(元/吨)	220	220	228	233	3.7%	5.7%
+/- %	-7.2%	0.0%	-3.8%	2.0%	3.4%	2.0%
单位成本(元/吨)	167	166	171	172	2.7%	3.8%
+/- %	-6.3%	-0.7%	-3.8%	0.4%	2.5%	1.1%
吨水泥毛利(元/吨)	53	54	57	61	6.7%	11.7%
毛利率(%)	24.2%	24.7%	24.9%	26.1%	0.7%	1.4%
销售收入(百万元)	26,436	28,639	27,405	30,282	3.7%	5.7%
净利润(百万元)	2,897	3,159	3,176	3,758	9.6%	19.0%
净利润率(%)	11.0%	11.0%	11.6%	12.4%	0.6%	1.4%
每股收益(元)	1.64	1.79	1.80	2.13	9.6%	19.0%
吨水泥净利(元)	24	24	26	26	5.8%	8.9%

资料来源：中金公司研究部

图 8: 中国建材盈利预测调整

	2009E			2010E		
(单位: 百万元)	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
平均价格(元/吨)	212	225	6.2%	211	225	6.6%
销量(百万吨)	102	102	0.0%	120	120	0.0%
主营业务收入	31,228	33,092	6.0%	36,891	39,421	6.9%
息税折旧前利润	5,735	5,661	-1.3%	6,669	6,428	-3.6%
税前利润	2,904	2,962	2.0%	3,244	3,885	19.8%
净利润	1,615	1,985	22.9%	1,882	2,251	19.6%
总股本(百万)	2,481	2,481	0.0%	2,481	2,481	0.0%
每股收益(元)	0.65	0.80	22.9%	0.76	0.91	19.6%

资料来源：中金公司研究部

图 9：估值表

交易货币 最近一日收 盘价			市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
水泥														
A股														
海螺水泥	CNY	37.08	26.3	25.1	20.6	17.4	5.9	2.6	2.4	2.1	14.7	11.1	9.8	8.1
冀东水泥	CNY	14.95	38.0	39.0	30.3	25.9	6.5	2.9	2.7	2.4	21.8	16.4	13.9	11.0
华新水泥	CNY	25.33	35.2	20.7	18.1	16.5	6.1	2.4	2.1	1.5	12.2	12.3	12.7	10.2
祁连山	CNY	12.4	865.5	26.7	18.4	13.8	5.2	4.5	3.6	2.8	32.2	10.4	10.6	8.3
天山股份	CNY	14.56	43.6	23.8	17.0	13.9	3.9	3.6	2.8	2.2	12.5	12.5	9.8	8.6
赛马实业	CNY	28.78	65.7	20.8	16.5	15.1	5.1	3.3	2.9	2.4	20.8	14.9	12.2	10.2
青松建化	CNY	12.84	47.6	35.2	24.8	19.1	3.7	3.1	2.8	2.5	36.5	21.4	13.5	9.6
A股平均			40.8	24.5	18.2	15.8	5.5	3.1	2.7	2.3	17.8	12.4	11.4	9.4
H股														
海螺水泥	HKD	45.7	28.5	27.2	22.4	18.9	5.7	2.9	2.6	2.3	15.7	12.0	10.5	8.7
中国建材	HKD	12.98	27.6	16.7	14.3	12.6	3.4	2.9	2.3	1.9	19.4	10.6	9.3	7.7
中材股份	HKD	4.76	27.5	18.6	12.3	11.4	2.4	2.2	2.0	1.9	10.6	7.0	4.4	4.4
H股平均			27.6	18.6	14.3	12.6	3.4	2.9	2.3	1.9	15.7	10.6	9.3	7.7
欧洲														
Cemex SAB de CV	USD	7.8	2.6	5.1	6.2	4.1	0.4	0.4	0.4	0.4	n.a	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	50.25	5.1	6.4	8.0	7.6	0.7	0.7	0.7	0.6	4.3	5.4	5.9	5.8
HeidelbergCement AG	EUR	30.49	2.4	4.1	4.9	4.7	0.5	0.4	0.4	0.4	6.7	5.4	5.9	5.9
Lafarge SA	EUR	37.41	3.9	3.9	4.9	4.8	0.6	0.5	0.5	0.5	7.1	6.3	6.7	6.5
欧洲平均			3.3	4.6	5.6	4.8	0.6	0.5	0.5	0.4	6.7	5.4	5.9	5.9
印度														
ACC Ltd	INR	616.5	8.4	10.2	12.7	15.2	2.8	2.3	2.1	2.0	5.2	6.2	7.1	7.7
Grasim Industries	INR	1604.85	8.4	6.0	6.7	8.1	2.3	1.6	1.3	1.1	6.2	4.3	4.8	5.2
India Cements	INR	122.6	6.4	4.8	5.9	6.8	1.5	1.2	0.9	0.8	7.1	4.2	4.3	4.6
Shree Cement	INR	852.6	8.7	n.a	6.4	8.6	4.7	n.a	n.a	n.a	6.7	n.a	4.6	5.1
Ultra Tech Cement	INR	566.5	9.0	6.9	7.8	9.6	4.3	2.6	2.0	1.7	6.6	4.8	5.2	5.6
Adelaide Brighton	AUD	1.985	9.7	9.1	8.4	7.4	1.7	1.6	1.5	1.4	7.2	6.6	6.2	5.8
印度平均			8.5	6.9	7.2	8.4	2.5	1.6	1.5	1.4	6.6	4.8	5.0	5.4
亚太地区														
Asia Cement	TWD	34	9.1	11.9	13.1	12.5	1.4	1.4	1.3	1.3	53.6	45.0	45.7	39.6
Taiwan Cement	TWD	33.55	12.4	19.3	17.5	15.7	1.5	1.4	1.4	1.3	28.5	30.5	25.1	22.7
Siam City Cement	THB	134	8.8	10.0	9.8	9.0	2.0	1.9	1.9	1.9	5.9	6.8	6.7	6.1
TPI Polene	THB	3.28	3.0	-4.6	4.6	4.5	0.1	0.1	0.1	0.1	3.9	8.9	4.3	4.0
Indocement TP	IDR	5300	22.2	12.7	11.7	9.7	2.9	2.4	2.0	1.7	10.0	6.9	6.7	5.8
Semen Gresik	IDR	4100	15.0	11.1	11.0	9.8	3.7	3.0	2.6	2.2	7.8	5.9	5.8	5.1
亚太地区平均			10.8	11.5	11.3	9.7	1.7	1.7	1.6	1.5	8.9	7.9	6.7	5.9
石膏板及新型建材														
Saint-Gobain	EUR	25.625	4.5	5.2	6.5	6.4	0.6	0.6	0.6	0.6	4.2	4.6	5.0	5.0
USG Corporation	USD	11.4401	10.3	n.a	n.a	n.a	0.5	0.6	0.7	0.7	6.6	-824.7	-36.2	23.9
Owens Corning	USD	14.8073	13.5	12.2	15.3	11.2	n.a	n.a	n.a	n.a	6.0	6.4	6.6	6.2
Boral Ltd	AUD	3.59	7.1	9.1	14.3	11.9	0.7	0.7	0.7	0.7	5.7	6.4	7.7	7.2
CSR Ltd	AUD	1.3	4.9	6.5	9.0	7.4	1.1	0.8	0.8	0.8	6.1	6.0	5.8	4.9
CRH	EUR	16.81	6.5	7.3	9.0	8.9	1.1	1.1	1.0	1.0	6.3	6.7	7.4	7.6
平均			6.8	7.3	9.0	8.9	0.7	0.7	0.7	0.7	6.0	6.2	6.2	6.7
玻璃纤维														
Asahi Glass	JPY	586	9.5	11.4	19.5	13.5	0.7	0.8	0.8	0.7	3.8	4.4	6.3	5.9
Nitto Boseki	JPY	179	9.7	7.8	-5.3	31.6	0.6	0.6	0.6	0.6	4.0	3.7	5.5	5.1
Saint-Gobain	EUR	25.625	4.5	5.2	6.5	6.4	0.6	0.6	0.6	0.6	4.2	4.6	5.0	5.0
平均			9.5	7.8	6.5	13.5	0.6	0.6	0.6	0.6	4.0	4.4	5.5	5.1
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部														
建材工程服务														
China Sinoma Intl Engineering	CNY	57.05	37.7	24.6	15.2	11.4	9.7	8.2	6.9	5.1	N.M	N.M	N.M	N.M
FLSmidth	DKK	164.5	6.6	5.0	4.3	5.8	2.1	1.6	1.3	1.1	4.6	3.3	2.9	3.9
平均			22.2	14.8	9.8	8.6	5.9	4.9	4.1	3.1	4.6	3.3	2.9	3.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。