

[2009.6.16]

衰也地产，兴也地产

——建材行业 09 年中期投资策略

✍ 唐笑

☎ 86-10-58362787

✉ tangxiao@bhqz.com

- 核心观点：
- 建材行业量、价均已在 09 年 2 月见底
 - 交运投资加速增长，地产投资即将放量
 - 玻璃行业上调评级，水泥行业维持买入

投资要点：

● 建材行业量、价均已于 08 年 4 季度、09 年 1 季度分别见底

08 年 3 季度，房地产投资快速下降，水泥需求也急剧下降，水泥市场出现了在传统旺季提不上价的情况，但是由于成本高企，水泥价格仍然高企。

09 年 1 季度，在经过消化了高价成本和存货之后，水泥价格终于见底，根据我们的调查，2 月份是水泥企业效益最悲观的月份（西北公司除外）。

● 固定资产投资快速增长可以维持

自推行 4 万亿的财政投资计划以来，中央项目投资快速增长，增速在 2009 年 2 月到达短期最高；地方项目投资增速在 2009 年 2 月见底并掉头往上。

我们对城镇 FAI 的主要构成部分进行了分析，以交运为例，据我们调查，目前主要建筑企业（如中铁和铁建）目前所做的合同项目多是 08 年 4 季度之前的合同，4 万亿的交运项目的水泥需求基本还未释放。

固定资产投资快速增长可以维持。

● 3、4 季度房地产投资将大幅上升

目前我国商品房市场的库存去化周期已经大大缩短，按照目前的销售情况，只需 20-30 周就能把存量房消化干净；

从拿地的角度看，3 月份一线城市土地交易开始复苏，4 月份二线城市土地交易开始复苏、一线城市土地交易降幅迅速收窄，5 月份一线、二线土地交易持续活跃，交易面积同比持平，6 月地产商拿地在全国遍地开花。根据我们的银行研究员的调研结果，进入 6 月份，在银行的贷款去向中，房地产的比例大幅增加。

总之，我们研究所认为：房地产开工将在 3 季度大幅回升，这将带动水泥、玻璃等建材产品的需求。

● 水泥行业维持“买入”，玻璃行业上调评级至“买入”

我们维持水泥行业的“买入”评级；并将玻璃行业的评级上调为“买入”。

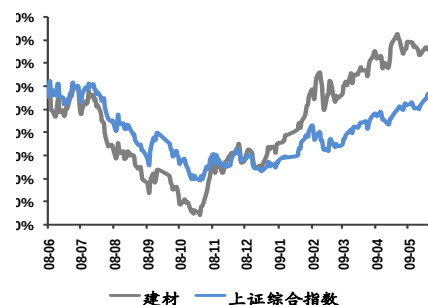
● 公司推荐

我们推荐海螺水泥以及东北的亚泰集团。详情请见本报告后面的附件。

子行业评级	
子行业名称	评级
水泥	买入
玻璃	买入

推荐公司	
公司名称	评级
海螺水泥	买入
亚泰集团	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 08 年 4 季度策略报告》

《保就业，保增长，建筑建材担起“稳定”重任——建筑建材行业 2009 年投资策略——渤海证券研究所》

《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——渤海证券研究所》

目 录

1、上半年建材行业运行概况	4
1.1 产量分析	4
1.1.1 总体产量分析	4
1.1.2 水泥产量分区域分析	5
1.2 价格分析	7
1.2.1 总体价格情况	7
1.2.2 分区域价格情况	8
1.3 效益分析	9
2、固定资产投资运行趋势	11
2.1 总体情况	11
2.2 固定资产投资行业细分情况	11
2.2 固定资产投资地域细分情况	13
3、房地产运行趋势	15
3.1 总体数据	15
3.2 分地区情况	16
3.3 房地产投资 3 季度将迅速回升	16
4、未来固定资产投资和水泥供需分析	17
5、行业策略与推荐公司	19
5.1 行业策略	19
5.2 推荐公司	20

图 目 录

图 1 截至 09 年 5 月水泥产量增长情况	4
图 2 截至 09 年 5 月平板玻璃产量增长情况	4
图 3 截至 09 年 4 月各省份水泥产量累计增长情况（绝对值）	5
图 4 截至 09 年 4 月各区域水泥产量累计增长情况（绝对值）	5
图 5 截至 09 年 4 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）	6
图 6 截至 09 年 4 月各区域水泥产量累计增长情况（相对值）	6
图 7 全国平均水泥价格	7
图 8 全国平均浮法玻璃价格	7
图 9 各区域 42.5 水泥价格（元/吨）	8
图 10 各区域 32.5 水泥价格（元/吨）	8
图 11 华东地区水泥上市公司毛利率情况	9
图 12 华北地区水泥上市公司毛利率情况	9
图 13 中南地区水泥上市公司毛利率情况	9
图 14 西北地区水泥上市公司毛利率情况	10
图 15 东北地区水泥上市公司毛利率情况	10
图 16 西南地区水泥上市公司毛利率情况	10
图 17 中央、地方项目投资情况	11
图 18 09 年前 4 个月各行业 FAI 累计增长情况（绝对值）	12
图 19 09 年前 4 个月各行业 FAI 累计增长情况（相对值）	12
图 20 各细分行业 FAI 历史增长情况（累计）	13
图 21 09 年前 4 月各省份 FAI 累计增长情况（绝对值）	14
图 22 09 年前 4 月各省份 FAI 累计增长情况（相对值）	14
图 23 各区域 FAI 历史增长情况	14
图 24 房地产开发投资增长情况	15
图 25 我国单月土地成交价款情况	15
图 26 房地产开发投资分区域增长情况	16
图 27 商品房销售情况	17
图 28 美欧日 PMI 情况	19

表 目 录

表 1 全社会固定资产投资构成历史分析	11
表 2 08 年以来各行业 FAI 月度累计同增情况	17

1、上半年建材行业运行概况

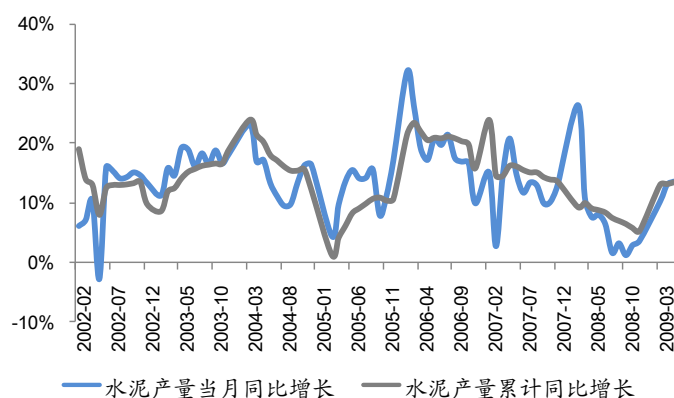
1.1 产量分析

1.1.1 总体产量分析

2009年1-5月,我国水泥单月产量分别为7580.12、8289.98、12206.74、14677.55、14888.44万吨,分别同比增长-2.1%、42.49%、10.09%、12.88%、13.46%,分别累计同比增长-2.1%、17.04%、12.93%、13.05%、13.34%。从出货量上来说,水泥行业压力最大的时期在08年第4季度,目前行业已经走出低谷。

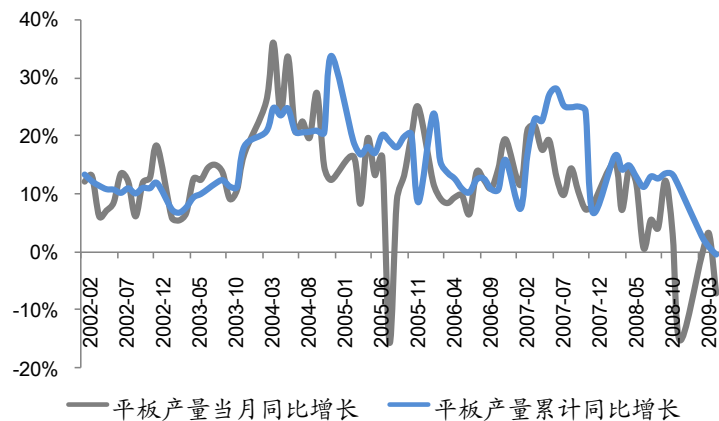
而平板玻璃从生产的角度上看,行业情况不如水泥,但是我们认为,平板玻璃行业也已经运行到底部,具体请见下面的分析。

图1 截至09年5月水泥产量增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图2 截至09年5月平板玻璃产量增长情况

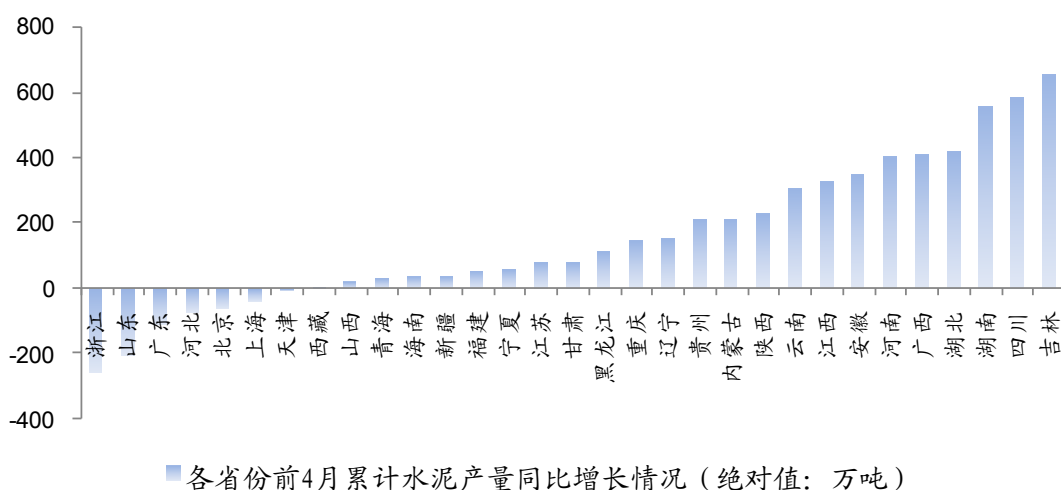


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

1.1.2 水泥产量分区域分析

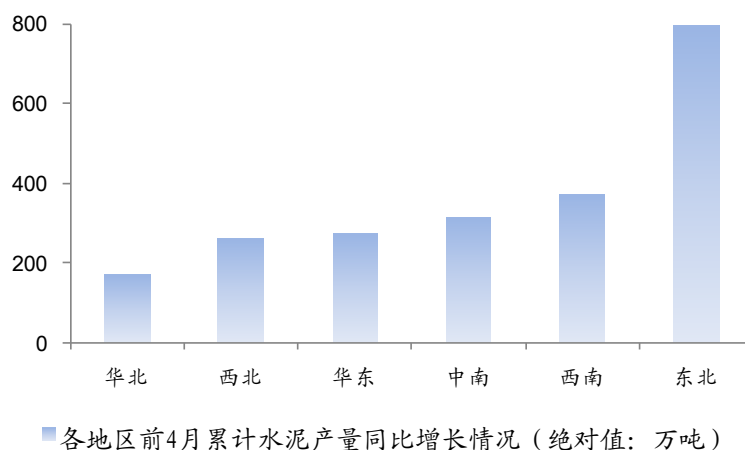
目前我们只拿到了各省份前4个月的水泥产量数据，从前4个月的各省水泥累计产量上来看，有6个省份的水泥产量是同比减少的，分别是浙江、山东、广东、河北、北京、上海，同比增量在400万吨以上的有河南、广西、湖北、湖南、四川和吉林；分区域来讲，贡献增量较多的是东北地区，增量接近800万吨。

图3 截至09年4月各省份水泥产量累计增长情况（绝对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

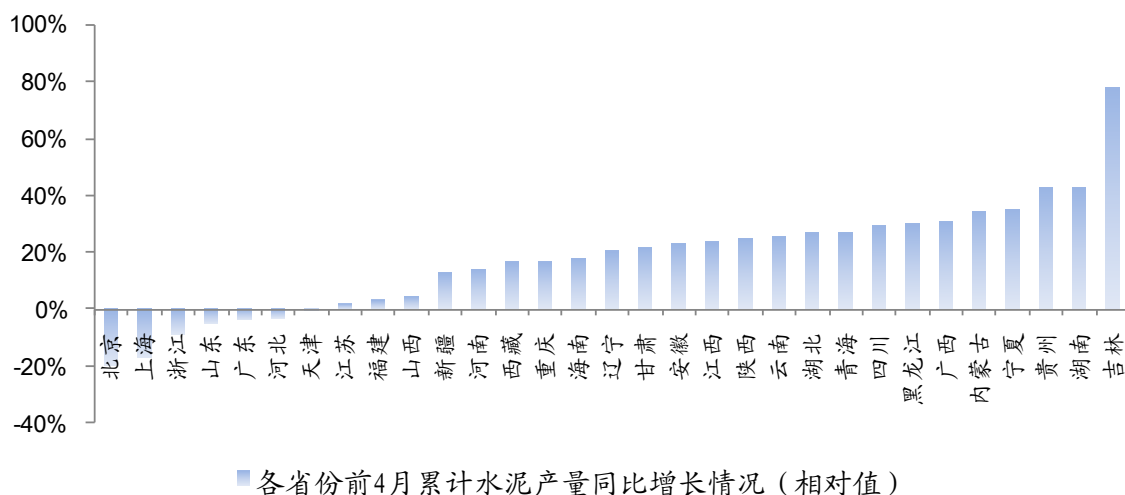
图4 截至09年4月各区域水泥产量累计增长情况（绝对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

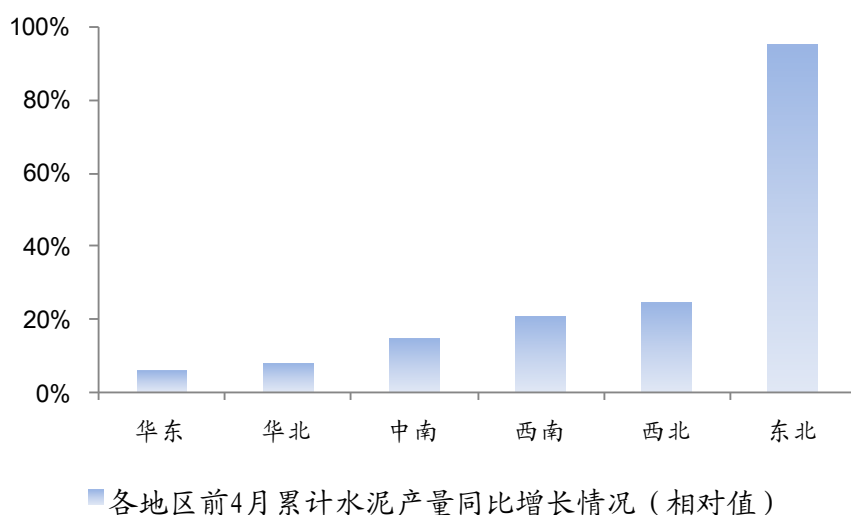
从增长的相对值角度来讲，北京、上海、浙江、山东、广东、河北省的水泥产量同比降低，而四川、黑龙江、广西、内蒙古、宁夏、贵州、河南、吉林同比增长较快，其中，吉林省增长最快，增幅达到 77.88%；从分区域的角度来看，西北、西南、东北地区增幅较大，其中又以东北地区增长最快，增幅接近 100%。

图 5 截至 09 年 4 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 6 截至 09 年 4 月各区域水泥产量累计增长情况（相对值）



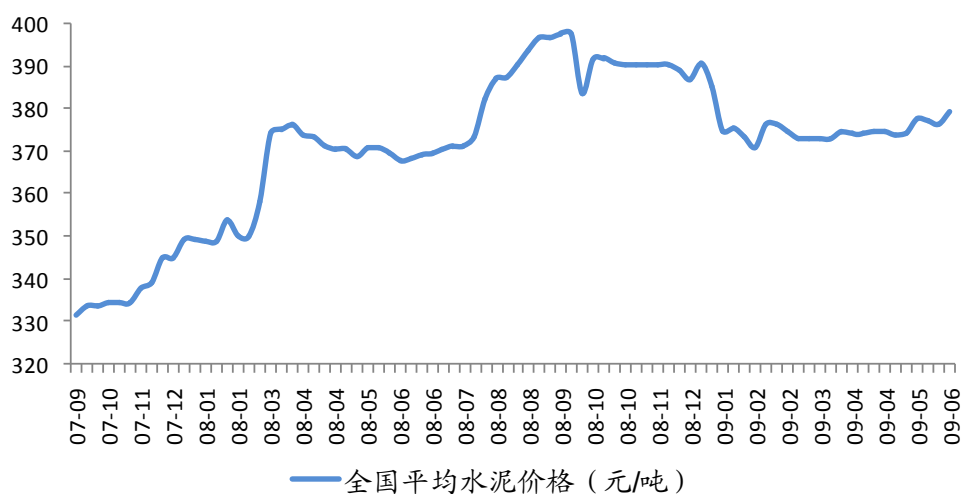
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

1.2 价格分析

1.2.1 总体价格情况

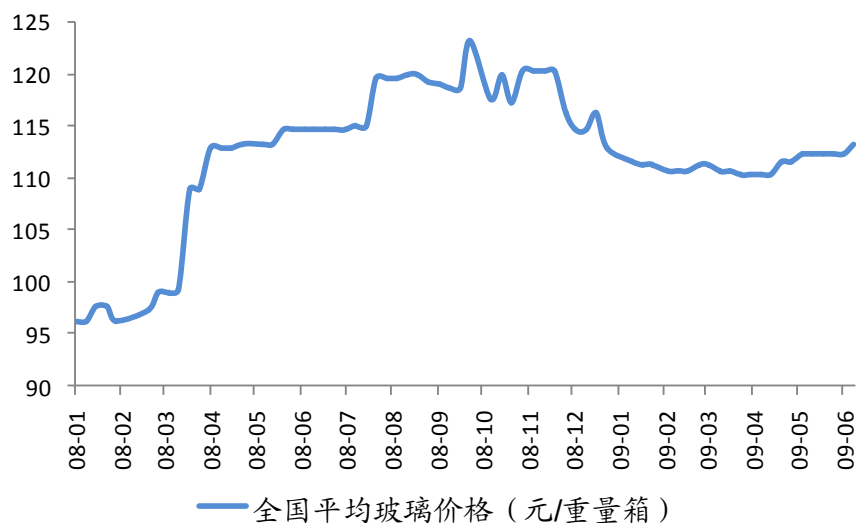
我们对中国物流信息中心统计的各地水泥价格进行了处理，得到全国平均水泥价格，各地价格涨跌不一以及各地所占的产量比重不同，不过能够得到一些信息：08年末、09年初水泥价格大幅下跌，09年5月份之前，水泥市场价格随着成本稳定而稳定，5月份之后，水泥需求快速增长，价格开始攀升。同样的规律也存在于5mm浮法玻璃价格之中。

图7 全国平均水泥价格



资料来源：中国物流信息中心 渤海证券研究所

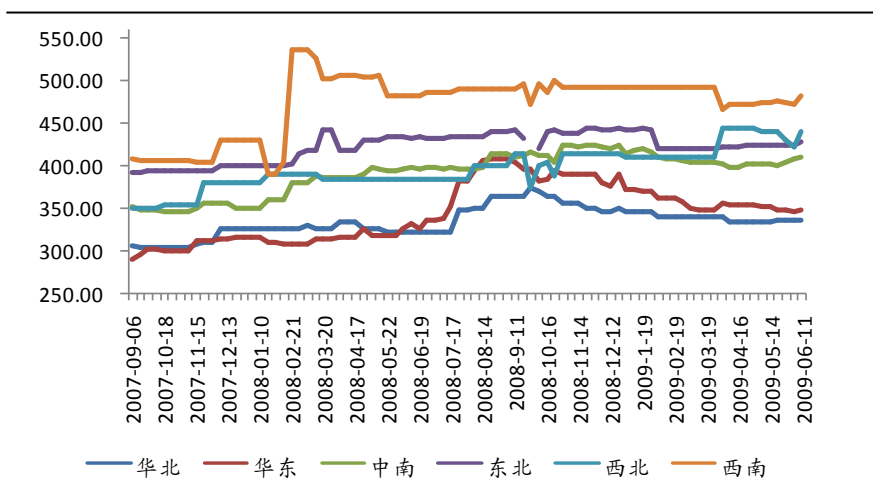
图8 全国平均浮法玻璃价格



资料来源：中国物流信息中心 渤海证券研究所整理

1.2.2 分区域价格情况

图9 各区域 42.5 水泥价格（元/吨）



资料来源：中国物流信息中心 渤海证券研究所整理

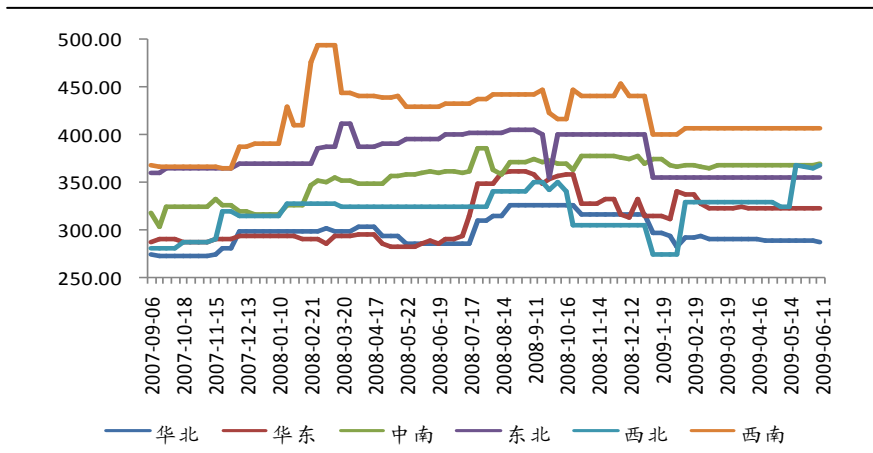
从上图很明显可以看出：

1、截至 6 月 11 日，只有西北地区的水泥价格比起年初是增加的，东北地区与年初持平，其他几个区域都在降低，这很容易理解，随着煤炭成本的大幅下降，除非需求极度坚挺，水泥价格也会多多少少有所降低，西北地区水泥需求十分旺盛而短期供给不足，东北地区需求同比相对旺盛，造成西北、东北地区水泥价格坚挺；

2、华东和华北不但绝对值低，降幅也大。可见需求十分疲软。

同样的规律也存在于 32.5 水泥价格之中。

图 10 各区域 32.5 水泥价格（元/吨）

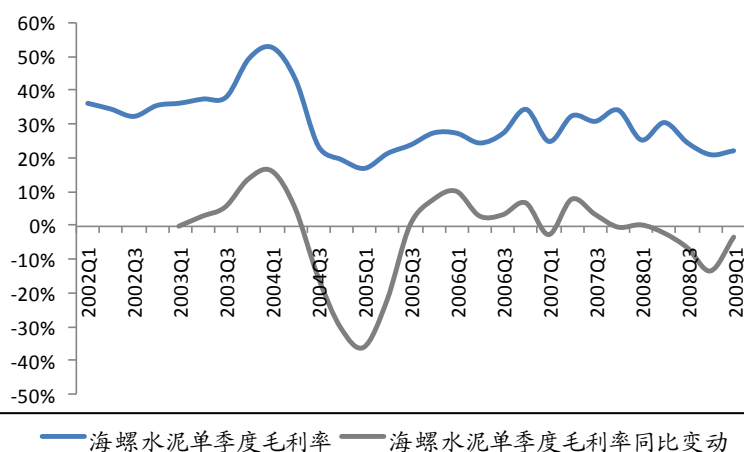


资料来源：中国物流信息中心 渤海证券研究所整理

1.3 效益分析

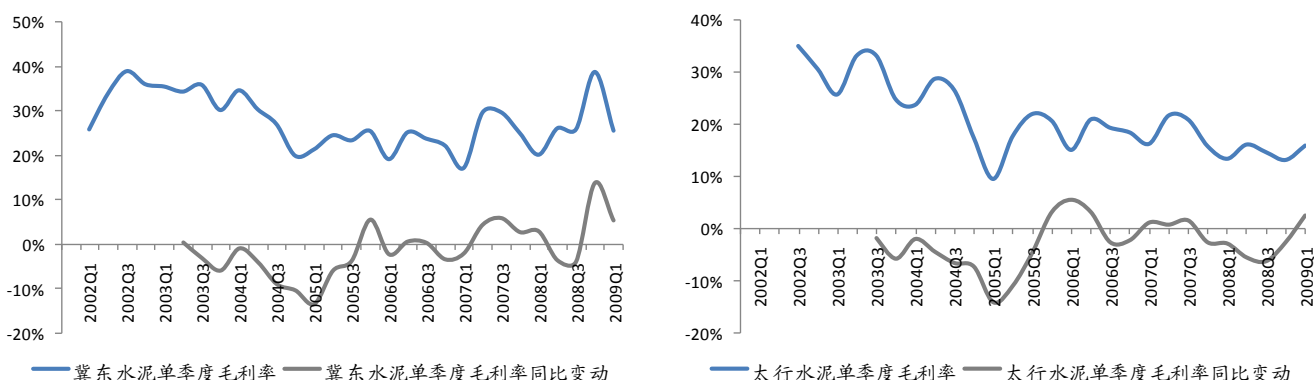
我们在各个细分区域取 1-2 个代表上市公司，来分析上半年水泥行业运行状况，选取的指标是毛利率。从下图可以看出，1 季度毛利率同比降低的有华东、中南和西南地区，东北地区持平，华北和西北地区同比增加。

图 11 华东地区水泥上市公司毛利率情况



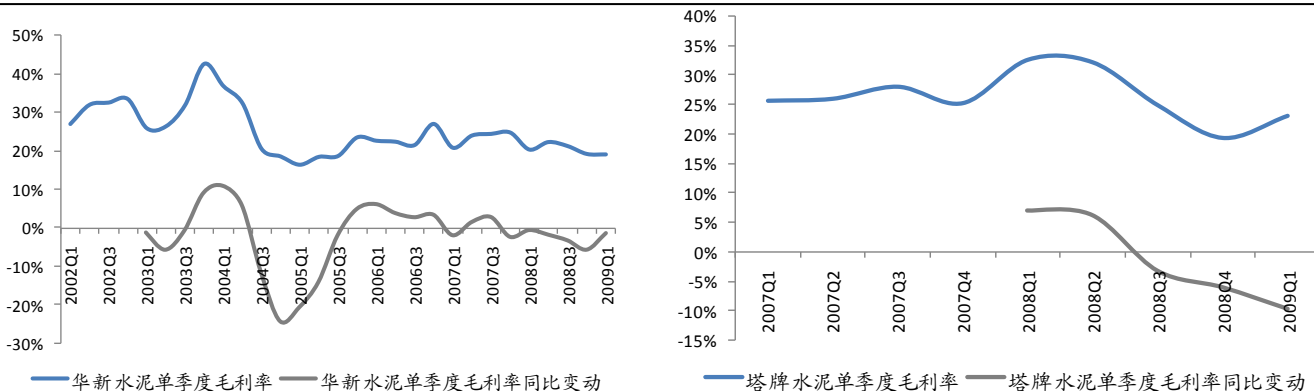
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 12 华北地区水泥上市公司毛利率情况



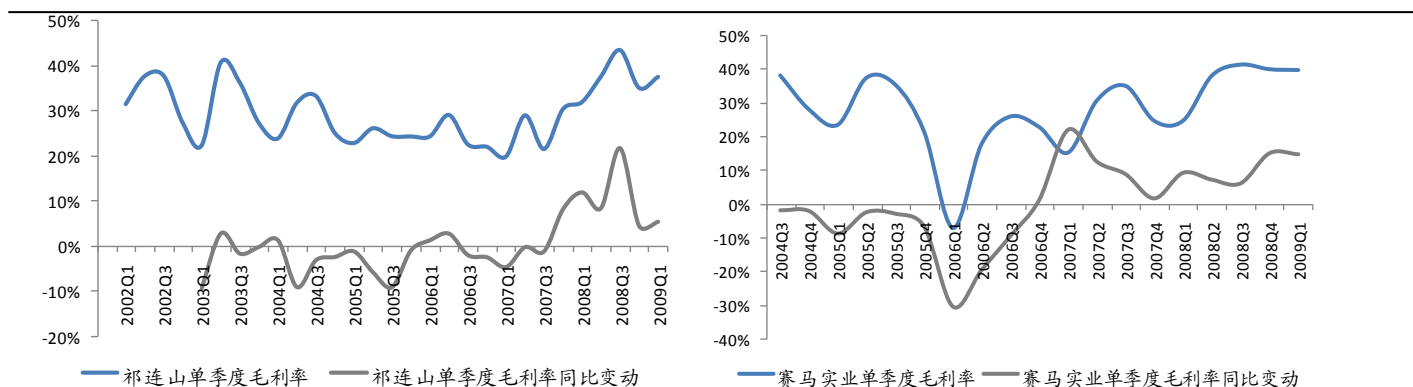
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 13 中南地区水泥上市公司毛利率情况



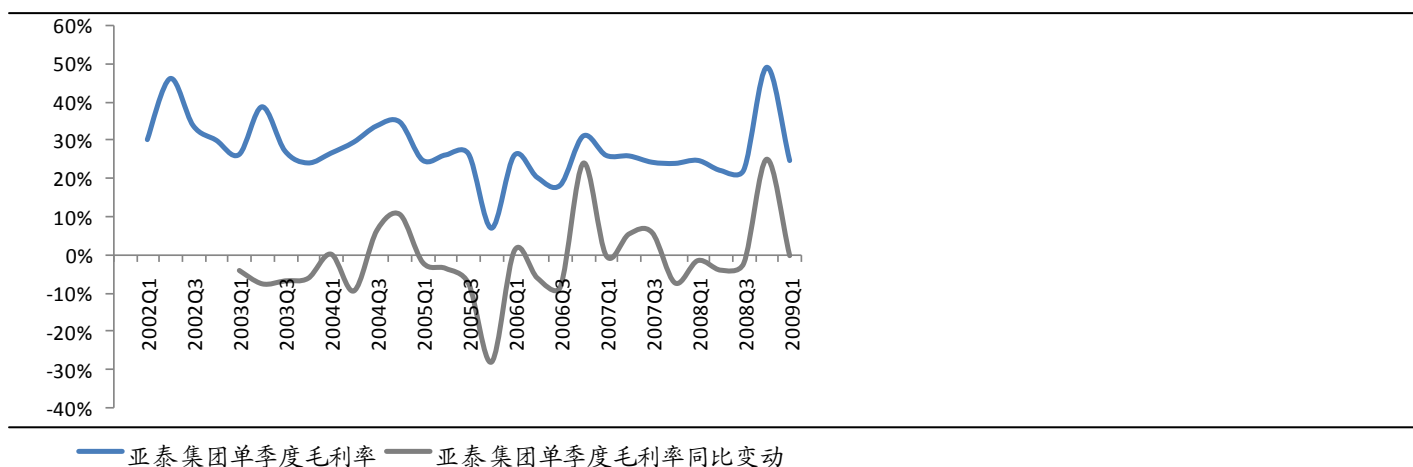
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 14 西北地区水泥上市公司毛利率情况



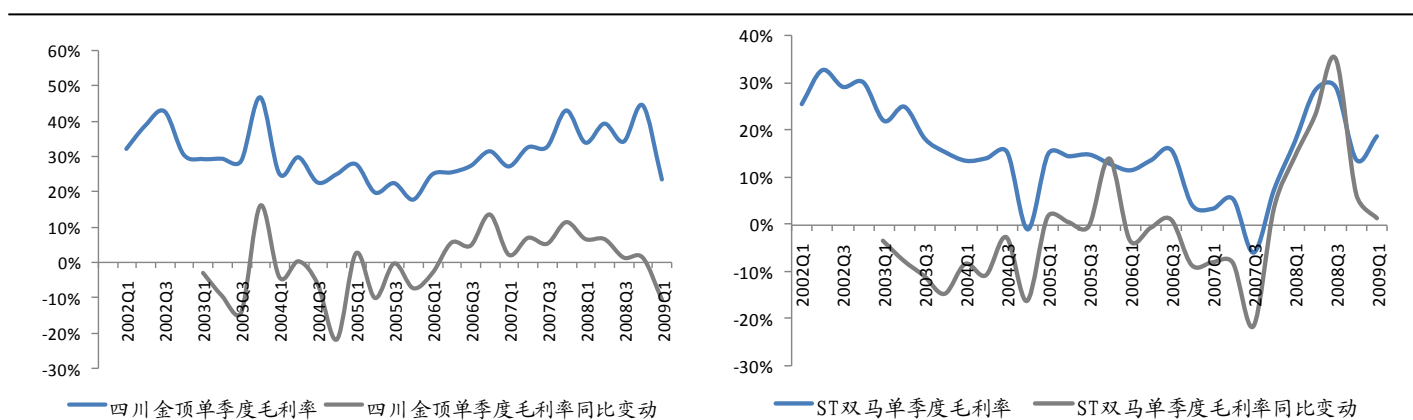
资料来源：公司财务报告 渤海证券研究所整理

图 15 东北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 16 西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

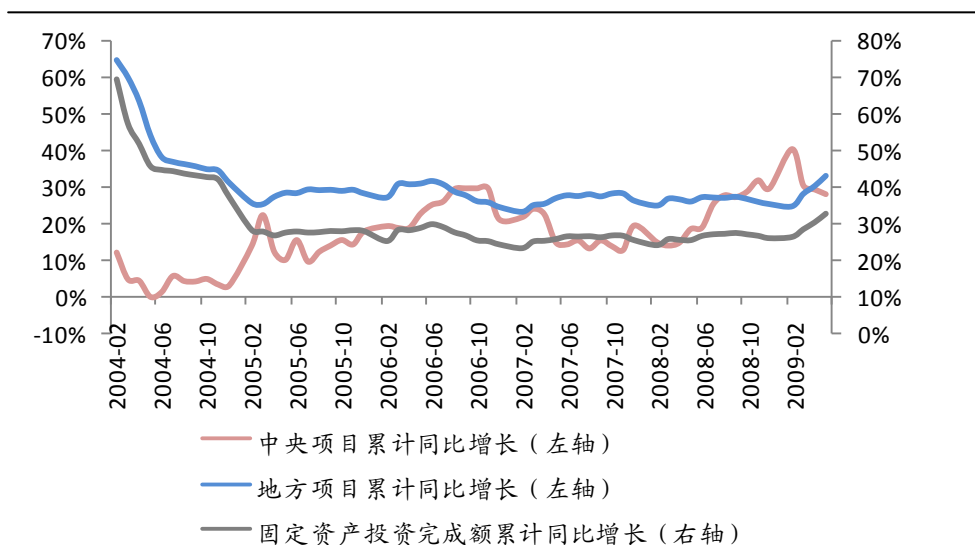
2、 固定资产投资运行趋势

2.1 总体情况

自推行 4 万亿的财政投资计划以来，中央项目投资快速增长，增速在 2009 年 2 月达到了 40%以上；地方项目投资增速在 2009 年 2 月见底并掉头往上；城镇固定资产投资增速在 2009 年 2 月见底，并迅速掉头往上。

这个规律与我们在市场中的观察是一致的：大部分水泥企业在 2 月份最困难。

图 17 中央、地方项目投资情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

2.2 固定资产投资行业细分情况

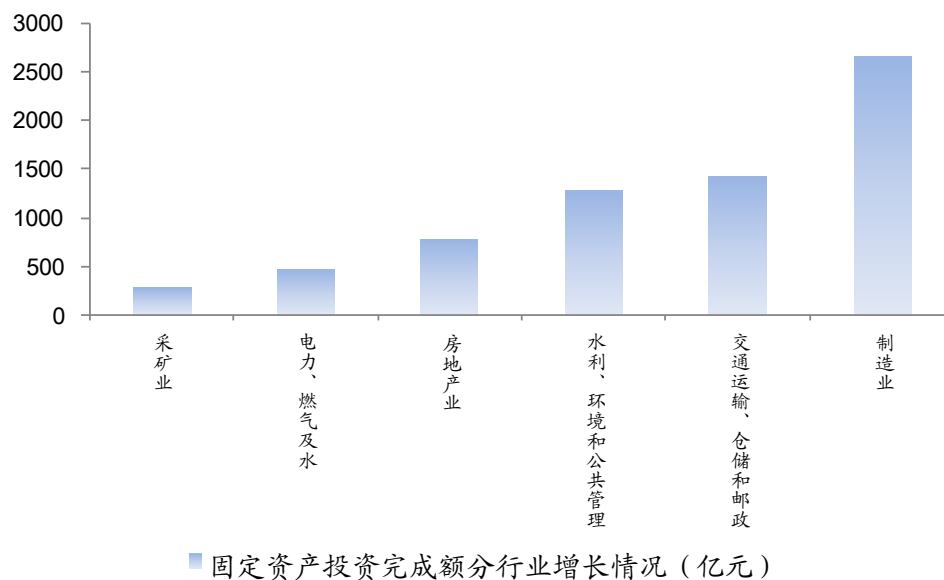
表 1 全社会固定资产投资构成历史分析

年份	制造业	交通、仓储和邮政	水利、环境、公共设施	房地产	采矿业	电力、燃气及水的生产和供应业	小计
1995	24.47%	15.54%	1.12%	24.63%	5.71%	9.67%	81.13%
1996	23.82%	16.79%	1.37%	23.16%	5.72%	10.57%	81.43%
1997	20.72%	18.12%	1.59%	21.37%	6.12%	11.81%	79.73%
1998	17.22%	22.71%	2.10%	20.89%	4.98%	11.39%	79.29%
1999	15.29%	21.85%	2.50%	22.16%	4.28%	11.40%	77.48%
2000	15.27%	21.06%	2.39%	23.44%	4.23%	11.47%	77.86%
2001	16.80%	20.86%	2.01%	25.13%	3.82%	9.12%	77.74%
2002	18.67%	17.77%	2.14%	25.44%	3.50%	8.77%	76.29%
2003	23.45%	12.37%	9.21%	24.24%	3.39%	8.30%	80.97%
2004	24.83%	12.01%	8.29%	24.64%	3.60%	9.36%	82.74%
2005	27.17%	11.80%	8.12%	22.77%	4.31%	9.70%	83.87%
2006	28.21%	12.02%	8.04%	23.12%	4.45%	10.05%	85.88%
2007	30.23%	10.94%	7.82%	24.31%	4.49%	10.39%	88.18%

资料来源：国家统计局

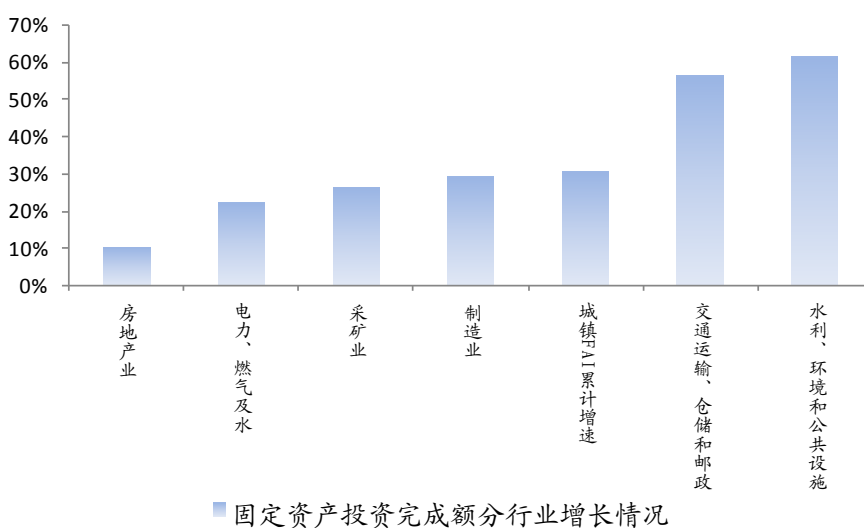
从历史数据上看，制造业、交运、水利环境、房地产、采矿业、电力燃气业组成了全社会固定资产投资的 88% 之强，把握了这六个方面，基本上可以确定全社会 FAI 的情况。

图 18 09 年前 4 个月各行业 FAI 累计增长情况（绝对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 19 09 年前 4 个月各行业 FAI 累计增长情况（相对值）



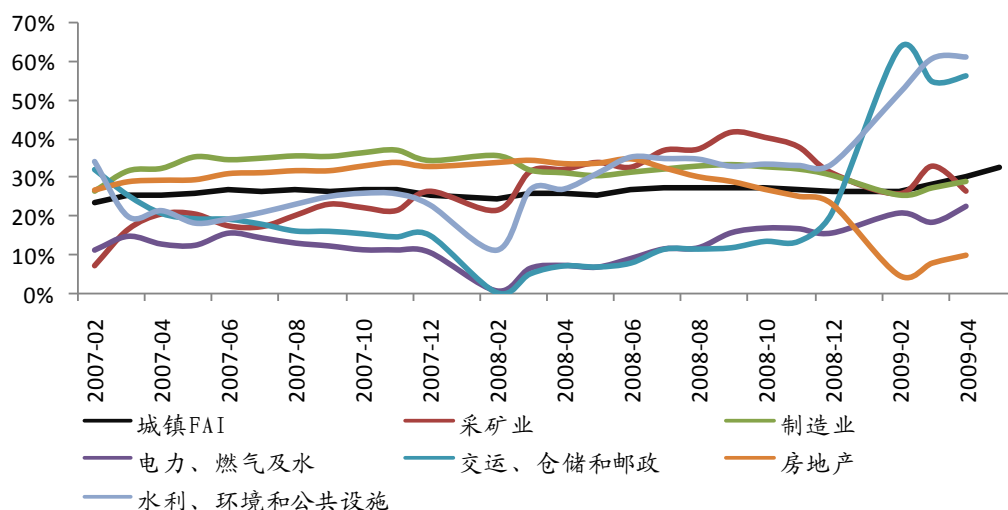
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从增长的绝对值来说，水利环境、交通、制造业贡献较大，其中以制造业贡献为最多，达到 2500 亿元以上；从相对值来讲，水利环境和交运增长最快，都在 60%

左右。

各细分行业 FAI 累计增长情况，可以看到，交运、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施业固定资产投资完成额快速增长。

图 20 各细分行业 FAI 历史增长情况（累计）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

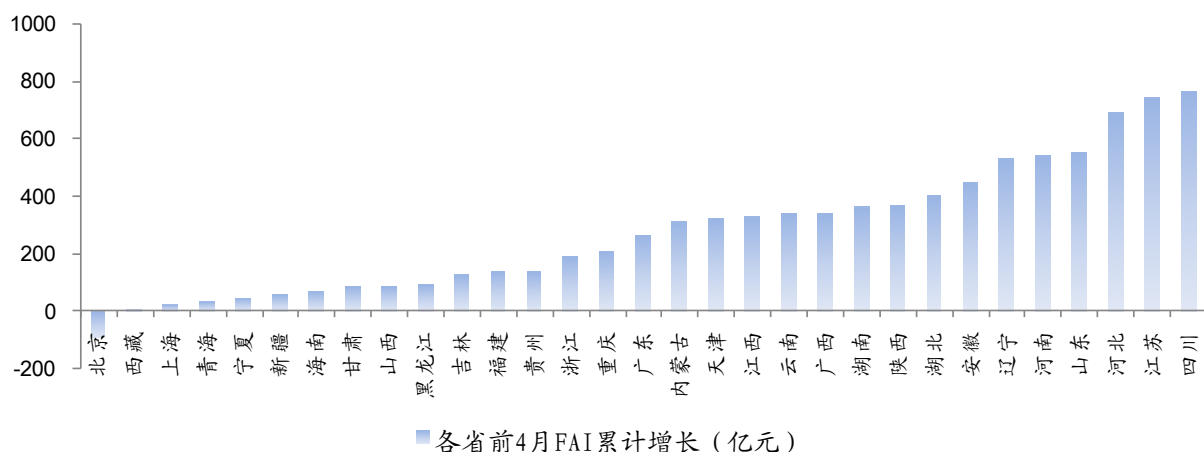
在交通运输、仓储和邮政业的 FAI 投资中，铁路和公路建设是主要组成部分，二者之和可以占到 80%以上。从前 4 个月的累计 FAI 增长来看，二者所贡献的增量也占到 75%以上。5 月份，铁路单月固定资产投资完成额达到 371.19 亿元，同比增长 172.25%。我们有理由相信，交通运输业、尤其是铁路和公路的固定资产投资将继续以高于城镇固定资产投资的增速进行增长。

2.2 固定资产投资地域细分情况

从 09 年前 4 个月各省份固定资产投资累计增长的绝对值上来看，北京地区是负增长，贡献增量比较多的省份有辽宁、山东、河北、河南、四川、江苏；从增长的相对值上来看，增长较快还是以上 6 个省份。

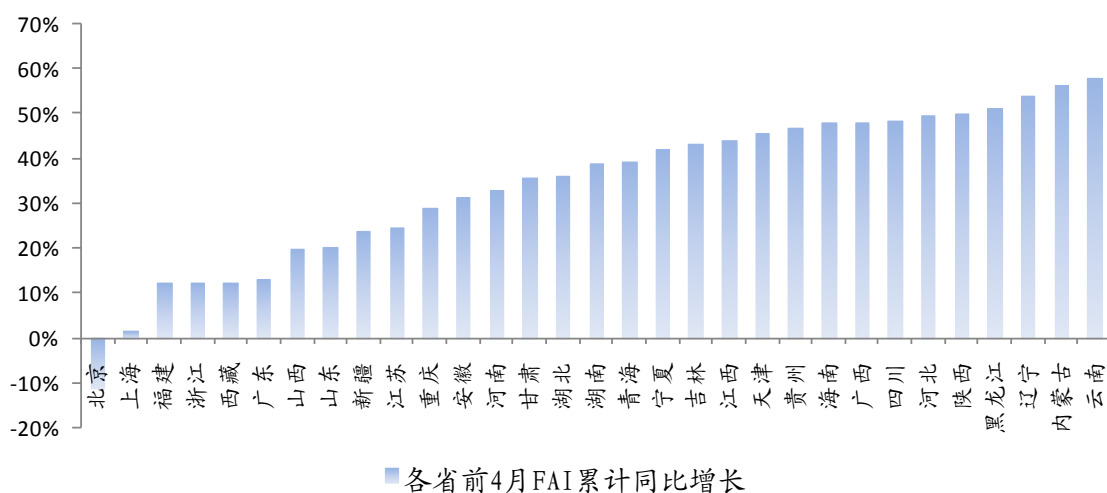
从大区域的角度来看，西北、西南、东北地区增长较快，进入 09 年后，尤以东北地区增速为最。

图 21 09 年前 4 月各省份 FAI 累计增长情况（绝对值）



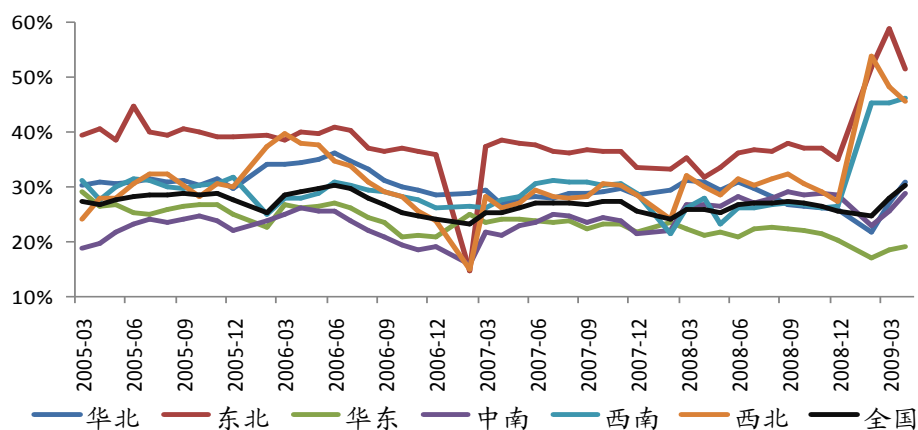
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 22 09 年前 4 月各省份 FAI 累计增长情况（相对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 23 各区域 FAI 历史增长情况

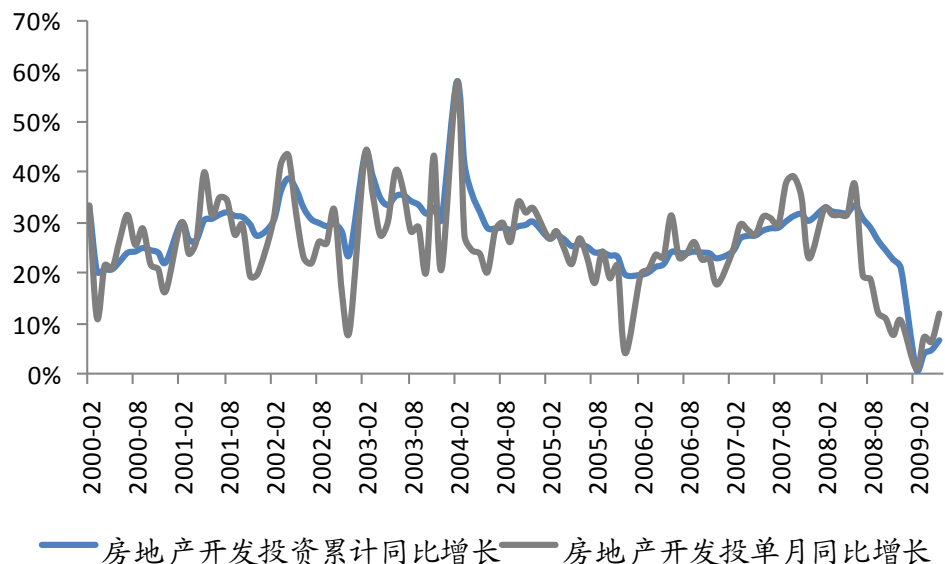


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

3、房地产运行趋势

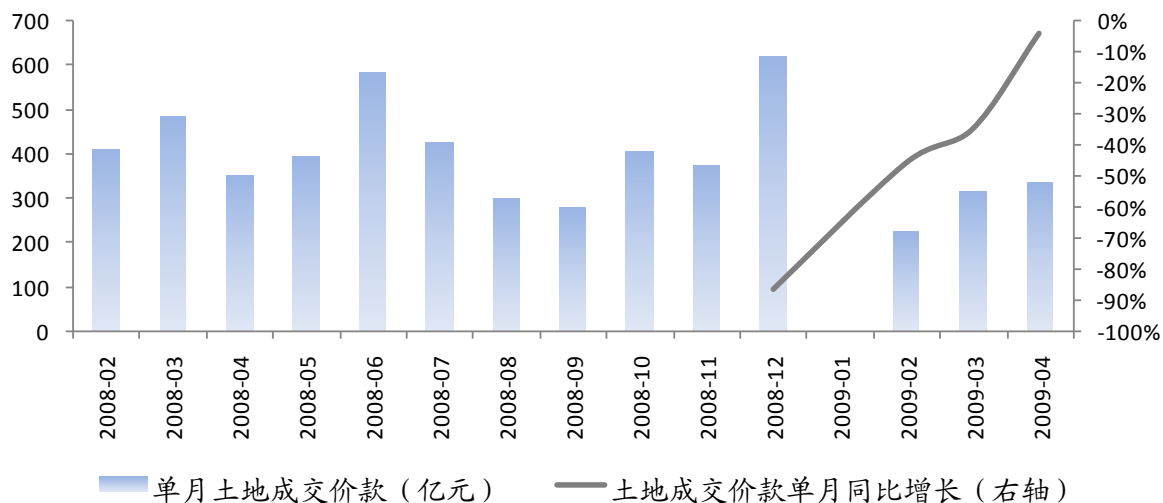
3.1 总体数据

图 24 房地产开发投资增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 25 我国单月土地成交价款情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

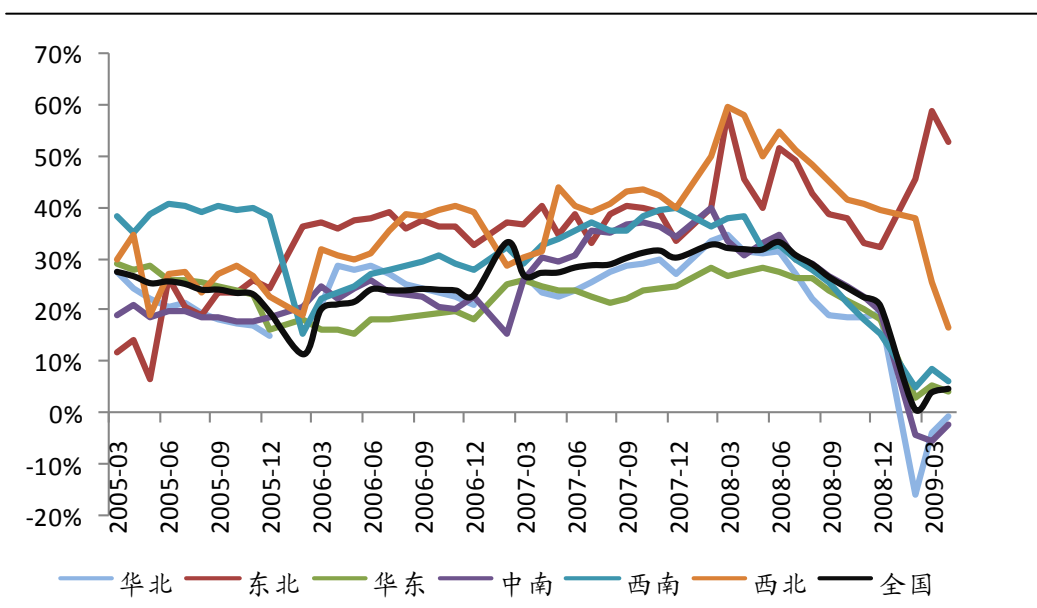
09 年以来，房地产市场销售逐渐回暖，但是开工并没有随着销售同步增长，房地产市场在上半年是拖累水泥需求的主要方面。

但是我们可以看到，土地成交已经逐渐复苏，09 年 4 月份全国土地成交价款同比

持平，5月份的数据还没有出来，但是根据我们的调查，5月份开发商拿地在全国全面开花。根据统计规律，一般来说，开发商在拿到地之后的6个月左右开始开工建设（快的话3个月，慢的有12个月，一般是6个月）。这构成了我们策略报告的主要观点之一：3、4季度房地产市场开工将大幅增加。

3.2 分地区情况

图 26 房地产开发投资分区域增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从房地产开发的区域数据上来看，华北和华东地区拖累全国，而西北和东北地产投资仍然景气，其中尤以东北地区为甚。

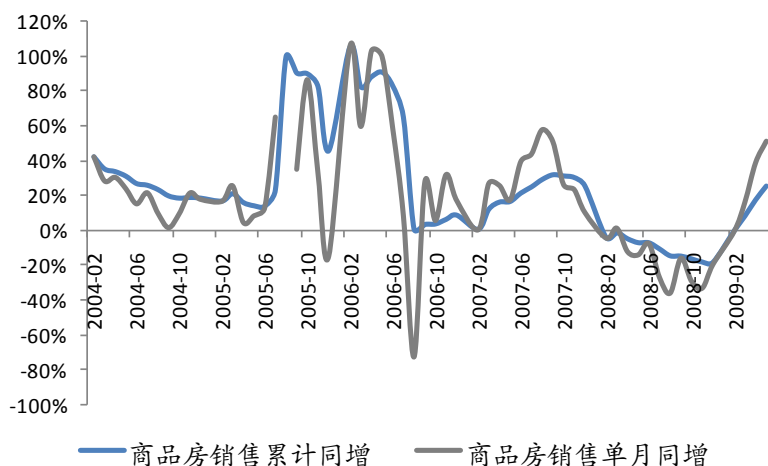
3.3 房地产投资3季度将迅速回升

根据我们的地产研究员的研究，目前我国商品房市场的库存去化周期已经大大缩短，按照目前的销售情况，只需20-30周就能把存量房消化干净；另外从拿地的角度来看，3月份一线城市土地交易开始复苏，4月份二线城市土地交易开始复苏、一线城市土地交易降幅迅速收窄，5月份一线、二线土地交易持续活跃，交易面积同比持平。从房地产销售情况来看，09年初以来持续放量，接下来突然大幅下跌的可能性很小。根据我们的银行研究员的调研结果，进入6月份，在银行的贷

款去向中，房地产的比例大幅增加。

总之，我们研究所认为：房地产开工将在3季度大幅回升，这将带动水泥、玻璃等建材产品的需求。

图 27 商品房销售情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4、未来固定资产投资和水泥供需分析

表 2 08 年以来各行业 FAI 月度累计同增情况

	城镇FAI	采矿业	制造业	电力、燃气及水	交运、仓储和邮政	房地产	水利、环境和公共设施
2008-02	24.27%	21.60%	35.78%	0.84%	0.45%	34.13%	11.45%
2008-03	25.94%	31.55%	31.93%	6.61%	5.33%	34.71%	27.04%
2008-04	25.74%	32.07%	31.23%	7.34%	7.37%	33.85%	27.19%
2008-05	25.65%	33.85%	30.46%	6.90%	7.09%	33.95%	31.24%
2008-06	26.82%	32.61%	31.38%	9.10%	8.12%	35.09%	35.42%
2008-07	27.27%	36.97%	32.23%	11.55%	11.69%	32.74%	35.04%
2008-08	27.39%	37.23%	33.00%	11.80%	11.73%	30.46%	34.91%
2008-09	27.64%	41.59%	33.38%	15.66%	12.07%	29.21%	33.06%
2008-10	27.25%	40.27%	32.81%	16.84%	13.72%	27.16%	33.61%
2008-11	26.85%	37.85%	32.21%	16.69%	13.70%	25.37%	33.26%
2008-12	26.19%	31.15%	30.56%	15.59%	21.09%	23.38%	33.61%
2009-02	26.53%	25.80%	25.37%	20.66%	63.57%	4.85%	51.75%
2009-03	28.64%	32.90%	27.27%	18.34%	55.03%	8.02%	60.83%
2009-04	30.53%	26.50%	28.96%	22.39%	56.53%	10.05%	61.20%
2009-05	32.92%						

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

在之前部分的分析中，我们提到交通运输和房地产业固定资产投资将在 3、4 季度大幅增长（二者在全社会 FAI 中合计占比 34%），因此从定性上来说，全年固定资产投资总量增长 25%没有问题。从水泥需求的角度来讲，截至 5 月份，全国水泥产量累计同比增长 13%以上，而下半年铁路、公路和房地产投资迅速增长将进一步拉动水泥需求，全国水泥需求增长 10%以上应该没有悬念。08 年全国水泥生产 13.88 亿吨，保守起见，09 年全年水泥需求量在 15.27 亿吨左右。

对于水泥供给方面，根据我们所了解的信息，08 年底全国具有新干线 922 条（其中 08 年投产 121 条，贡献熟料产能 1.4 亿吨；08 年在建未投产新干线 80 多条，预计在 09 年投产，共计 1 亿吨熟料产能），熟料产能共计 7.6 亿吨。预计 09 年新增熟料产能 1.7 亿吨，09 年底共有熟料产能 9.3 亿吨，折成水泥产能共有 12.56 亿吨，加上原有的 4 亿吨落后产能，考虑统计遗漏，截至 09 年底，全国共计水泥产能约 17 亿吨。对于市场上目前所担心的 10 年产能大幅过剩情况，我们认为，07 年和 08 年上半年水泥市场火爆的时候，众多水泥企业确实提出了庞大的扩产计划，但是 08 年下半年，水泥市场萧条，许多新项目并没有上马，只是 08 年已经开工的新线还继续在建设。比如四川地震发生之后，众多水泥厂上报了总计 1 亿吨的四川建设计划，但是事实上目前只有 5000 万吨的新干线是确确实实在进行的。09 年 1 季度水泥市场同比偏冷，许多小水泥的扩产冲动得到了抑制。市场上有人预计 10 年产能新增 3.5 亿吨，我们认为这种情况不会出现。

5、行业策略与推荐公司

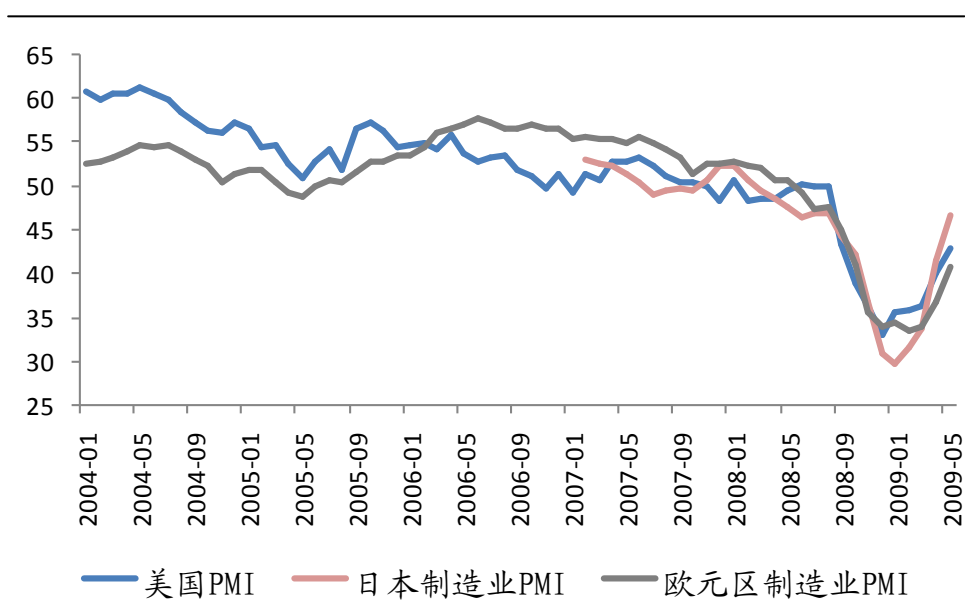
5.1 行业策略

在我们 08 年第四季度策略《冬春播种，来年收获》中，我们提到，水泥行业的盈利底部可能在 09 年中期，现在回过头看，行业底部其实是在 09 年的 2 月份，我们对自己的误判向投资者表示歉意。在我们的 09 年年度策略中，我们提到“09 年的水泥市场上半年北方优于南方，下半年南方优于北方”，我们做出这一判断的依据并没有消失，下半年随着地产以及铁路、公路投资项目的开工，南方水泥需求同比增幅将高于北方。

在 09 年 2 季度投资策略中，我们对 08 年 10 月份以来水泥股的翻番行情进行了基本面上的解释，并提出水泥股的估值还有上升的空间，如今我们仍然维持这一看法，并且维持对水泥行业的“买入”评级。

09 年 3、4 季度，房地产开工将大幅增加，浮法玻璃产量也将相应增加，浮法玻璃生产线将陆陆续续复产。从国外的情况来看，美国 and 欧洲主要国家的采购经理人指数（PMI）最近几个月连续走强，随着国外经济的复苏，玻璃产品的出口也将开始好转。基于以上分析，我们将玻璃行业的评级由“中性”上调为“买入”。

图 28 美欧日 PMI 情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

5.2 推荐公司

我们看好东北、西北的水泥市场，从数据上也可以看出，这两个区域的水泥产量和价格都比较可观。在这两个区域市场中，我们尤其看好东北地区，我们将亚泰集团的最近经营情况附在后面，维持对该公司的“买入”评级。

海螺水泥的每吨毛利在 2009 年 2 月见底之后，最近几个月稳步回升，考虑到下半年南方地产和铁路、公路项目的开工，该公司将占尽天时地利，我们将海螺水泥的最近经营情况附在后面，维持对该公司的“买入”评级。

亚泰集团跟踪信息（6月5日）

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2787

✉ tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 目前公司水泥销售量价齐升
- 参股券商投资收益超预期

我们于近日跟踪了亚泰集团的经营情况。

要点综述:

● 关于 2.23 亿欧元的外汇

公司已经于 5 月 25 日将所有欧元结汇完毕，成本是 9.2927 元人民币/欧元，减持价位为 9.5-9.6 元人民币/欧元，产生了 4600 万元人民币左右的净收益。

● 公司水泥业务经营情况

量：水泥业务每天的出货量在 6 万吨左右，同比稍有增加。

价：高标号水泥情况好：油井水泥在 450 元/吨左右（不含运费，08 年销售油井水泥 30 万吨左右）；42.5 标号水泥售价在 420（含运费，刨去运费后在 370-380）左右、32.5 标号水泥情况一般。水泥和熟料均价同比都涨了 30 多块钱。根据我们对鸡西、鹤岗煤炭价格的跟踪，09 年 6 月初煤炭价格同比高了 18%，我们测算出亚泰的煤炭成本涨幅大致在 15 元/吨，公司的吨毛利是可观的。

● 公司参股券商的情况

公司持有东北证券 30.71% 的股份，持有江海证券 30.076% 的股份。东北证券 08 年全年利润为 4.08 亿，09 年第 1 季度实现净利润 2.13 亿，目前已经 6 月份，预计 2 季度利润在 3 个亿左右；江海证券 08 年全年利润为 1.64 亿。

我们对东北证券和江海证券 09 年的业绩进行了相对保守的预测，两个公司 09 年共计实现约 10 个亿的净利润。如此，亚泰 09 年的参股券商投资收益为 3 个亿左右。

● 公司区域内竞争对手状况

进入旺季以来，小水泥开始复产，小水泥的活跃期在 4-9 月份，大部分为粉磨能力。目前在 32.5 标号水泥的市场上竞争比较激烈。公司的想法是维持现状，稍后再收购一些小水泥，做些市场整合。

● 公司盈利预测

公司水泥业务预计实现 2 亿元左右的利润（08 年实现 1.5 亿元），其他业务（地产、医药等）实现净利润 5000 万元左右，参股券商投资收益在 3 亿元左右。我们将公司 09 年的盈利预测从 1.10 元上调到 1.22 元，将目标价上调至 9.15 元。维持买入评级。

海螺水泥 (600585. SH)

海螺水泥 6 月 5 日调研要点总结

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2787

✉ tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 4、5月公司水泥吨毛利在50多块钱,环比好转,同比稍差(08年2季度为72块钱)
- 芜湖8个月没有卖出一块地,但09年5月份卖出5块地

我们于6月5日参加公司的股东大会,会议前后与管理层就当前经营情况和未来公司发展进行了讨论

要点综述:

● 南方房地产企稳,塔牌集团近期效益不错,海螺在华东的效益怎么样?

答(郭景彬):近期塔牌效益不错有原因:

- 1、广东的房地产调整最早(始于08年4月份),而当时煤炭价格正好在快速上升,所以影响也最明显;
- 2、进入09年后,该区域的房地产市场最早见底,目前未看到复苏,但是应该已经见底;
- 3、09年后,广东的基建项目增加;
- 4、该区域的煤炭价格较低。

由于上述4个原因,今年广东水泥市场明显好于往年。至于华东的房地产市场,拿芜湖来说,自08年下半年,连续8个月没有卖出一块地,09年5月份竟然卖出了5块地,预计在下半年房地产对于水泥的需求逐渐放大。

● 近期有报道称地方上项目热情非常高,投资计划可能从4万亿扩至8万亿,公司怎么看水泥需求?

答(郭文叁):4万亿扩大的说法没有见到正式的文件,在已经公布的4万亿中,有1.88万亿将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设;用于地震重灾区的恢复重建投资1万亿元;用于农村民生工程 and 农村基础设施3700亿元;保障性安居工程2800亿元。这4万亿的投资,每1万块的投资大约要用1.5吨的水泥。

至于用水泥的时间,目前未看到大项目的兴建对于水泥需求的拉动,预计在09年下半年(尤其是第4季度)和10年上半年,大项目的大规模启动对水泥的需求拉动比较明显。

● 公司怎么看09年的全国水泥产能过剩?

答(郭景彬):

- 1、水泥产能总体上确实是过剩,但是水泥产能在全国的分布有着深层次的结构矛盾(并非所有地区都过剩)。产能过剩的典型区域是浙江省,其原因在于浙江没有扶植大水泥企业,04年以前浙江经济高速增长,使得过多的民营资本进入这一行业(目前全省有80多条线、1.4亿吨的产能,08年水泥需求1亿吨)。浙江现象不会在全国蔓延。
- 2、即使是在供需情况非常糟糕的浙江,我们在当地的一条生产线(在建德,5000t/d)也是赚钱的。公司有水泥生产的原创技术(余热发电、立磨等),投资、生产、销售成本上都有很大优势,历史上水泥行业全面亏损有1999年和2005年两次,但是当时海螺水泥仍然是赚钱的。比如海螺的矿山开采成本不到10元/吨,但是许多企业都在几十块钱。
- 3、接下来还会有比较大的行业结构调整,全国还有38%、共计5亿吨左右的立窑产能。
- 4、公司不赞成大企业限产保价:

第一,公司在浙江只有1条线,而全省有80条线,公司不可能限产;

第二,海螺水泥的限产条款给了落后产能存活的机会,人为拉长了行业调整的周期,不利于行业长远发展;

第三,海螺会通过走量,实现规模效应下的成本降低,本身就是对行业整合的最大贡献。

● 目前公司是以新建线作为主要扩张手段，预计什么时候会以兼并为主？

答（郭文叁）：预计大企业在 3-5 年内仍然是以新建为主：

- 1、西部的建设仍然很落后，水泥需求在迅速增长，市场总量在增加，还没有到要必须兼并的时候；
- 2、目前兼并的成本太大，建一个新线花费 1 块钱，5 年能收回来，而兼并一个线要花费 3-4 块钱，15 年才能收回来；
- 3、投资者希望水泥行业减少投资，从而供求关系改善以及实现联合提价，这个愿望太理想化，必须要上大压小，长痛不如短痛，一来实现集中度的提高，二来实现行业生产效率的提高；
- 4、目前的行业态势对于海螺来说是非常好的，公司保持着一个很好的盈利状态，而小企业已经失去了投资冲动。
- 5、海螺和中国建材不一样，后者主要是靠资本运营带动产业扩张，海螺是做产业的，大家盈利模式不一样，预计在落后产能淘汰的差不多的时候，才会出现一些物美价廉的并购标的。

（郭景彬补充）：这几年地方政府变化也比较大，尤其是西部的地方政府，在引进投资建新线方面非常积极，主动做好拆迁、征地、批文、挂牌等前期工作，因此在西部扩张，前期费用只是些矿山的勘探费用，大约 200-300 万元。目前公司扩张的重点放在中西部。

● 公司目前在成本上有明显的竞争力，到西部以后，优势还存在吗？

答（郭文叁）：有些投资者认为海螺的 T 型战略不可复制，因为对于海螺在西部是否有成本优势表示担忧，这个可以理解。从广西的情况看，华润在当地做了很多线，但是在他们许多生产线亏损的时候，我们在扶绥的线利润是很可观的。海螺的成本优势体现在多个方面：第一是投资成本，公司的设备是自产的；第二是生产成本，公司在人力、电力和煤耗上有公认的优势；第三是销售成本也相对较低。公司在考虑建立生产线的时候，一般会做 20-50 年的长远布局，在 200 公里的区域内有多少人口？多少企业在竞争？需求增长潜力在哪里？煤炭和电力来源如何？公司在西部的扩张目前多是一线，一般来说，一线的背后都有二线，步步为营，实现规模效应。

● 公司今后几年的建设计划如何？

答（郭景彬）：

- 1、现在公司在建的生产线有十几条，目前公司员工的作息状况是“礼拜六保证不休息，礼拜日休息不保证”；
- 2、预计三、五年之内新建项目做不完，每年大概就是十几条左右，2 亿吨的产能目标很快就能达到；
- 3、二线基本靠一线的回报自己去发展，在建一线的时候，前期费用比较高（矿山、拆迁、批文等），二线的建设成本相对会较低。

● 4、5 月份的经营状况怎么样？

答（郭景彬）：

- 1、公司的吨毛利在 2 月份见底，之后几个月逐月上升，4、5 月份的吨毛利在 50 多块钱，而 08 年 2 季度的吨毛利是 72 块钱（环比好转，同比还不行），3 季度吨毛利开始发力，预计在 4 季度初，吨毛利达到 08 年的最高水平——72 块钱；
- 2、公司 1 季度水泥销量在 2600 多万吨，2 季度预计在 3000 万吨多一点，9、10 月份一般都会放量，从 08 年下半年相较于上半年的增长来看，09 年实现 1.2 亿吨的目标应该可以做到；
- 3、大型基建投资项目对水泥需求的拉动还没有看到，预计第三季度会逐渐开始；
- 4、今年原材料价格大幅下跌，出口增长势头好于国内；
- 5、总之 08 年的水泥行业是由高到低，09 年预计是由低到高。

● 目前销往基建和房地产的比例怎么样？

答（郭景彬）：

请务必阅读正文之后的免责条款部分
08 年销售是基建占 40% 多，地产占 22%，现在是 40%、21%，地产应该已经企稳，慢慢恢复，4 季度和明年 1 季度将大幅增长；

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推 荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5% ~ 15%之间；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5% ~ 5%之间；
- 4、回 避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

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何更新，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买卖的出价或询价。在任何情况下，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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。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。

渤海证券有限责任公司研究所

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 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 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 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
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 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	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	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		

渤海证券研究所

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