

水泥价格专题研究（周报）▶ 2009年7月8日 ▶ 行业专题报告

基建加速，价格波动上行，中期业绩可期； 冀东水泥需重点关注

推荐 维持评级

核心观点：

● 价格表现各不相同

提价（6）：福建（+2）、江西（+6）、重庆（+4）、云南（+8）、贵州（+6）、黑龙江（+10）；

降价（12）：天津（-1）、河南（-19）、河北（-24）、山西（-4）、山东（-12）、江苏（-33）、上海（-2）、浙江（-1）、广东（-4）、吉林（-35）、辽宁（-6）、湖北（-37）；

持平（9）：其余各地。

● 区域冷暖各有差异

东部：价格波幅扩大，需求增加。

中部：价格振荡，需求稳定增加。

西部：西北价格，高位企稳；川渝价格，有所回升。

● 本周重点投资数据与信息解读

（一）工信部：关于开展水泥结构调整进展调查的通知

（二）浙江暂停审批新上水泥项目 控制产能扩张

（三）房地产开发投资开始加速

● 我们的分析和判断

（一）局部区域存在水泥过度投资

（二）2009年下半年房地产开工率将逐步恢复

● 重点关注的公司

重点关注海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、天山股份、祁连山。

● 潜在风险的提示

若煤炭价格超预期影响我们对重点公司的盈利预测和投资判断。

分析师

洪亮

✉: hongliang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8750

相关研究

☞ 2009年水泥行业策略报告	2008.11.12
☞ 2009年水泥价格周报	2009.05.26
☞ 2009年水泥价格周报	2009.06.14
☞ 2009年水泥价格周报	2009.06.19
☞ 2009年水泥价格周报	2009.06.26

需要关注的重点公司

代码	简称	EPS(元)				CAGR(%)		BVPS		ROE(%)	
		2008A	2009E	2010E	2011E	(09-11)	09E(元)	2008A	2009E	2010E	2011E
000401.SZ	冀东水泥	0.370	0.870	1.170	1.480	58.74	6.75	7.10	14.00	15.70	16.30
600585.SH	海螺水泥	1.480	2.570	2.880	3.570	34.11	15.50	10.30	15.10	14.30	14.90
600801.SH	华新水泥	1.140	1.720	2.330	2.500	29.93	11.58	11.31	15.12	14.44	15.02
000877.SZ	天山股份	0.615	0.969	1.351	1.500	34.59	3.19	22.59	27.00	29.10	27.50
600720.SH	祁连山	0.372	0.735	0.842	1.100	43.58	4.02	16.66	25.20	27.00	29.00

资料来源：中国银河证券研究所

一、本周各地水泥价格表现

本周水泥价格基本维持前周的运行态势。各地价格涨跌互现。就 42.5 水泥价格来说，在 27 个地区中，提价的地区有 6 个：福建(+2)、江西(+6)、重庆(+4)、云南(+8)、贵州(+6)、黑龙江(+10)。其中，黑龙江的涨幅最大，上涨 10 元；涨幅最小的地区是福建，只上涨了 2 元。

降价的地区有 12 个：天津(-1)、河南(-19)、河北(-24)、山西(-4)、山东(-12)、江苏(-33)、上海(-2)、浙江(-1)、广东(-4)、吉林(-35)、辽宁(-6)、湖北(-37)。其中，跌幅最大的是湖北，下跌 37 元；天津和浙江的跌幅最小，只有 1 元。

其余 9 个地区水泥价格本周内呈持平状态。

二、本周重要相关信息解读

(一) 工信部：关于开展水泥结构调整进展调查的通知

为了准确掌握今年以来水泥工业发展的最新情况，为制定“十二五”水泥工业发展规划提供依据，提出进一步推动结构调整的政策建议，决定对今年以来水泥结构调整进展情况进行调查。(07.02)

(二) 浙江暂停审批新上水泥项目 控制产能扩张

浙江省政府近日决定，原则上暂停审批新上水泥项目，对确需建设的项目，必须符合浙江省建材工业产业转型升级的规定，按照合理布局、控制产能、等量淘汰的原则进行审批。(06.29)。

(三) 房地产开发投资开始加速

1-5 月，全国完成房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，增幅比 1-4 月提高 1.9 个百分点，比去年同期回落 25.1 个百分点。其中，商品住宅完成投资 7105 亿元，同比增长 4.4%，比 1-4 月提高 1.0 个百分点，比去年同期回落 30.6 个百分点，占房地产开发投资的比重为 69.9%。1-5 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 21.85 亿平方米，同比增长 11.7%，增幅比 1-4 月回落 0.7 个百分点；房屋新开工面积 3.57 亿平方米，同比下降 16.2%，降幅比 1-4 月扩大 0.6 个百分点；房屋竣工面积 1.62 亿平方米，同比增长 22.6%，增幅比 1-4 月回落 4.5 个百分点。其中，住宅竣工面积 1.33 亿平方米，增长 23.6%，比 1-4 月回落 4.9 个百分点。1-5 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 9875 万平方米，同比下降 28.6%；完成土地开发面积 8845 万平方米，同比下降 13.3%。(07.01)

三、我们的分析和判断

(一) 局部区域存在水泥过度投资

随着 4 万亿投资计划的陆续实施,作为项目前期的基建工程开工建设,对水泥的需求将呈现出“后浪推前浪”式的持续增长。各地新投水泥项目增幅较大,在局部区域存在水泥过度投资的趋势。在区域市场控制产能扩张,深化水泥结构调整,是维护水泥行业健康发展的内在要求。工信部对水泥结构调整进展调查和浙江暂停审批新上水泥项目,正是这方面的反映。

(二) 2009 年下半年房地产开工率将逐步恢复

今年 1-5 月,房地产开发方面除房屋新开工及完成土地开发面积下降外,其他指标均同比上涨。我们认为:随着土地供应进一步放大,土地价格向上,今年开工率会进一步恢复。

四、重点公司值得关注

随着城镇化进程的加速,市场份额和行业利润将向优势企业集中。上市公司业绩增长与股东回报率提高将超出市场预期。我们给予重点公司 2009 年 25 倍的市盈率、10 倍的 EV/EBITDA 的估值水平。推荐有核心竞争力,特别是具有高成长性和市场整合能力的区域龙头水泥企业,重点关注海螺水泥(600585)、华新水泥(600801)、冀东水泥(000401)、天山股份(000877)、祁连山(600720)。

表 1: 需要关注的重点公司

代码	简称	EPS(元)				CAGR(%)		BVPS		ROE(%)	
		2008A	2009E	2010E	2011E	(09-11)	09E(元)	2008A	2009E	2010E	2011E
000401.SZ	冀东水泥	0.370	0.870	1.170	1.480	58.74	6.75	7.10	14.00	15.70	16.30
600585.SH	海螺水泥	1.480	2.570	2.880	3.570	34.11	15.50	10.30	15.10	14.30	14.90
600801.SH	华新水泥	1.140	1.720	2.330	2.500	29.93	11.58	11.31	15.12	14.44	15.02
000877.SZ	天山股份	0.615	0.969	1.351	1.500	34.59	3.19	22.59	27.00	29.10	27.50
600720.SH	祁连山	0.372	0.735	0.842	1.100	43.58	4.02	16.66	25.20	27.00	29.00

资料来源: 中国银河证券研究所

冀东水泥：正在崛起的水泥经营商

表 2：关键指标预测

投资评级 推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3860.41	4568.73	11421.83	17413.85	21305.21
EBITDA(百万元)	944.61	944.45	2227.05	2938.68	3713.55
净利润(百万元)	367.76	446.03	1050.67	1419.43	1799.23
摊薄 EPS(元)	0.38	0.37	0.87	1.17	1.48
PE(X)	36.13	37.52	15.93	11.79	9.30
EV/EBITDA(X)	18.43	21.35	9.87	8.21	7.03
PB(X)	4.49	2.65	2.23	1.85	1.52
ROIC	5.98%	4.23%	7.45%	7.44%	7.80%
总资产周转率	0.49	0.42	0.70	0.73	0.69

注：净利润为归属母公司的净利润

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素与主要假设条件：

(1) 公司在目标市场具有一定的定价权，并对上游煤炭供应商有一定的议价能力，公司所有水泥生产线皆为新型干法，而且已经或正在配备余热发电装备，公司的盈利能力正在迅速提升。(2) 公司的资本运作能力较强。(3) 公司每年保持新建 6~8 条左右日产 5000 吨的新型干法水泥生产线。预计 2009~2011 年公司依旧保持较强的投资能力，为公司产能扩张提供装备支持和保障。

我们与市场的不同观点：

随着冀东水泥经营规模迅速扩展，市场对公司驾驭企业的能力产生一定的怀疑。我们始终认为：公司规模扩大，市场议价能力与资本运作能力提高，经营的规模效应将逐步释放出来。公司将充分把握环渤海经济带快速起飞带来的市场机会，做大做强水泥业务，提高公司行业地位。规模的扩大将进一步降低公司的经营成本，提高公司的盈利能力。因此，公司应享有较高的估值水平。

公司估值与投资建议：

我们预计 2009~2011 年公司每股收益分别同比增长 135.6%、35.1%和 26.8%；动态市盈率分别为 15.9 倍、11.8 倍和 9.3 倍；EV/EBITDA 分别为 9.87 倍、8.21 倍和 7.03 倍；净资产收益率分别为 14.0%、15.7%和 16.3%。公司成长性明确，股东回报能力强，具有长期投资价值。结合 DCF 估值，我们认为公司合理估值为 20 元，维持对其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

2008 年公司定向增发 A 股募集资金 29.33 亿元，全部用于水泥主业投资。未来 3 年公司将进一步加大对目标市场的投资力度，产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

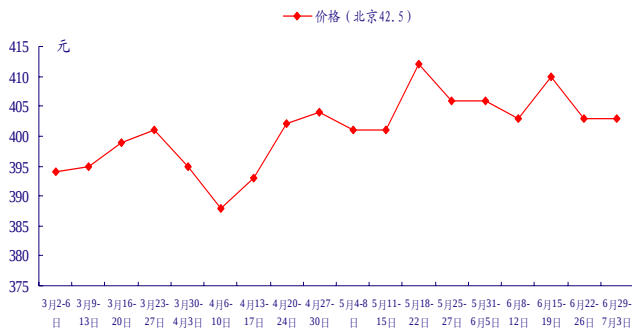
主要风险：

公司面临的最大的风险是在建项目不能如期投产。持续高速发展考验公司的管理能力。如果 2009~2011 年煤炭价格向上变动幅度超出预期假设，将影响对公司的盈利预测和投资判断。

五、各区域水泥价格走势（图）

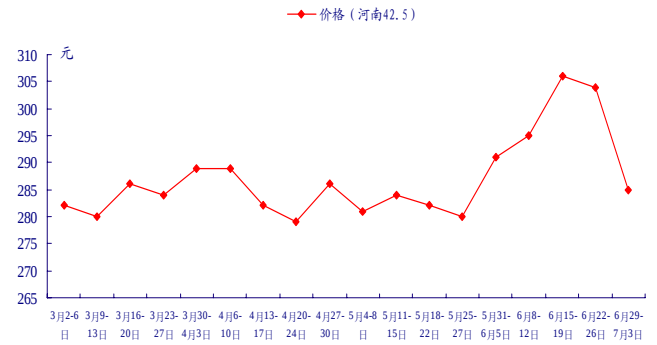
（一）华北地区

图 1：北京 42.5 水泥价格走势



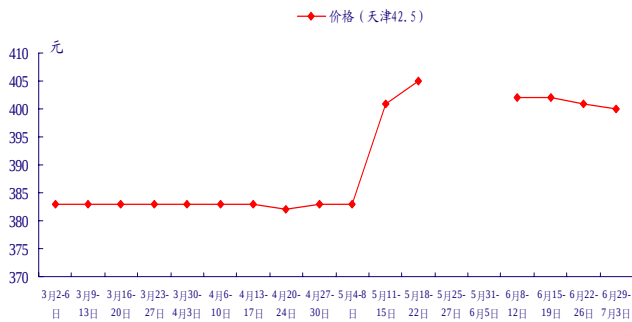
资料来源：中国水泥网

图 2：河南 42.5 水泥价格走势



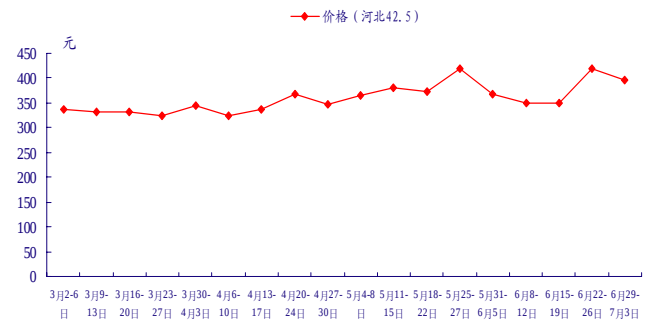
资料来源：中国水泥网

图 3：天津 42.5 水泥价格走势



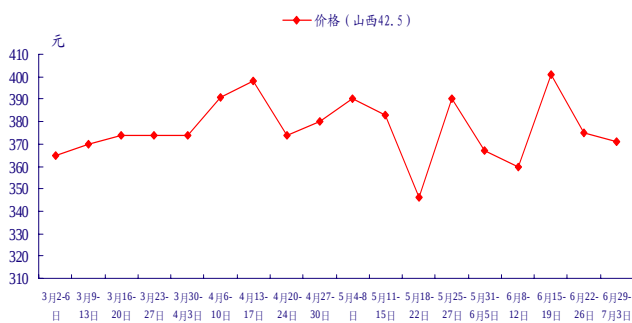
资料来源：中国水泥网

图 4：河北 42.5 水泥价格走势



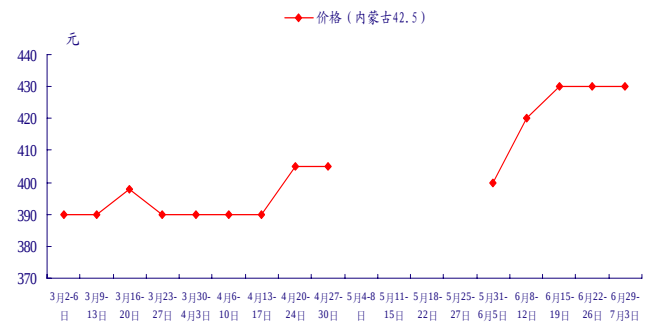
资料来源：中国水泥网

图 5：山西 42.5 水泥价格走势



资料来源：中国水泥网

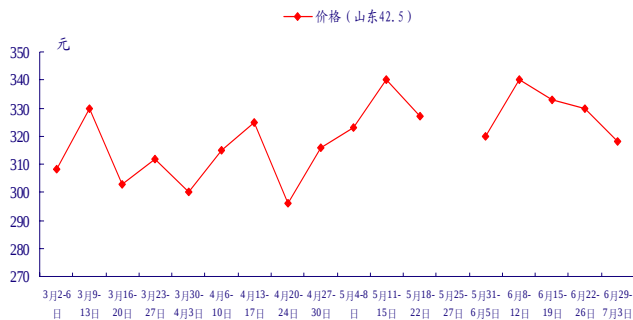
图 6：内蒙古 42.5 水泥价格走势



资料来源：中国水泥网

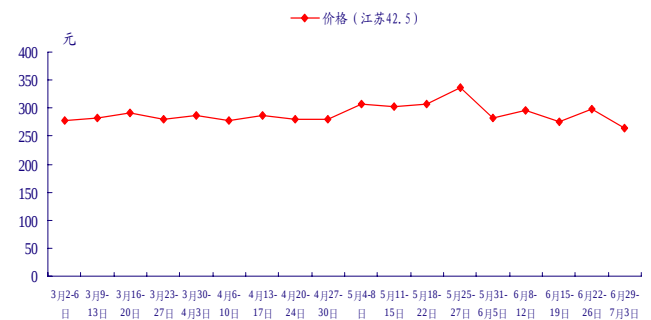
(二) 华东地区

图 7: 山东 42.5 水泥价格走势



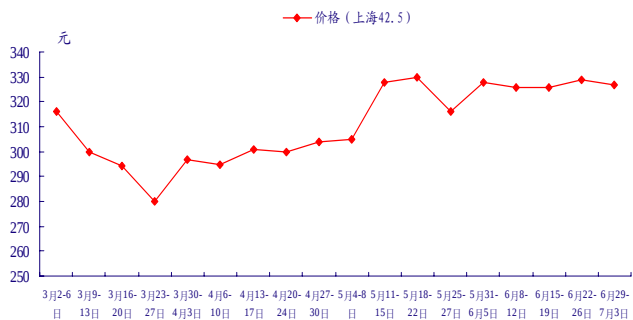
资料来源: 中国水泥网

图 8: 江苏 42.5 水泥价格走势



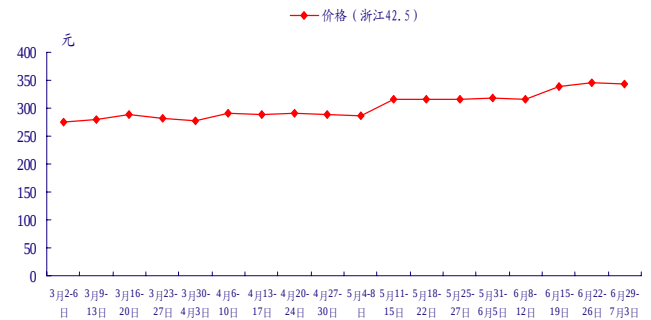
资料来源: 中国水泥网

图 9: 上海 42.5 水泥价格走势



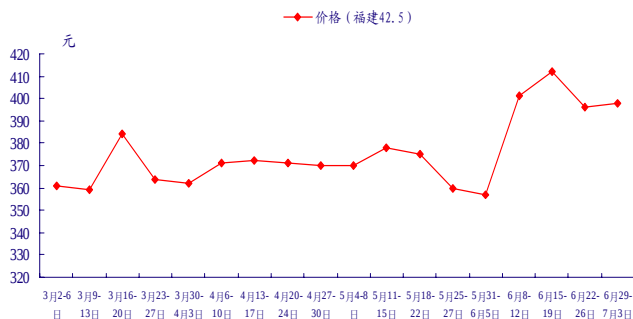
资料来源: 中国水泥网

图 10: 浙江 42.5 水泥价格走势



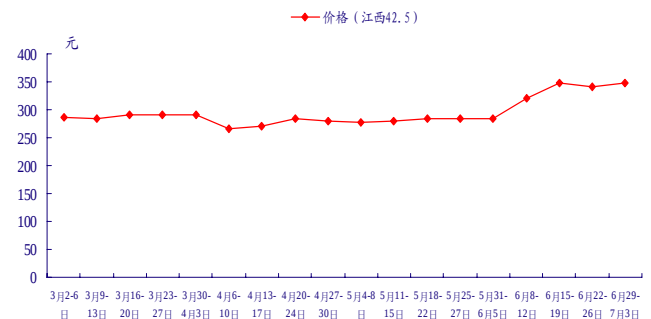
资料来源: 中国水泥网

图 11: 福建 42.5 水泥价格走势



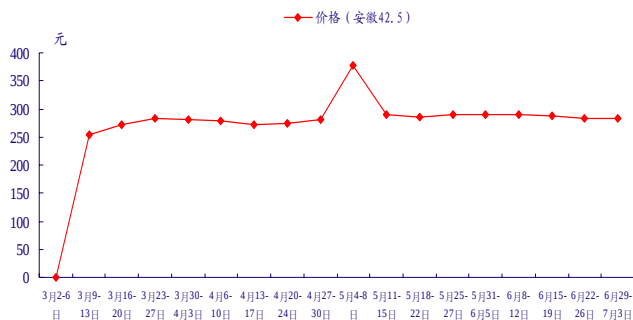
资料来源: 中国水泥网

图 12: 江西 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

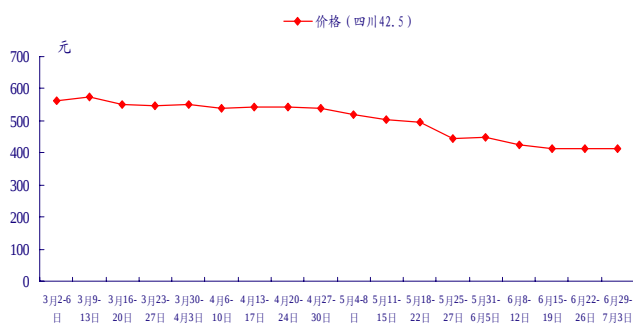
图 13: 安徽 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

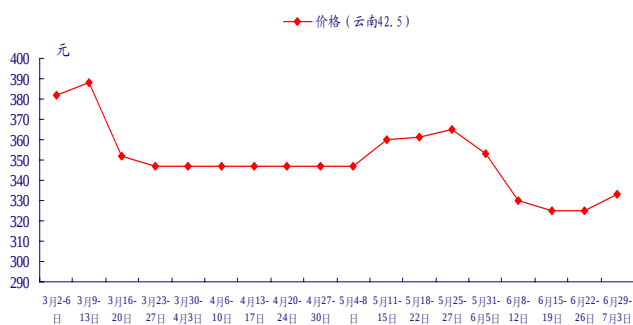
(三) 西南地区

图 14: 四川 42.5 水泥价格走势



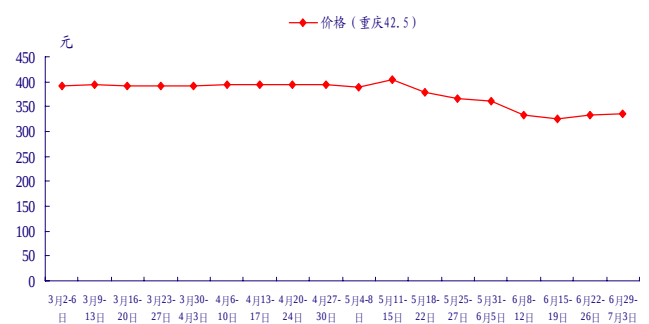
资料来源: 中国水泥网

图 16: 云南 42.5 水泥价格走势



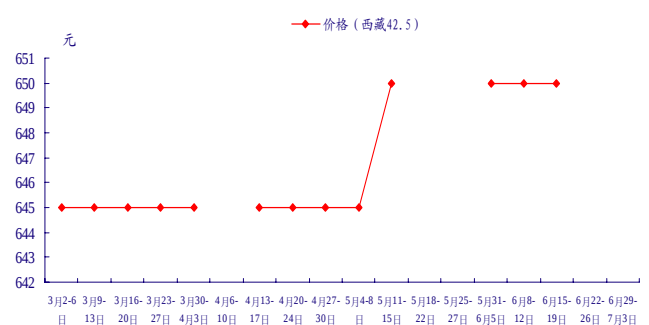
资料来源: 中国水泥网

图 15: 重庆 42.5 水泥价格走势



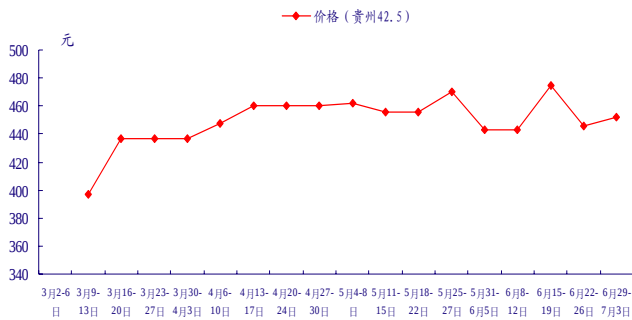
资料来源: 中国水泥网

图 17: 西藏 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

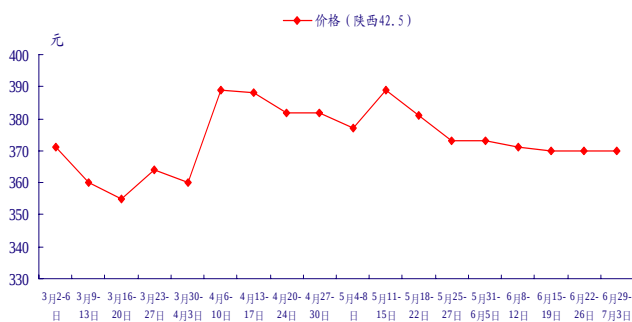
图 18: 贵州 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

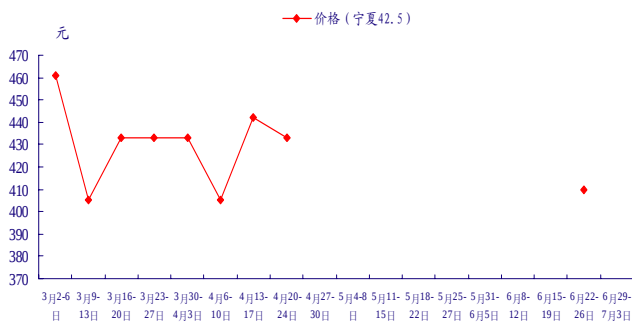
(四) 西北地区

图 19: 陕西 42.5 水泥价格走势



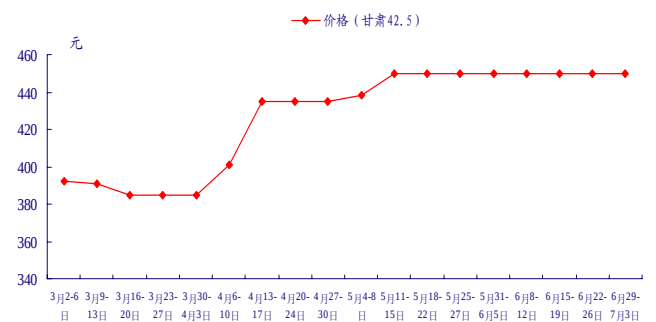
资料来源: 中国水泥网

图 21: 宁夏 42.5 水泥价格走势



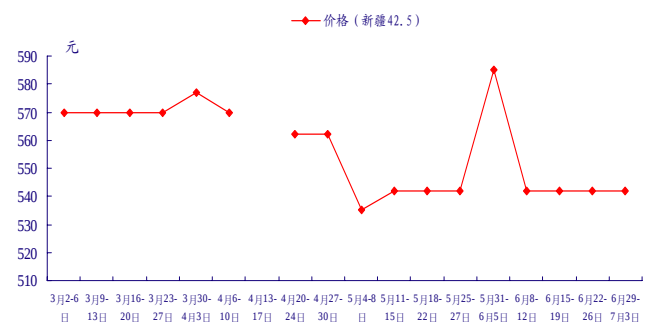
资料来源: 中国水泥网

图 20: 甘肃 42.5 水泥价格走势



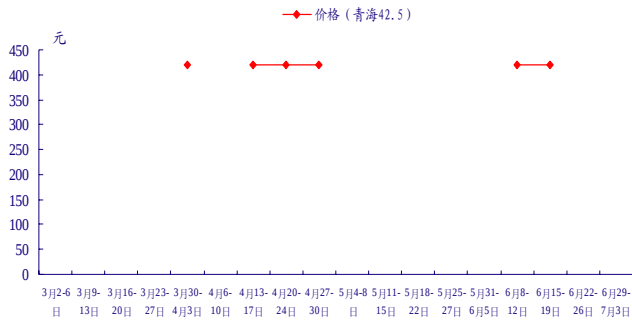
资料来源: 中国水泥网

图 22: 新疆 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

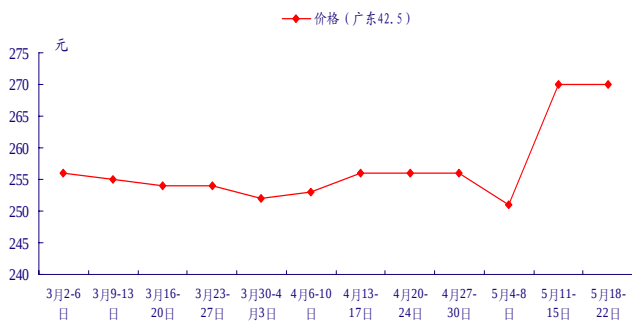
图 23: 青海 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

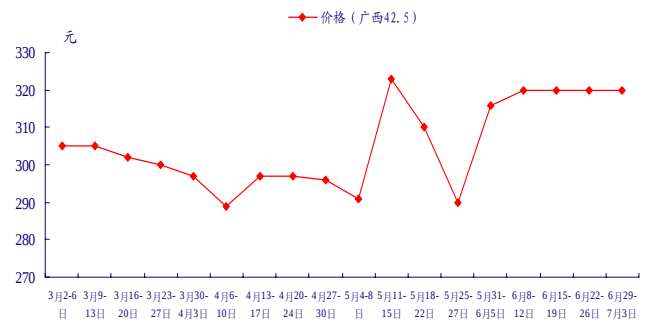
(五) 华南地区

图 24: 广东 42.5 水泥价格走势



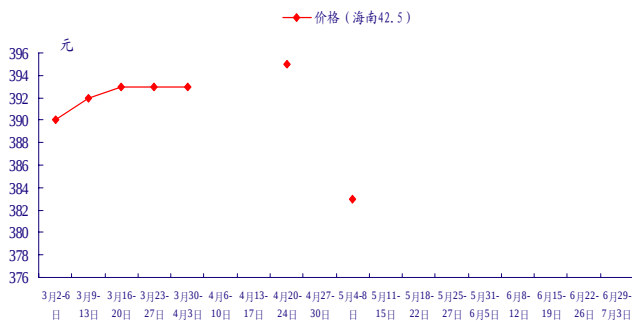
资料来源: 中国水泥网

图 25: 广西 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

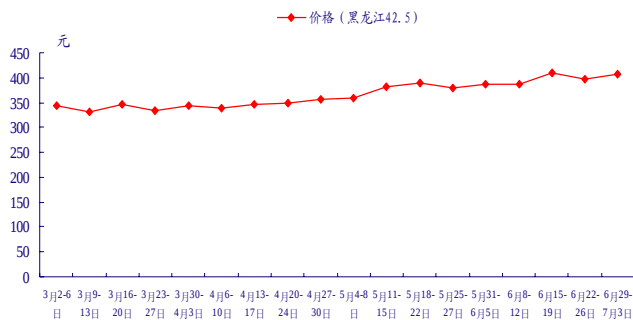
图 26: 海南 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

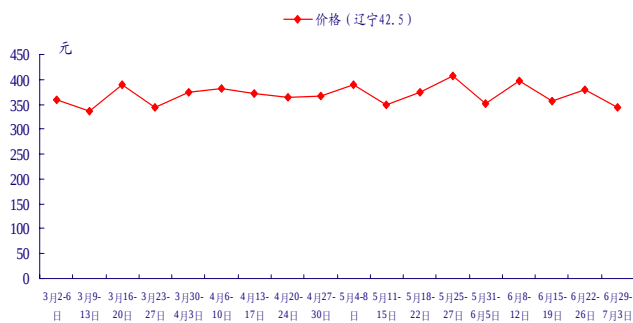
(六) 东北地区

图 27: 黑龙江 42.5 水泥价格走势



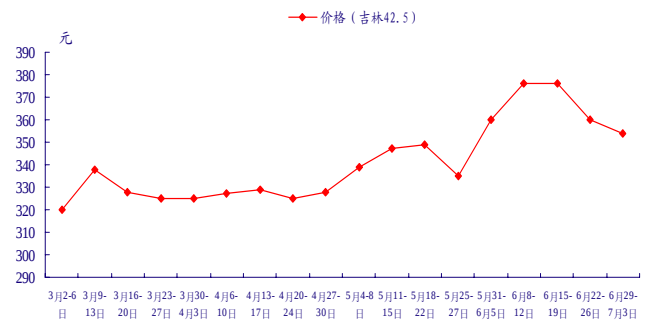
资料来源: 中国水泥网

图 29: 辽宁 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

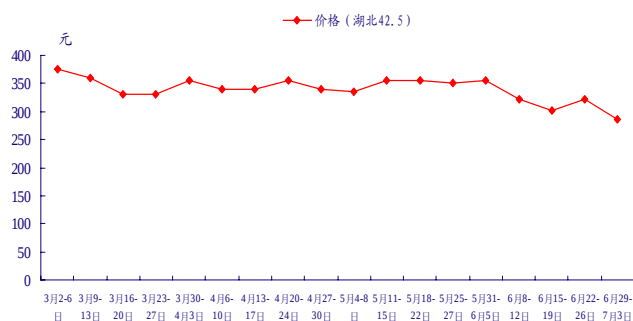
图 28: 吉林 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

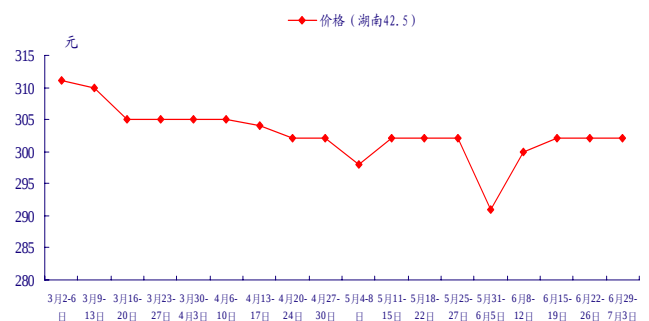
(七) 华中地区

图 30: 湖北 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

图 31: 湖南 42.5 水泥价格走势



资料来源: 中国水泥网

六、各地水泥价格变动表

表 3: 本周 P.O42.5 袋装水泥价格

地区	6 月 22-26 日（元/吨）		6 月 29-7 月 3 日（元/吨）		涨跌
华北	北京	403	403	--	
	天津	401	400	-1	
	河南	304	285	-19	
	河北	420	396	-24	
	山西	375	371	-4	
	内蒙古	430	430	--	
	山东	330	318	-12	
	江苏	298	265	-33	
华东	上海	329	327	-2	
	浙江	345	344	-1	
	福建	396	398	2	
	江西	341	347	6	
	安徽	284	284	--	
	四川	411	411	--	
	重庆	332	336	4	
	云南	325	333	8	
西南	贵州	446	452	6	
	陕西	370	370	--	
	甘肃	450	450	--	
	新疆	542	542	--	
	广东	290（P.O42.5R）	286（P.O42.5R）	-4	
	广西	--	320	--	
	辽宁	380	345	-35	
	吉林	360	354	-6	
东北	黑龙江	396	406	10	
	湖南	302	302	--	
华中	湖北	322	285	-37	

资料来源: 中国水泥网 (7 月 3 日 P. 042. 5)

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

建材行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、天山股份（000877.SZ）、亚泰集团（600881.SH）、太行水泥（600553.SH）、祁连山（600720.SH）、赛马实业（600449.SH）、塔牌集团（002233.SZ）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908