

需求增长加速 盈利空间扩大

推荐 维持评级

分析师

洪亮

✉: hongliang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8750

核心观点:

● 基建投资加速是 2009 年下半年水泥行业投资的主线:

预计 2009~2010 年我国水泥产量的增速分别为 7%与 10%左右。包括地震灾后重建、4 万亿投资刺激经济政策的进一步实施、我国城镇化进程的加速,是水泥需求增长的主要动力源。在需求稳定增长与供给结构调整的共同作用下,我国水泥行业将继续维持稳定增长。

● 水泥企业的盈利空间有望拓宽:

预计 2009~2010 年我国煤炭的平均价格将分别同比下调 10%、上涨 10%。2009 年水泥的生产成本将下降 3.6%,2010 年因煤电成本的上涨将推动水泥价格上涨 7.5%左右。在水泥市场容量稳定扩大的经营背景下,水泥企业的盈利空间将有望拓宽。

● 行业估值与投资建议:

考虑到市场整合将以脉冲方式推动龙头企业扩大经营规模,提高行业的集中度,通过规模效益提升行业毛利率水平,水泥行业的估值水平将进一步提升,预计这种脉冲式增长将贯穿于 2009~2011 年,因此,我们给予行业“维持推荐”的投资评级。

● 重点公司具有双重价值:

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 2008 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)。

● 主要风险因素:

如果 2009~2011 年煤炭价格向上变动幅度超出我的预期假设,给水泥企业带来过大的成本压力,从而影响我们对重点公司的盈利预测和投资判断。

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

分析师简介

洪亮

建材行业分析师 经济学博士 管理学博士后

2001 年加入银河证券研究所，先后从事宏观经济与资本市场、金融、建材、城市轨道交通、旅游行业的研究。具有 9 年证券从业经验。



投资概要：需求稳定增长 估值存在机会

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 我们预计 2009~2010 年我国水泥产量的增速分别为 7% 与 10% 左右。基建投资加速是 2009 年下半年水泥行业投资的主线。包括地震灾后重建、4 万亿投资刺激经济政策的进一步实施、我国城镇化进程的加速，是水泥需求增长的主要动力源。由于存在“化整为零”和“政出多门”的制度漏洞，在区域市场出现阶段性水泥供给过剩。在需求稳定增长与供给结构调整的共同作用下，我国水泥行业将继续维持稳定增长。

(2) 预计 2009~2010 年我国煤炭的平均价格将分别同比下调 10%、上涨 10%。在水泥市场容量稳定扩大的经营背景下，区域龙头水泥企业可以通过提高水泥价格的方式将原燃料成本上涨的因素部分转嫁出去。在煤炭价格下调的环境下，水泥企业的盈利空间将有望拓宽。我们认为 2009 年煤电成本将下降 6%，对水泥的生产成本下降 3.6% ($3.6\% = 60\% \times 6\%$)；2010 年煤电成本上涨 10%，对水泥的生产成本提高 6.0%，并将推动水泥价格上涨 7.5% 左右。

我们与市场的不同观点：

市场认为，水泥需求因为房地产投资波动而存在大幅波动的预期。我们认为，政府为维持房价的稳定正在并将进一步加大对保障性住房的投资力度，实现的房屋开工面积不会大幅波动。同时，这些由于是政府投资，其投资的“性价比”高，实际需要水泥量较商品房要多。随着城镇化率的提高，今后 10 年我国将有 2.2 亿农民变成城镇居民，将引致建筑面积以每年 10 亿平方米的速度递增。因此，从实物量来看，房地产用水泥量的增速不会下降。随着城镇化加速，市场份额和行业利润将向优势企业集中。推动上市公司业绩增长、股东回报提高，并提升公司的内在价值。2006 年以来，包括海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、拉法基瑞安等一大批企业因此获得了快速发展。

行业估值与投资建议：

考虑到市场整合将以脉冲方式推动龙头企业扩大经营规模，提高行业的集中度，通过规模效益提升行业毛利率水平，水泥行业的估值水平将进一步提升，预计这种脉冲式增长将贯穿于 2009~2011 年，因此，我们给予行业“维持推荐”的投资评级。

重点公司具有内生性增长与行业整合的双重价值，公司业绩增长与股东回报率提高将超出市场预期，我们给予其 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)。

行业表现的催化剂：

加大基建投资，加速推进城镇化是行业投资价值的催化剂。我们认为这件事在 2009 年下半年将会得到实质性的落实，其突出表现将是水泥行业收入的增加和盈利水平的提高。相应的将出现水泥行业的投资机会。

主要风险因素：

如果 2009~2011 年煤炭价格向上变动幅度超出我的预期假设，影响我们对重点公司的盈利预测和投资判断。

目 录

一、行业预测关键假设.....	1
(一) 行业预测关键假设.....	1
(二) 城镇化是水泥行业研究的出发点.....	2
二、我国城镇化建设进入关键时期.....	4
(一) 建设新农村, 实现农业现代化.....	6
(二) 形成城乡经济社会发展一体化新格局.....	6
(三) 灾后重建投资巨大且具有刚性特征.....	6
三、加速城镇化建设使水泥需求获得加速度.....	7
(一) 对水泥需求的测算:	7
(二) 水泥需求将稳定在 7%~10% 的水平.....	8
四、供给的增幅将有所下降.....	9
(一) 2009 年净新增产能规模较大.....	9
(二) 2009 年水泥产能在局部市场出现过剩.....	10
五、年度综合水泥价格将持续上扬.....	11
(一) 煤电价格将推动水泥价格上扬.....	11
(二) 提高环境治理成本推动水泥价格的上涨.....	13
(一) 节能减排带动生产成本下降.....	14
(二) 行业集中度提高将带来规模效益.....	14
七、市场整合带来行业的重组价值.....	17
(一) 同质化的特性决定扩大规模水泥企业的内在动力.....	17
(二) 强制性淘汰落后产能将有效提高行业集中度.....	17
(三) 市场整合在提高行业集中度的同时带来整合效益.....	17
八、市场对行业的估值水平偏低.....	19
(一) 我国水泥重点企业估值水平较低.....	19
(二) 市场已体现了行业的投资价值.....	20
(三) 未来存在估值提高的空间.....	21
九、龙头公司具有估值优势.....	21
(一) 龙头企业将快速发展.....	21
(二) 行业整合与高成长性将超出市场预期.....	21
(三) 行业表现的催化剂.....	21
(四) 主要风险因素.....	22
附录:	32
(一) 水泥纯低温余热发电技术:	32
(二) 水泥行业竞争力分析.....	32
(三) 60 家国家重点支持大型水泥企业名单.....	33
(四) 2007-2010 年全国分省淘汰落后水泥生产能力计划表.....	34
插图目录.....	35
表格目录.....	35

一、行业预测关键假设

(一) 行业预测关键假设

基建投资加速是 2009 年下半年水泥行业投资的主线。包括地震灾后重建、4 万亿投资刺激经济政策的进一步实施、我国城镇化进程的加速，是水泥需求增长的主要动力源。2010 年前强制淘汰 2.5 亿吨的落后产能，将拓展新型干法水泥的市场空间。由于存在“化整为零”和“政出多门”的制度漏洞，在区域市场出现阶段性水泥供给过剩。在需求稳定增长与供给结构调整的共同作用下，2009~2010 年我国水泥产量的增长将分别达到 7% 和 10%。我们预计 2009~2010 年国内煤炭价格在供求缓解和成本上升的推动下，2009~2010 年我国煤炭的平均价格将分别同比下调 10%、上涨 10%。煤炭价格的下降对水泥企业业绩的影响将是正面的。因为水泥企业用的煤炭价格早已是市场化了，其价格主要是市场调节。在水泥市场容量稳定扩大的经营背景下，区域龙头水泥企业可以通过提高水泥价格的方式将原燃料成本上涨的因素部分转嫁出去。在煤炭价格下调的环境下，水泥企业的盈利空间将有望拓宽。水泥行业具有市场发展与行业整合带来的双重投资价值，行业未来逐步提升的盈利能力有望降低行业估值风险，进一步凸现行业投资价值。我们给予行业“维持推荐”的投资评级。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）。但提请注意：如果 2009~2010 年煤炭价格向上变动幅度超出我的预期假设，重点公司的盈利状况存在下滑风险。

整篇报告是基于对一系列行业驱动因素（地震灾后重建、4 万亿投资刺激经济等推进城乡经济社会发展一体化）的分析和预测，这些因素包括：城镇化引致需求增速、供给增速、煤、电价涨幅、余热发电对能耗的替代、强制性落后产能的淘汰等因素，并详细讨论这些因素假设。

表 1：行业预测关键假设

	2009	2010	2011	
行业预测关键假设	需求（包括地震灾后重建、4 万亿投资刺激经济等在内的城镇化加速发展和居民消费升级是行业发展的主要驱动力，但在经济结构调整下需求弹性系数降低）	7%	10%	6%
	供给（水泥产能扩涨速度将放缓，强制性淘汰落后产能为扩大新型干法水泥产能拓展了新的市场空间）	7%	10%	6 %
	盈利能力（吨水泥利润保持增长）	20.5 元	21 元	23 元
	煤价（国内动力煤价格在需求旺盛、运力不足和生产成本上升的影响下将上涨）	-10%	10%	10%
	电价（生产要素应体现一次能源价值，呈上涨趋势。但 CPI 构成压力）	3.8%	3.0%	1.0%
	供能电耗（产业升级下持续降低）	-10%	-10%	-7%
	市场发展与行业整合交互作用（市场份额和行业利润将向优势企业集中。推动上市公司业绩增长、股东回报提高，并提升公司内在价值。）			

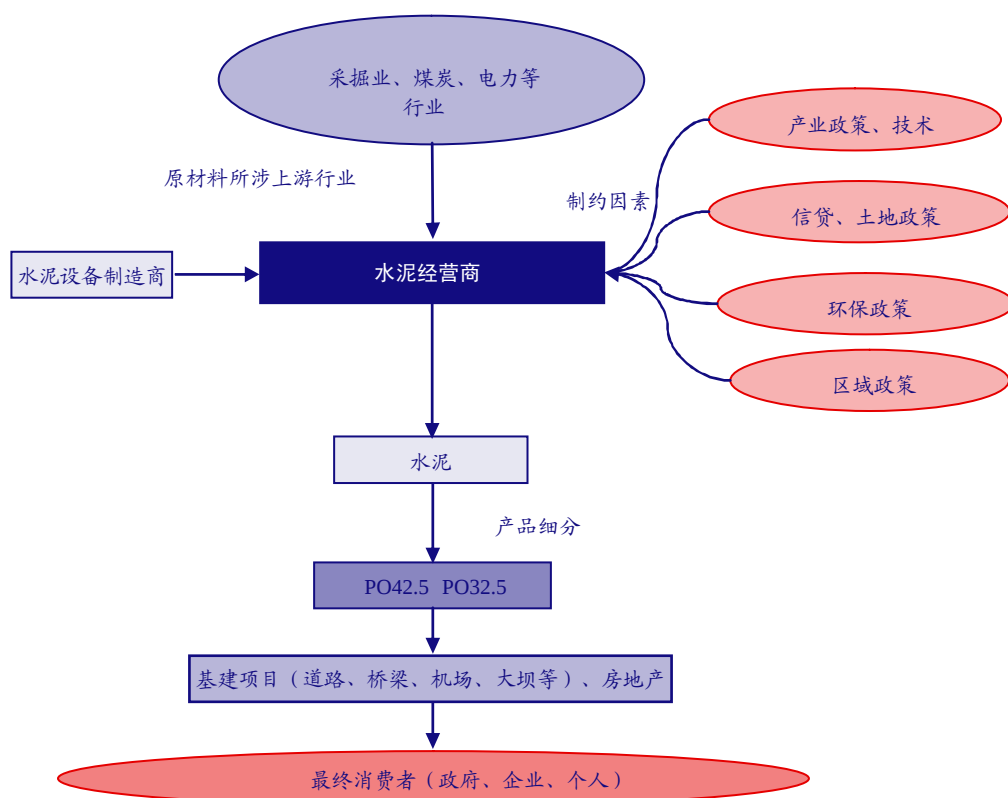
资料来源：中国银河证券研究所

（二）城镇化是水泥行业研究的出发点

水泥行业是产品同质化程度较高、竞争较为充分的重要的原材料制造行业。水泥业的经营和发展既受到其需求状况的制约，又受到国家宏观环境和相关产业政策的影响，产品价格的竞争是其主要竞争方式，因此，对水泥行业的研究首先要基于产品供求状况及其相互关系的发展趋势的判断；其次，行业以及行业内企业的经营状况主要依赖于价格成本的分析，因此，行业及相关企业盈利水平就立足于对其现有成本结构及其未来波动态势的分析。

水泥产品具有 4 个月的保质期，因此，水泥的产量一般就代表其实际的市场需求量。对未来经济发展的研究预测，是研究水泥产业未来发展的基础和条件。水泥产业平均增长率对 GDP 年均增长率的比值，称为水泥产业先行弹性系数，我国 2000~2006 年间的水泥产业先行弹性系数是 1.101。因此，从我国水泥产量增长的速度来看，一般高于国民经济总的增长速度。而影响水泥需求增量的因素主要包括：未来 GDP 的增速、特别是包括基础设施建设和环境建设在内的固定资产投资的增速。有关水泥的进出口税收政策导致内外需水泥比价的变化对水泥净出口量的波动将产生明显的影响。国内水泥需求与外部水泥需求决定水泥的总需求。

图 1：水泥行业产业链结构图（一）

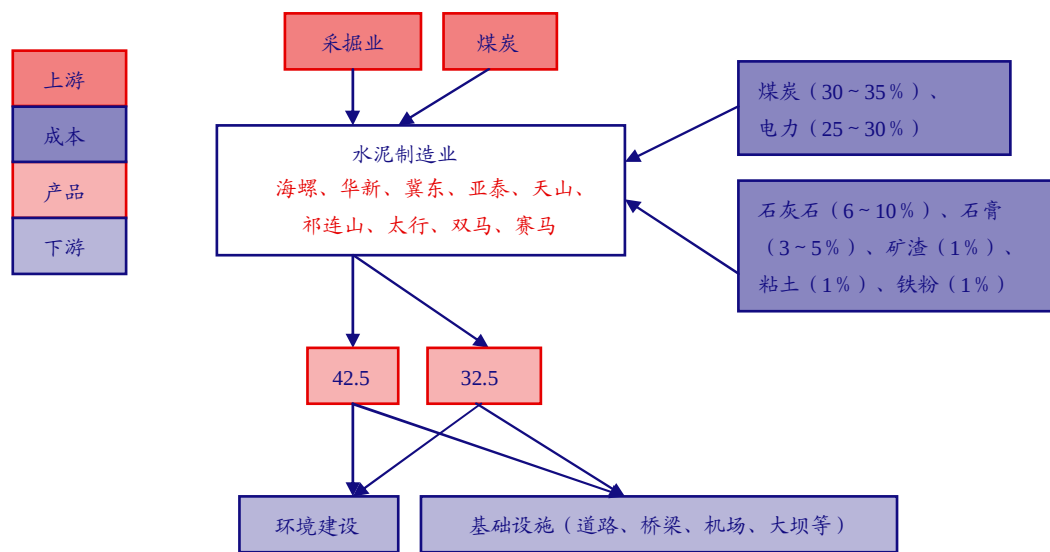


资料来源：中国银河证券研究所

水泥的供给主要受国家的对水泥采取的政策，包括水泥产业政策、技术政策、信贷政策、土地政策、环保政策以及区域政策的影响。从量化的角度来看，水泥的供给由水泥产能决定，包括既有水泥产能的规模、由水泥投资带来的新增水泥产能以及落后水泥产能的淘汰规模共同决定。

水泥行业及行业内企业的盈利水平主要由收入成本来决定。理论上，由水泥供求决定的水泥价格应是水泥企业成本的上限，在价格作为市场约束条件的前提下，影响水泥企业盈利空间的主要因素将只能从产业链的上游去寻找。从成本构成来看，水泥的成本主要有石灰石、石膏、矿渣、粘土、铁粉、煤炭、电力以及设备折旧与人工成本。

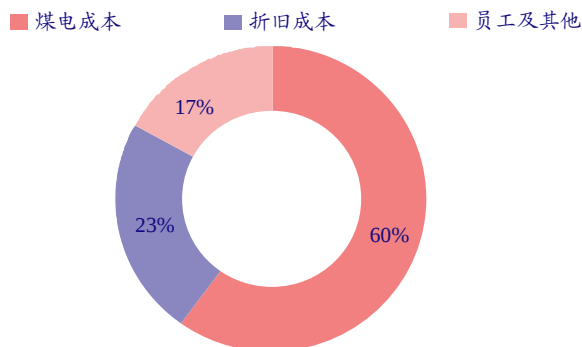
图 2：水泥行业产业链结构图（二）



资料来源：中国银河证券研究所

在上述成本因素中，石膏、矿渣、粘土、铁粉因价值量上占比不大，影响不大；石灰石虽然从金额上占到 6~10%，由于水泥企业一般都拥有石灰石矿山资源，因此，也是相对稳定的因素，变化不大，而且企业能够完全控制；占比合计达到 60%的煤电成本，近来受国际能源价格变动以及国内能源价格改革的影响呈逐年上涨态势，对水泥成本波动的影响越来越大，是分析水泥成本的重点。

图 3：水泥经营成本构成

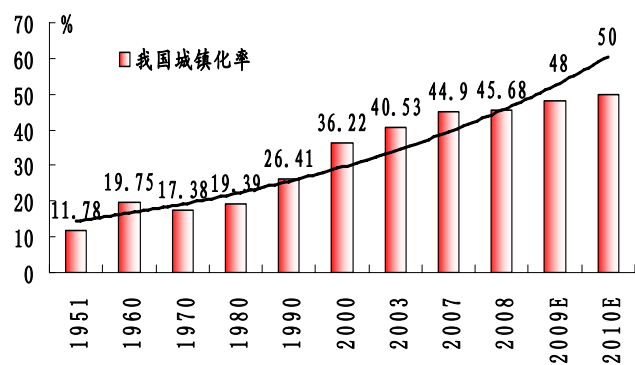


资料来源：中国银河证券研究所

二、我国城镇化建设进入关键时期

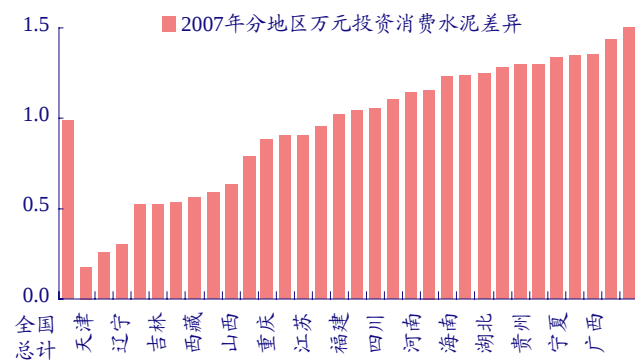
城镇化建设是经济社会现代化水平的综合标志，是实现现代化和工业化的必经之路。我国的耕地十分有限，不可能为 8 亿的农民提供充分的就业机会；同时，在现代化经济中，农业也不可能占有过大的比重。因此，城市是农民的重要出路。在城镇化进程中，城镇的数量将持续建设大量增加，特别是中西部地区的城镇数量将成倍增加；相比农村来说，城镇的基础设施和环境建设的投资大幅增加，而中西部由于建设施工环境相对较差，建设同等项目的投资额较东部地区将成倍增加。截至 2008 年底，全国设市城市已由 1978 年的 193 座增加到 655 座，其中百万人以上特大城市 118 座，超大城市 39 座；建制镇从 2173 个发展到 19369 个，已初步形成以大城市为中心、中小城市为骨干、小城镇为基础的多层次的城镇体系。城镇人口 6.07 亿，城镇化水平达 45.68%，比 1982 年的 21.1% 提高 24.6 个百分点。我国目前城镇化率已经超过 40%。从世界城镇化进程来看，城镇化率从 36% 提高到 60% 属于加速发展期。此外，城镇住宅和房屋的使用建材的量与质明显高于农村住宅和房屋，这是一个带有普及性的消费升级，这种需求也会拉动包括水泥在内的建材行业和建筑材料的快速增长。

图 4：我国城镇化率逐年提高



资料来源：中国银河证券研究所

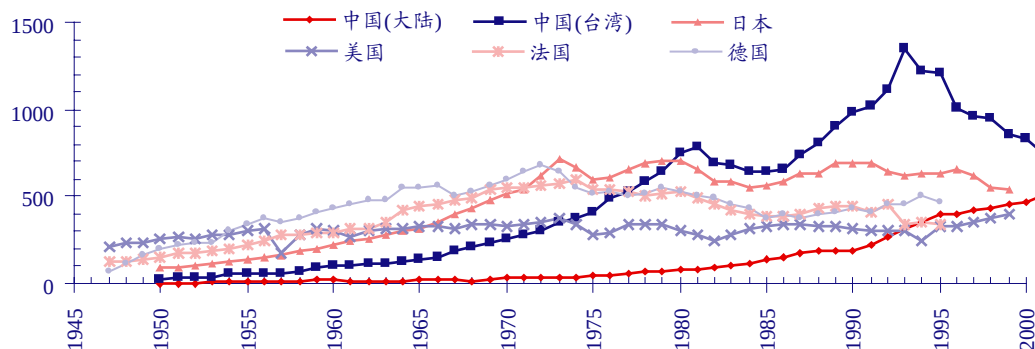
图 5：我国水泥消费地区差异



资料来源：中国银河证券研究所

从发达国家城镇化的发展来看，在城镇化加速进程中水泥产业都有一个持续高速发展时期，当城镇化基本实现，人均累积消费水泥在 20 吨左右时，水泥消费处于稳定或开始回落。美国的情况比较特殊，由于没有遭到战争的破坏，美国经济发展一直比较平衡，1949 年人均累积消费量已达到 5 吨。因此，每年人均水泥消费量变化不大，均在 350 公斤上下。截止到 1999 年，人均累积消费量已达到 20.6 吨。美国、法国、德国在 1972 年之后水泥工业步入非常平衡的发展时期。日本和中国台湾水泥工业发展速度的轨迹非常相似，均有一段高速发展时期，然后平稳发展或有回落。1950 年日本人均累积消费量为 91 公斤，到 1979 年日本人均水泥消费量达 705 公斤，当年累计消费量为 11 吨。这 30 年间为高速发展时期，之后进入平稳发展期，每年水泥人均消费量在 550~650 公斤之间波动，到 1999 年，人均累积消费量为 23.5 吨。台湾 1950 年人均水泥消费为 25 公斤，到 1993 年人均消费量达到顶峰为 1350 公斤，此时累计消费量达到 18.0 吨，之后每年人均消费量开始下降，2001 年人均消费量为 745 公斤，累计消费量达 25.8 吨，居世界之首。

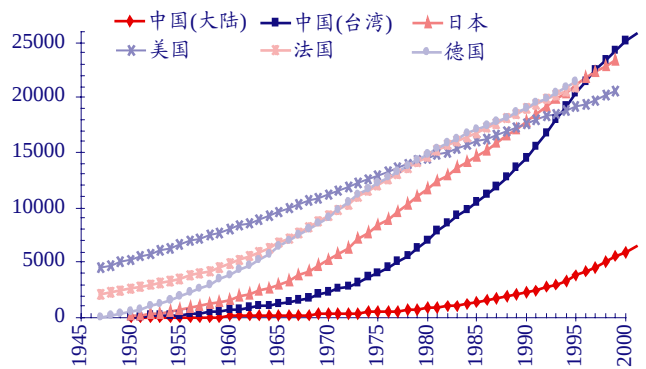
图 6: 部分国家人均消费量比较



资料来源: 中国银河证券研究所

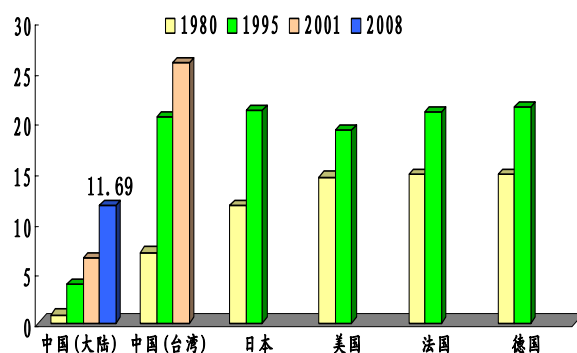
2008 年我国人均水泥消费量和累计消费量分别为 1045 公斤和 11.69 吨, 与台湾人均有消费量高峰值相差 305 公斤; 累计消费量相差 6.3 吨左右, 国内水泥业还将维持 3~5 年的快速增长黄金期。

图 7: 我国与部分国家累计消费量比较



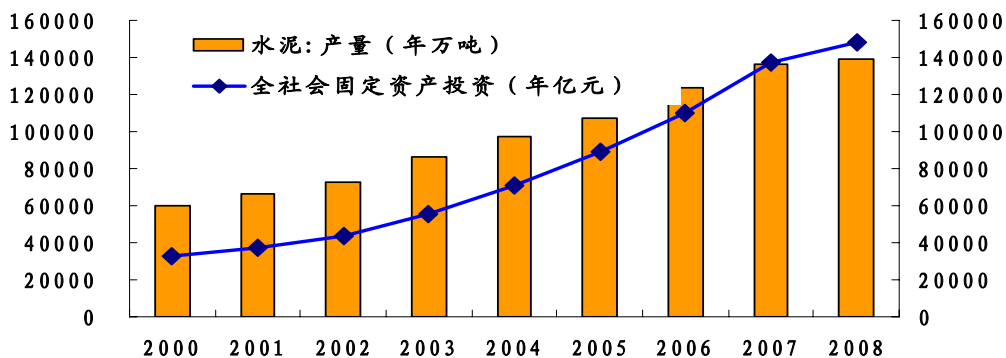
资料来源: 中国银河证券研究所

图 8: 我国与部分国家人均累计消费量(吨)比较



资料来源: 中国银河证券研究所

图 9: 水泥产量与全社会投资同步增长

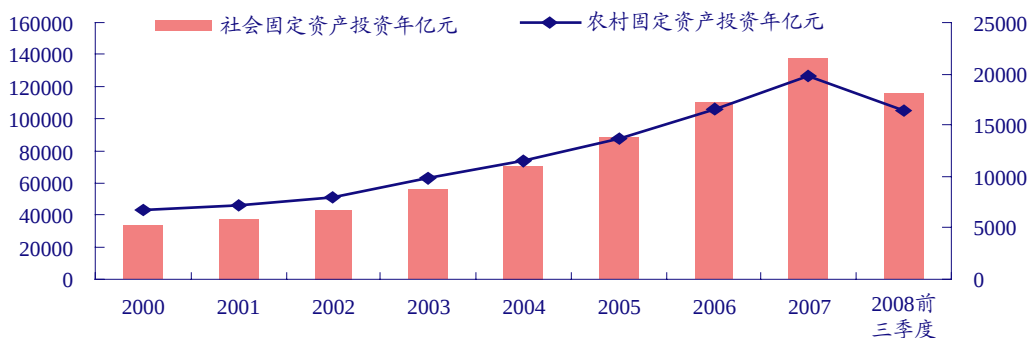


资料来源: 中国银河证券研究所

（一）建设新农村，实现农业现代化

要把发展现代农业作为推进社会主义新农村建设的着力点。发展现代农业，必须按照高产、优质、高效、生态、安全的要求，走农业集约化经营之路。加强农业基础设施建设，建立新型农业社会化服务体系，提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率，增强农业抗风险能力、可持续发展能力，从根本上改变包括农业基础设施建设和社会化服务体系投入不足、基础脆弱的状况。国家农业投入力度加大，在农业生产性基础设施类方面，将加大对重大农、林、水利工程建设投资力度；在直接改善农村生活条件和农村生态环境类方面，重点抓好“水、气、路、电”等农民最亟需的生活设施，包括“十一五”期间，国家安排中央投资 1000 亿元加快农村公路建设，全面启动无电地区电力建设工程，完善中西部地区电网。农村基础设施和公共服务是重点投向领域，未来二年国家“三农”投入将实现翻番。在全社会固定资产投资中农村投资占 15%，随着政府对农业投资力度的加大，农业投资增速加快，其在全社会固定资产投资中的比重也就增加。

图 10：我国农业固定资产投资相对全社会的占比



资料来源：中国银河证券研究所

（二）形成城乡经济社会发展一体化新格局

扩大公共财政覆盖农村范围，发展农村公共事业。通过包括加强农村基础设施和环境建设在内的，实现城乡基本公共服务均等化，浇筑城镇化大厦，有效吸纳源源不断地从农村转移出来的剩余农村劳动力，破解城乡二元结构，形成城乡经济社会发展一体化新格局。在这一过程中，城镇的数量将大量增加，不仅需要大量的城镇基础设施建设投资，而且由于以下因素，同等项目需要的投资额将成倍增加。这些因素包括：由于小城镇的建设施工环境相对于大城市来说较为恶劣，所需的投资相应要多些；中西部落后地区相对于东部发达地区，其自然条件相对较差，所需的投资相应要多些；消费升级使现在的投资相对之前的投资，所需的投资也相应要多些；加速城镇化，使大量的农民转移到城镇，变农民消费为市民消费，据测算，目前 1 个城镇居民的消费水平大体相当于 3 个农民的消费的总和。

（三）灾后重建投资巨大且具有刚性特征

2008 年 5 月 12 日四川汶川 8 级特大地震，给川渝陕四省市的受灾地区造成巨大的灾害损失：据不完全统计，受灾人口接近 5000 万人，大量房屋倒塌，道路中断，电站受损、大坝

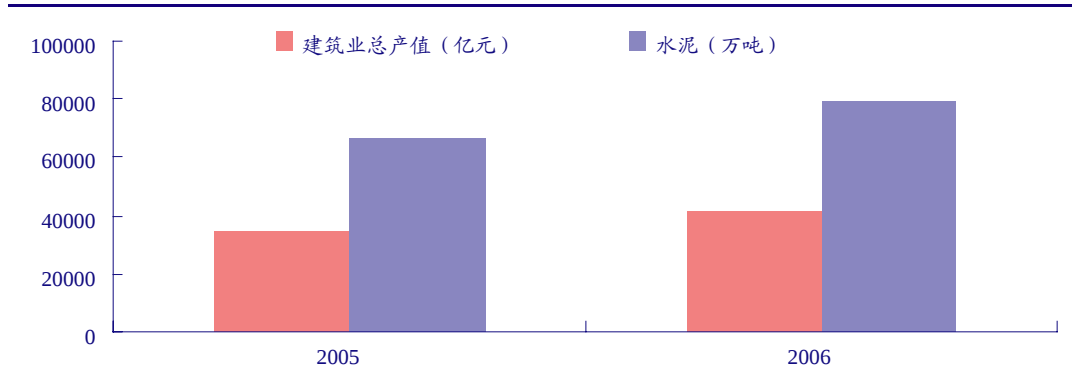
出现裂缝，……灾后重建所需投资巨大。灾后重建投资具有明显的刚性特征，主要表现在：一是灾后重建在时间安排上具有强制性，三年基本完成重建，时间上不能拖延；二是提高投资项目的建筑质量和抗震防灾能力。四川汶川 5-12 地震一周年纪念大会上，政府要求力争用两年时间基本完成原定 3 年的灾后恢复重建的目标任务，目前还需要投资 1.3 万亿元（静态）。

三、加速城镇化建设使水泥需求获得加速度

（一）对水泥需求的测算：

水泥的下游是建筑业，建筑业的增速是影响水泥需求、特别是水泥需求增速是关键因素。因此，对建筑业需求增速及其工作量的分析是判断水泥需求增速的主要依据。

图 11：亿元建筑业产值引致 1.9 万吨的水泥需求



资料来源：中国建筑统计年鉴 2006、2007

经对 2005 年、2006 年建筑业产值引致水泥消费量的统计测算：单位亿元建筑业产值引致 1.9 万吨的水泥需求，考虑到施工进度将统计需求，我们给予 5 折的保守估计，实际引致水泥需求应在 0.95 万吨。

表 2：建筑业总产值测算

年份	房屋建筑业产值 (亿元)	土木工程建筑业产值 (亿元)	安装、装饰、其他建筑业产值 (亿元)	建筑业总产值 (亿元)	灾后重建带来的建筑产值 (亿元)	国家投资增量带来的建筑产值 (亿元)	调整后的建筑业总产值 (亿元)	增速 (%)
2008	37194.98	16315.63	8213.89	61724.50	N/A.	500	62224.5	21.90
2009	40866.19	18554.54	9123.42	68544.14	1800	2000	72344.14	16.26
2010	44795.38	21264.26	10146.84	76206.48	1800	2500	80506.48	11.28

资料来源：中国银河证券研究所

经测算，2009 年建筑业新增产值 16.26%，即新增 10119.64 亿元产值的需求，换算对水泥的需求增加 9613.658 万吨。在其他相关行业维持 2008 需求水平下，仅因建筑业需求增加对水泥总体需求的影响将增加 6.67%。

表 3: 建筑业总产值敏感性分析

建筑业总产值（亿元）		国家基建投资带来的建筑业产值增量（亿元）				
72344.15		1000	2000	6000	8000	10000
土木工程 建筑业产 值增速	10.72%	70854.28	71854.28	75854.28	77854.28	79854.28
	11.72%	71017.43	72017.43	76017.43	78017.43	80017.43
	12.72%	71180.59	72180.59	76180.59	78180.59	80180.59
	13.72%	71343.74	72343.74	76343.74	78343.74	80343.74
	14.72%	71506.9	72506.9	76506.9	78506.9	80506.9
	15.72%	71670.06	72670.06	76670.06	78670.06	80670.06
	16.72%	71833.21	72833.21	76833.21	78833.21	80833.21

资料来源: 中国银河证券研究所

(二) 水泥需求将稳定在 7%~10% 的水平

2009 年前 5 月全国水泥产量达到 57,335.5 万吨, 同比增长 13.3%, 增幅比去年同期提高了 3.3 个百分点, 继续保持两位数高增长态势。5 月份单月水泥产量 14,888.4 万吨, 继上月刷新单月产量新高之后, 再次突破性的刷新了单月最高。预计 2009 年全国水泥产量达到 14.85 亿吨, 较上年同期增长 7%, 其中新型干法水泥预计占全国水泥总产量的 65%。

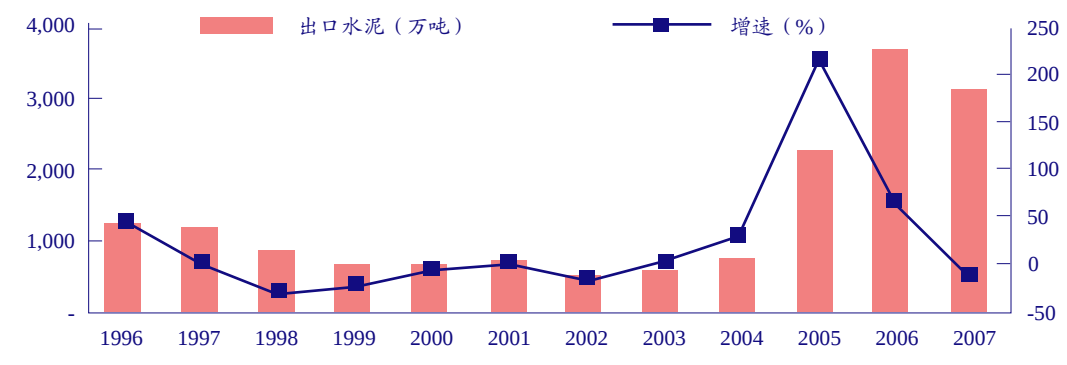
(1) 随着我国工业化、城镇化进程的推进, 未来我国 GDP 与固定资产投资仍将保持稳定增长。预计我国城镇化率将由目前的 45.68% 提升到 2010 年的 50%, 城镇化水平的提高推动工业化进程的加速。工业化的加速发展将继续扩大对水泥需求。2009 年前 5 月, 城镇固定资产投资 53520 亿元, 同比增长 32.9%。其中, 房地产开发完成投资 10165 亿元, 增长 6.8%。从施工和新开工项目情况看, 累计施工项目 216420 个, 同比增加 47912 个; 施工项目计划总投资 275837 亿元, 同比增长 33.8%; 新开工项目 123878 个, 同比增加 39510 个; 新开工项目计划总投资 53300 亿元, 同比增长 95.9%。预计 2009~2010 年 GDP 增速将分别为 8.6% 和 10%, 固定资产投资增速将维持在 25% 和 23%。

随着城镇化率的提高, 今后 10 年我国将有 2.2 亿农民变成城镇居民, 将引致建筑面积以每年 10 亿平方米的速度递增, 这将对各类建材构成巨大的潜在需求。而作为水泥行业, 在今后很长一段时间内, 必将随之持续增长。

(2) 2008 年我国累计进口水泥 56.60 万吨, 同比增加 5%, 累计进口熟料 5.10 万吨, 同比下降 55%; 累计出口水泥 1323.23 万吨, 同比下降 13%, 累计出口熟料 1280.57 万吨, 同比下降 28%。

我国水泥出口量占全国水泥产量的比重不高, 在 1%~2% 左右, 2005 年由于国内市场低迷和供需关系, 水泥出口量开始增加, 2006 年达到高峰, 水泥和熟料出口合计 3,612.97 万吨; 2007 年由于美国市场需求减弱, 出口回落至 3,115.08 万吨。2007 年 7 月国家出台取消水泥退税政策, 对高能耗产业出口产生影响, 国家对水泥出口只能作为市场调节的手段。

图 12: 全国水泥出口量及增速



资料来源: <http://www.cbminfo.com>, 中国银河证券研究所

从出口国来看, 硅酸盐水泥主要销往美国、韩国、尼日利亚, 但 2007 年对这 3 个国家的出口量比上一年都有下降: 美国受次贷危机影响水泥的进口, 尼日利亚和中材建设签订 7 条 6000 t/d 生产线的合同, 也影响到我国水泥出口。熟料进口国主要是西班牙、阿联酋、孟加拉和意大利, 其中西班牙、阿联酋的进口有大幅上升趋势。

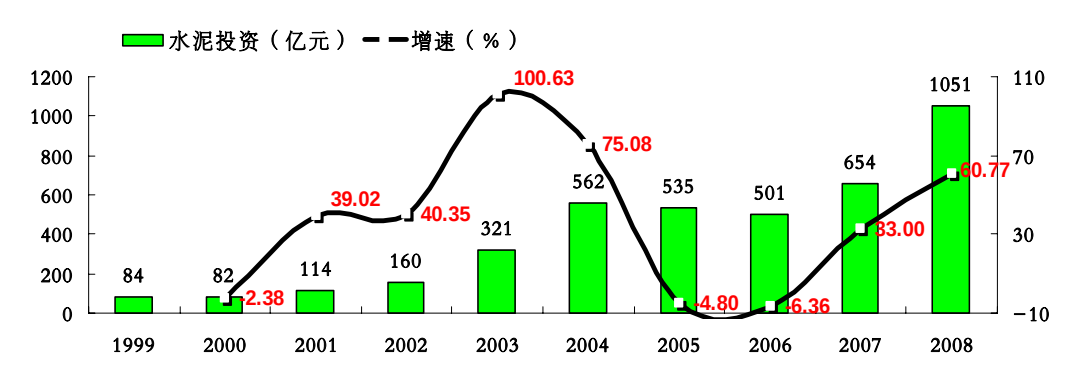
从我国出口水泥、熟料的省份和企业来看, 主要集中在沿海地区。安徽、山东和江苏是出口大省; 海螺是最大的出口商, 其次是山水、港源及日本太平洋和台湾嘉新水泥 (2006 年并入台泥)。

综合国内水泥需求与对外水泥出口, 预计 2009~2011 年间水泥需求将稳定在 6%~10% 的增长幅度。

四、供给的增幅将有所下降

(一) 2009 年净新增产能规模较大

图 13: 水泥投资开始大幅提高

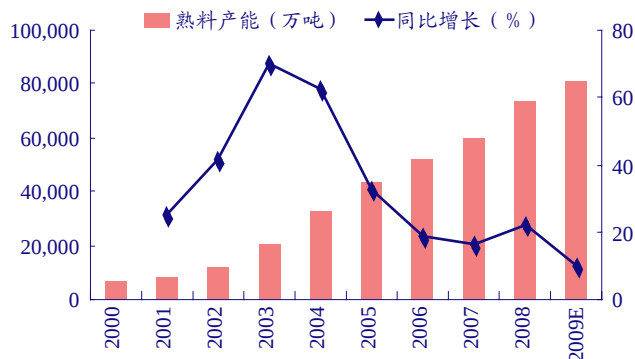


资料来源: <http://www.dcement.com>; 中国银河证券研究所

2008 年全国水泥行业累计完成固定资产投资约 1051.46 亿元。2008 年受地震灾后重建、水泥结构调整加快、淘汰落后力度加大、节能减排压力增加、4 万亿投资刺激经济政策出台等因素拉动, 水泥制造业完成投资额增幅大幅提高, 同比增长 60.77%。其中, 水泥生产在建、

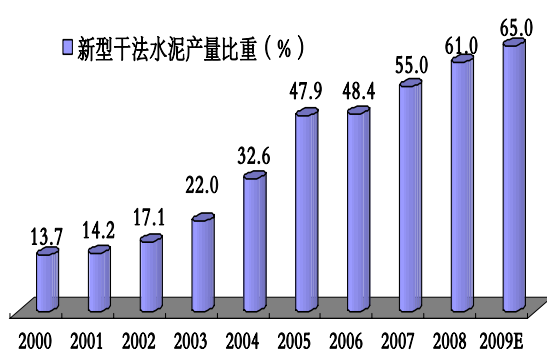
拟建余热发电生产线同比明显增加。由于近年来国家对水泥新上项目实施严格控制，导致水泥行业投资在 2005 年和 2006 年同比分别下降 4.8% 和 6.36%，连续两年出现负增长，2007 年投资增长中的一部分源自于恢复性增长；加之水泥项目用地、钢材等原料价格持续上涨，导致项目造价增加 15% 左右，扣除价格因素，实际水泥投资增幅预计约为 18%。

图 14：新型干法熟料产能增速加快



资料来源：中国银河证券研究所

图 15：新型干法水泥产量占比提高



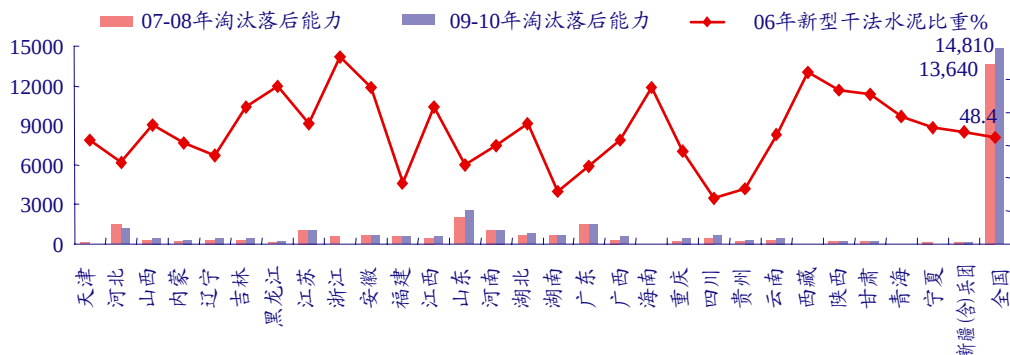
资料来源：中国银河证券研究所

2008 年新建成投产新型干法熟料生产线 150 条，新增产能 14,828 万吨。新型干法熟料产能约 76,169 万吨，新型干法水泥比例提高到 61%。

（二）2009 年水泥产能在局部市场出现过剩

国家发改委于 2007 年 2 月 28 日发出《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》（以下简称：“淘汰落后产能通知”）制订淘汰落后水泥产能量化指标的时间表，与各省、自治区、直辖市签订淘汰落后水泥生产能力责任书，明确拆除时间、目标、要求，落实相关责任，并要求各省、自治区、直辖市投资主管部门在核准新建新型干法水泥项目时，要坚持上大压小、等量淘汰落后水泥原则，否则不得核准新建水泥项目。

图 16：2010 年前强制性淘汰 2.5 亿吨落后产能



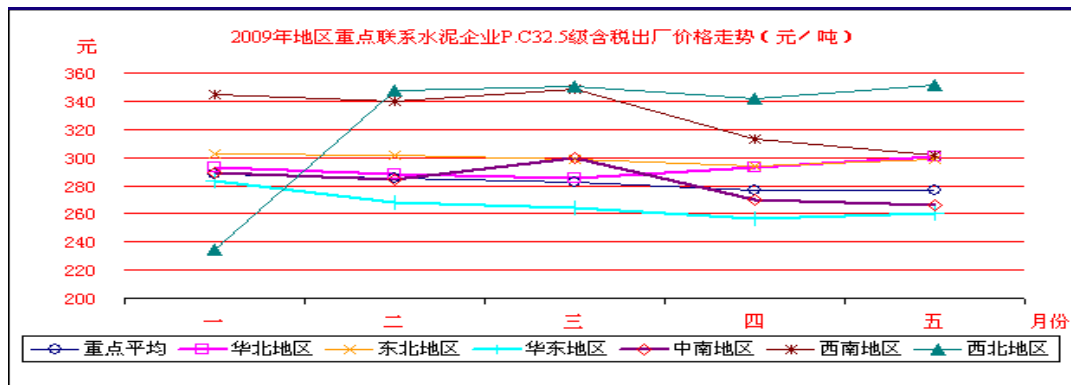
资料来源：中国银河证券研究所

按照“淘汰落后产能通知”的要求，2008 年前强制性淘汰 13640 万吨落后水泥产能，2009~2010 年间再强制性淘汰 14810 万吨落后水泥。2007 年实际淘汰落后产能 5200 万多吨，而且大

部分是在第四季度集中淘汰的。2008 年淘汰落后产能 5300 多万吨。2009 年和 2010 年再各期淘汰 7500 万吨，才能完成 2010 年其淘汰 2.5 亿吨落后水泥产能的强制性指标。考虑到新增新型干法水泥产能项目审批存在“化整为零”和“政出多门”的制度漏洞，2009~2010 年新型干法水泥产能增幅预计将为 10%、9%，并因地震灾后重建及集中淘汰落后产能等原因，将在区域市场出现阶段性水泥供给过剩。

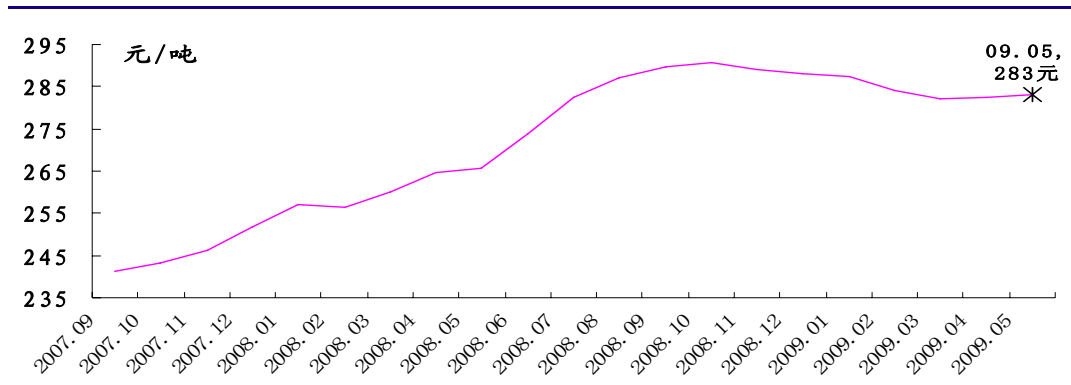
五、年度综合水泥价格将持续上扬

图 17：2009 年水泥价格稳步上涨



资料来源：中国建材总网

图 18：2007 年底以来全国水泥平均出厂价格运行轨迹(元/吨)



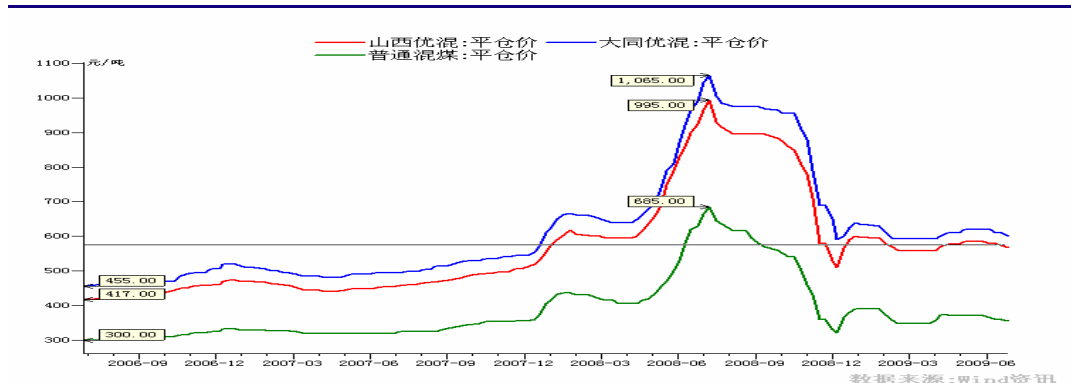
资料来源：中国银河证券研究所

（一）煤电价格将推动水泥价格上扬

2007 年国内煤炭价格在国际能源价格大涨的推动下，维持在高位运行。煤炭价格的上涨与需求的增长，使煤炭内销更有利可图。2007 年我国由煤炭出口国变成了净进口国。在国内煤炭需求持续增长的拉动下，国内煤炭供求趋于偏紧。在行业集中度提高的背景下，煤炭供求趋紧对煤炭生产企业的议价能力的提高给予了相当大的支撑，并使得成本转移能够得以实现。人工成本、采矿权成本、资源税、环境成本的上升对煤炭价格的上升均起到推动作用。近一年来（2007 年 9 月至 2008 年 9 月），秦皇岛普通混煤价格、大同优混价格和山西优混价格分别上涨了 70%、88%和 89%随着国外大宗产品价格的大幅回落，目前国内煤炭价格较前期高点有了 40%左右的回调，但仍然维持在高位运行。2009 年下半年随着国际油价的继续反弹，以及

经济增速止跌企稳，煤炭供求的紧张状况可能再度出现，煤价将继续维持在高位运行，并有所上涨；2010 年随着经济的复苏，煤炭需求增加，煤炭价格将重新拾阶上涨态势，但价格水平将低于 2008 年的价格高峰。我们预计，在供求相对缓解和成本上升的推动下，2009~2010 年我国煤炭的平均价格将分别同比下调 10%、上涨 10%。

图 19：2006 年 7 月至 2009 年 6 月煤炭价格震荡上行



资料来源：WIND

电价将上涨。煤电联动有望再次启动。虽然煤价在 2008 年一度上涨幅度超过 70%，基于平抑通胀的压力与稳定物价的考虑，上网电价水平却未相应调整到位。目前煤价相对高点有大幅的折价，是推出电价改革的有利时机。我们认为 2009 年下半年推进电价改革、理顺价格体系的可能性非常大，核心理由是电力作为二次能源商品，包含了一次能源的价值。在经济结构调整中，通过提高资源类生产要素价格，还原资源价值，推动经济结构改善具有十分重要的意义。石油、天然气、煤炭、土地、有色金属矿产等资源不可再生，具有极大的稀缺性。在我国，资源的稀缺性尤为突出。一方面，我国的工业化、城镇化进程持续加快，对能源、矿产、土地、水等资源的需求急剧增长；另一方面，我国资源禀赋有限，人均资源占有率低。需求的急剧增长和供给的有限产出造成了资源短缺，并成为制约我国经济可持续发展的重要瓶颈。在资源稀缺性的约束下，如何有效利用资源，是人类面临的核心问题。由于我国资源性产品的定价机制不完善，资源价值长期被低估，造成了我国经济增长在相当大程度上是依赖资源高投入实现的。这种粗放式的经济增长方式严重影响了经济增长质量和潜力，到了难以为继的程度。因此，转变经济增长方式，建设节约型经济社会是我国面临的迫切任务。为了促使消费者节约资源，提高资源利用效率，电价理应充分反映一次能源的价值。因此，**在资源价格改革中，电价将呈现长期上涨趋势。**

2008 年第三季度以来，受国际煤价大幅震荡的影响，国内煤价创出历史新高后开始大幅回调。目前煤价相对于高点有了较大的折价，此时正是改革能源定价机制的机会，因此，政府下半年可能推进能源价格改革、理顺价格体系，这预示着区域性电价调整或将展开。

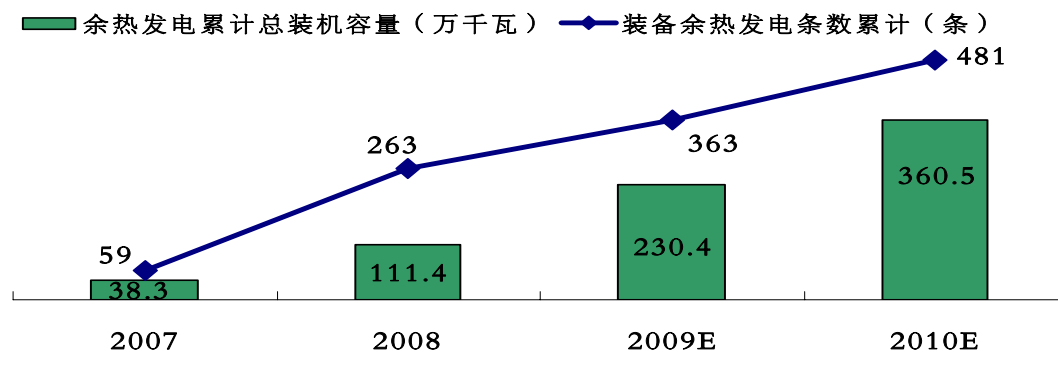
综合判断，我们认为 2009 年全国平均上调电价将上调 3.8%（上调 0.013 元），如果 2010 年煤炭价格继续上涨 10%，则上调电价将相应上调 3%。其中对水泥等高能耗行业的电价上调幅度会高于其他行业及居民用电。我们将煤电因素综合考虑，本着谨慎原则，我们认为 2009 年煤电成本将下降 6%，对水泥的生产成本下降 3.6%（ $3.6\% = 60\% \times 6\%$ ）。基于 2009 年水泥市场容量稳定扩大的市场环境下，区域龙头水泥企业有条件通过较强的议价能力降低原燃料成本的幅度将更大些。

由于余热发电技术的普及，在水泥生产成本中，对煤炭需求的比重在上升，对外部购电的比重相当下降。因此，综合以煤炭价格的涨幅作为煤电成本的涨幅。预计 2010 年煤电成本上涨 10%，对水泥的生产成本提高 6.0%；在水泥供求平衡偏紧的环境下，将推动水泥价格上涨 7.5% 左右。

（二）提高环境治理成本推动水泥价格的上涨

由于节能减排，执行更加严格的环保排放标准，2007 年上半年水泥单位能耗下降 7%，水泥生产造成的粉尘及 CO₂、SO₂ 排放有所下降。但水泥行业能耗仍然过高：2007 年水泥生产总能耗总计 1.56 亿吨标准煤，占全国能源总量 26.5 亿吨标准煤的 5.9%。年排放 CO₂ 总量 9.1 亿吨，约占全国排放总量的 13%，而水泥工业产值仅占全国 GDP 的 1.66%。为降低能耗，水泥行业积极采取包括低温余热发电技术在内的各种节能减排措施，并导致包括投资余热发电配套设备投资在内的环境治理成本的增加将提高水泥的单位生产成本，推高水泥价格的上涨。2007 年上半年，仅天津水泥工业设计院上半年承担的余热发电项目就有 31 个，总投资 16 亿元，同比增长近 2 倍。随着余热发电技术的普遍采用以及环境治理力度的加大，水泥企业的环境治理成本将持续增加，相应地水泥价格将因此上涨。预计 2009~2010 年间平均每年影响水泥价格达 1% 左右。

图 20：2007~2010 年我国水泥行业余热发电投资进度



资料来源：中国银河证券研究所

结论：综合煤电价格的波动与环境治理支出的增加，2009 年、2010 年平均水泥价格将分别上涨 1% 与 8% 左右。

六、加速城镇化维持行业获取稳定的经营业绩

(一) 节能减排带动生产成本下降

“十一五”期间，我国提出单位 GDP 能耗同比下降 20% 的节能减排目标。为此，国家建设部和国家质检总局联合发布了我国首个水泥行业节能设计标准《水泥工厂节能设计规范》(以下简称《规范》)。《规范》对水泥工厂的建筑节能、工艺节能、电力系统节能、矿山工程节能、辅助设施节能等方面的设计都作了详细规定，其中不少条款是国家强制性条款。《规范》已于 2008 年 5 月 1 日起正式实施。如果全面实施规范的设计要求，可实现节能 25%。

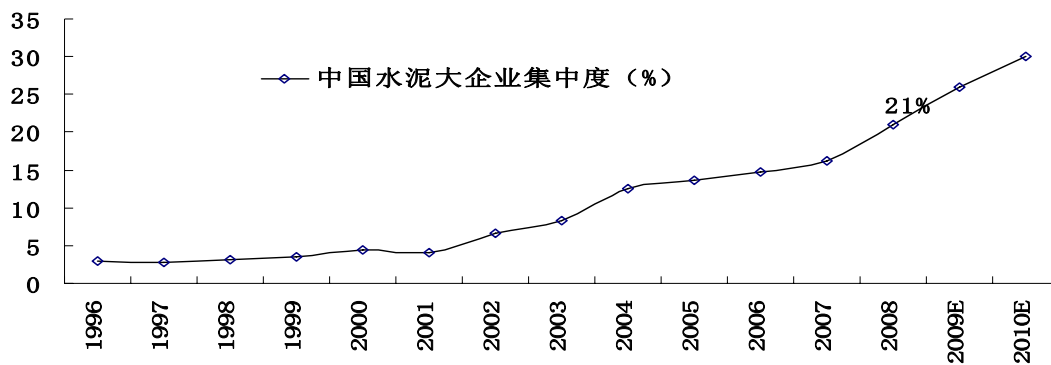
由于煤电成本是水泥成本中最大的一项开支，而且，随着能源价格的上涨，这项支出也有越来越大的长期预期，因此，水泥余热发电作为节能减排的重要手段受到政府鼓励和支持。尽管余热发电配套设备的投资增加了水泥生产的一次性资本支出，但余热发电技术的普及应用能有效降低吨水泥三分之一的燃料成本，也为水泥企业应对煤电成本的上涨拓展了腾挪空间。考虑到“十一五”期间，我国单位 GDP 能耗同比下降 20% 的节能减排目标，那么，年度单位 GDP 能耗节能减排目标应为下降 4%，考虑到 2006~2007 年节能减排年度目标没有完成，相应增加了 2008~2010 年节能减排的工作压力，对有利于节能减排目标实现的余热发电技术的推广力度会加大。我们预计全国水泥余热发电技术推广的时间表将在三年普及到包括已建和新建所有新型干法生产线上，因此，每年会在三分之一的新型干法水泥生产线上推广。结合煤电能耗成本占水泥生产成本的 60%，一条余热发电配套设备将降低该水泥生产线吨水泥 20% ($=60\% \times (1/3)$) 的成本，预期 2008~2010 年三年内年平均降低 7% ($=20\% \times (1/3)$) 的水泥生产成本。

(二) 行业集中度提高将带来规模效益

在过去的 10 年时间内，我国水泥行业集中度由 1996 年的不到 3% 提高到 2006 年的 15%，增长了 5 倍。2007 年水泥集中度达到 16%。尽管水泥行业的集中度提高较快，但与国外发达国家相比仍有相当差距。我国排名前 10 位的大型企业集团水泥生产总能力也只相当于世界水泥工业第一位的法国拉法基集团 (Lafarge) 一家的产能。从国外水泥发展历史来看，水泥企业的平均生产规模都在 60 万吨以上；除中国水泥之外的国际前五大水泥集团的集中度达到 42%。从水泥行业的发展规律来看，经营区域性特征明显的水泥产品，龙头水泥企业在区域市场中的市场份额只有达到 60% 以上，才能起到稳定区域价格的作用。目前，世界前 50 家水泥巨头的生产集中度已达到 60% 以上。我国较低的集中度是强化水泥市场价格波动性、以及引发低层次价格竞争的主要原因，而平均产能规模过低则会抑制行业规模效应的有效发挥。随着强制性淘汰落后产能力度的加大，通过内生性新建与外生性的并购重组，2008 年，我国水泥行业的集中度进一步提高到 21%，预计 2010 年将达到 30%。

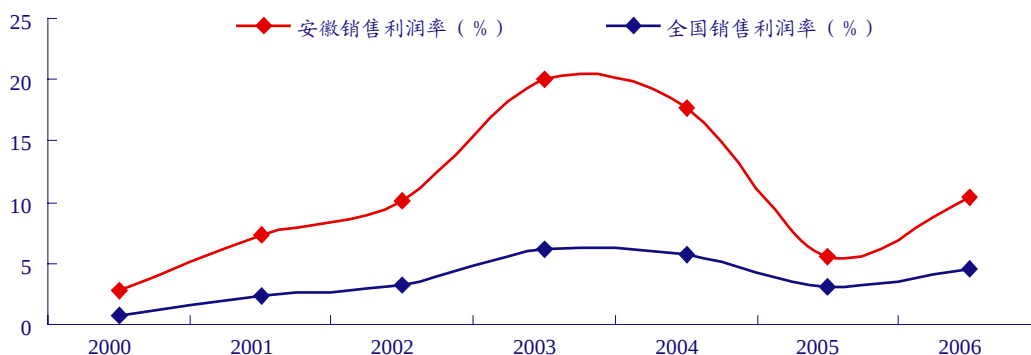
水泥产业集中度的提高，将为行业的发展带来规模效益。首先，随着行业政策门槛的提高，我国水泥装备的大型化、国产化，新建规模以上水泥生产线将提高水泥生产的经营效率，此外，国产化水平的提高使水泥装备造价大幅降低。造价的降低使吨水泥的固定成本下降，带动企业整体成本的降低，保本点水平的下移；其次，产业集中度的提高，使龙头企业对上游供应商的议价能力和对下游客户的掌控能力提高，扩大了公司的盈利空间。

图 21: 中国水泥业集中度逐步提高



资料来源: 中国银河证券研究所

图 22: 安徽水泥集中度提高带来规模效益



资料来源: 中国银河证券研究所

图 23: 区域龙头水泥企业产能分布与竞争格局



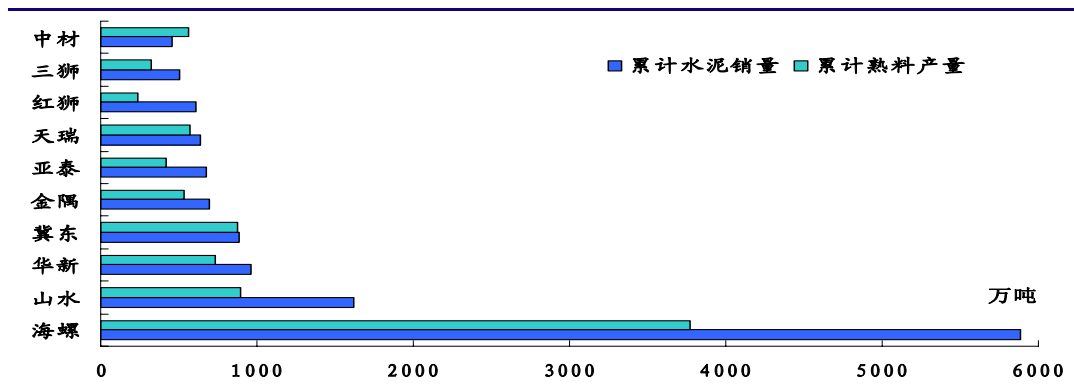
资料来源: 数字水泥网

目前,我国水泥集中度高的省份应首推安徽省。海螺集团主要的水泥熟料生产基地设在安徽铜陵、宁国、枞阳、池州、芜湖、马鞍山等地,2006 年其在安徽的水泥熟料产能在 3,600

万吨左右。海螺在安徽省占据了较大市场份额，基本控制了市场的话语权。受海螺集团高速扩张的带动，安徽省 2001 年起水泥产量、利润大幅增长，2003 年水泥产量增长 22.36%，利润总额增长 209.58%，销售利润率达到 20.02%，是安徽省水泥工业发展最快的一年。2005 年受宏观调控，煤电价格上涨的影响，利润总额和销售利润率出现较大的下降，但当年利润总额仍实现 6.65 亿元，位居全国前列。2006 年利润总额达到 17.82 亿元，超过江苏位居全国第二，销售利润率为 10.79%，吨水泥利润为 36.44 元，均居全国（除西藏外）第一。

结论：在其他因素不变的条件下，预计 2009 年水泥行业内生性增长将维持行业 10% 左右的利润空间。

图 24：2009 年前 5 个月全国水泥经营商排名



资料来源：中国银河证券研究所

七、市场整合带来行业的重组价值

（一）同质化的特性决定扩大规模水泥企业的内在动力

我国水泥市场是一个市场竞争较为充分的竞争市场，水泥是同质化程度较高的商品。在人员、技术水平相当的情况下，其竞争方式主要以价格竞争为主。水泥同质化的特性决定扩大规模是水泥企业的内在动力，因此，通过扩大规模是获取有利竞争地位的主要方式。海螺水泥从安徽池州走出长江流域、走向全国，由 1996 年熟料年生产能力 200 多万吨的宁国水泥厂，发展成为 2008 年熟料产能 10,000 万吨，走的就是通过不断的并购重组，扩大规模，成就国内水泥的霸主地位。2008 年海螺水泥实现销售收入 242.28 亿元，较上年同期增长 29.04%；归属于上市公司股东的净利润为 26.07 亿元，较上年同期增长 4.52%。实现每股收益 1.55 元。目前该企业产销量已连续 11 年位居全国第一，成为亚洲最大的水泥及熟料供应商，位居全球水泥行业第四。

基于世界水泥发展的规律和海螺水泥的成功经验，国家提出水泥产业政策的目标之一：到 2010 年，国内水泥企业由 5000 家减少到 3000 家，集中度提升到 30%；到 2020 年，企业数量再由 3000 家减少到 2000 家，生产规模 3000 万吨以上的达到 10 家，500 万吨以上的达到 40 家。

（二）强制性淘汰落后产能将有效提高行业集中度

水泥产业政策要求水泥企业采用大型化的新型干法水泥生产线生产水泥。规定：重点支持在有资源的地区建设日产 4000 吨及以上规模新型干法水泥项目，建设大型熟料基地；在靠近市场的地区建设大型水泥粉磨站。除一些受市场容量和运输条件限制的特殊地区外，限制新建日产 2000 吨以下新型干法水泥生产线，建设此类项目，必须经过国家投资主管部门核准。产业政策的规模限额有力地促进了单机的产能规模的扩大，为行业集中度的提高奠定了技术基础。要求 2010 年前强制性淘汰 2.5 亿吨落后水泥，进一步强化行业整合的力度，水泥行业集中度有望加速提高。

（三）市场整合在提高行业集中度的同时带来整合效益

现代水泥行业是一个规模效应非常明显的行业。规模的扩大不仅带动企业保本点水平的下移，公司盈利空间的扩大。正是由于规模效应显著，引导企业、特别是龙头企业对目标市场中有资源和市场份额的企业进行并购重组，在提高行业集中度的同时谋求 1+1>2 的整合效益。

近年来，在市场压力与产业政策的推动下，水泥行业并购浪潮风起云涌：中国非金属材料总公司（中国中材集团公司子公司）入主天山股份（000877），法国拉法基集团（Lafarge）收购四川双马（000935），HOLCHIN B.V.增持华新水泥 A 股，德国海德堡（Heidelberg AG）入股冀东水泥（000401）的子公司，海螺水泥（600585）牵手昌兴矿业投资有限公司入股巢东股份（600318），徐州海螺以 9.61 亿元现金、并承担 2.3 亿元银行借款担保的代价易主中国建材集团。北京金隅集团有限责任公司以 2.40 亿元受让太行水泥（600553）50.84% 的股权，爱尔兰 CRH 公司购买亚泰集团（600881）所属全部水泥企业 26% 的股权。中国中材集团公司控股

赛马实业(600449)、中材国际(600970)合并天津水泥设计院。中国建材联手江西水泥(000789)、尖峰集团(600668)、虎山集团、浙江水泥有限公司等企业组建南方水泥有限公司。中国中材集团公司参股祁连山(600720)。……特别是,拉法基金全资控股四川双马获得批准,并成功登陆国内A股市场,标志着外资入主国内龙头水泥企业进入了倒计时。

这些并购方式多种多样,既有内资并购,也有外资并购;既有大企业集团并购小企业,也有大企业之间的转让;还有联合设立新公司。并购的案值越来越高。随着对重点水泥集团的扶持力度的加大,强制性淘汰2.5亿吨落后产能的进一步实施,水泥行业未来兼并重组的力度将进一步加大;通过兼并重组壮大的水泥集团,更有条件进一步兼并重组,加速产业集中度提高。

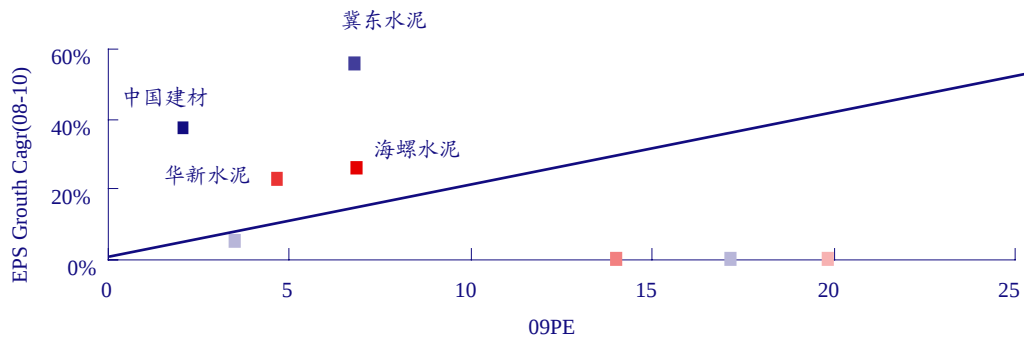
尽管并购的具体标的、方案和时点难以确切判断,但可以预期,未来水泥行业洗牌将加速,区域性龙头企业在行业地位将进一步加强,水泥行业的并购也将愈演愈烈。未来水泥行业的兼并重组将以形成区域龙头企业为主:一方面,国内有实力的水泥企业对目标市场周边的中小水泥企业进行多层次的“联合”,以期成为区域水泥龙头企业;另一方面,外资水泥巨头在国内水泥市场积极布局设点,对国内水泥企业形成压力,加速上述区域龙头企业进一步兼并的步伐。

由于我国水泥行业集中度偏低,要达到合理的市场行业集中度还需要经过一段时间的努力,其带来的整合效益在2009~2010年间将持续存在。因此, **市场整合将每年为行业业绩提供有效的贡献。**

八、市场对行业的估值水平偏低

(一) 我国水泥重点企业估值水平较低

图 25：我国龙头水泥公司与国际水泥企业估值比较



资料来源：中国银河证券研究所，BLOOMBERG，国外公司包括 LAFARGE SA、HEIDELBERGCEMENT AG、CRH PLC、CEMEX SAB-CPO、HOLCIM LTD-REG

将我国重点水泥企业的收益估值和收益增长情况与国外同类公司进行比较。数据显示，我国重点公司平均的预期市盈率为 15.33 倍，EPS 年复合增长率（2009~2011 年）为 25.82%。与其他行业类似，我国水泥公司总体上体现了估值水平与国外可比公司接近的特点。从收益增长的角度看，我国重点水泥企业更具备估值吸引力。

表 4：行业可比公司估值表

代码		CRNCY	股价	EPS			PE			PB	ROE	EV/EBITDA	ROIC
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E				
000401	CH Equity	CNY	13.98	0.41	0.61	0.91	34.10	22.81	15.33	2.86	10.38	13.75	4.76
600585	CH Equity	CNY	41.18	1.56	1.90	2.50	26.44	21.64	16.47	2.98	14.81	12.16	10.43
600881	CH Equity	CNY	8.04	0.17	0.30	0.38	46.38	26.98	21.05	2.86	6.36	N.A.	3.01
1101	TT Equity	TWD	32.00	1.75	1.62	1.97	18.29	19.72	16.22	1.46	7.44	42.34	2.86
1102	TT Equity	TWD	34.75	2.52	2.48	2.75	13.79	14.04	12.62	1.55	10.67	14.69	2.53
VMC	US Equity	USD	43.08	0.57	0.70	1.48	75.58	61.19	29.19	1.38	-1.41	12.85	N.A.
JHX	AU Equity	AUD	4.00	0.35	0.16	0.26	11.39	25.16	15.27	N.A.	N.A.	8.28	N.A.
NK	FP Equity	EUR	29.06	2.38	2.06	2.55	12.19	14.10	11.37	1.29	10.19	8.70	7.02
VCT	FP Equity	EUR	40.84	5.46	4.38	5.22	7.48	9.32	7.82	1.00	14.70	5.89	10.81
CMA	FP Equity	EUR	60.72	7.91	6.40	7.56	7.68	9.49	8.03	0.73	8.76	4.32	7.07
DYK	GR Equity	EUR	40.02	5.23	2.67	3.13	7.65	14.99	12.79	1.06	14.74	N.A.	N.A.
GRASIM IN Equity		INR	2406.50	238.50	178.63	169.87	10.09	13.47	14.17	2.41	36.64	6.25	19.24
INTP	IJ Equity	IDR	7200.00	508.47	466.41	559.05	14.16	15.44	12.88	2.94	22.95	8.41	20.22
IT	IM Equity	EUR	8.07	0.50	0.57	0.68	16.19	14.05	11.84	0.68	4.08	N.A.	4.98
ITM	IM Equity	EUR	23.63	N.A.	5.86	4.77	N.A.	4.03	4.95	0.41	-4.17	N.A.	5.70
SMGR	IJ Equity	IDR	5250.00	455.33	401.31	449.41	11.53	13.08	11.68	3.52	33.85	7.08	29.47

SCC	TB Equity	THB	148.50	12.38	13.81	15.89	12.00	10.75	9.35	1.99	17.10	8.40	N.A.
TITK	GA Equity	EUR	18.88	2.29	1.78	2.04	8.24	10.60	9.27	1.10	14.38	8.21	N.A.
CPL	SM Equity	EUR	34.50	3.66	2.29	2.53	9.43	15.09	13.63	0.87	9.00	9.22	7.88
PPC	SJ Equity	ZAr	3000.00	275.23	283.80	313.19	10.90	10.57	9.58	97.16	126.78	7.23	25.20
MLM	US Equity	USD	77.82	3.64	3.51	4.45	21.38	22.15	17.48	2.79	13.63	9.69	N.A.
CPR	PL Equity	EUR	5.28	0.32	0.35	0.39	16.75	15.09	13.68	2.33	13.29	9.30	N.A.
CMOCTEZ*	MM Equity	MXN	24.50	2.30	2.02	2.78	10.64	12.13	8.81	2.46	22.49	N.A.	16.73
BKW	AU Equity	AUD	12.99	2.38	0.89	0.79	5.45	14.55	16.51	1.35	27.13	12.61	N.A.
CEMARGOS	CB Equity	COP	8440.00	192.78	271.07	282.73	43.78	31.14	29.85	1.44	3.42	15.43	N.A.
ACEM	IN Equity	INR	91.15	9.12	7.27	6.33	9.99	12.53	14.40	2.45	26.39	7.18	17.50
ACC	IN Equity	INR	768.70	59.04	63.62	51.32	13.02	12.08	14.98	2.99	24.66	7.48	20.46
BCC	NL Equity	NGN	43.00	0.40	1.55	4.65	107.56	27.65	9.26	14.02	13.94	18.40	5.07
NIND	KK Equity	KWd	475.00	N.A.	120.01	139.99	N.A.	3.96	3.39	1.91	-56.64	N.A.	-0.21
GCEM	UH Equity	AED	2.41	N.A.	0.31	0.32	N.A.	7.85	7.46	1.27	-7.43	5.26	N.A.
HOL	MC Equity	MAD	1830.00	N.A.	113.03	149.71	N.A.	16.19	12.22	5.02	N.A.	9.42	N.A.
CMA	MC Equity	MAD	1345.00	88.02	118.99	N.A.	15.28	11.30	N.A.	2.33	15.80	N.A.	N.A.
LAC	MC Equity	MAD	1506.00	96.97	94.10	N.A.	15.53	16.00	N.A.	4.69	30.10	N.A.	N.A.
BZU	IM Equity	EUR	9.95	1.44	0.92	1.08	6.92	10.83	9.22	0.82	12.60	5.22	N.A.
BLD	AU Equity	AUD	4.00	0.31	0.20	0.19	12.82	20.31	21.28	0.85	6.40	8.55	5.23
FBU	NZ Equity	NZD	6.54	0.80	0.53	0.45	8.14	12.39	14.53	1.18	15.42	7.96	10.21
ARCCO	AB Equity	SAR	45.50	3.91	5.30	7.60	11.64	8.59	5.99	1.65	14.26	N.A.	N.A.
YACCO	AB Equity	SAR	40.50	3.99	3.96	3.82	10.14	10.23	10.61	2.02	20.60	7.60	N.A.
SACCO	AB Equity	SAR	56.50	5.89	6.62	7.72	9.60	8.54	7.32	2.18	23.81	8.74	N.A.
QACCO	AB Equity	SAR	116.50	11.29	12.65	11.64	10.32	9.21	10.01	2.80	30.09	6.99	N.A.
SOCCO	AB Equity	SAR	61.00	5.40	N.A.	N.A.	11.29	N.A.	N.A.	3.75	33.56	N.A.	N.A.
YNCCO	AB Equity	SAR	48.10	5.17	5.11	5.04	9.30	9.42	9.55	2.42	26.82	7.26	N.A.
EACCO	AB Equity	SAR	44.10	4.38	4.48	4.46	10.08	9.84	9.89	2.20	21.89	8.27	N.A.
QNCD	QD Equity	QAR	80.20	9.58	7.61	7.25	8.37	10.54	11.06	2.28	28.30	10.06	N.A.
ARKAN	UH Equity	AED	4.48	N.A.	N.A.	0.06	N.A.	N.A.	74.67	5.18	-23.28	93.00	N.A.
Average			923.05	49.95	60.20	65.17	18.48	15.33	14.16	4.30	14.27	12.48	10.56

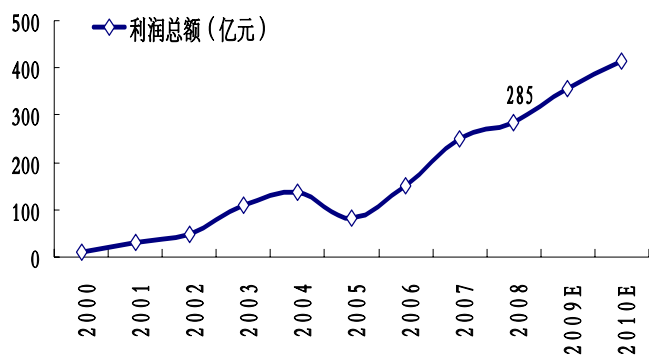
资料来源: BLOOMBERG (2009/7/3)

(二) 市场已体现了行业的投资价值

比较来看,我国重点水泥企业的估值水平与国外可比公司接近,是与目前4万元投资经济政策实施将带来对水泥需求不会减少,相对于其他行业水泥板块将受益于大规模基建需求预期有关。从投资价值的角度来看,反映出市场体现了水泥行业的投资价值。

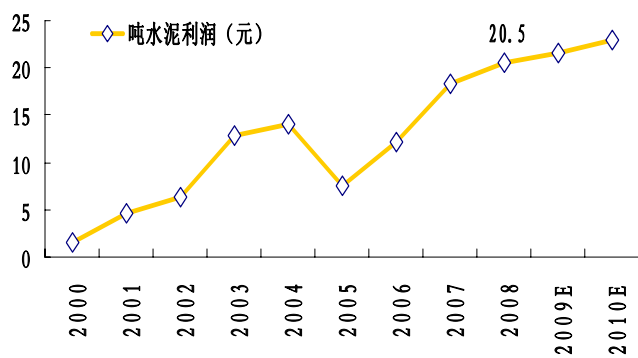
(三) 未来存在估值提高的空间

图 26: 水泥行业利润总额逐年提高



资料来源: 中国银河证券研究所

图 27: 水泥行业吨水泥利润进入上升通道



资料来源: 中国银河证券研究所

在水泥行业内生性增长的基础上, 并购重组的外生性增长将以脉冲方式推动龙头企业扩大经营规模, 带动行业集中度的提高, 并通过规模效益提升行业毛利率水平。随着行业毛利率水平的提高, 水泥行业的估值水平将进一步提升, 预计这种脉冲式增长将贯穿于 2009~2010 年。2009~2010 年水泥行业利润总额分别为 346 亿元和 414 亿元; 吨水泥利润分别为 21.0 元和 23.0 元。

九、龙头公司具有估值优势

(一) 龙头企业将快速发展

在加速推进城镇化的大背景下, 政府鼓励和扶持重点水泥企业“做大做强”。国家出台了一系列产业政策: 颁布《水泥工业产业发展政策》; 公布重点扶持水泥企业名单, 并在项目核准、土地审批、贷款投放上予以扶持; 下达 2010 年淘汰 2.5 亿吨落后产能的强制性时间表, 并与地方政府的政绩挂钩。2008 年 6 月 1 日开始实施《通用硅酸盐水泥新标准》, 取消 32.5 和 32.5R 二个标号水泥的生产与销售, 提高落后水泥进入市场门槛。这些政策的颁布和实施, 为具有资金 (包括融资能力)、技术、经营能力的大企业, 特别是区域龙头企业拓展了发展空间。

(二) 行业整合与高成长性将超出市场预期

考虑到重点公司的高成长性和股东回报率提高, 我们给予其 2009 年 15 倍的市盈率、10 倍的 EV/EBITDA 的估值水平。重点公司具有内生性增长与行业整合的双重价值, 公司业绩增长与股东回报率将超出市场预期。我们给予行业“谨慎推荐”的投资评级。重点推荐海螺水泥 (600585)、华新水泥 (600801)、冀东水泥 (000401)、天山股份 (000877)、祁连山 (600720)。

(三) 行业表现的催化剂

加速推进城镇化是行业投资价值的催化剂。我们认为这件事在 2009 年将会得到实质性的

落实，其突出表现将是水泥行业收入的增加和重组并购力度的加大。相应的将出现水泥行业的投资机会。

（四）主要风险因素

1、能源价格长期上涨走势

包括煤炭、电力价格在内的能源价格长期上涨走势是行业必须始终面对的压力。如果 2009~2010 年煤炭价格向上变动幅度超出我的预期假设，给水泥企业带来过大的成本压力，从而影响我们对重点公司的盈利预测和投资判断。

2、解禁大小非可能对股价造成冲击

2009 年进入水泥板块大小非解禁的一个高峰期，有 177975.9 万股解禁，约占全部预解禁大小非的 68.26%；2010 年有 75584.82 万股，约占全部预解禁大小非的 28.99%。其后会有所减少。加上由于市场低迷，很多解禁的股票并未实际出售，如果未来出售，可能对股价造成一定冲击。

表 5：2008 年 11 月 1 日后部分重点公司大小非解禁情况

可流通起始日	股票代码	公司名称	可流通数量 (万股)	占总股本比例 (%)	收盘价(元) 2008-11-11	解禁市值 (亿元)
20081229	600801.SH	华新水泥	1383.28	3.43	12.45	1.72
20090109	600425.SH	青松建化	1386.96	3.76	5.28	0.73
20090215	000673.SZ	ST 大水	1040.40	5.00	3.11	0.32
20090301	600553.SH	太行水泥	11842.89	31.17	3.82	4.52
20090302	600585.SH	海螺水泥	49691.20	28.13	21.83	108.48
20090329	600291.SH	西水股份	1871.98	5.85	5.28	0.99
20090523	600539.SH	狮头股份	1150.00	5.00	4.27	0.49
20090524	000401.SZ	冀东水泥	39827.22	32.84	7.04	28.04
20090526	000877.SZ	天山股份	9759.48	31.28	8.27	8.07
20090713	600217.SH	ST 秦岭	15968.18	24.16	1.64	2.62
20090720	600720.SH	祁连山	2112.21	5.34	5.45	1.15
20090807	600668.SH	尖峰集团	2385.09	6.93	3.29	0.78
20090809	000789.SZ	江西水泥	16280.00	41.12	4.63	7.54
20090810	600881.SH	亚泰集团	8211.63	6.50	5.93	4.87
20090815	600449.SH	赛马实业	1442.16	7.39	12.55	1.81
20090817	600678.SH	四川金顶	7041.43	20.18	4.55	3.20
20090823	600802.SH	福建水泥	7172.57	18.78	3.78	2.71
20091229	600801.SH	华新水泥	792.51	1.96	12.45	0.99
20100109	600425.SH	青松建化	12565.29	34.06	5.28	6.63
20100215	000673.SZ	ST 大水	8159.20	39.21	3.11	2.54
20100523	600539.SH	狮头股份	3887.68	16.90	4.27	1.66
20100606	000935.SZ	*ST 双马	18146.02	56.81	4.58	8.31

可流通起始日	股票代码	公司名称	可流通数量 (万股)	占总股本比例 (%)	收盘价(元) 2008-11-11	解禁市值 (亿元)
20100719	600318.SH	巢东股份	11938.57	49.34	3.63	4.33
20100807	000885.SZ	同力水泥	9340.00	58.38	6.60	6.16
20100815	600449.SH	赛马实业	4811.76	24.66	12.55	6.04
20101229	600801.SH	华新水泥	6736.31	16.69	12.45	8.39
20110523	600539.SH	狮头股份	1679.66	7.30	4.27	0.72
20120523	600539.SH	狮头股份	4126.75	17.94	4.27	1.76
合计			260750.41			225.59

资料来源: Wind 资讯

表 6: 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

海螺水泥（600585）：中国的拉法基

公司系国内最大的水泥熟料生产及销售商。公司在全国 13 个熟料生产基地熟料总产能已达 10000 万吨，23 家水泥粉磨工厂的水泥总产能已达 11000 万吨。就单线产能规模而言，公司拥有 5,000T/D 以上生产线 25 条；在世界已有的 8 条 10,000T/D 水泥熟料生产线中，公司拥有 3 条。水泥产能规模居亚洲第一。公司是我国水泥业行业标准的制定者，公司标准高于行业标准。

表 7：海螺水泥业绩预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	18776.10	24228.27	27634.35	33257.59	38637.03
EBITDA(百万元)	4925.45	5124.51	8796.30	10011.15	12303.18
净利润(百万元)	2494.22	2607.01	4546.06	5086.69	6308.58
摊薄 EPS(元)	1.59	1.48	2.57	2.88	3.57
PE(X)	26.47	28.55	16.37	14.63	11.80
EV/EBITDA(X)	16.21	15.41	9.18	8.26	6.74
PB(X)	5.72	2.95	2.47	2.09	1.76
ROIC	11.10%	8.40%	11.81%	10.81%	11.20%
总资产周转率	0.70	0.66	0.60	0.60	0.58

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，公司的盈利能力是国内水泥企业中最高的。（2）公司的资本运作能力较强。（3）公司每年保持新建 10 条左右日产 5000 吨的新型干法水泥生产线。预计 2009~2011 年公司依旧保持较优的财务投资能力，而财务投资收益可以保证公司业绩持续增长。

我们与市场的不同观点：

随着海螺水泥经营规模迅速扩展，市场对公司驾驭企业的能力产生了怀疑。

我们始终认为：公司规模大，市场议价能力与资本运作能力强，经营的规模效应明显。公司在行业整合中将会有效把握投资时机，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 74.4%、11.9%和 24.0%；动态市盈率分别为 16.37 倍、14.63 倍和 11.80 倍；EV/EBITDA 分别为 9.18 倍、8.26 倍和 6.74 倍；净资产收益率分别为 15.1%、14.3%和 14.9%。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 50 元，维持对其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

2008 年公司增发 A 股募集资金 112.82 亿元，2009 年 6 月公司决定发行总额不超过 95 亿元的公司债券。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新建项目不能如期投产。持续的高速发展考验公司的管理能力。能源价格的上涨是公司必须面对的课题，人民币升值和出口退税率下降也给公司出口影响。

表 8: 海螺水泥（600585）财务报表预测

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1417.7	6799.4	7755.2	10582.9	14847.5	营业收入	18776.1	24228.3	27634.3	33257.6	38637.0
应收票据	3241.4	3762.0	4290.9	5164.1	5999.4	营业成本	12925.7	18191.7	18369.0	22646.0	25688.0
应收账款	229.5	446.5	509.3	613.0	712.1	营业税金及附加	134.1	148.4	169.3	203.8	236.7
预付款项	348.7	305.9	262.7	209.4	149.0	销售费用	1219.2	1366.4	1558.5	1875.7	2179.0
其他应收款	187.0	200.2	228.3	274.8	319.2	管理费用	720.8	841.2	959.5	1154.7	1341.5
存货	1562.6	1870.4	1888.6	2328.3	2641.1	财务费用	607.1	751.2	403.0	576.9	765.7
其他流动资产	0.0	148.7	241.7	395.1	541.8	资产减值损失	2.9	-1.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	162.9	322.9	322.9	322.9	322.9	投资收益	4.2	56.9	140.6	266.3	338.3
固定资产	18860.2	22435.1	25131.0	29487.6	34404.6	营业利润	3170.6	2987.1	6315.7	7066.8	8764.3
在建工程	1650.1	1695.6	4847.8	6923.9	7962.0	营业外收支净额	314.4	258.6	0.0	0.0	0.0
工程物资	1375.4	1375.5	1375.5	1375.5	1375.5	税前利润	3485.0	3245.7	6315.7	7066.8	8764.3
无形资产	1383.1	1660.2	1593.8	1527.4	1461.0	减：所得税	781.0	566.2	1389.5	1554.7	1928.2
资产总计	31040.6	42532.1	49903.1	60684.4	72238.6	净利润	2704.0	2679.5	4926.3	5512.1	6836.2
短期借款	2479.1	2268.4	659.2	0.0	0.0	归属母公司净利润	2494.2	2607.0	4546.1	5086.7	6308.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	209.8	72.5	380.2	425.4	527.6
应付账款	1930.8	3470.6	3456.5	4261.3	4833.7	基本每股收益	1.59	1.48	2.57	2.88	3.57
预收款项	414.1	547.4	699.4	882.4	1095.0	稀释每股收益	1.59	1.48	2.57	2.88	3.57
应付职工薪酬	134.3	129.8	129.8	129.8	129.8	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	594.6	445.3	445.3	445.3	445.3	成长性					
其他应付款	1555.2	1704.0	1704.0	1704.0	1704.0	营收增长率	16.7%	29.0%	14.1%	20.3%	16.2%
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	31.5%	-2.5%	78.7%	12.2%	24.6%
长期借款	9822.0	6033.5	10033.5	15033.5	19033.5	净利润增长率	64.2%	4.5%	74.4%	11.9%	24.0%
负债合计	19492.8	17263.9	19744.6	25076.3	29864.4	盈利性					
股东权益合计	11547.8	25268.2	30158.6	35608.1	42374.3	销售毛利率	31.2%	24.9%	33.5%	31.9%	33.5%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	13.3%	10.8%	16.5%	15.3%	16.3%
净利润	2704	2680	4926	5512	6836	ROE	21.6%	10.3%	15.1%	14.3%	14.9%
折旧与摊销	1149	1444	2218	2634	3111	ROIC	11.10%	8.40%	11.81%	10.81%	11.20%
经营活动现金流	2669	5266	6863	7860	9762	估值倍数					
投资活动现金流	-5735	-6360	-7859	-8734	-8662	PE	26.5	28.6	16.4	14.6	11.8
融资活动现金流	3143	6433	1952	3701	3164	P/S	3.5	3.1	2.7	2.2	1.9
现金净变动	76	5340	956	2828	4265	P/B	5.7	2.9	2.5	2.1	1.8
期初现金余额	1339	1418	6799	7755	10583	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	1415	6757	7755	10583	14847	EV/EBITDA	16.2	15.4	9.2	8.3	6.7

资料来源：公司数据 银河证券研究所预测

DCF 估值与合理估值水平

表 9: 海螺水泥(600585)DCF 折现模型

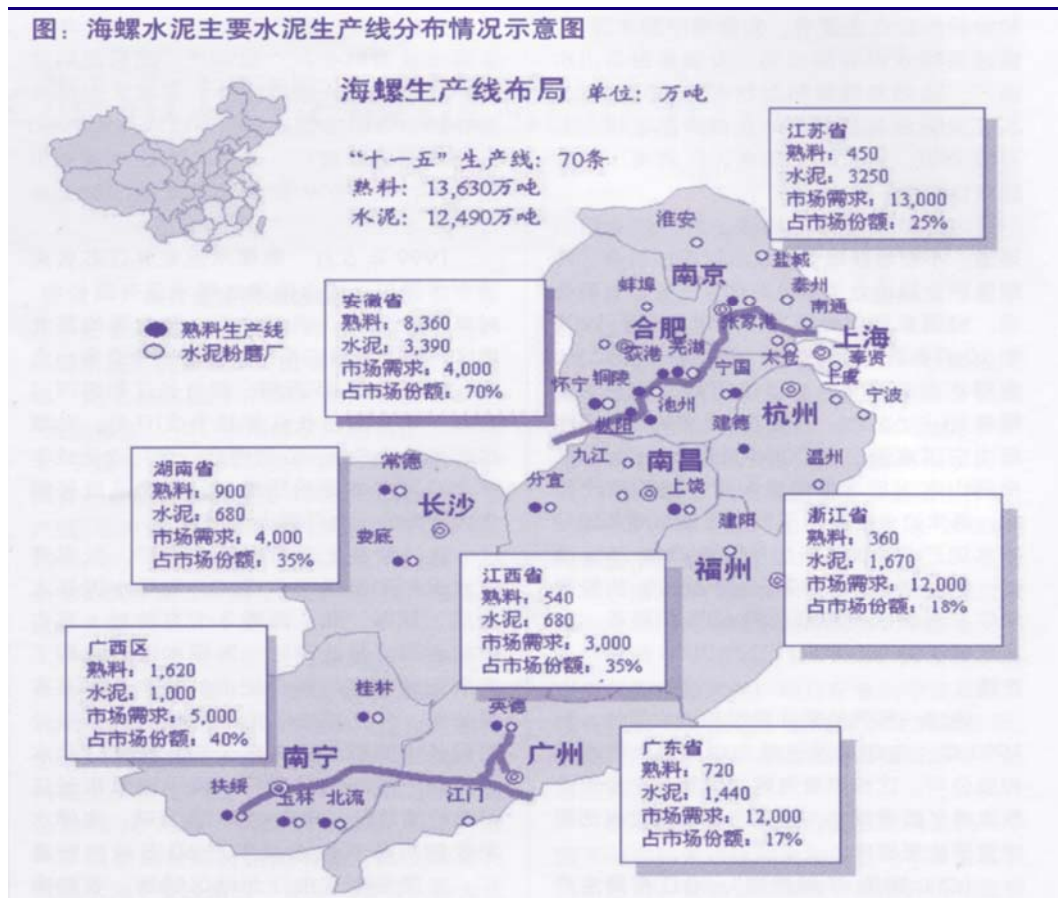
万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	368051.8	657802.7	737743.8	919174.9	915899.9	1028889.8	1028889.8	1028889.8	1028889.8	1028889.8	1028889.8
所得税	64207.3	144716.6	162303.6	202218.5	137385.0	154333.5	154333.5	154333.5	154333.5	154333.5	154333.5
NOPLAT	293006.3	303844.5	513086.1	575440.1	716956.4	778515.0	874556.3	874556.3	874556.3	874556.3	874556.3
营运资金净变动	-134225.4	55348.2	-59986.6	-57534.3	-59298.3	-18599.5	-60660.9	34822.9	34822.9	34822.9	34822.9
资本支出	-362048.0	-800000.0	-900000.0	-900000.0	-800000.0	-600000.0	-400000.0	-400000.0	-400000.0	-400000.0	-400000.0
自由现金流	141543.8	-125072.9	-118723.1	68800.9	318944.0	614866.9	943322.2	971807.9	998050.8	1023172.2	1047732.9

WACC	10.11%	Ke	13.33%
永续增长率	1.00%	Kd	6.41%
终值	419553.89	t	17.45%
企业价值	8598918.40	Rf	4.50%
非核心资产价值	1487754.06	E(Rm)	12.60%
债务价值	1326503.69	Rm - Rf	8.10%
股权价值	7272414.71	D/A	15.12%
股本	176643.42	E/A	84.88%
每股价值 (元)	41.17	Beta	1.09

估值		g				
WACC		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	8.00%	52.72	55.10	57.82	60.96	64.62
	8.50%	48.70	50.71	52.99	55.59	58.59
	9.00%	45.15	46.86	48.79	50.97	53.46
	9.50%	42.01	43.47	45.11	46.95	49.04
	10.00%	39.19	40.46	41.86	43.43	45.19
	10.50%	36.67	37.77	38.98	40.32	41.82
	11.00%	34.40	35.35	36.40	37.56	38.84

资料来源: 公司数据 银河证券研究所预测

图 28：海螺水泥主要水泥生产线分布示意图



公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率高。	分值：4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.5
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

冀东水泥（000401）：正在崛起的水泥经营商

公司系国内大型水泥熟料生产及销售商。截止 2008 年底，公司有 6 条熟料水泥生产线建成投产，公司水泥总产能达到 4,000 万吨。公司在华北和西北具有产能优势。进入 2006 年，公司进入快速发展的轨道，成为我国正在崛起中的水泥经营商。

表 10：冀东水泥业绩预测

	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

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。

我们始终坚持认为：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新建项目不能如期投产。持续的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我们的预期假设，将影响我们对公司的盈利预测和投资判断。

表 11: 冀东水泥 (000401) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1009.2	2061.6	5154.0	7857.8	9613.7	营业收入	3860.4	4568.7	11421.8	17413.8	21305.2
应收票据	365.8	181.5	453.9	692.0	846.6	营业成本	2822.7	3261.4	7850.0	12252.5	14840.0
应收账款	110.1	127.9	319.7	487.4	596.3	营业税金及附加	34.2	39.9	99.7	152.0	186.0
预付款项	677.9	1195.3	2440.7	4384.6	6739.0	销售费用	199.0	199.7	499.1	761.0	931.0
其他应收款	102.2	152.7	381.7	582.0	712.1	管理费用	243.2	526.2	1315.4	2005.5	2453.6
存货	530.7	811.6	1714.7	2676.4	3241.6	财务费用	200.9	250.7	241.8	406.4	567.5
长期股权投资	115.1	837.9	837.9	837.9	837.9	资产减值损失	8.5	27.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	4813.9	4356.5	6015.0	7441.2	8691.1	投资收益	12.9	137.6	140.6	266.3	338.3
在建工程	668.2	2424.0	2212.0	2106.0	2053.0	营业利润	364.8	400.8	1556.4	2102.7	2665.3
工程物资	212.8	130.5	130.5	130.5	130.5	营业外收支净额	141.4	185.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	310.4	384.5	369.1	353.7	338.3	税前利润	506.2	586.0	1556.4	2102.7	2665.3
长期待摊费用	10.6	6.1	5.5	4.9	4.3	减: 所得税	85.3	64.1	342.4	462.6	586.4
资产总计	8988.1	12736.8	20052.9	27572.5	33822.6	净利润	420.9	521.8	1214.0	1640.1	2079.0
短期借款	2121.8	1854.5	6403.0	8520.2	9994.7	归母公司净利润	367.8	446.0	1050.7	1419.4	1799.2
应付票据	84.6	102.1	245.7	383.5	464.4	少数股东损益	53.1	75.8	163.4	220.7	279.7
应付账款	506.8	829.0	1967.9	3071.6	3720.3	基本每股收益	0.38	0.37	0.87	1.17	1.48
预收款项	273.7	166.8	181.3	203.4	230.4	稀释每股收益	0.38	0.37	0.87	1.17	1.48
应付职工薪酬	8.6	10.2	10.2	10.2	10.2	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	54.7	8.5	8.5	8.5	8.5	成长性					
其他应付款	214.1	137.0	137.0	137.0	137.0	营收增长率	32.6%	18.3%	150.0%	52.5%	22.3%
长期借款	1474.8	2313.8	2513.8	5013.8	7013.8	EBIT 增长率	85.6%	-3.5%	206.0%	35.3%	29.1%
预计负债	14.8	14.9	14.9	14.9	14.9	净利润增长率	74.9%	21.3%	135.6%	35.1%	26.8%
负债合计	6031.3	6426.7	12564.7	18528.7	22814.0	盈利性					
股东权益合计	2956.8	6310.2	7488.3	9043.9	11008.6	销售毛利率	26.9%	28.6%	31.3%	29.6%	30.3%
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	9.5%	9.8%	9.2%	8.2%	8.4%
净利润	421	522	1214	1640	2079	ROE	12.4%	7.1%	14.0%	15.7%	16.3%
折旧与摊销	383	403	569	696	819	ROIC	5.98%	4.23%	7.45%	7.44%	7.80%
经营活动现金流	604	629	481	311	625	估值倍数					
投资活动现金流	-1685	-2743	-1859	-1734	-1662	PE	36.1	37.5	15.9	11.8	9.3
融资活动现金流	1362	3332	4471	4126	2793	P/S	3.4	3.7	1.5	1.0	0.8
现金净变动	280	1218	3092	2704	1756	P/B	4.5	2.7	2.2	1.9	1.5
期初现金余额	729	1009	2062	5154	7858	股息收益率	3.8%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%
期末现金余额	1009	2227	5154	7858	9614	EV/EBITDA	18.4	21.4	9.9	8.2	7.0

资料来源: 公司数据 银河证券研究所预测

DCF 估值与合理估值水平

表 12: 冀东水泥(000401)DCF 折现模型

万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	54167.2	165758.2	224285.8	289454.0	531725.6	649731.1	721923.4	739616.4	757397.8	775268.1	793227.8
所得税	5927.2	36466.8	49342.9	63679.9	79758.8	97459.7	108288.5	110942.5	113609.7	116290.2	118984.2
NOPLAT	46666.4	48240.0	129291.4	174943.0	225774.2	451966.7	552271.4	613634.9	628673.9	643788.1	658977.9
营运资金净变动	-44307.7	-56926.3	-154749.5	-224805.4	-255650.4	-344092.2	-443455.9	-464968.3	-443736.8	-443721.2	-443705.5
资本支出	-121613.4	-200000.0	-200000.0	-200000.0	-200000.0	-200000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0
自由现金流	-90021.5	-168511.6	-180279.9	-147975.7	1934.0	14954.5	241445.4	281635.7	299325.5	316411.0	333232.5

WACC	9.02%	Ke	13.33%
永续增长率	1.00%	Kd	5.29%
终值	146745.10	t	10.94%
企业价值	2839475.25	Rf	4.50%
非核心资产价值	805341.11	E(Rm)	12.60%
债务价值	998264.41	Rm - Rf	8.10%
股权价值	1841210.84	D/A	37.36%
股本	121277.06	E/A	62.64%
每股价值 (元)	15.18	Beta	1.09

估值		g				
WACC		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	8.00%	16.93	18.03	19.29	20.74	22.44
	8.50%	15.14	16.07	17.12	18.33	19.72
	9.00%	13.56	14.35	15.24	16.25	17.41
	9.50%	12.17	12.85	13.61	14.46	15.43
	10.00%	10.93	11.52	12.17	12.90	13.71
	10.50%	9.83	10.34	10.90	11.52	12.22
	11.00%	8.84	9.28	9.77	10.30	10.90

资料来源: 公司数据 银河证券研究所预测

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率较高。	分值：4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.5
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

附录:

(一) 水泥纯低温余热发电技术:

水泥纯低温余热发电技术是指在新型干法水泥熟料生产线生产过程中,通过余热回收装置——余热锅炉将水泥窑窑头、窑尾排出大量的低品位废气余热进行热交换回收,产生过热蒸汽推动汽轮机实现热能向机械能的转换,从而带动发电机发出电能,所发电能供水泥生产过程中使用。

(二) 水泥行业竞争力分析

表 13: 水泥行业五力分析

项目	行业情况	得分
规模经济:		3
产品差异化程度	产品差异性小	1
进入行业的资本条件	进入行业资本条件要求高	3
转换成本的级别	转换需要较大的成本	3
进入分销渠道	产品销售半径小, 抢占成熟市场份额较难	3.5
成本劣势	新进入者成本劣势大	3.5
政府的规定和环境政策	政府鼓励行业整合	3.5
替代产品:		5
替代产品的存在	不可替代	5
转向替代产品的转换成本	无	5
行业内竞争程度:		3.5
大量可抗衡竞争对手存在	竞争对手存在, 目前国内水泥企业 5000 家	3.5
行业增长放缓	行业增长较快	4
高运营集中度	集中度不高	2.5
竞争对手缺少不同性	产品同质化严重	2
产量增加需要大量投资	增加产量需要大量投资	2
不同的竞争对手	竞争对手差异性不大	2
高战略风险	较高	3.5
高退出壁垒	较高	3.5
客户的谈判能力:		3
高度依赖于少数客户	大部分企业谈判能力弱, 客户分散程度高	2
产品占到客户成本大部分	比例较低	2.5
缺少产品区分性	产品差别性很小, 价格是最重要的考虑因素	2.5
替换成本低	很容易使用其他公司的产品	3
客户的利润率	客户的利润高, 受行业景气周期影响较大	3.5
客户表现出向供应链整合的威胁	受石灰石资源的制约, 客户整合的兴趣不大	2
产品对于客户产品或服务的质量不重要	产品对于客户产品影响程度在增加, 服务质量重要性也有所增加	3.5

项目	行业情况	得分
客户掌握完全充分的信息	信息较为对称	3.5
供应商谈判能力:	原料大都是大宗商品, 买卖双方定价权都不高	3
少数公司占据主导地位	上游供应商占一定优势	3
替代产品的存在	原料的替代性不高	
供应商的产品对于买方的生意来讲是个重要的组成部分	动力原料是水泥公司最重要的组成部分	3
供应商的产品建立了不同性, 进行产品替代是有成本的	产品同质化程度高	3.5
供应商向前一步的整合发展, 对客户有威胁	威胁较大	2.5

资料来源: 中国银河证券研究所

结论: 总评分为 3.5 分。水泥行业是竞争充分的行业。价格竞争能力的高低将决定企业的未来。

(三) 60 家国家重点支持大型水泥企业名单

2007 年初, 在国家发展改革委员会、国土资源部以及中国人民银行联合下发的文件中公布 60 家国家重点支持大型水泥企业名单。对列入重点支持的大型水泥企业开展项目投资、重组兼并, 有关项目应在项目核准、土地审批、信贷投放等方面予以优先支持。

在 60 家国家重点支持的企业中, 全国性大型水泥企业有 12 家, 分别是: 安徽海螺集团有限公司、山东山水水泥集团有限公司、浙江三狮集团有限公司、湖北华新水泥股份有限公司、河北唐山冀东水泥股份有限公司、中国联合水泥有限责任公司、吉林亚泰(集团)股份有限公司、中国材料工业科工集团公司(含天山水泥股份公司)、北京金隅集团有限责任公司(含河北太行集团)、河南天瑞集团公司、红狮控股集团有限公司以及甘肃祁连山水泥集团股份有限公司。

区域性大型水泥企业有 48 家, 分别是: 内蒙古乌兰水泥集团有限公司、内蒙古蒙西高新材料股份有限公司、河北鹿泉东方鼎新水泥有限公司、山西太原狮头水泥股份有限公司、辽宁工源水泥(集团)有限责任公司、黑龙江佳木斯鸿基集团有限公司、江苏盘固水泥集团有限公司、江苏金峰水泥集团有限公司、浙江虎山集团有限公司、浙江水泥有限公司、安徽铜陵上峰水泥股份有限公司、福建水泥股份有限公司、江西万年青水泥股份有限公司、江西亚冬水泥股份有限公司、江西南丰水泥集团、山东金鲁城有限公司、山东沂州水泥集团总公司、河南孟电集团水泥公司、湖北京兰水泥集团、湖南兆山新星集团、广东塔牌集团有限公司、广东广州越秀水泥集团有限公司、广西华润水泥控股有限公司、广西鱼峰水泥控股有限公司、国投海南水泥有限责任公司、拉法基瑞安(北京)技术服务有限公司重庆分公司、重庆科华(建材)集团有限公司、四川都江堰拉法基水泥有限公司、四川金顶(集团)股份有限公司、云南瑞安建材投资有限公司、陕西声威建材(集团)有限公司、宁夏建材集团有限责任公司、新疆青松建材化工(集团)股份有限公司、上海建筑材料集团水泥有限公司(含上海联合水泥公司)、浙江红火实业集团有限公司、山东烟台东源水泥有限公司、江苏恒来建材股份有限公司、福建龙麟集团有限公司、山东泰山水泥集团有限公司、吉林辽源金刚水泥(集团)有限公司、云南昆钢嘉华水泥建材有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司、河南省同力水泥集团、江苏省嘉新京阳水泥有限公司、湖南韶峰水泥集团、葛洲坝股份有限公司水泥厂、大连水泥集团有限公司。

(四) 2007-2010 年全国分省淘汰落后水泥生产能力计划表

地 区	水泥产量 (万吨)	06 年新型干 法水泥比重%	07-08 年 淘汰落后能力	09-10 年 淘汰落后能力
总 计	124000			
北 京	1190			
天 津	607	47	100	
河 北	8619	37	1500	1200
山 西	2171	54	300	400
内 蒙	2116	46	200	300
辽 宁	3193	40	300	400
吉 林	2525	62	300	400
黑龙江	1456	72	100	200
上 海	818			
江 苏	10881	55	1000	1000
浙 江	9947	85	500	
安 徽	4405	71	600	600
福 建	3344	28	500	500
江 西	4206	62	400	500
山 东	16586	36	2000	2500
河 南	7334	45	1000	1000
湖 北	5109	55	600	800
湖 南	4375	24	600	600
广 东	8851	35	1500	1500
广 西	3545	47	300	500
海 南	578	71	50	50
重 庆	2534	42	200	400
四 川	4895	21	400	600
贵 州	1799	25	200	300
云 南	3179	50	300	400
西 藏	167	78	30	20
陕 西	2375	70	200	200
甘 肃	1333	68	200	200
青 海	371	58	50	50
宁 夏	699	53	60	40
新疆(含)兵团	1202	51	150	150

资料来源：国家发改委 2007 年 2 月 28 日发改办工业[2007]447 号文件

插图目录

图 1: 水泥行业产业链结构图 (一)	2
图 2: 水泥行业产业链结构图 (二)	3
图 3: 水泥经营成本构成	3
图 4: 我国城镇化率逐年提高	4
图 5: 我国水泥消费地区差异	4
图 6: 部分国家人均消费量比较	5
图 7: 我国与部分国家累计消费量比较	5
图 8: 我国与部分国家人均累计消费量 (吨) 比较	5
图 9: 水泥产量与全社会投资同步增长	5
图 10: 我国农业固定资产投资相对全社会的占比	6
图 11: 亿元建筑业产值引致 1.9 万吨的水泥需求	7
图 12: 全国水泥出口量及增速	9
图 13: 水泥投资开始大幅提高	9
图 14: 新型干法熟料产能增速加快	10
图 15: 新型干法水泥产量占比提高	10
图 16: 2010 年前强制性淘汰 2.5 亿吨落后产能	10
图 17: 2009 年水泥价格稳步上涨	11
图 18: 2007 年底以来全国水泥平均出厂价格运行轨迹(元/吨)	11
图 19: 2006 年 7 月至 2009 年 6 月煤炭价格震荡上行	12
图 20: 2007 ~ 2010 年我国水泥行业余热发电投资进度	13
图 21: 中国水泥业集中度逐步提高	15
图 22: 安徽水泥集中度提高带来规模效益	15
图 23: 区域龙头水泥企业产能分布与竞争格局	15
图 24: 2009 年前 5 个月全国水泥经营商排名	16
图 25: 我国龙头水泥公司与国际水泥企业估值比较	19
图 26: 水泥行业利润总额逐年提高	21
图 27: 水泥行业吨水泥利润进入上升通道	21

表格目录

表 1: 行业预测关键假设	1
表 2: 建筑业总产值测算	7
表 3: 建筑业总产值敏感性分析	8
表 4: 行业可比公司估值表	19
表 5: 2008 年 11 月 1 日后部分重点公司大小非解禁情况	22
表 6: 需要关注的重点公司	23
表 7: 海螺水泥业绩预测	24
表 8: 海螺水泥 (600585) 财务报表预测	25
表 9: 海螺水泥(600585)DCF折现模型	26
表 10: 冀东水泥业绩预测	28
表 11: 冀东水泥 (000401) 财务报表预测	29
表 12: 冀东水泥(000401)DCF折现模型	30
表 13: 水泥行业五力分析	32

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。

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