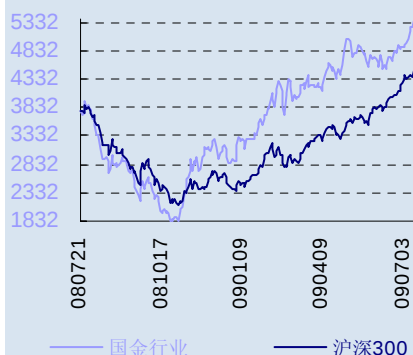


2009 年 07 月 19 日

市场数据

行业优化平均市盈率	26.24
市场优化平均市盈率	20.60
国金水泥指数	5391.33
沪深 300 指数	3519.81
上证指数	3189.74
深证成指	13131.97
中小板指数	4697.38


相关报告

- 1 《供、求增量皆超预期下的投资机会》，2009.7.9
- 2 《西北等区域贡献行业利润增速略超预期》，2009.6.28
- 3 《水泥行业重要事件点评》，2009.6.24
- 4 《利好如期而至》，2009.6.1

贺国文

 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

水泥行业研究简报

——地产带来的需求弹性需要进一步重视

减持

持有

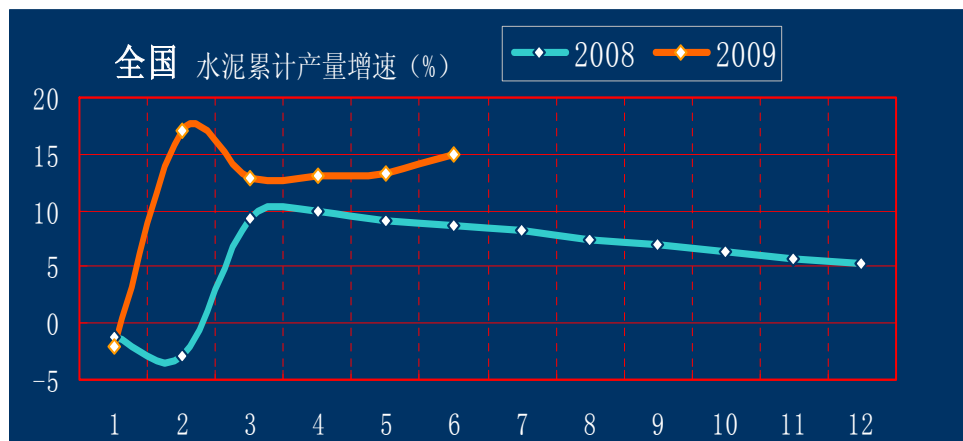
增持

重要事件

- 水泥产销量: 1~6 月份水泥产量 7.35 亿吨, 同比增长 14.86%, 其中 6 月单月 1.58 亿吨, 环比上月增长 5.85%, 比去年同比增长 20.95%。
- 水泥投资: 1~6 月份完成水泥投资 745.62 亿元, 同比增长 67.01%, 相对于 3、4、5 月份 110.45%、91.7%、78.58% 的同比数据, 尽管仍维持在高位, 但已经开始呈现下降趋势。

我们的观点

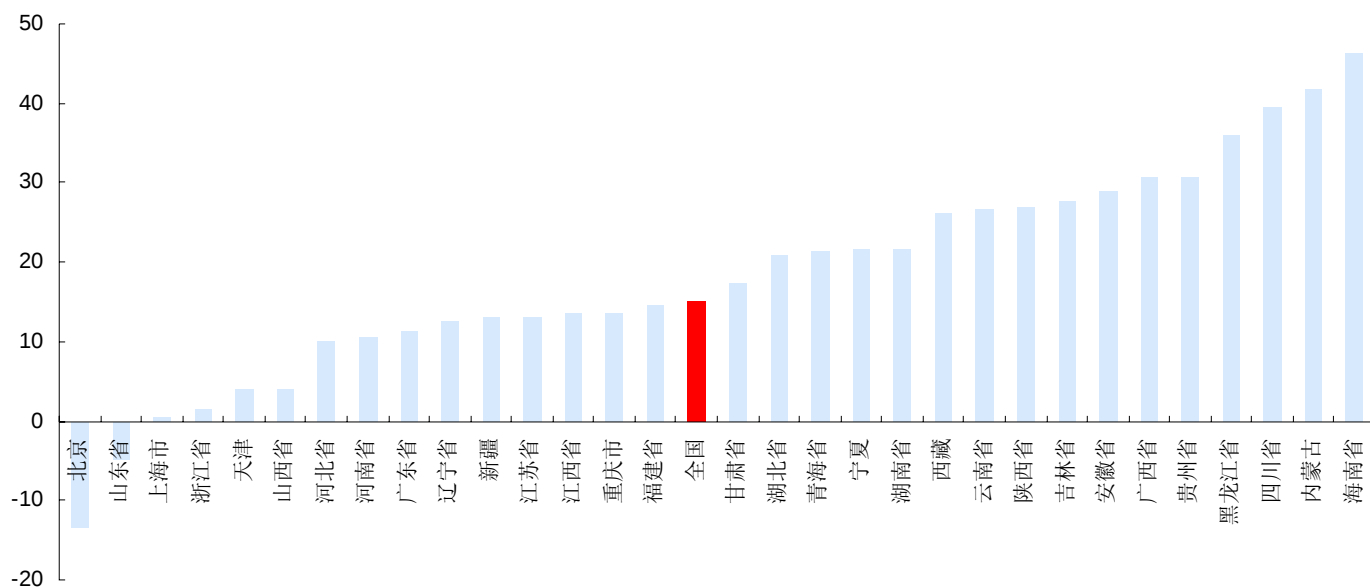
- 对于上述数据, 基本在我们的预期之内, 反映的是我们中期策略的主题: 需求和供给增量都在超预期。

图表1: 水泥产量增速对比


来源: 国金证券研究所

- 分区域来看, 上半年需求增速比较快的区域主要集中在西北、西南、东北等区域, 而长三角、珠三角、环渤海区域则由于地产需求尚处于比较清淡的原因, 需求增速表现出符合预期的低于全国水平的特点。而这些区域, 受房地产投资的复苏影响, 或将成为未来需求弹性最大的区域, 也是我们后续重点推荐的区域。

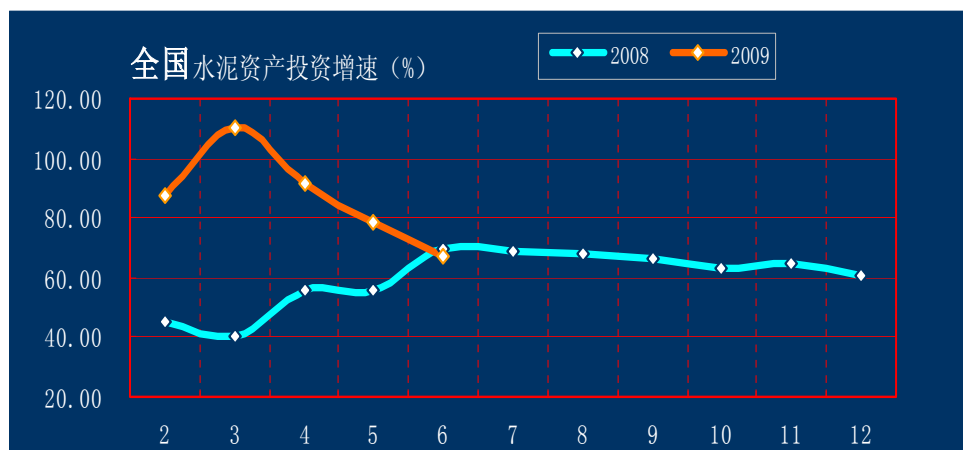
图表2：分省的水泥产销上半年增速对比（%）



来源：国金证券研究所

- 水泥行业高速增长的投资成为制约估值的重要因素，上半年 67.01% 的增速仍保持比较快的增速水平，但一个可喜的现象是从 3 月份以来已经连续 3 个月增速呈下降趋势。

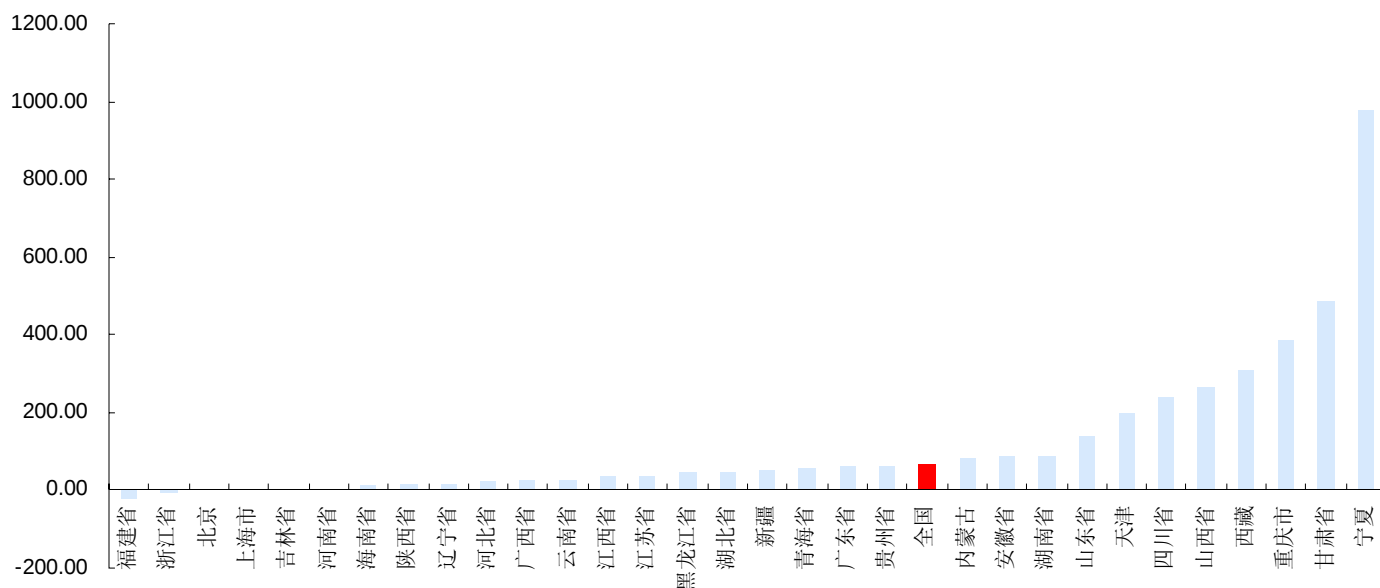
图表3：水泥行业投资增速



来源：国金证券研究所

- 分省的情况来看，水泥行业投资增速低于全国平均水平也是以长三角、珠三角、环渤海为主，这意味着在地产需求弹性较大的区域，还面临另外一个优势就是未来的产能投放压力相对较小。

图表4：分省的水泥投资上半年增速对比（%）



来源：国金证券研究所

- 对于接下来水泥股的投资机会，我们近三周连续路演中了解到，市场基本上都能接受“地产弹性”带动水泥需求的投资逻辑，但我们有必要结合前期的投资逻辑做进一步说明。
 - ◆ 拐点来临的时候水泥股的机会是最大的。2008 年 11 月份 4 万亿政策迅速提升了水泥股的整体估值水平，成为最先启动的行业。但此时大幅度提升 PE 的原因在于政府投资拉动水泥需求非常确定；
 - ◆ 在水泥股率先达到 20 倍 PE 后，尤其在 5~6 月份表现平淡，理由在于：供给面产能数据非常高，而需求面基建领域的水泥需求虽然还有高峰期，但该领域水泥需求的边际增量是不断减少，而房地产新开工数据尚未出现明显好转。
 - ◆ 但 7 月份，我们看到了 6 月份的新开工数据：6 月份单月同比增长 11.4%，环比 5 月份增幅超过 50%。我们认为市场需要对房地产新开工面积出现拐点足够重视，这是水泥需求端的一个重要拐点，如果按照水泥下游需求去向来看的话，地产拐点对于水泥消费的重要性可以近似等同于去年年底基建对于水泥消费的拉动。而这个时点水泥股相对 2008 年 11 月份最大的差异在于估值。
 - ◆ 另外，供给面同样面临政策层面的拐点：近期浙江、重庆等省市都对扩大水泥产能有明确的限制规定，如果国家发改委能出台相关严控水泥产能的政策，虽然不会改变 2009~2010 年的产能投放，但会影响后续的产能增速，未来供给面的利好将提升当前估值。
 - ◆ 鉴于以上逻辑，我们还是维持近期的一直推荐：地产弹性 + 供给相对较小相结合的逻辑，长三角、珠三角、环渤海、吉林和黑龙江，这几个区域的公司。上面的分析提到，这条逻辑的重要性等同于去年年底基建对水泥需求拉动，但鉴于目前水泥股估值不能和去年年底的历史性低谷同日而语，因此我们判断：水泥股的投资机会最大的时候已经过去（去年年底至今年一季度，大部分水泥股都有 3 倍以上的涨幅），但此时的水泥股估值并未完全包含地产复苏的预期，因此，基于“地产弹性 + 供给相对较少”这条逻辑，我们认为：海螺、塔牌、冀东、亚泰能成为下半年获取相对收益的重要品种，也是我们重点推荐的水泥品种。

图表5：重要水泥公司估值表

公司	7月17日 股价	EPS		增速 (10/09)	PE		最新报告 期每股净 资产	最新PB
		2009年	2010年		2009年	2010年		
冀东水泥	15.60	0.750	1.100	46.67%	20.80	14.18	4.87	3.20
青松建化	13.17	0.546	0.796	45.79%	24.12	16.55	3.75	3.51
赛马实业	28.15	2.100	2.750	30.95%	13.40	10.24	8.68	3.24
祁连山	14.12	0.770	0.943	16.62%	18.34	15.72	2.80	5.04
ST双马	9.00	0.550	0.70(摊薄)	27.27%	16.36	16.36		
天山股份	14.26	1.000	1.500	50.00%	14.26	9.51	2.62	5.44
海螺水泥	46.24	2.000	3.000	50.00%	23.12	15.41	14.57	3.17
华新水泥	25.98	1.323	2.238	69.16%	19.64	11.61	10.17	2.55
塔牌集团	18.00	0.693	1.028	48.34%	25.97	17.51	4.34	4.15
亚泰集团	9.51	0.373	0.533	42.86%	25.47	17.83	3.38	2.81

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
- 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 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“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。