

水泥行业：研判区域市场 挖掘投资机会 推荐 维持评级

分析师：洪 亮 ✉: hongliang@chinastock.com.cn ☎: 010-66568750郝飞飞 ✉: haofeifei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568843

1. 事件

2009 年 9 月 4 日，由中国银河证券研究所主办、中国水泥网协办的 2009 中国水泥上市公司年会在北京国际饭店顺利召开。会议是在今年二季度以来，水泥股普遍呈现滞涨和分化的局面，市场对水泥企业的未来增长产生了较大分歧的背景下召开的。会上两位水泥行业专家及 20 家水泥上市公司高管代表参会，与基金管理公司、保险公司等 70 余位投资者代表展开深度交流。

2. 我们的分析与判断

☞ 投资拉动水泥行业需求显著增加。固定资产投资高增长决定了 09 年水泥需求总量的增长。随着城镇化发展、基建投资高增长、房地产市场回暖等积极因素影响，我们预计全年水泥需求增长将稳定在 7%-10% 的水平。

☞ 新增产能较小，水泥价格继续看涨。我们预计 09 年，投产新型干法生产线 120 条，新增生产能力 1.4 亿吨；20 多条新型干法生产线的关闭将减少产能 1000 万吨，年末新型干法熟料生产能力 9.4 亿吨。我们认为，随着煤炭价格的上涨以及环保成本的提高将使水泥价格维持高位。

☞ 区域市场整合加速，集中度将进一步提高。今年以来，行业整合的步伐逐步加快。我们认为，一方面，行业集中度提高将带来规模效益的增加；另一方面，市场整合在提高行业集中度的同时将给行业带来更多的整合效益。

3. 投资建议

☞ 投资加速带动需求增加，整合加速带动大企业话语权增大都是我们看好行业发展的重要因素，我们给予行业“维持推荐”的投资评级。

☞ 从区域市场景气水平和企业盈利能力两方面入手，我们推荐具有高成长性和市场整合能力的区域龙头水泥企业，给予重点公司 2009 年 20 倍的市盈率、10 倍的 EV/EBITDA 的估值水平，建议重点关注海螺水泥（600585）、华新水泥（600801）、冀东水泥（000401）、天山股份（000877）、祁连山（600720）。

4. 主要风险因素

投资增长低于预期，产能严重过剩、煤炭价格持续增长。

驱动因素、关键假设及主要预测：

- ☞ 城镇化发展是行业重要驱动力，决定水泥市场的区域差异；基建投资增长强劲，带动行业需求显著提高。
- ☞ 原材料成本方面，我们判断：2009~2010 年我国煤炭的平均价格将分别同比下调 10%、上涨 10%。
- ☞ 我们预计，2009~2010 年我国水泥产量的增速分别为 7%与 10%左右；吨水泥利润保持增长，分别为 21 元、23 元。

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，影响东部水泥企业盈利水平。

我们认为，随着房地产市场的转暖，开工率持续回升；而且保障性住房建设总量的逐年提高，其对水泥行业的贡献率也在增加。因此，从实物量来看，房地产用水泥量的增速不会下降。

行业估值与投资建议：

考虑到市场整合将以脉冲的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。

我们预计，市场整合将贯穿于 2009~2011 年，给予行业“维持推荐”的投资评级。

我们认为，重点公司具有内生性增长与行业整合的双重价值，其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 20 倍的市盈率、10 倍的 EV/EBITDA 的估值水平。

我们推荐有核心竞争力，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，建议重点关注海螺水泥（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：

- ☞ 投资增速超过我们预期，带动水泥需求量显著增长。
- ☞ 重点区域水泥价格维持高位，企业实现超额盈利。
- ☞ 行业整合加速，促使大型水泥企业更强，话语权更重。

主要风险因素：

- ☞ 固定资产投资增速下降，房地产市场持续萎靡，下游需求增长低于预期。
- ☞ 全行业产能过剩的局面日益严重，价格战成为主流，企业利润率下降。
- ☞ 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。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	PE			EPS (元)			净利润 (百万元)		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
000401.SZ	冀东水泥	13.44	9.84	5.43	0.500	0.683	1.237	606.55	827.98	1500.00
600585.SH	海螺水泥	12.40	10.80	8.40	1.67	1.92	2.48	2614.6	3010.8	3890.3
600801.SH	华新水泥	10.72	7.54	7.05	1.140	1.620	1.734	374.38	532.01	700.00
600881.SH	亚泰集团	3.91	6.81	4.68	1.516	0.871	1.267	1915.00	1100.00	1600.00
600720.SH	祁连山	26.50	17.67	12.93	0.200	0.300	0.410	79.18	118.77	162.32
600449.SH	赛马实业	13.03	11.38	9.98	0.963	1.103	1.258	187.93	215.15	245.43
600553.SH	太行水泥	24.14	18.11	14.45	0.158	0.211	0.264	60.13	80.15	100.43
002233.SZ	塔牌集团	3.92	6.83	4.70	0.565	0.738	0.863	225.85	295.13	345.10
000877.SZ	天山股份	12.03	8.29	5.94	0.668	0.969	1.351	208.32	302.27	421.58

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

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