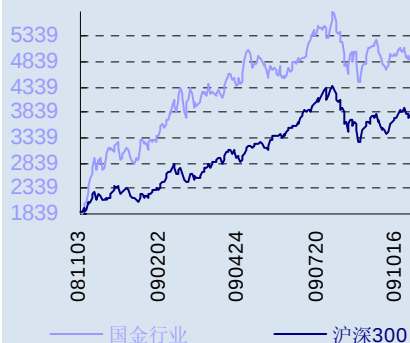


2009 年 11 月 03 日

长期竞争力评级：等于市场均值

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	5045.38
沪深 300 指数	3280.37
上证指数	2995.85
深证成指	12297.16
中小板指数	5048.34



相关报告

- 1 《10 月仍有超额收益机会》，2009.10.9
- 2 《价量齐升时间, 酝酿淘汰新政》，2009.9.13
- 3 《《水泥行业准入条件征求意见稿》点评》，2009.9.8

贺国文

 (8621)61038234
 hegwa@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)

水泥行业研究报告

——三季度业绩总结：东部底部回升、西部维持高位

减持

持有

增持

投资要点

- 1~9 月份水泥行业上市公司实现营业收入 517.15 亿元，同比增长 20.09 %；实现归属母公司股东的净利润 52.77 亿元，同比增长 35.81 %。
- 2009 年前三季度水泥行业上市公司毛利率为 26.51 %，同比提高 1.03 个百分点，环比提高 1.17 个百分点，全国水泥价格第三季度有所回升，以及煤炭价格同比下降共同推动毛利率保持向上趋势。
- 受国家基建投资拉动，前三季度西部地区上市公司业绩整体好于中东部地区，但从单季度环比来看，东部地区上市公司三季度业绩有明显改善，预计四季度这种分化将更加明显，我们地产需求叠加基建需求的观点将进一步得到验证。
- 后续关注的重点：
 - ◆ 从逻辑上来选择区域的话，“地产需求弹性高+产能压力小”的东部地区仍是接下来的重点，后续随着房地产新增需求进入实质用水泥阶段，东部地区尤其市场容量大、地产需求占比高的长三角、环渤海、珠三角地区景气将继续提升，水泥价格仍有提升空间；
 - ◆ 政策进展方面：10 月底，工信部办公厅发【2009】222 号文《关于报送水泥和平板玻璃落后淘汰产能 2009 年计划及三年计划的通知》，通知明确规定，各地需填报三年彻底淘汰计划，并于 11 月底前报工信部，我们认为，如在年内能出台三年彻底淘汰的细则，市场对于明年产能的担心将有所缓解，我们将紧密保持对政策制定的关注。

内容目录

水泥行业整体业绩点评	3
三季度毛利率同环比都呈上升趋势	3
需求差异主导区域景气及公司业绩	3
从区域性差异看三季报	4
东部区域的弹性在三季度或三季度末期逐渐体现	4
需求超预期支持西部持续高毛利率	5
后续关注重点	6
区域选择：地产需求弹性高 + 新增产能压力较小	6
政策最新进展：落后产能淘汰政策有条不紊的进行中	7

图表目录

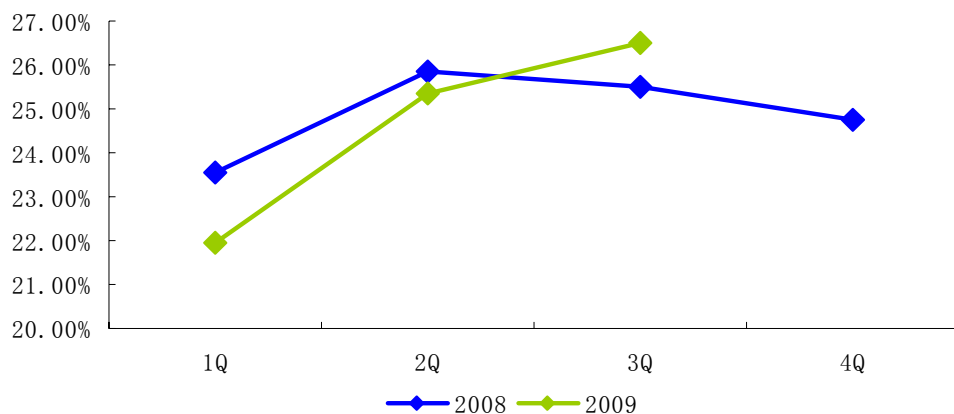
图表 1：2008 年～2009 年三季度水泥行业上市公司毛利率变化（%）	3
图表 2：2008 年迄今全国水泥行业走势（元/吨）	3
图表 3：2008 年迄今煤炭价格走势（元/吨）	3
图表 4：2009 年前三季度水泥行业重点公司净利润增速（%）	4
图表 5：2008 年～2009 年三季度东部水泥公司净利润同比增速（%）	4
图表 6：东北旺季价格同比提升（元/吨）	4
图表 7：华南旺季提前提价（元/吨）	4
图表 8：东部重点企业的吨毛利在 9 月快速回升	5
图表 9：2009 年前三季度水泥企业产量增速（%）	5
图表 10：2007 年～2009 年 3 季度单季度毛利率变化（%）	5
图表 11：全国 1～9 月份房地产新开工面积增速（%）	6
图表 12：2008～2009 年沿海三大经济区及全国房地产投资占比（%）	6
图表 13：2010 年预测净增加产能 /2009 年预测产量	7
图表 14：2008 年全国各省的新型干法水泥比例（%）	7
图表 15：重点公司估值表	8

水泥行业整体业绩点评

三季度毛利率同环比都呈上升趋势

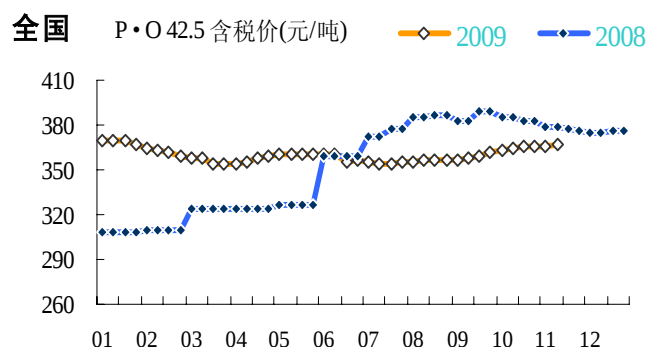
- 2009 年前三季度水泥行业上市公司毛利率为 26.51%，同比提高 1.03 个百分点，环比提高 1.17 个百分点，全国水泥价格三季度的回升，以及煤炭价格同比下降共同推动毛利率保持向上趋势。

图表1：2008 年~2009 年三季度水泥行业上市公司毛利率变化（%）



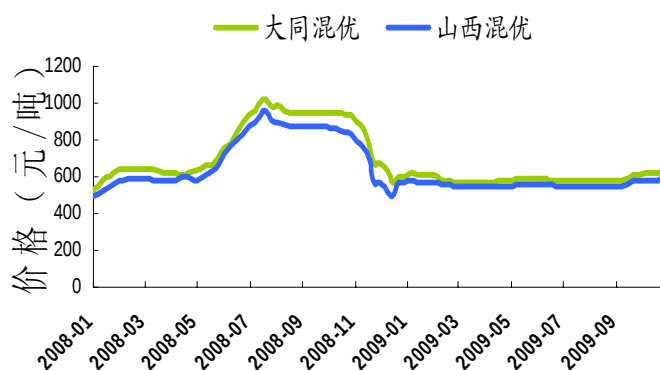
来源：wind、国金证券研究所

图表2：2008 年迄今全国水泥行业走势（元/吨）



来源：数字水泥网、中国煤炭网、国金证券研究所

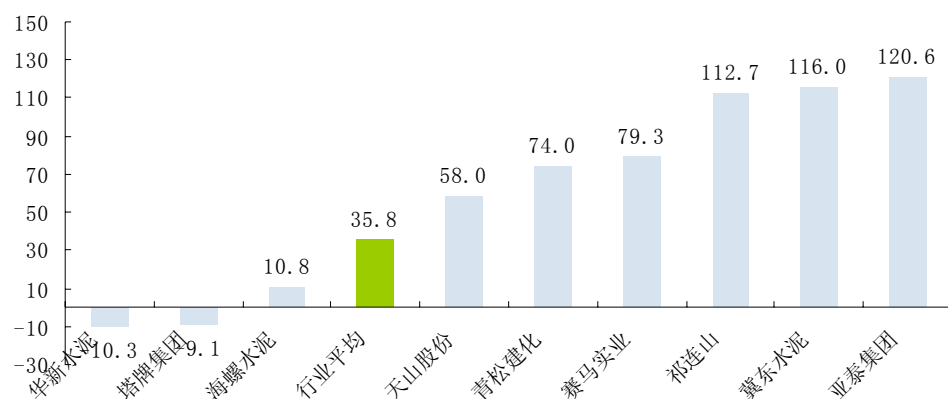
图表3：2008 年迄今煤炭价格走势（元/吨）



需求差异主导区域景气及公司业绩

- 受国家基建投资拉动，基建用水泥在前三季度成为水泥需求的主要来源。西北、华北、东北地区是国家基建投资的重点地区，且基建项目需求占比大，区域景气度高，西北四家公司利润增速远超行业平均水平，冀东（部分产能位于西北）、亚泰所在区域良好的供需形势和自身产能扩张最终也带来业绩快速提升；东部、中南部地区房地产需求占比高，受金融危机影响大，行业景气处于底部回升状态，故区域内海螺、塔牌、华新业绩增速低于行业平均水平。

图表4：2009 年前三季度水泥行业重点公司净利润增速（%）



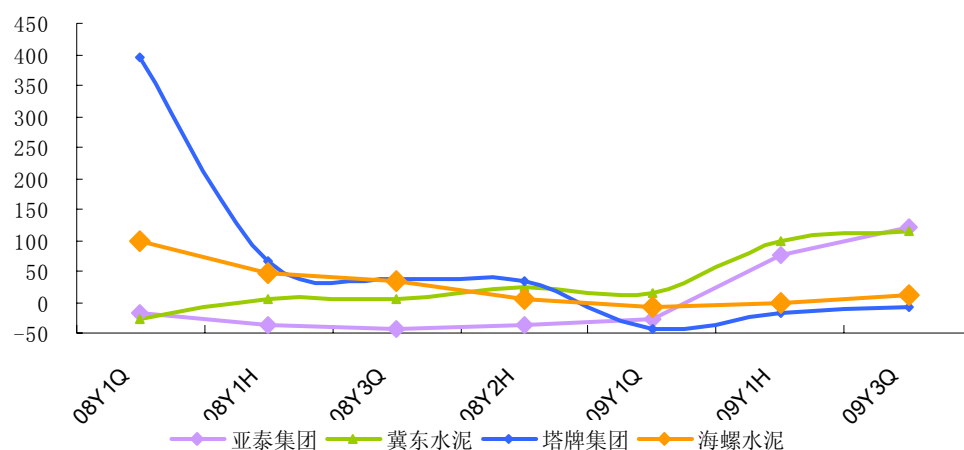
来源：wind、国金证券研究所

从区域性差异看三季度

东部区域的弹性在三季度或三季度末期逐渐体现

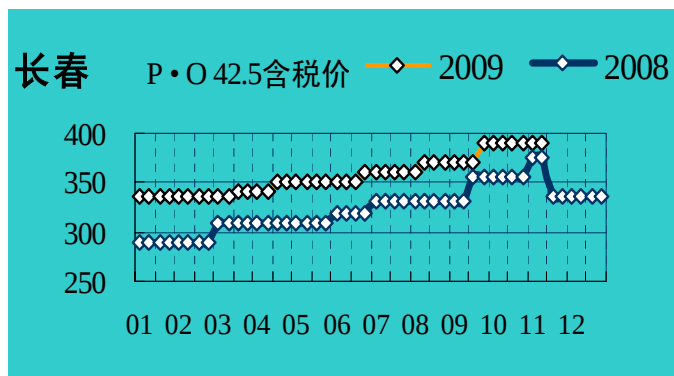
- 三季度东部企业净利润增速环比有所回升，尤其在 8 月份以后东部区域水泥价格出现上涨后，企业的吨毛利水平显著回升。

图表5：2008 年~2009 年三季度东部水泥公司净利润同比增速（%）



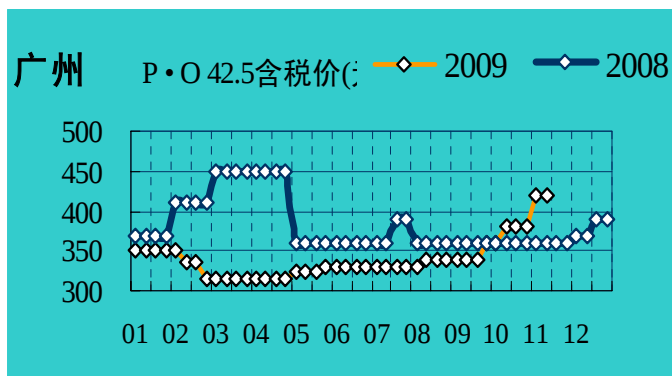
来源：wind、国金证券研究所

图表6：东北旺季价格同比提升（元/吨）

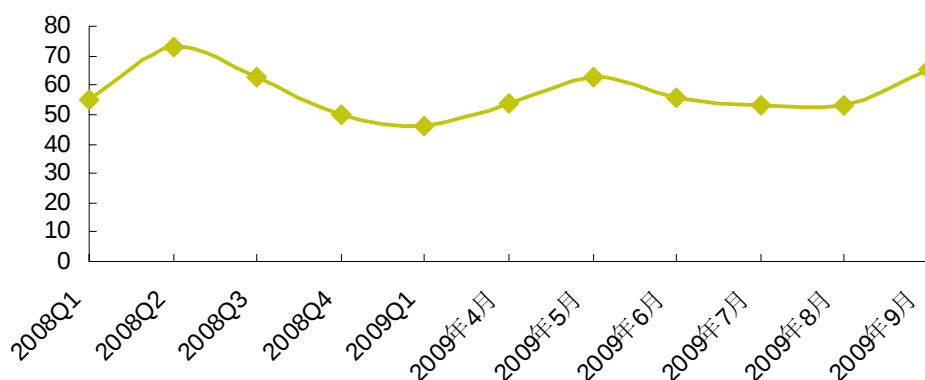


来源：数字水泥网、国金证券研究所

图表7：华南旺季提前提价（元/吨）

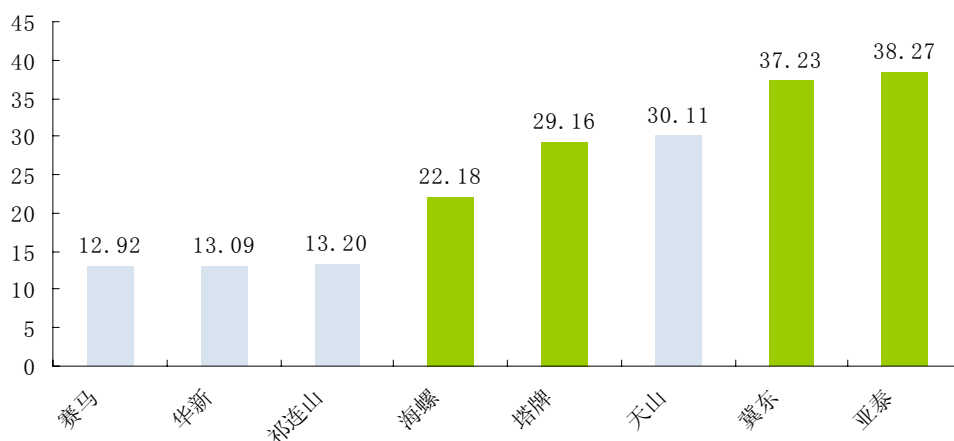


图表8：东部重点企业的吨毛利在9月快速回升（元/吨）



来源：国金证券研究所

图表9：2009年前三季度水泥企业产量增速（%）



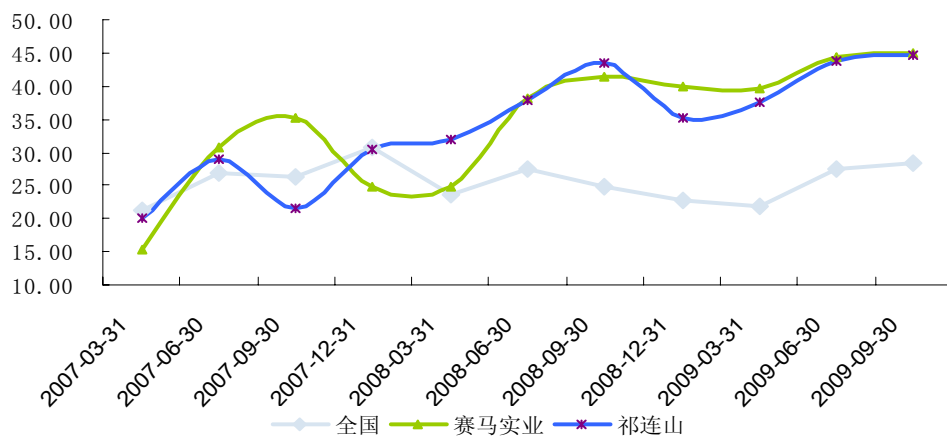
来源：中国建材信息总网、国金证券研究所

价格稳定基础上的产销量增长是东部企业三季度业绩改善的主要原因之一。

需求超预期支持西部持续高毛利率

- 西北两家企业赛马实业、祁连山用三季报再次证明水泥作为一种基础原材料一样可以持续获得高额毛利率，在市场担忧产能投放压力的情况下，需求呈现超预期的特征。

图表10：2007年~2009年3季度单季度毛利率变化（%）



来源：wind、国金证券研究所

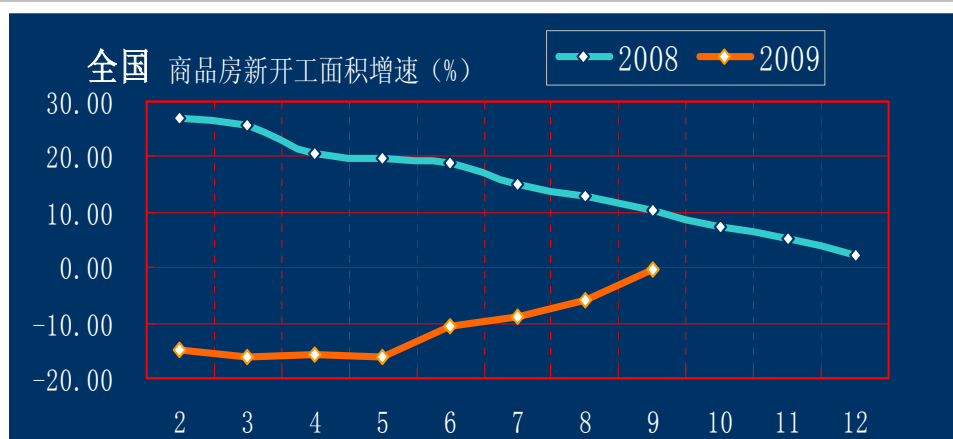
后续关注重点

区域选择：地产需求弹性高 + 新增产能压力较小

- 我们 8 月份提出的东部水泥相对收益观点在 8、9 月份被市场验证之后，10 月份水泥股的表现却低于我们预期，但 10 月西部水泥季报业绩高增长带来的相对收益是比较明显的。
- 但从逻辑上来选择区域的话，“地产需求弹性高 + 产能压力小”的东部地区仍是接下来的重点，后续随着房地产新增需求进入实质用水泥阶段，东部地区尤其市场容量大、地产需求占比高的长三角、环渤海、珠三角地区景气将继续提升，水泥价格仍有提升空间。

新开工面积增速快速反弹预示着地产用水泥需求在今年四季度至明年一季度将逐步体现，近期已经有所体现。

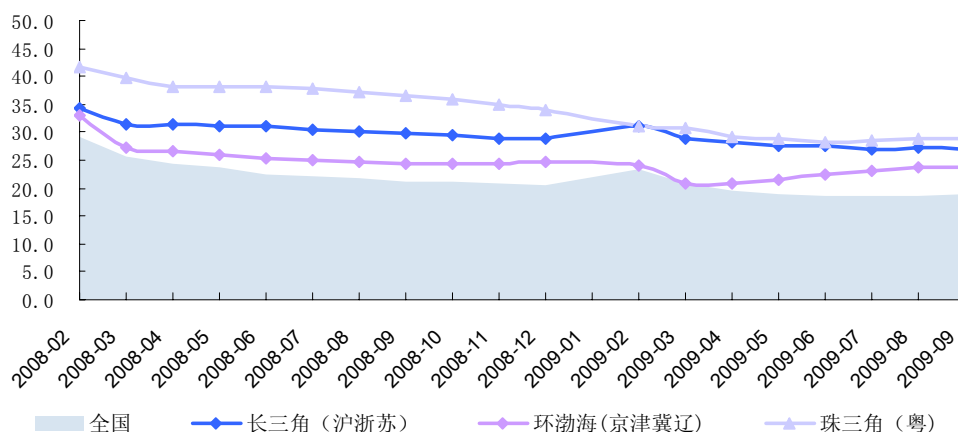
图表11：全国 1~9 月份房地产新开工面积增速 (%)



来源：CEI、国金证券研究所

环渤海、长三角、珠三角地区房地产投资占比高，区域内企业将获得更高的业绩弹性。

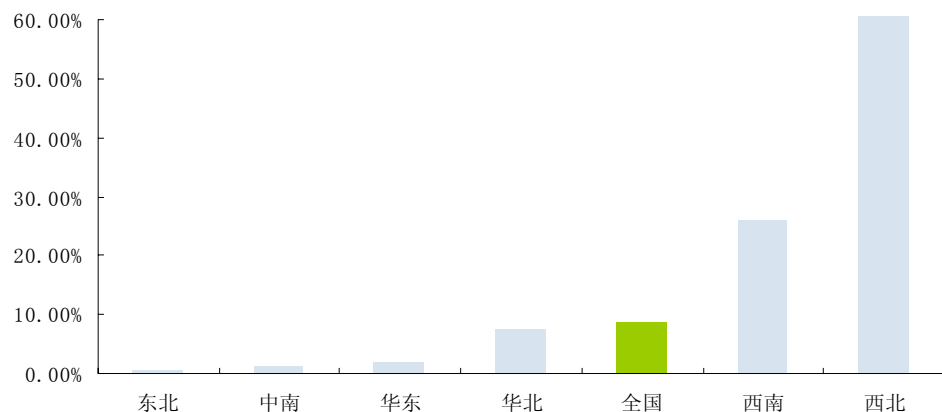
图表12：2008~2009 年沿海三大经济区及全国房地产投资占比 (%)



来源：CEI、国金证券研究所

东部地区 2010 年产能压力相对较小

图表13： 2010 年预测净增加产能 /2009 年预测产量

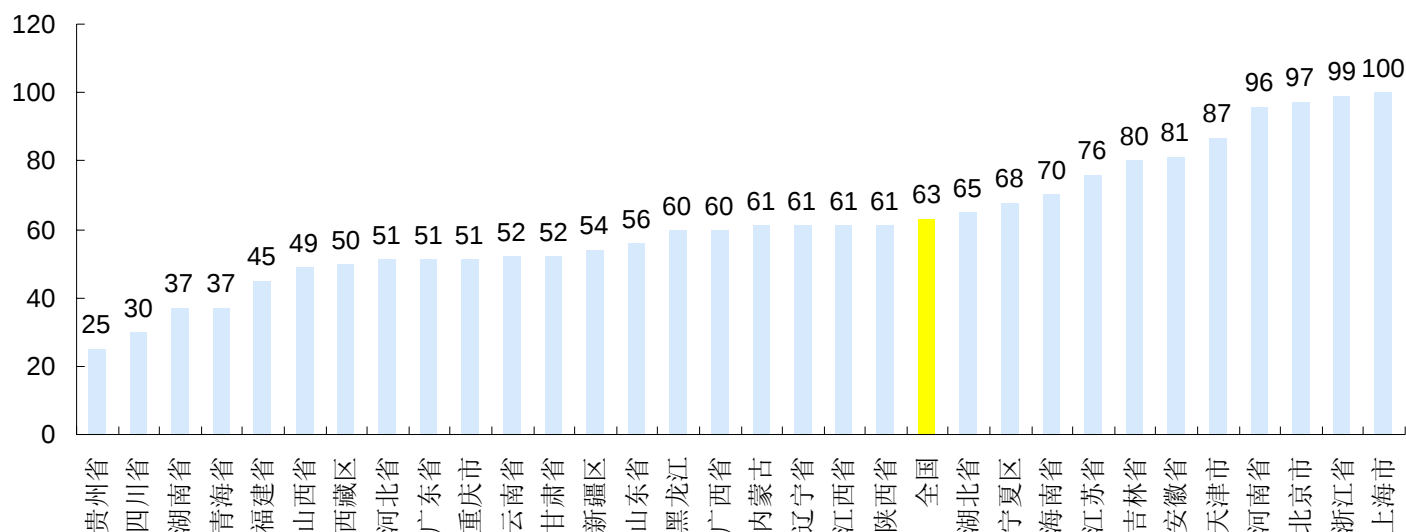


来源：CEI、数字水泥网、国金证券研究所

政策最新进展：落后产能淘汰政策有条不紊的进行中

- 10 月底，工信部办公厅发【2009】222 号文《关于报送水泥和平板玻璃落后淘汰产能 2009 年计划及三年计划的通知》，通知明确规定，各地需填报三年彻底淘汰计划，并于 11 月底前报工信部。

图表14： 2008 年全国各省的新型干法水泥比例 (%)



来源：国金证券研究所

- 我们认为，如在年内能出台三年彻底淘汰的细则，市场对于明年产能的担心将有所缓解，我们将紧密保持对政策制定的关注。

图表15：重点公司估值表

公司	10月30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	13.98	0.778	1.158	48.84%	17.97	12.07	5.29	2.64
青松建化	11.12	0.546	0.796	45.79%	20.37	13.97	4.02	2.77
赛马实业	27.91	2.110	2.760	30.81%	13.23	10.11	10.07	2.77
祁连山	13.08	0.770	0.943	16.62%	16.99	14.57	4.23	3.09
天山股份	14.76	0.966	1.479	53.11%	15.28	9.98	3.60	4.10
海螺水泥	42.93	2.100	3.000	42.86%	20.44	14.31	15.33	2.80
华新水泥	19.64	1.257	1.606	27.76%	15.62	12.23	10.72	1.83
塔牌集团	14.27	0.693	1.028	48.34%	20.59	13.88	4.59	3.11
亚泰集团	8.01	0.380	0.555	46.05%	21.08	14.43	3.59	2.23

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。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

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。