

量、价、盈利，谁已复归高位？——建材投资杂思系列 1

水泥行业

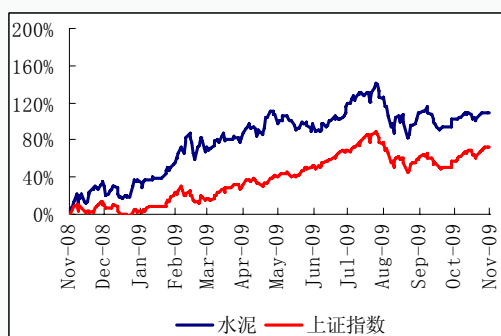
增持（维持）

报告日期：2009 年 11 月 12 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	4742	11.0
天相流通指数	3711	11.2
上证指数	3175	9.0

行业指数近一年走势图



相关报告：

《西部居高亦思危，东部否极望泰来——2009 年水泥行业三季报综述》——20091105

《旺季来临，增长可期——1-8 月水泥行业经营数据分析》——20090930

《收入与利润齐增长、旺季布局时机来临——2009 年水泥行业中报综述》——20090903

《下半年更上层楼—水泥行业 2009 年下半年投资策略》——20090714

《建材行业房地产资本金比例下调挖掘投资机会》——20090601

《景气回升等待复苏—建材行业 2008 年报暨 2009 年 1 季报综述》——20090506

天相建材组—刘金明

010-66045546 liujm@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 分省份水泥量、价、利润空间现状与历史高位比较

投资要点：

- **产量：**从分省产量观察，27个省份前三季度水泥产量超过去年同期水平，仅山东、浙江、广东等水泥大省和北京尚未恢复到去年同期水平，这些省份的共同特征是房地产投资占固定资产投资比例高，2009年前三季度受地产行业严重拖累。
- **价格：**2009年分化特征显现，总体而言，西南部分省份、西北、东北、华北表现出需求支撑型的高位运行；地产需求下滑拖累的华东、中南地区前三季度跌跌不休，9月底以来旺季上调；在外地水泥入川的压力下，川渝水泥价格大幅下滑并低位徘徊。截止目前，华北的河北、山西，东北的吉林、黑龙江，西北的甘肃、宁夏、新疆，西南的贵州、西藏，中南的广东、海南水泥价格已达或维持在近三年最高价位。
- **利润空间：**从水泥-煤炭价格差反映的利润空间观察（由于分省煤炭价格只覆盖21个省份，故统计范围仅包括该21个省份），华北的河北、山西，东北的黑龙江，西北的新疆、甘肃、宁夏，西南的贵州水泥-煤炭价格差处于近三年最高水平。
- **量、价、利润空间（不完全统计）**均回归或超越历史高位的省份包括华北的河北、山西，东北的黑龙江，西北的新疆、甘肃、宁夏，西南的贵州。涉及到的上市公司包括冀东水泥、狮头股份、亚泰集团、天山股份、青松建化、祁连山、赛马实业。
- **投资策略：**展望2010年，基建投资将继续支撑西北地区的高景气，但产能投放对部分地区价格高位运行构成一定压力；房地产投资有望拉动华东、中南地区的水泥需求，对旺季上调的水泥价格构成支撑。总体而言，西部优于东部的特征依然延续，但优势将有所收窄。鉴于此，西部水泥依然要关注，东部、南部省份地产复苏引导的行情值得挖掘。重点推荐受益房地产复苏和产能低投放的海螺水泥、塔牌集团、亚泰集团、冀东水泥和基建投资步入高峰期的祁连山。



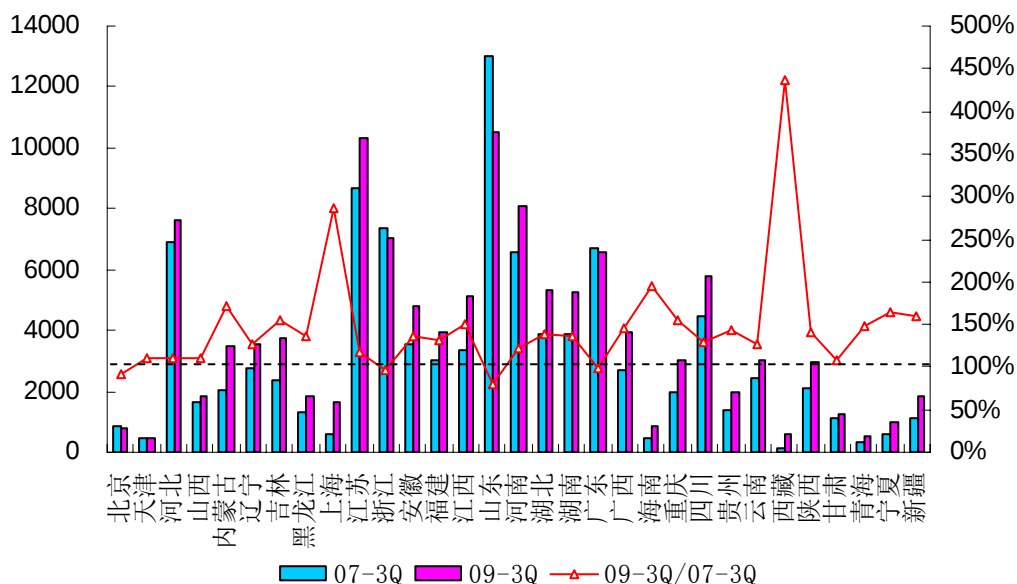
产量、售价、利润空间是判断行业盈利能力的关键指标，基于水泥行业的区域性特征，我们通过分省水泥行业三项指标（量、价、利润空间）现状与正常年份同期水平（剔除 2008 危机年）或近三年最高水平的差异来判断危机后时代盈利能力的复苏情况和按地区分化特征。

1. 产量

国家主导的“4 万亿”投资有效遏制了水泥行业的景气下行，危机成为行业的转机。2009 年 1-10 月，全国水泥产量高达 13.4 亿吨，同比增加 18.7%，基本接近去年全年 13.88 亿吨的水平。

从分省产量观察，27 个省份前三季度水泥产量超过去年同期水平，仅山东、浙江、广东等水泥大省和北京尚未恢复到去年同期水平，这些省份的共同特征是房地产投资占固定资产投资比例高，2009 年前三季度受地产行业严重拖累。

图表 1：2009 前三季度和 2007 前三季度水泥产量比较（单位：万吨）



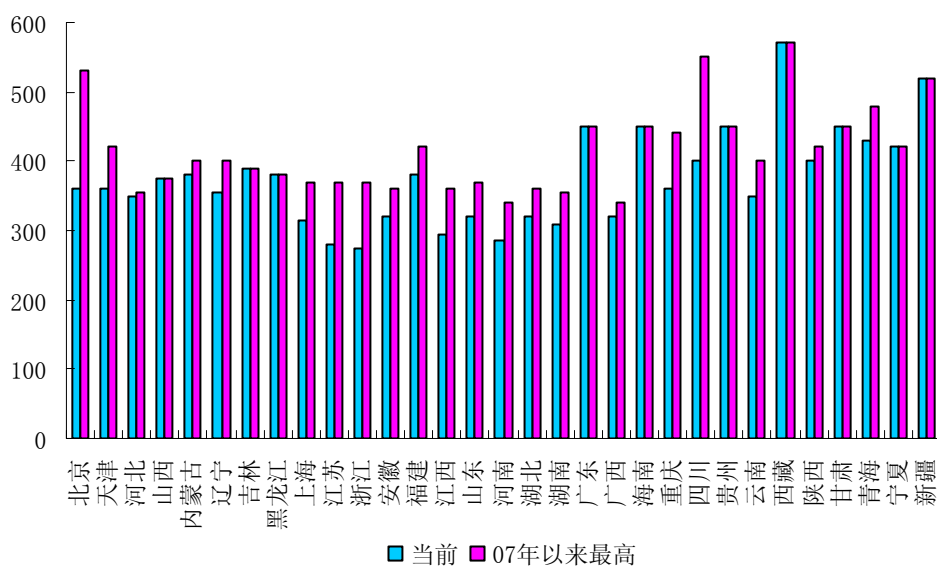
数据来源：天相投资顾问有限公司

2. 价格

2008 年全国水泥价格呈现不同程度的成本推动型普涨。2009 年分化特征显现，总体而言，西南部分省份、西北、东北、华北表现出需求支撑型的高位运行；地产需求下滑拖累的华东、中南地区前三季度跌跌不休，9 月底以来旺季上调；在外地水泥入川的压力下，川渝水泥价格大幅下滑并低位徘徊。值得重点提示的是广东珠三角水泥价格旺季提价力度最大，5 次累计上调 110 元/吨达 450 元/吨，已达近三年历史高位。

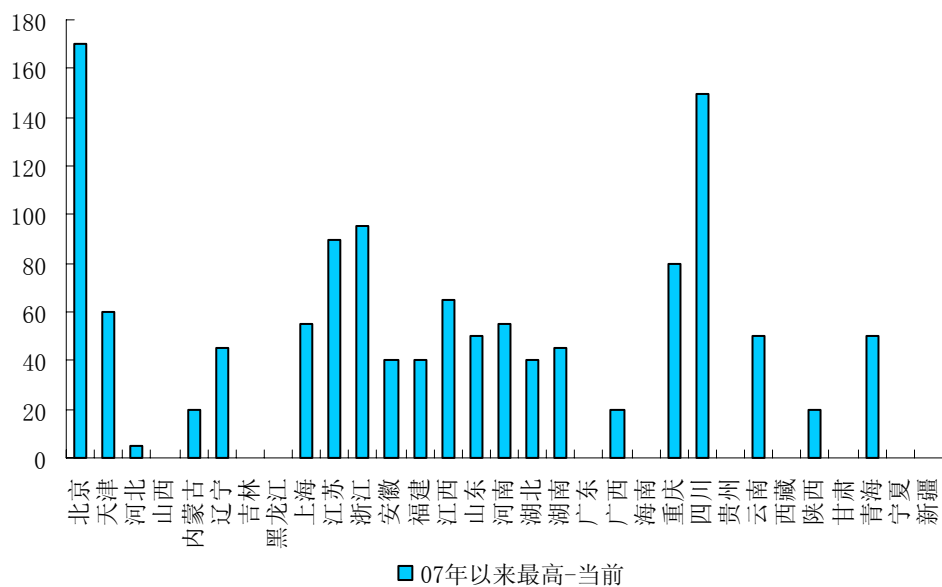
截止目前，华北的河北、山西，东北的吉林、黑龙江，西北的甘肃、宁夏、新疆，西南的贵州、西藏，中南的广东、海南水泥价格已达或维持在近三年最高价位。

图表 2：当前水泥价格和 07 年以来水泥最高价比较（单位：元/吨）



数据来源：天相投资顾问有限公司

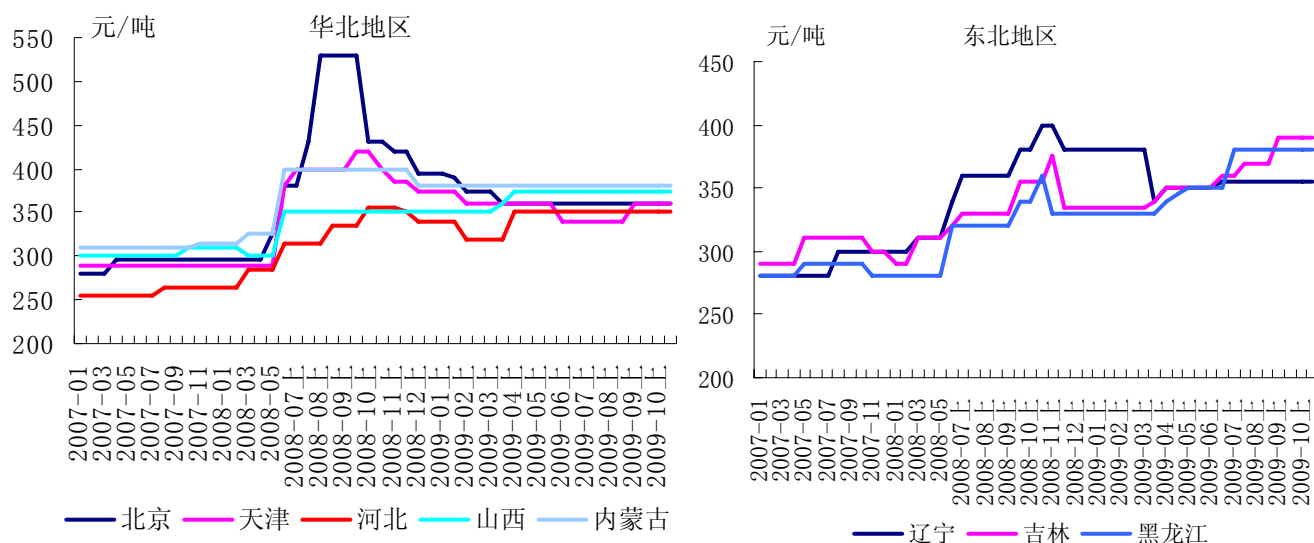
图表 3：07 年以来水泥最高价-当前水泥价格（单位：元/吨）



数据来源：天相投资顾问有限公司

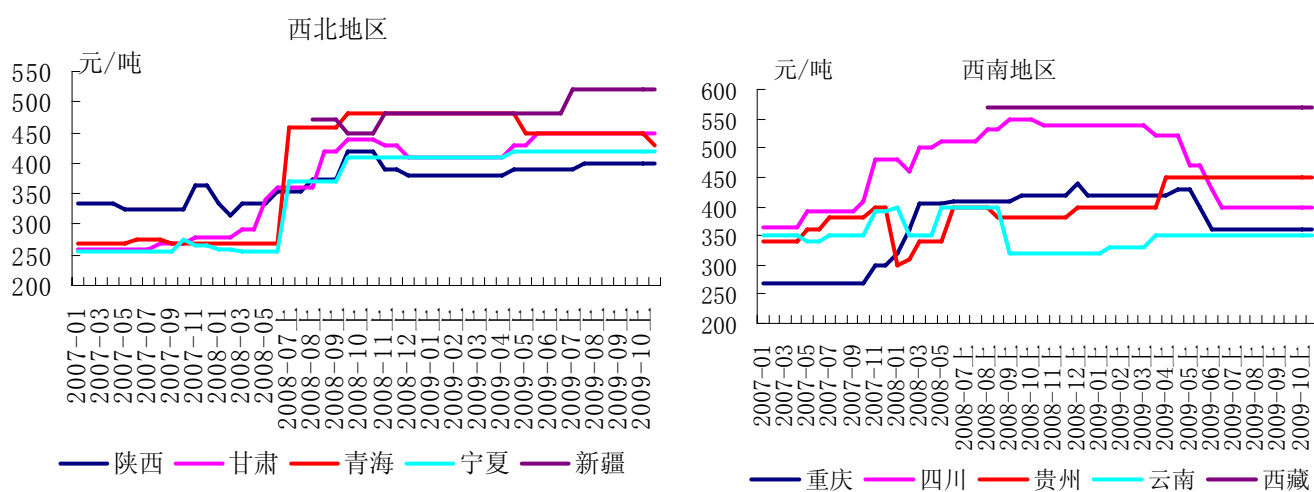


图表 4：分省水泥价格



数据来源：天相投资顾问有限公司

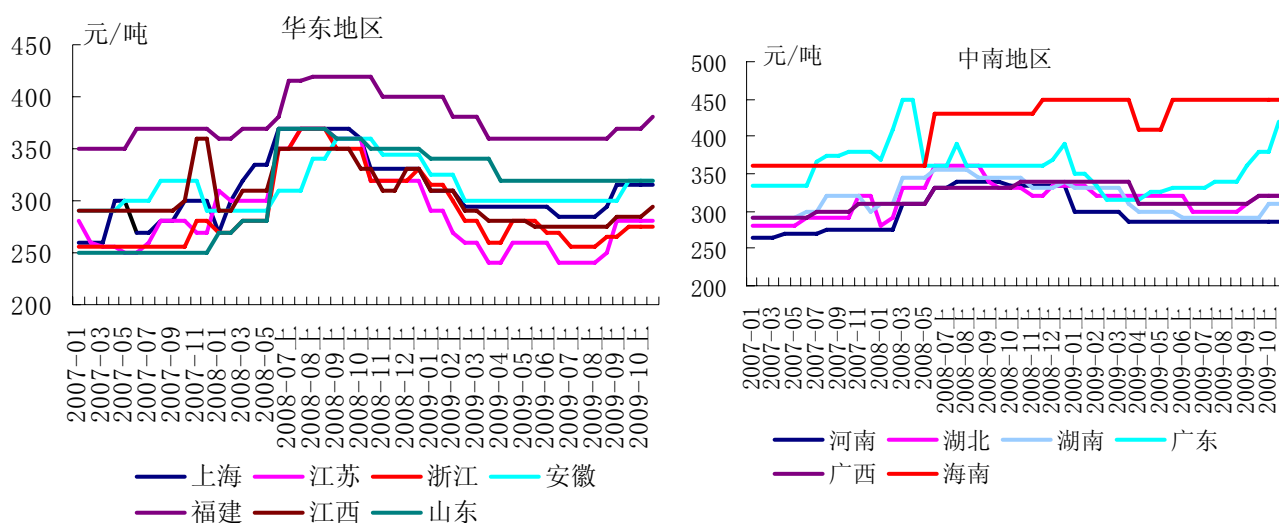
图表 5：分省水泥价格



数据来源：天相投资顾问有限公司



图表 6：分省水泥价格

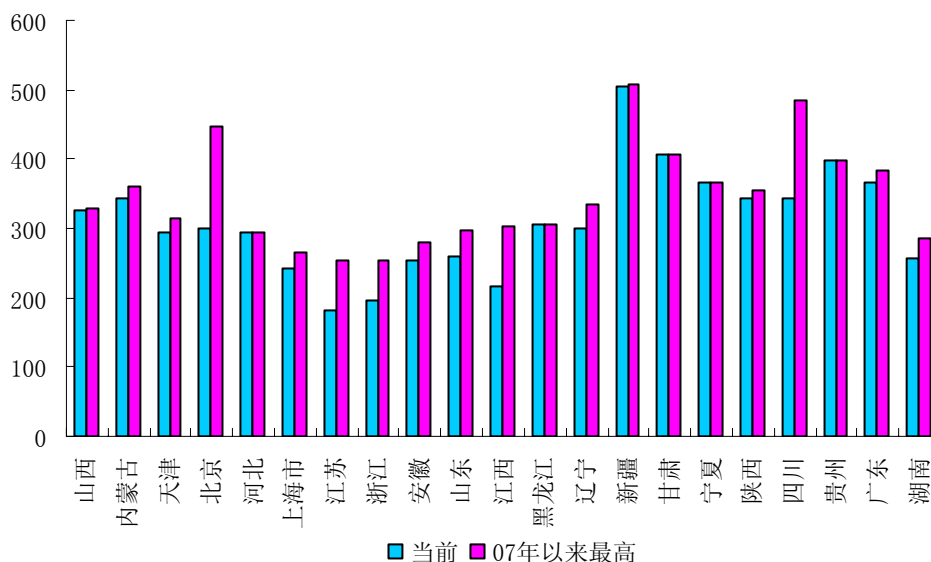


数据来源：天相投资顾问有限公司

3. 利润空间

从水泥-煤炭价格差反映的利润空间观察（由于分省煤炭价格只覆盖 21 个省份，故统计范围仅包括该 21 个省份），华北的河北、山西，东北的黑龙江，西北的新疆、甘肃、宁夏，西南的贵州水泥-煤炭价格差处于近三年最高水平。

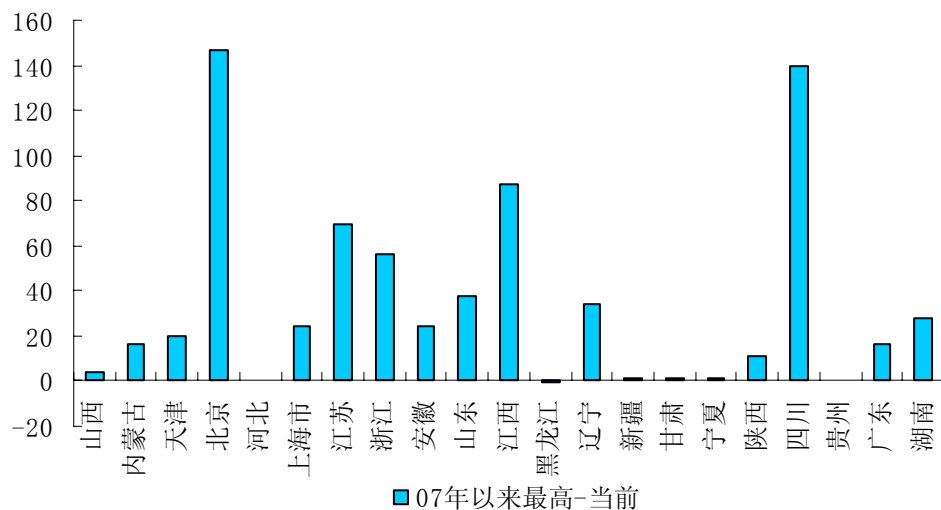
图表 7：当前水泥-煤炭价格差和 07 年以来最高水平比较（单位：元/吨）



数据来源：天相投资顾问有限公司



图表 8：07 年以来水泥-煤炭价格差最高值-当前水平（单位：元/吨）



数据来源：天相投资顾问有限公司

量、价、利润空间（不完全统计）均回归或超越历史高位的省份包括华北的河北、山西，东北的黑龙江，西北的新疆、甘肃、宁夏，西南的贵州。涉及到的上市公司包括冀东水泥、狮头股份、亚泰集团、天山股份、青松建化、祁连山、赛马实业。

展望 2010 年，基建投资将继续支撑西北地区的高景气，但产能投放对部分地区价格高位运行构成一定压力；房地产投资有望拉动华东、中南地区的水泥需求，对旺季上调的水泥价格构成支撑。总体而言，西部优于东部的特征依然延续，但优势将有所收窄。鉴于此，西部水泥公司依然要关注（如近期中国石油横跨 5-6 年的 2000 亿元油气基建投资和兰新铁路第二双线开工启动了天山股份和青松建化的上涨），东部、南部省份地产复苏引导的行情值得挖掘。重点推荐受益房地产复苏和产能低投放的海螺水泥、塔牌集团、亚泰集团、冀东水泥和基建投资步入高峰期的祁连山。

图表 9：重点跟踪公司盈利预测、估值和投资评级

代码	公司	股价(元/股)	EPS		EPS 增长率	PE		PB	投资评级
			2009	2010		2009	2010		
600881	亚泰集团	8.69	0.38	0.50	32.4%	22.9	17.3	2.4	增持
401	冀东水泥	15.95	0.72	1.02	41.7%	22.2	15.6	3.0	增持
600585	海螺水泥	44.48	1.99	2.41	21.1%	22.4	18.5	2.9	增持
600801	华新水泥	22.33	1.13	1.36	20.4%	19.8	16.4	2.1	增持
877	天山股份	17.90	1.03	1.33	29.1%	17.4	13.5	5.0	增持
600425	青松建化	13.91	0.62	0.80	29.0%	22.4	17.4	3.5	增持
600449	赛马实业	28.95	2.25	2.70	20.0%	12.9	10.7	2.9	增持
600720	祁连山	14.21	0.82	1.13	37.8%	17.3	12.6	3.4	增持
2233	塔牌集团	16.01	0.66	0.89	34.2%	24.1	18.0	3.5	增持
平均值						20.1	15.5	3.2	

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100