

在弱势均衡中寻找机会

报告要点

■ 行业基本面：2010 年行业供需处在弱势均衡状态

供给面来看，我们运用了三种方法测算和验证 09、10 年新增产能约 4.8-5.4 亿吨，其中 10 年大概新增产能 2.7-2.8 亿吨；在产能高速扩张、同时考虑到落后产能淘汰情况下，10 年达到供需平衡要求需求增速约为 10%-12%；

需求面来看，我们认为 10 年基建投资增速将下滑在市场预期之内，但是其耗用水泥仍将保持增长，而房地产耗用水泥将带来增量；根据我们的实际固投增速模型测算出 10 年水泥需求增速约为 11%-13%；

行业供需处在弱势均衡水平，但是考虑到产能投放的时间段和需求延续性，我们认为上半年的供需情况要好于下半年。

■ 投资策略：关注博弈各方力量的变化，从失衡中获取超额收益

从目前市场预期来看，首先，水泥行业相对估值处在历史均为水平，反映了多重力量的博弈：从产能周期来看，行业处在周期下降的通道；从需求来看 10 年仍有可能超预期；产能政策和兼并重组也将改变未来的预期；多重力量同时影响市场的预期，使得估值处在可上可下的均值水平。其次，东西部估值差异已经反映了不同区域未来景气度的差异，再讲东西部差异的逻辑将难以获得超额收益。

未来的投资机会在于关注博弈各方力量的变化，从失衡中获取超额收益；我们认为未来可能存在导致博弈力量发生变化的因素来自四个方面：即将出台的产能政策细则，行业内兼并重组，房地产调控将带来新开工面积超预期，区域规划有望加大基建投资力度。

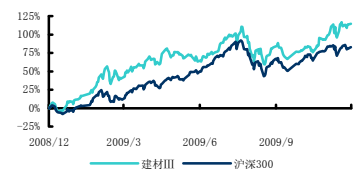
■ 重点推荐公司：祁连山、冀东水泥、塔牌集团、海螺水泥

我们选取公司的逻辑：选取受上面因素影响重叠度最高和业绩增长明确的公司；综合判断，我们重点推荐祁连山、冀东水泥、塔牌集团和海螺水泥。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
000401	冀东水泥	推荐
600720	祁连山	推荐
600585	海螺水泥	推荐
002233	塔牌集团	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

祁连山	08A	09E	10E
PE	35.86	21.98	14.66
PB	6.60	5.08	4.52
EV/EBITDA	18.39	10.03	7.93
冀东水泥	08A	09E	10E
PE	62.61	24.74	15.87
PB	3.91	2.82	2.43
EV/EBITDA	28.92	14.55	11.49

相关研究

《节能建材专题：政策诱导下的蜕变》2009-12-1

《祁连山深度报告：数字背后的真相，被低估的区域龙头》2009-12-15

分析师：

邹戈、李兴

(8621)68751757

联系人：

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

供给：今明两年产能投放到底有多大？	4
市场的担忧：产能投放太大	4
通过水泥固定资产投资测算 09、10 年新增产能 2.6、2.8 亿吨	4
通过媒体公布生产线测算 09、10 年新增产能 2.1、2.7 个亿	5
上市公司的产能扩张对上述预测的验证	5
10 年达到供需平衡的条件：需求约增长 10%-12%	6
需求：仍有 11%-13% 的增长	6
基建投资增速下滑在市场预期之内	6
房地产 10 年将提供明显的增量	7
预计 10 年水泥需求仍有 11%-13% 的增长	8
供需小结：10 年将处于弱势平衡	10
投资策略：关注博弈力量的变化，寻找打破均衡的机会	10
相对估值处在历史均值水平，反映了市场的博弈心理	10
东西部差异的逻辑不会有大的超额收益	11
投资机会在于关注博弈各方力量的变化，从失衡中获取超额收益	12
重点推荐公司	15

图表目录

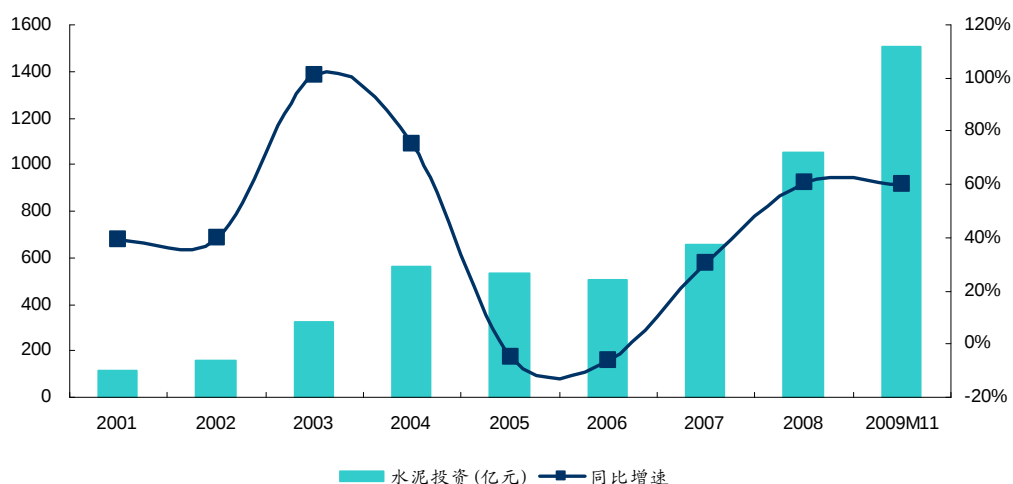
图 1: 08、09 年水泥固投高企（单位：亿元）	4
图 2: 固定资产价格指数逐年上升	5
图 3: 余热发电投资额快速上升	5
图 4: 中央投资项目增速不断下滑	7
图 5: 2010 年中央下发投资增速明显放缓	7
图 6: 交通运输部规划 10 年难有高增速	7
图 7: 铁路计划投资增速将高位下滑	7
图 8: 房地产开发投资和水泥产量相关性较强	8
图 9: 房地产投资和新开工面积回暖值得期待	8
图 10: 实际固投增速与水泥产量增速同步	9
图 11: 实际固投增速与水泥产量增速比稳定	9
图 12: 97 年金融危机, 98 年特大洪水	9
图 13: 05 年房地产调控, 08 年金融危机	9
图 14: 各季度新开工产能（万吨）	10
图 15: 水泥相对估值处在历史均值水平	11
图 16: 东西部估值差异已经反映了市场对区域未来不同景气度的判断	11
图 17: 水泥行业受到多种因素的影响	12
图 18: 2050 年全球水泥行业减排路线图	13
表 1: 用水泥固定资产投资预测新增产能	5
表 2: 上市公司 09、10 年产能扩张速度	6
表 3: 10 年达到供需平衡的条件（表中以平均数为例进行测算）	6
表 4: 固定资产投资预测	9
表 5: 房地产投资与基建投资敏感性分析	9
表 5: 近期发生的联合重组	14
表 6: 海螺水泥和塔牌集团 10 年的价格弹性（假设其他条件均不变）	14
表 7: 区域规划	15
表 8: 重点公司投资逻辑和风险提示	15
表 9: 重点上市公司估值表	16

供给：今明两年产能投放到底有多大？

市场的担忧：产能投放太大

08、09 年水泥行业固定资产投资都保持高速增长的态势，这些投资经历 15-18 个月后，主要将在 09 年和 10 年释放产能，这些产能将对 10 年的供需关系产生重大影响。目前行业相对于大盘估值处在折价水平即基于市场对明年产能投放太大，行业景气下滑的担忧。

图 1：08、09 年水泥固投高企（单位：亿元）



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

今明两年新增的产能到底有多大？我们试图从多个角度，重点对明年的有效供给进行测算。

通过水泥固定资产投资测算 09、10 年新增产能 2.6、2.8 亿吨

- 10 年的水泥固投增速将大幅下滑：针对这两年水泥固定资产投资太快，国务院在下半年出台了政策——对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。参照 05、06 年的产能周期，我们预计 09 年、10 年水泥固投增速分别为 55%、-5%。
- 吨水泥投资逐步上升：由于固定资产价格指数逐年上升和余热发电投资不断增加，吨水泥产能所需的投资额将增加，我们预计 09 年、10 年吨水泥产能投资额分别为 500 元/吨、540 元/吨。

图 2：固定资产价格指数逐年上升

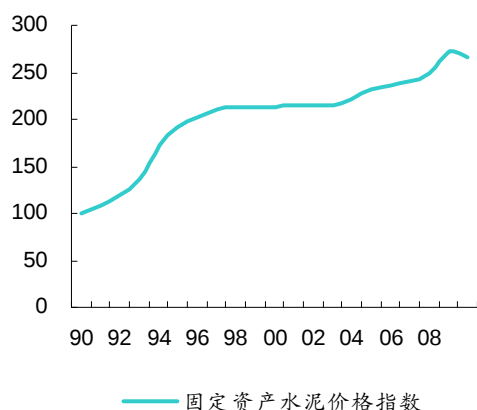
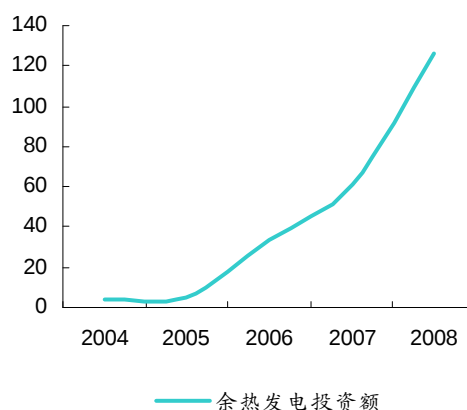


图 3：余热发电投资额快速上升



数据来源：CEIC，长江证券研究部

数据来源：数字水泥网，长江证券研究部

■ 依此测算，09、10 年水泥产能大约新增 2.6、2.8 亿吨。

表 1：用水泥固定资产投资预测新增产能

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
水泥固投	160	321	562	535	501	654	1052	1581	1486
固投增速	40%	101%	75%	-5%	-6%	31%	61%	55%	-5%
折算系数	300	222	266	394	473	484	442	500	540
新增产能	0.5	1.1	1.7	1.4	1.1	1.2	1.9	2.6	2.8

数据来源：长江证券研究部

通过媒体公布生产线测算 09、10 年新增产能 2.1、2.7 个亿

截止到 09 年 10 月，今年新投产产能约 1.7 亿吨，其中 10 月份产能投放明显加速，当月达到 1900 万吨，预计 4 季度将迎来产能投放高峰，按照每月投放 2000 万吨，09 年产能达到 2.1 亿吨；

08 年 4 季度新开工产能约 0.7 亿吨，09 年前 10 个月新开工产能约 2 亿吨，受产能调控政策影响，9 月份以后新开工明显减少，假设在 10 年全部投产，预计 10 年投产产能约 2.7 亿吨

依此测算：09、10 年分别新增 2.1、2.7 亿吨

上市公司的产能扩张对上述预测的验证

我们统计了 9 家代表性上市公司 09、10 年产能增速分别为 27%、27%，略高于我们前面测算出来的行业 09、10 年的产能增速 21%/26%，22%/22%；

由于上市公司具备资金和技术优势，产能扩张速度理应大于行业平均水平，我们前面两种方式的预测得到了来自上市公司数据的验证。

表 2：上市公司 09、10 年产能扩张速度

	08 年产能	09 计划新建 产能	09 年产能 增速	10 计划新建 产能	10 年产能 增速
海螺水泥	10300	2000	19%	2640	21%
冀东水泥	4000	1220	31%	2600	50%
华新水泥	2500	1030	41%	420	12%
亚泰集团	705	564	80%	363	29%
塔牌集团	900	200	22%	200	18%
赛马实业	470	100	21%	280	49%
福建水泥	500	100	20%	180	30%
祁连山	680	100	15%	130	17%
青松建化	520	200	38%	230	32%
合计	20575	5514	27%	7043	27%

数据来源：上市公司年报，长江证券研究部

10 年达到供需平衡的条件：需求约增长 10%-12%

目前市场担忧的是明年产能投放太大会导致行业景气度下滑，我们基于新增产能和落后产能的淘汰测算 10 年达到供需平衡的条件：

- 09、10 年新增产能约 4.8-5.4 亿吨
- 按照之前的规划，09、10 年淘汰落后 14810 万吨
- 10 年达到供需平衡的条件：需求约增长 10-12%。

表 3：10 年达到供需平衡的条件（表中以平均数为例进行测算）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
新型干法水泥产能	15483	26332	42930	56857	67815	79744	99055	123055	150055
新增水泥产能	4562	10849	16598	13928	10958	11929	19312	24000	27000
淘汰落后产能						6820	6820	7405	7405
边际供给		7705	13723	15263	12443	8033	8800	14543	18095
水泥产量	71451	81578	93864	101978	120954	135031	138285	165942	184037
边际需求	8888	10127	12286	8114	18975	14077	3255	27657	18095
产量增速	14%	14%	15%	9%	19%	12%	2%	20%	11%
边际供需差		2421	(1437)	(7149)	6533	6044	(5546)	13114	0

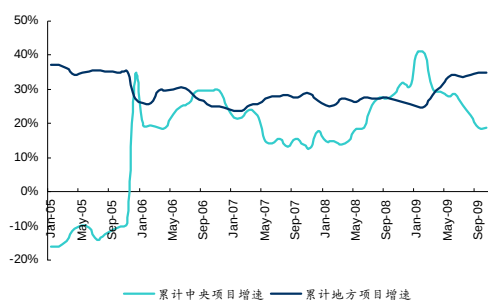
数据来源：上市公司年报，长江证券研究部

需求：仍有 11%-13% 的增长

基建投资增速下滑在市场预期之内

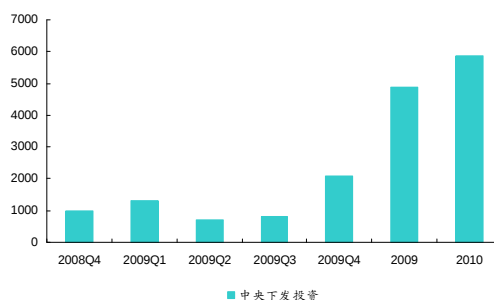
我们曾经在 09 年中期策略报告里指出基建投资增速将下滑，目前市场也基本形成了一致预期，一方面 4 万亿投资的边际效应逐步在递减，另一方面，随着宏观经济的回暖，积极财政政策的退出也是可预期的一件事。

图 4：中央投资项目增速不断下滑



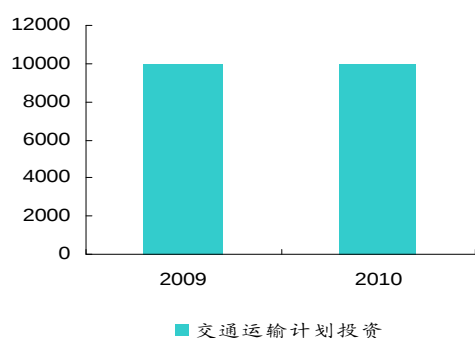
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 5：2010 年中央下发投资增速明显放缓



数据来源：Wind, 长江证券研究部

图 6：交通运输部规划 10 年难有高速增长



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 7：铁路计划投资增速将高位下滑

年份	营业里程数	新增里程同比增长	铁路建设基本投资	投资同比增长				
2005	75438	-27%	1233	139%				
2006	77084	60%	1552	26%				
2007	77966	-46%	1772	14%				
2008	79687	95%	3375	90%				
2009E	85000	209%	6000	78%				
2010E	92000	32%	7000	17%				

数据来源：Wind, 长江证券研究部

基建投资增速下滑不代表其耗用水泥量下滑：从我们草根调研的了解，大项目前期需要规划、拆迁、三通一平等，基建拉动水泥需求高峰下半年才开始，由于项目的持续性，10 年全年都将保持水泥用量的旺盛。

房地产 10 年将提供明显的增量

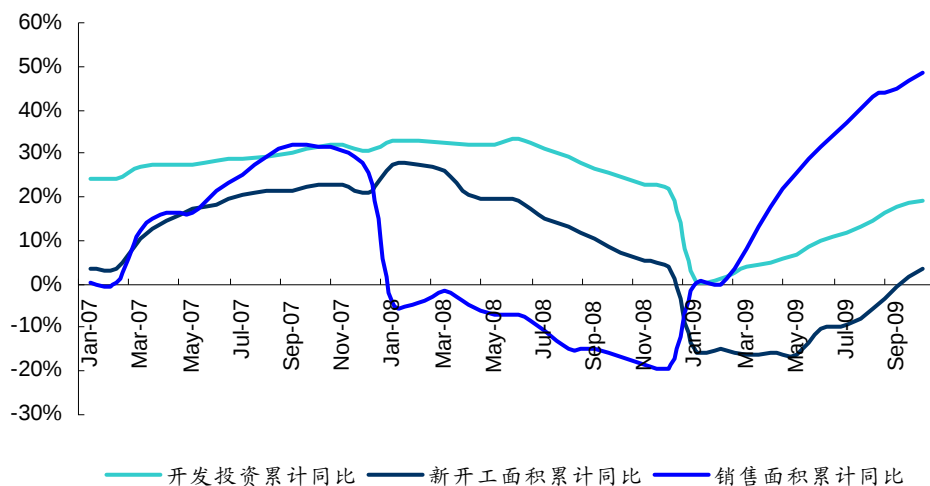
房地产销售面积、房地产投资、房地产新开工面积之间存在的时间序列关系已经论述很多，市场也接受了这个逻辑，我们想强调的是房地产投资和水泥产量相关性很强，长期来看，房地产投资对水泥需求的拉动效应非常大。

图 8：房地产开发投资和水泥产量相关性强



资料来源：CEIC, wind, 长江证券研究部

图 9：房地产投资和新开工面积回暖值得期待



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

预计 10 年水泥需求仍有 11%-13% 的增长

对于水泥需求的预测需要基于对宏观经济的判断，首先，我们在合理范围内估计明年固定资产投资增速 21%-25%

表 4：固定资产投资预测

	全社会 固投	房地产	基建	其他
2005	26%	18%	27%	29%
2006	24%	26%	21%	24%
2007	25%	33%	16%	26%
2008	26%	25%	23%	27%
2009E	33%	21%	55%	29%
2010E	23%	25%	15%	26%

数据来源：长江证券研究部

表 5：房地产投资与基建投资敏感性分析

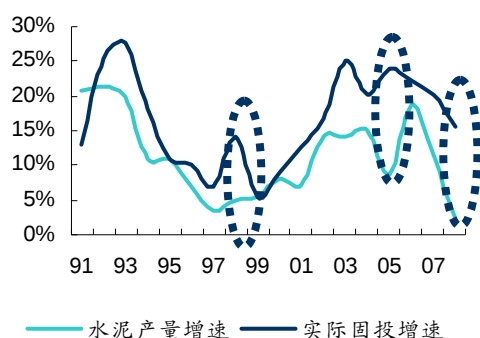
		房地产增速				
		15%	20%	25%	30%	35%
基建 增速	5%	18%	19%	20%	21%	22%
	10%	20%	21%	22%	23%	24%
	15%	21%	22%	23%	24%	25%
	20%	22%	23%	24%	25%	26%
	25%	24%	25%	26%	26%	27%

数据来源：长江证券研究部

其次，我们采用实际固投增速与水泥产量增速比来预测 10 年水泥需求量；采用这个指标的主要原因是历史上实际固投增速与水泥产量增速比一直保持稳定（除了 98 年、05 年和 08 年三次调控），通过剔除奇异点（98 年、05 年、08 年）做回归，得到，水泥产量增速=0.525*实际固投增速+0.031，其中 R=0.901，拟合度很好。

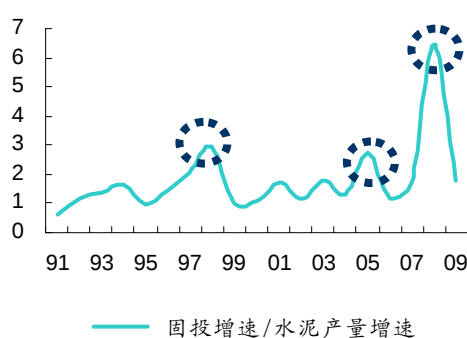
以此测算，我们得出明年水泥需求增速：11%-13%。

图 10：实际固投增速与水泥产量增速同步



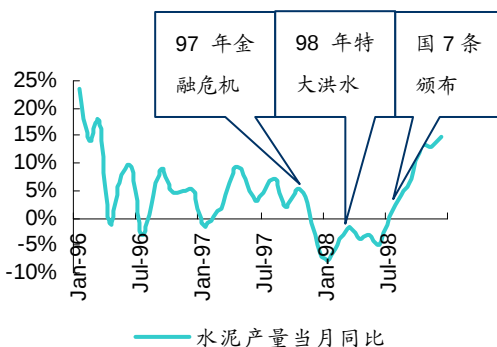
数据来源：CEIC,wind，长江证券研究部

图 11：实际固投增速与水泥产量增速比稳定



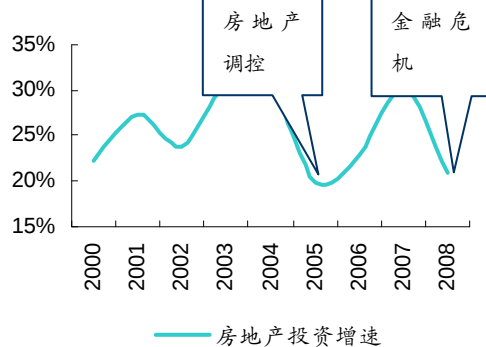
数据来源：CEIC,wind，长江证券研究部

图 12：97 年金融危机，98 年特大洪水



数据来源：CEIC,wind，长江证券研究部

图 13：05 年房地产调控，08 年金融危机



数据来源：CEIC,wind，长江证券研究部

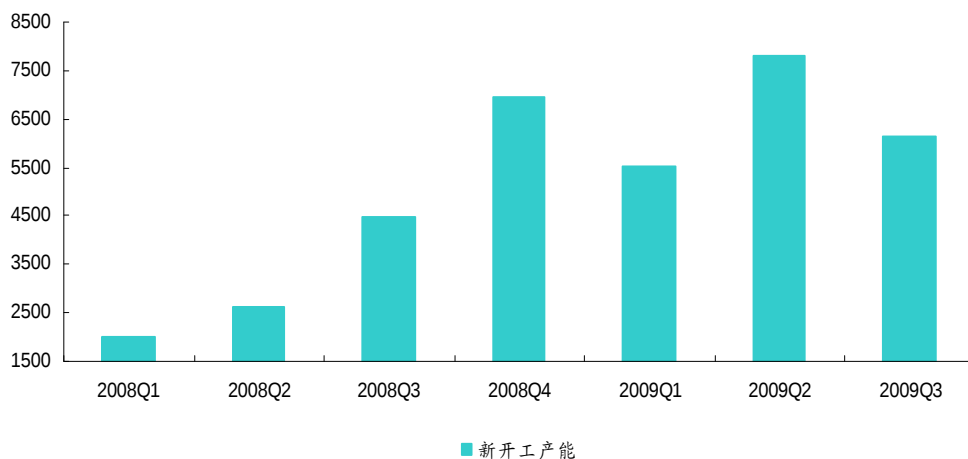
供需小结：10 年将处于弱势平衡

通过前面测算，首先我们认为在 09、10 年产能大幅扩张的情况下，10 年要达到供需平衡要求明年需求增速为 10%-12%。其次我们通过对 10 年的固定资产投资进行了弹性测算，得出明年水泥需求增速大概为 11%-13%。因此全年来看，明年将处在弱势平衡状态。

但是基于以下判断，我们认为明年上半年的供需情况要好于下半年：

- 从新开工时间分布来看，10 年 1、3 季度将迎来产能投放高峰，累积起来，下半年要承受更大的产能压力
- 10 年上半年需求延续和政策延续的确定性都要比下半年大。

图 14：各季度新开工产能（万吨）



资料来源：数字水泥，长江证券研究部

投资策略：关注博弈力量的变化，寻找打破均衡的机会

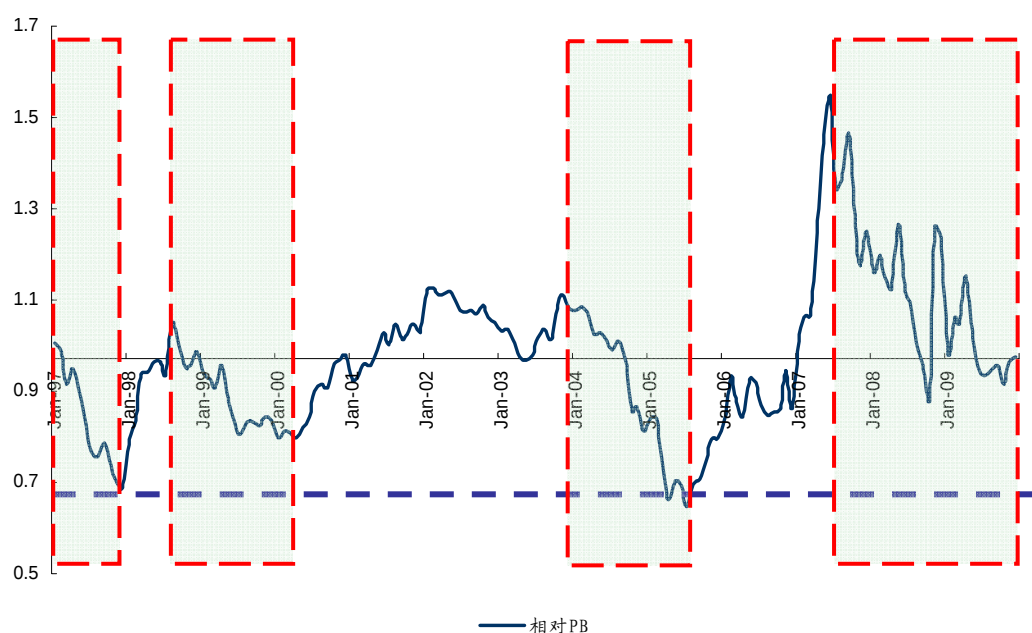
相对估值处在历史均值水平，反映了市场的博弈心理

目前水泥行业相对于大盘的估值处在历史均值水平，反映了市场复杂的博弈心理：

从行业自身周期来看，之前两个下降周期相对大盘估值折价都接近 30%，98 年的下降周期由于受到积极财政政策影响，折价率要小；和以前的 3 次下降周期不同的是，本轮下降周期自 08 年开始，11 月份随即出台“4 万亿”积极财政政策，导致估值扭转，在市场再一次担忧产能问题之时，国家又出台了严厉的产能调控政策，再一次改变了市场的预期；

一从产能周期来看，行业处在周期下降的通道；从需求来看 10 年仍有可能超预期；产能政策和兼并重组也将改变未来的预期；多重力量同时影响市场的预期，使得估值处在可上可下的均值水平。

图 15：水泥相对估值处在历史均值水平



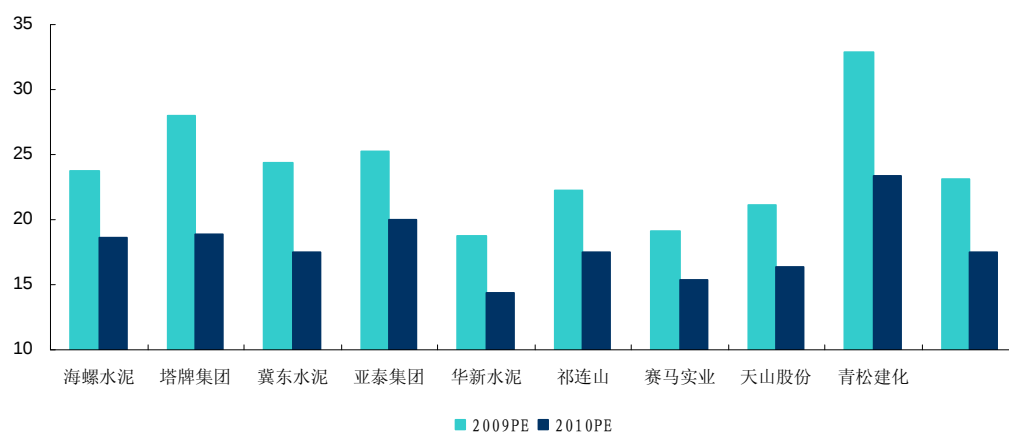
资料来源：Wind，长江证券研究部

东西部差异的逻辑不会有大的超额收益

2 季度以来，由于市场担心西部产能太多，未来景气下滑，而东部处在景气底部，未来有望好转，东西部周期未来演化的差异使得其估值处在不同的水平。

我们想要强调的是：一方面东西部景气趋势变动的差异已经反映在估值里，目前在讲这个逻辑不会有大的超额收益；另一方面下半年密集出台的产能调控政策对落后产能占比大的西部的影响比东部更大。实际上从 11 月份以来的股价表现已经体现市场在逐步改变逻辑。

图 16：东西部估值差异已经反映了市场对区域未来不同景气度的判断



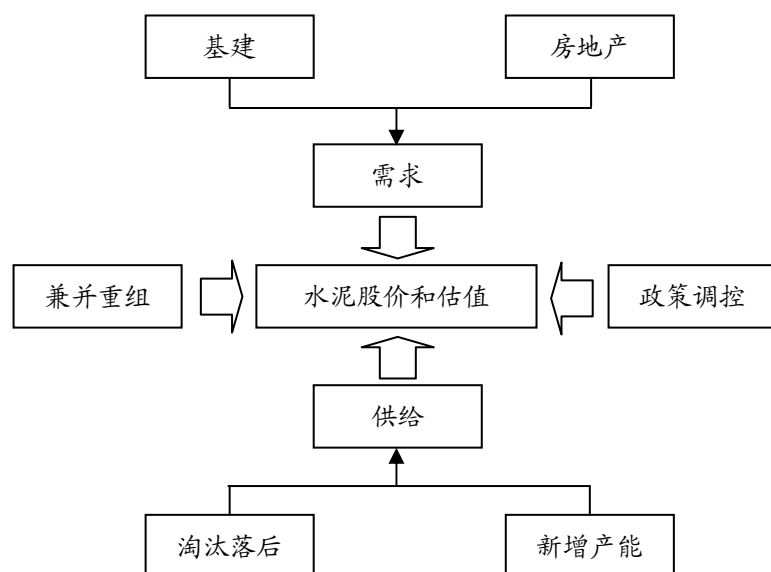
资料来源：Wind，长江证券研究部

投资机会在于关注博弈各方力量的变化，从失衡中获取超额收益

目前行业受到多种力量的影响，在博弈各方作用下，行业估值处在历史均为水平。未来除了供需影响估值以外，需要关注新的因素。

我们认为在这种情况下，未来行业主要投资逻辑在于：关注博弈各方力量的变化，从失衡中获取超额收益。

图 17：水泥行业受到多种因素的影响



资料来源：长江证券研究部

我们认为未来可能导致博弈各方力量失衡的因素主要来自以下几个方面：

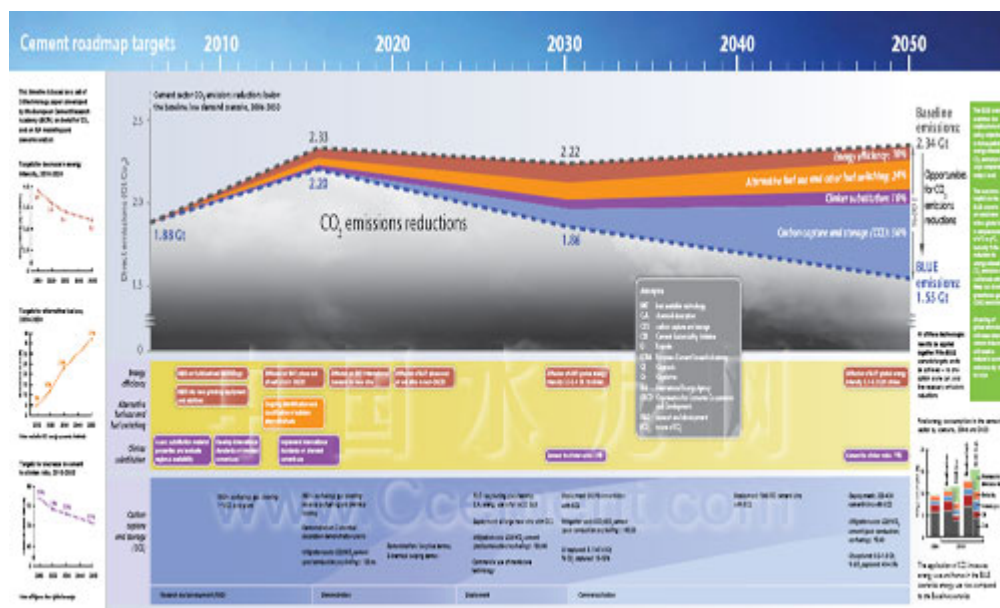
产能政策实施细则出台

我们认为这次的产能调控可能是前所未有的，主要是基于两个方面：

其一，06 年的产能调控重点只是集中在落后产能淘汰，规定新型干法产能占比由 05 年的 40% 上升到 10 年的 70%，而本次产能调控一方面加快了落后产能的淘汰速度，规定未来 3 年落后产能彻底淘汰完毕，另一方面在加快落后产能淘汰的同时，规定对 09 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清路，不符合等量淘汰原则的项目严禁开工建设。

其二，本次产能调控处在国家发展低碳经济和加快经济结构转型的大背景之下，不仅是中国全球的水泥行业都处在调控之中。12 月份的哥本哈根会议，国际能源署和 CSI 制定出一份涵盖整个水泥行业的减排技术路线图，这也是全球首个行业减排路线图。报告指出，08 年水泥制造业产生的二氧化碳占全球人造二氧化碳的 5%；到 2050 年，水泥行业的二氧化碳排放量可以在 2005 年的基础上下降 18%；而达到这一目标的方法就是在水泥行业推广碳捕捉和碳封存技术的使用。

图 18：2050 年全球水泥行业减排路线图



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们认为这次的产能调控将不仅仅是基于行业本身的产能过剩，而是站在国家经济发展转型和全球节能减排的大背景之下，其力度将强于以往的政策；CSI 和 IEA 鼓励对经济可行的碳捕捉和碳封存技术的研究运用，将改变水泥行业进入门槛低的面貌，使得行业内强者更强。

市场一直在强调产能政策改变的是对未来的预期，我们认为实际上目前行业的基本面已经在发生改变：资本市场再融资和银行贷款对新建产能和落后产能关闭大门；山东章丘市经贸局会同公安、环保、法院、曹范镇政府等有关部门，最近关闭 2 个立窑厂拆除工作进行了现场督查；甘肃兰州淘汰 64 家小水泥企业产能 10.9 万吨……这些悄然发生的变化对明年的供需就会产生影响。

我们认为：新增产能较多、落后产能比例较大的地区随着新的执行细则出台，有望改变市场的预期，而该地区享有估值折价的公司有望发生扭转，受益的公司：祁连山、赛马实业、天山股份、青松建化。

兼并重组将改变行业投资逻辑

一直以来，水泥行业的投资逻辑一直是立足于供需分析，这也基于行业进入门槛低、产品同质化程度高、行业集中度低、竞争激烈。这个从行业价格一直存在天花板、水泥钢价比可以看出来。

目前这些前提条件都在悄然发生改变：

- 进入门槛虽然低，但是目前国家正在规定淘汰所有落后产能，禁止新建生产线，短期内进入门槛被封死；国家发展低碳经济，节能减排，将大力推广余热发电、碳捕捉和碳封存技术，未来进入门槛上升。
- 在新建线受阻的情况下，水泥企业尤其是大企业的扩张将由新建为主转化为以兼并重组为主，扩张之路由“加法”变“减法”，行业集中度将不断提高。
- 目前行业之间的兼并重组已然在升温

表 5：近期发生的联合重组

项目	说明
台泥收购昌兴水泥	产能增加 1600 万吨，取代海螺成为华南地区最大水泥企业
中联水泥收购乌兰水泥股权	乌兰水泥位于内蒙古，熟料产能 500 万吨，水泥产能近 300 万吨
华润水泥入住国投海南水泥公司	占领海南市场
华润水泥手收购春湾水泥生产线	进军粤西市场
华新水泥组建西藏高新建材	整合西藏市场
亚泰集团收购金圆水泥	整合吉林市场
拉法基整合重庆市场	收购了重庆的腾辉、地维、筑嘉等品牌
冀东收购 ST 大水水泥资产	进一步控制山西市场
冀东重组 ST 秦岭	控股 ST 秦岭，整合陕西市场
中材收购祁连山股权	成为祁连山第二大股东，中材西北战略重要一步
... ..	

数据来源：长江证券研究部

我们认为，行业内正在进行的兼并重组虽然短期内的对区域价格影响不是很大，但是长期来看，行业集中度的提高，区域寡头的形成将改变行业周而复始、盈利能力低的模式，行业的估值将逐步得到上升。

短期内收益的公司：冀东水泥、祁连山。

房地产调控带来新开工面积超预期

按照长江证券房地产分析师的观点，目前国家对房地产调控只是刚刚开始，预期后续“非法屯地”将成为主要调控方向之一。

今年房地产销售的火爆、地王不断刷新、而新开工面积恢复相对迟缓，目前房地产市场供需较紧张，一旦国家调控屯地，加大供应，将带来房地产新开工大幅增长。

我们认为，目前市场对房地产新开工的预期都是基于比较中性的预期，一旦实质性政策出台有望带来房地产新开工面积超预期增长，而受益最大的公司是海螺水泥、塔牌集团、冀东水泥；对于海螺水泥和塔牌集团，由于它们市场中很大一部分在长三角和珠三角，受房地产新开工低迷的影响，前三个季度的收入和盈利都处在历史低位，一旦 10 年房地产新开工大幅增长，其业绩向上的弹性非常大。

表 6：海螺水泥和塔牌集团 10 年的价格弹性（假设其他条件均不变）

	相对于 09 年均价 上涨 5 元/吨	相对于 09 年均价 上涨 10 元/吨	相对于 09 年均价 上涨 15 元/吨	相对于 09 年均价 上涨 20 元/吨
10 年 EPS				
海螺水泥	2.650	2.928	3.206	3.485
塔牌集团	0.884	0.972	1.060	1.148

数据来源：长江证券研究部

区域规划有望加大基建投资力度

从全国范围来看，随着积极财政政策边际效应递减和政策的逐步推出，市场对 10 年的基建投资力度预期都较低。

从国家出台的政策和中央经济政策会议来看，区域化上升为国家战略，国家接下来的战略已

经把调整经济结构作为重点。

表 7：区域规划

规划	影响地区	受益上市公司
黄河三角洲	山东	冀东水泥
海峡西岸	福建	塔牌集团、福建水泥
关中-天水	陕西、甘肃	冀东水泥、祁连山、海螺水泥
江苏沿海	江苏	海螺水泥
横琴	广东	海螺水泥、塔牌集团
辽宁沿海	辽宁	冀东水泥、亚泰集团
图们江	黑龙江、吉林	亚泰集团
中部地区崛起	中部省份	华新水泥、冀东水泥、海螺水泥
新疆	新疆	天山股份、青松建化

数据来源：长江证券研究部

一旦政策上加大对某个区域投资力度，出台具体的实施细则，将改变目前市场的预期；11月份国家决定加大对新疆的投资力度，改变了市场对新疆景气走势的判断，使得天山股份和青松建化超额收益明显；我们认为未来有望受益于此的公司有：塔牌集团、冀东水泥、天山股份、青松建化、海螺水泥。

重点推荐公司

我们选取公司的逻辑：选取受上面因素影响重叠度最高和业绩增长明确的公司；综合判断，我们重点推荐祁连山、冀东水泥、塔牌集团和海螺水泥。

表 8：重点公司投资逻辑和风险提示

重点公司	关键投资逻辑	风险提示
祁连山	1、公司所在区域明年景气度仍能维持高位； 2、公司是本轮产能扩张最大受益者，未来市场份额将达到 50%以上； 3、公司内生性增长潜力巨大； 4、中材入主和资产注入的预期； 5、产能政策有望扭转其估值；	1、甘肃青海需求下滑带来景气大幅回落 2、资产注入不能顺利进行
冀东水泥	1、成长性最好，未来两年产能复合增速超过 40%； 2、区域规划的受益者，公司主区域华北地区明年景气有望持续； 3、公司通过并购整合对区域控制力更强；	1、产能增长太快对区域景气带来压力 2、管理能力不能跟上规模的扩张
塔牌集团	1、广东市场明年景气相好，房地产新开工有望超预期；区域规划也有望带来需求超预期； 2、粤东地区落后产能占比很大，公司作为粤东龙头，将成为区域整合重要平台； 3、公司实施大粤东上下游一体化，未来盈利能力将持续增强	1、房地产新开工能否持续增长 2、海西规划细则能否及时出台 3、粤东地区整合进度
海螺水泥	1、今年区域景气和业绩见底比较明确；	1、房地产新开工能否持续增长

- 2、房地产新开工持续增长将带来东部底部复苏；
- 2、西部地区景气大幅回落
- 3、布局中西部业绩增长明确；
- 4、东部区域整合的间接受益者

数据来源：长江证券研究部

表 9：重点上市公司估值表

证券代码	公司简称	股价 (11-14)	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
600720	祁连山	17.66	0.49	0.80	1.20	35.86	21.98	14.66	6.60	5.08	4.52	推荐	推荐
000401	冀东水泥	19.09	0.31	0.77	1.20	62.61	24.74	15.87	3.91	2.82	2.43	推荐	推荐
002233	塔牌集团	18.56	0.54	0.64	1.02	34.14	29.01	18.19	4.15	3.63	3.03	推荐	推荐
600585	海螺水泥	50.36	1.55	2.14	2.93	32.51	23.56	17.20	3.59	3.11	2.64	推荐	推荐

数据来源：长江证券研究部

分析师介绍

邹戈，上海交通大学会计专业硕士，建材行业研究分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。