

2010 年 03 月 24 日

市场数据

行业优化平均市盈率	50.09
市场优化平均市盈率	29.70
国金水泥指数	5669.95
沪深 300 指数	3276.67
上证指数	3056.81
深证成指	12290.04
中小板指数	6027.34


相关报告

- 1 《前 11 月盈利数据点评》，2009.12.31
- 2 《满怀信心步入2010年》，2009.12.28

分析师:贺国文

 (8621)61038234
 hegwen@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

——估值安全，等待东风

减持

持有

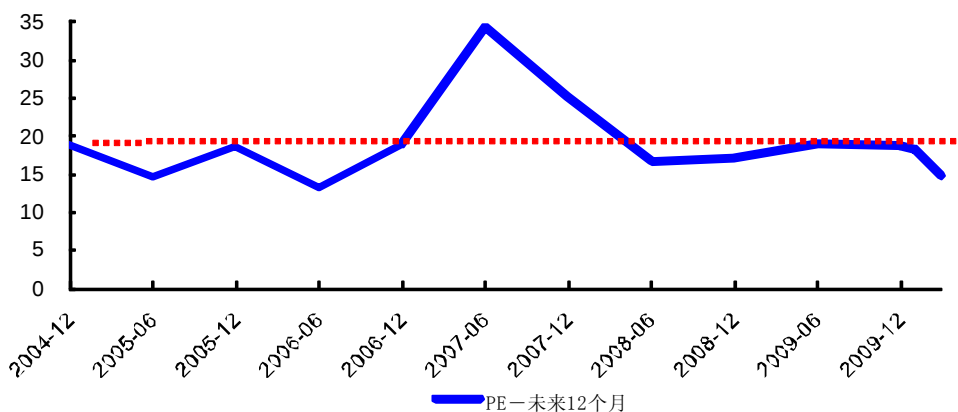
增持

事件

- 新浪网、中财网等媒体转载了湖北、内蒙、环渤海的投资和区域发展规划。其中尤以湖北省发改委网上的《王玉祥副主任在全省重大投资项目新闻发布会上的发言》(<http://www.hbjw.gov.cn/publish/>)中“截至目前，全省重大项目库入库项目 3.76 万个，投资总规模 12.06 万亿元”尤为引起市场关注。
- 3 月 24 日，以华新水泥、西水股份为代表的水泥板块涨幅居前。

我们的观点

- 如何看待目前水泥股的估值？——估值安全
 - ◆ 目前以海螺水泥、冀东水泥、华新水泥为主的水泥股按照 2010 年动态 PE 来看大约在 14 倍左右，处于历史上较低水平，从历史纵向对比来看，目前估值具备一定的安全边际。

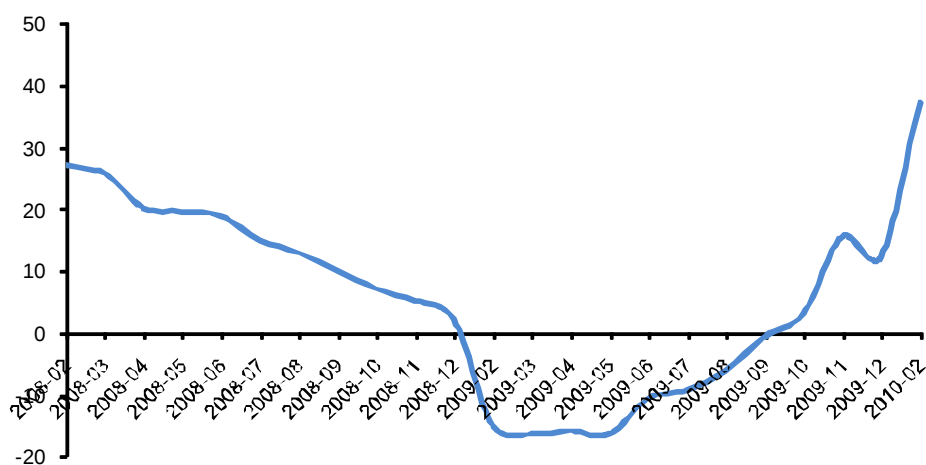
图表1：目前PE 估值水平处于历史相对较低水平（以冀东为例，单位：倍）


来源：国金证券研究所,wind

- ◆ 目前的估值反映了什么样的预期？在我们前期的报告和周报里面多次强调了这个问题，大概有三个方面的因素：2007 年以来，尤其 2009 年过快的产能增速将在 2010 年得到比较大的释放，对于产能过剩问题的担忧甚重；对于 2010 年下半年以后房地产新开工、基础设施建设增速放缓等需求层面的担忧也是影响估值较低的重要因素。而对于供给面做减法的逻辑市场并不认同，政府在淘汰落后政策方面的进展也的确让市场失望。

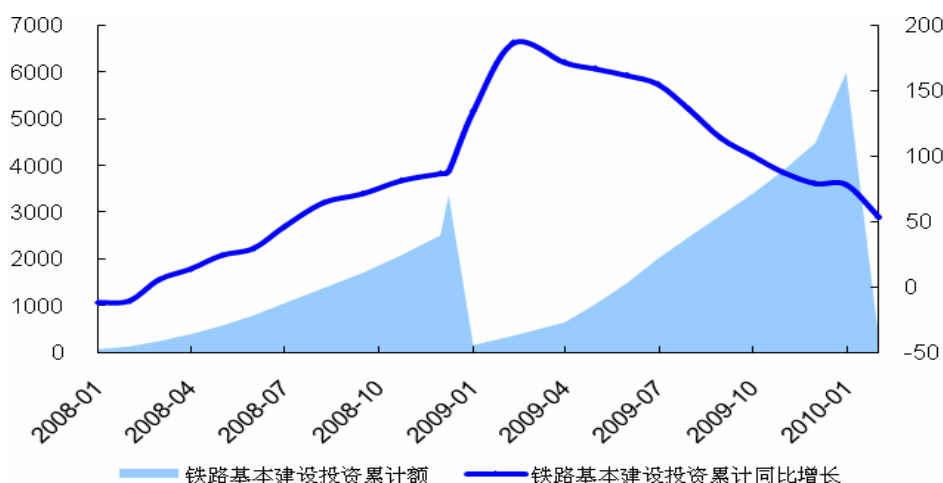
- ◆ 估值在较长时间内维持在较低的水平，我们认为已经充分上述三个层面的悲观预期，未来比较悲观的情况，至多就是上述因素的兑现，即目前的估值水平至少是在一个相对底部区域，是具备安全边际的，也就是我们最近一直在说的：**最大的风险是短期不涨，下跌的空间很小。**
- 另外，部分投资者担心水泥公司 2010 年业绩是否存在下调的风险？我们认为概率很小。
 - ◆ 首先，2010 年行业整体需求不用过于担心：2009 年下半年不断趋好房地产新开工面积按照正常的滞后期，2010 年上半年来自于房地产水泥的用量将是明显的增量；基础设施尤其 2009 年新开工的铁路等基础设施项目通过 2009 年的前期工作后，2010 年也将进入用水泥的高峰期。另外，从海螺、冀东、华新等企业微观层面来看也基本能印证这点，目前来自于基础设施建设的订单合同较去年明显增加。

图表2：商品房新开工面积增速（%）



来源：国金证券研究所，统计局

图表3：铁路基本建设投资（亿元）及其增速（%）



来源：国金证券研究所，统计局

- ◆ 另外，从占水泥成本的 35% 以上的煤炭成本来看，目前煤价已经脱离了去年四季度以上的趋势，成本压力较之前预期有所下降。

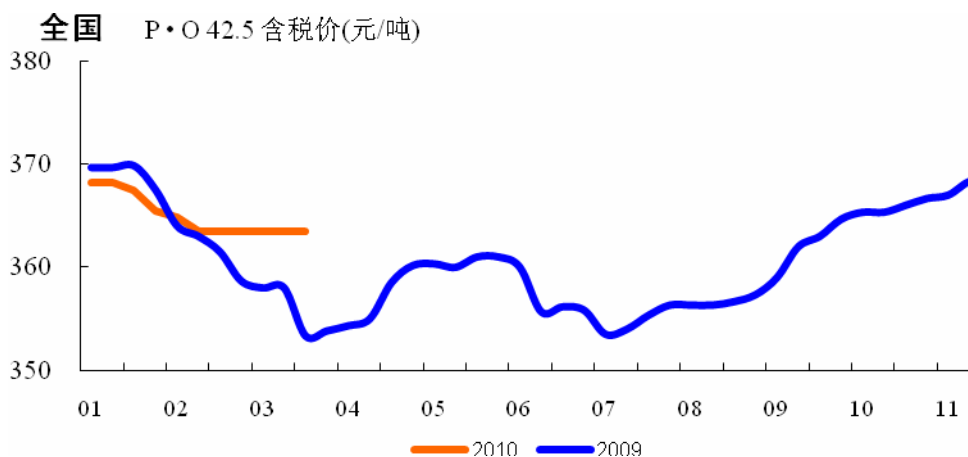
图表4：煤炭价格变化趋势



来源：国金证券研究所，煤炭网

- 在上述论证估值安全的大背景下，我们认为未来一段时间还有几个积极因素值得期待。
 - ◆ 其一，1 季度微观层面的经营情况在一定程度上上述逻辑的正确性，全国整体价格并未象淡季往年一样大幅降价，反而华东等区域在 3 月初即开始尝试提价，我们有理由期待冀东、海螺、祁连山等大部分水泥公司有一份不错的一季度报告。

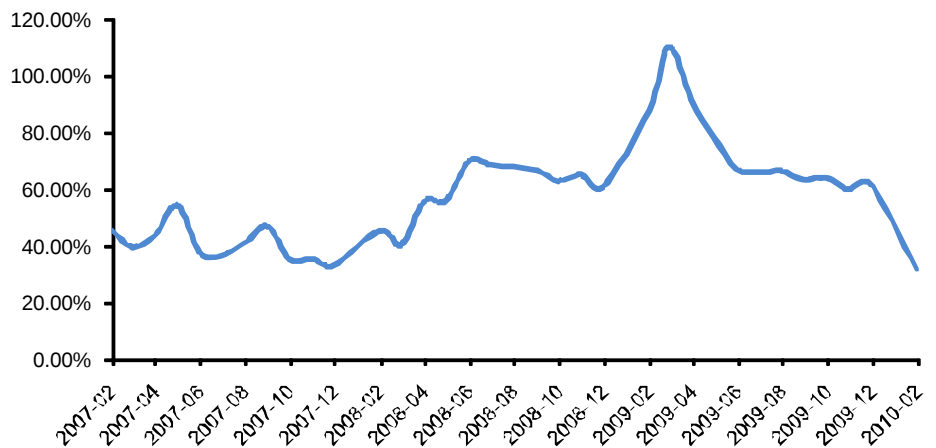
图表5：一季度全国水泥价格表现良好



来源：国金证券研究所，数字水泥

- ◆ 其二，下降趋势的行业投资增速：虽然行业投资总额还维持在比较高的位置，但向下趋势已经非常明显，2010 年前两月水泥行业投资增速为 31.4%，增速同比下降 56 个百分点，虽然在去年国务院 38 号文出台后，仍有个别生产线违规审批开工的情况，但 2010 年以来严控新开工和审批的势头得到抑制，我们相信 2010 年行业投资增速将持续呈下降趋势，甚至出现负增长的情况。

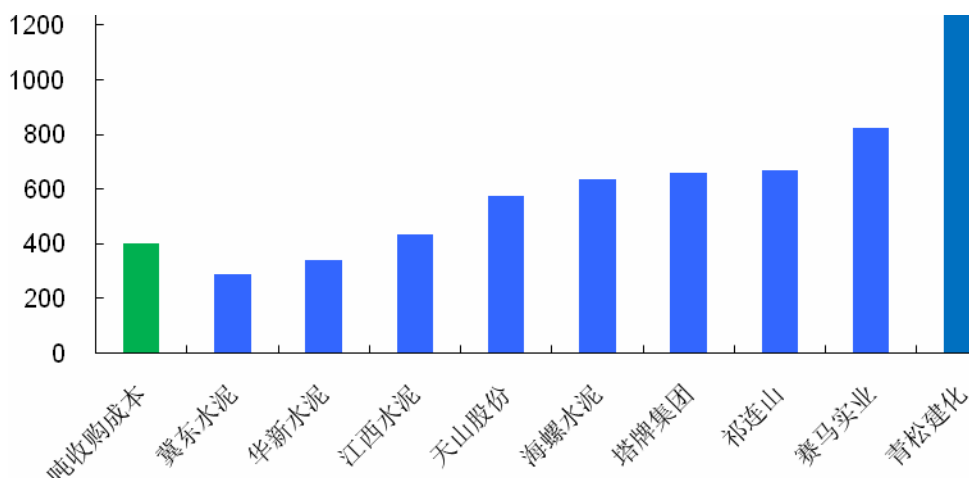
图表6：水泥行业投资增速快速下降



来源：国金证券研究所，数字水泥

- ◆ **其三，淘汰政策。**目前关于淘汰政策的最新文件是 2010 年 7 号文《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》，通知比以往文件都更加明确的指出了淘汰范围：2012 年底前，淘汰窑径 3 米一下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下的水泥干法中空窑、水泥湿法窑生产线、直径 3 米以下的水泥磨机以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。根据近期和工信部相关政策负责人调研了解到，上述需要在 2012 年底淘汰的落后产能规模大约在 3.5 亿吨左右。目前工信部各地方对口部门正在做统计上报工作，该项工作由工信部原材料司在负责。我们期待 4~5 月份有详细的淘汰工作细则出台。
- ◆ **其四，横向和纵向整合以及由此而及行业格局的积极变化。**首先，横向整合方面，我们的逻辑是在国家限制产能的背景下，企业通过新建扩大产能的通道已经被 38 号文政策限制，收购兼并将成为大企业扩大规模的常态，包括近年习惯新建的海螺水泥已将发展战略调整为“新建与收购并重”，冀东则已经在 2010 年 1 季度表现出收购整合的积极姿态，比如收购战略位置非常重要的康达公司。
- ◆ **横向整合带来的是集中度的提高，在供求关系许可的情况，增强对水泥价格更好的控制力，从而形成较好的区域协调效益，这种例子在中国多个区域已经区域比如广东、2010 年以来的华东等等，未来将更加明显。另外，整合的需要将抬高市场的吨水泥产能的收购成本，对应到资本市场，我们认为吨 EV 具备上升的基础，我们将在近期的二季度策略报告中详细论述这个逻辑。**

图表7：重点水泥公司2010年产能的吨EV（元/吨）



来源：国金证券研究所

- ◆ 其次，产业链纵向整合可以引起市场重视了：在水泥市场整体竞争区域激烈的情况下，我们认为纵向拓展混凝土业务的公司将拥有更加明显的优势：通过下游搅拌站更好更灵活的控制终端市场；混凝土业务由于周转快，拥有更高的 ROE 水平。目前准备大力发展混凝土业务的冀东水泥、华新水泥、祁连山未来的话语权将更加明显。
- 投资建议：增持。
 - ◆ 鉴于以上理由，我们继续维持水泥股增持建议，我们认为未来相对悲观的预期已经反映到估值中，而并没有体现可能出现的积极因素，而且目前估值具备一定的安全边际，目前水泥股存在阶段性投资机会。
 - ◆ 另外，对于媒体报道的各种区域发展和投资规划，如果投资规划属实，则需求层面更不用过于担心，估值更具备较大提升空间，我们后续对湖北发改委网站公布的内容跟进关注。
 - ◆ 我们对水泥股的排序：
 - ◆ 第一类：估值优势明显的大水泥冀东水泥、海螺水泥、华新水泥；（如果湖北发改委公布内容属实，则华新估值空间最大）
 - ◆ 第二类：业绩仍能高增长且具备市场整合能力的西北水泥：祁连山、赛马实业；
 - ◆ 新疆主题：天山股份和青松建化。

图表8：重点公司估值表

公司	3月24日 股价	EPS		增速 (10/09)	PE		最新报告 期每股净	最新PB	
		2009年	2010年		2009年	2010年			
冀东水泥	17.15	0.800	1.250	56.25%	21.44	13.72	5.29	3.24	
海螺水泥	43.87	2.020	3.127	54.80%	21.72	14.03	15.33	2.86	
华新水泥	23.74	1.257	1.606	27.76%	18.89	14.78	10.72	2.21	摊薄前
祁连山	16.69	0.850	1.150	35.29%	19.64	14.51	4.23	3.95	
赛马实业	39.05	2.110	2.760	30.81%	18.51	14.15	10.07	3.88	
天山股份	23.03	1.050	1.479	40.86%	21.93	15.57	3.60	6.40	摊薄前
青松建化	20.91	0.560	0.796	42.14%	37.34	26.27	4.02	5.20	
江西水泥	9.48	0.170	0.430	152.94%	55.76	22.05	2.57	3.69	

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。