

2010 年 03 月 28 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

市场优化平均市盈率	29.70
沪深 300 指数	3275.00
上证指数	3059.72
深证成指	12240.36
中小板指数	6038.59

相关报告

- 1 《估值安全,等待东风》, 2010.3.25
- 2 《前11月盈利数据点评》, 2009.12.31

分析师:贺国文

(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

联系人:唐笑

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

——水泥股吨 EV 上升条件充分



投资要点

- 我们之前强调了目前水泥股 PE 估值的安全性 (最近一篇 3 月 24 日《估值安全,等待东风》),目前的估值水平已经足够反映了对于未来政策比较悲观的预期,而并未反映二季度可能出现的积极因素:良好的一季度乃至上半年业绩;落后产能淘汰详细方案的出台;供给面的压力可能在未来会不断减小;行业格局可能正在发生积极的变化等等。
- 基于以上的逻辑,我们认为二季度水泥行业存在阶段性机会,并反复提示目前处于 PE 估值的底部区域,介入的收益是大于风险的。
- 本报告,我们试图从一个新的角度来寻找为水泥股定价的新指标。
 - ◆ 目前水泥行业面临限产的背景:2009 年的 38 号文限制水泥行业新建生产线,在 09 年 9 月 30 日之后,水泥企业要想扩张产能,只有去收购已有的生产线,水泥的吨收购成本上升趋势将形成,对应到资本市场,吨 EV 此时的重要成都将比以往都要高。
 - ◆ 通过考查一年多以来水泥生产线的收购行为,我们发现在 8 个收购样本中,收购成本的总体趋势是向上的。
 - ◆ 主要水泥企业的吨 EV 指标上涨条件充分,尤其在限产的背景下,2008~2009 年获得的在建产能(或权利)将凸现其价值。
- 策略方面:增持建议,我们综合区域景气、产能增速、区域主题等情况,以及 PE、吨 EV 等估值依据,推荐以下三类公司:
 - ◆ 第一类:吨 EV 估值优势明显的大水泥冀东水泥、海螺水泥、华新水泥;
 - ◆ 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;
 - ◆ 新疆区域主题:业绩仍高增长,且新疆主题投资明显的天山股份和青松建化。

内容目录

主要水泥股目前的吨 EV 处于低位	3
主要水泥股吨 EV 情况	3
目前时点熟料生产线的重置成本情况	4
严控产能使并购活动活跃，致使并购成本上升	5
吨 EV 指标在当前境况下的重要性	6
除了 PE 估值外，投资者这个时点可以重视吨 EV 估值	6
从收购成本看水泥股的定价	7
在建产能将成为稀缺的资源	7
水泥供给控制效果将逐步显现	8
水泥行业固定资产投资下滑趋势已成	8
我们预测 2010 年全年预计净增熟料产能 11.31%	8
淘汰落后产能的国务院 2010 年 7 号文	9
水泥需求 2010 年仍比较强劲	9
2 月份全国水泥累计增速可观	9
投资策略：增持建议	11

图表目录

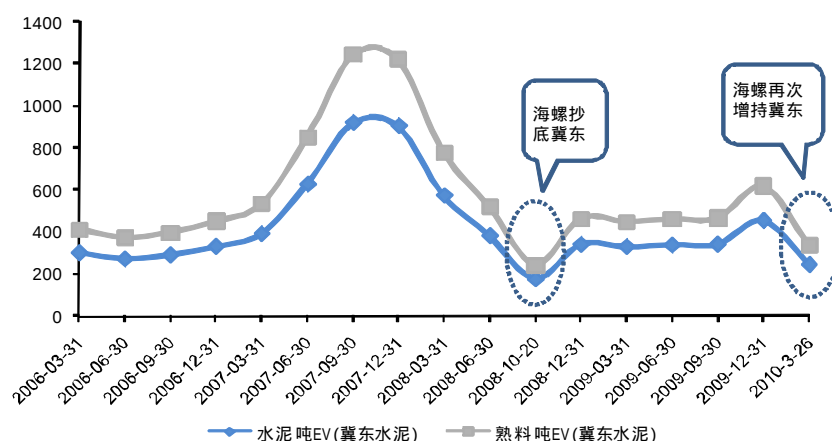
图表 1：冀东水泥的吨 EV 情况（元）	3
图表 2：海螺水泥的吨 EV 情况（元）	3
图表 3：华新水泥的吨 EV 情况（元）	4
图表 4：祁连山的吨 EV 情况（元）	4
图表 5：赛马实业的吨 EV 情况（元）	4
图表 6：天山股份的吨 EV 情况（元）	4
图表 7：收购样本	5
图表 8：吨熟料收购成本变化图	6
图表 9：吨熟料收购成本变化图（剔除台泥收购昌兴）	6
图表 10：从收购成本到水泥股估值逻辑示意	7
图表 11：主要水泥企业产能扩张情况	7
图表 12：全国水泥行业固定资产投资累计增速	8
图表 13：各区域 2010 年供给压力分析（万吨）	8
图表 14：2010 年全国产能投放与淘汰的时间分布	9
图表 15：各区域水泥产量累计增速	10
图表 16：全国固定资产投资累计增速	10
图表 17：全国各区域地产投资完成额累计增速	11
图表 18：房地产新开工面积累计增速（%）	11
图表 19：重点企业 PE 估值表	12

主要水泥股目前的吨 EV 处于低位

主要水泥股吨 EV 情况

- 我们取 06 年以来的季度报告数据，对冀东、海螺、华新等水泥企业的吨 EV 进行了测算，以每年年底的预期总产能作为该年份 4 个季度吨 EV 指标的产能标准，其余数据均采用每个季度末的财务和资本市场数据。得到结论如下：
 - ◆ 被考查的水泥企业的近期吨 EV 最低值都出现在 08 年 9 月-10 月，之后迅速回升。
 - ◆ 冀东水泥的吨 EV 最低，具有明显的估值优势。

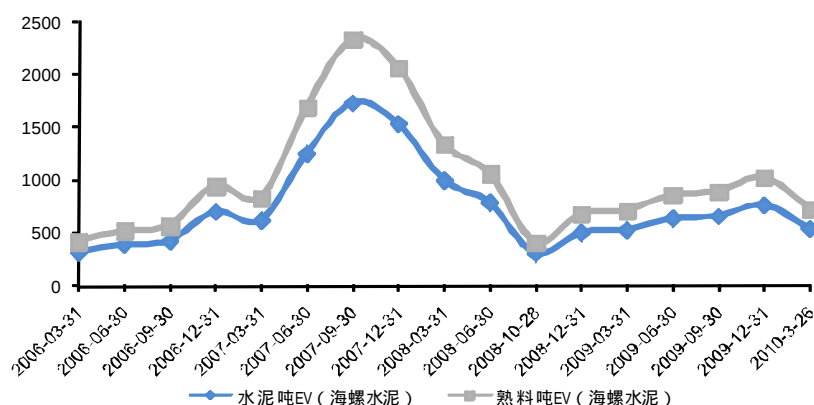
图表1：冀东水泥的吨 EV 情况（元）



来源：国金证券研究所

- ◆ 作为水泥股的龙头企业，海螺水泥一直享受着高于重置成本的吨 EV，表明市场对于海螺市场地位的认可，但目前吨 EV 也处于历史底部。

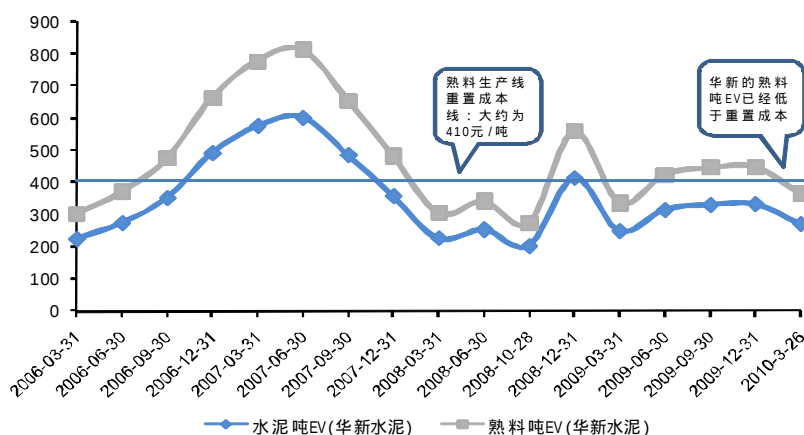
图表2：海螺水泥的吨 EV 情况（元）



来源：国金证券研究所

- ◆ 华新水泥的吨 EV 两年来一直处于低于重置成本的位置，在国家控制产能的背景下，其价值有望被重视。

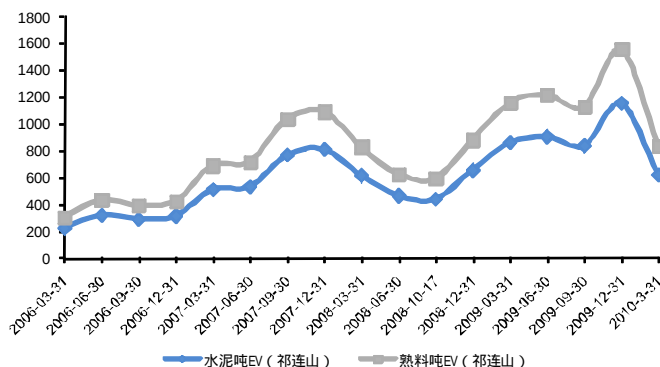
图表3：华新水泥的吨EV情况（元）



来源：国金证券研究所

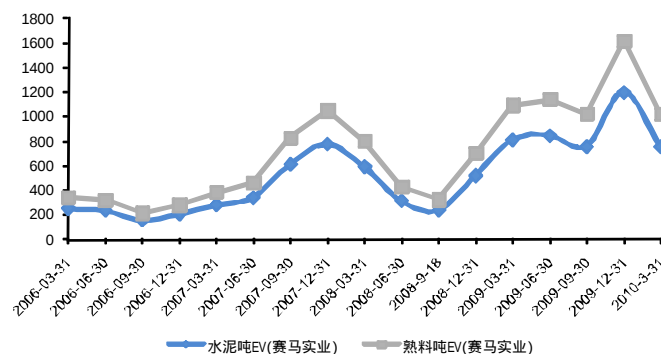
- ◆ 祁连山、赛马实业的吨EV指标震荡走高，表明投资者对西部水泥市场景气的认可。

图表4：祁连山的吨EV情况（元）

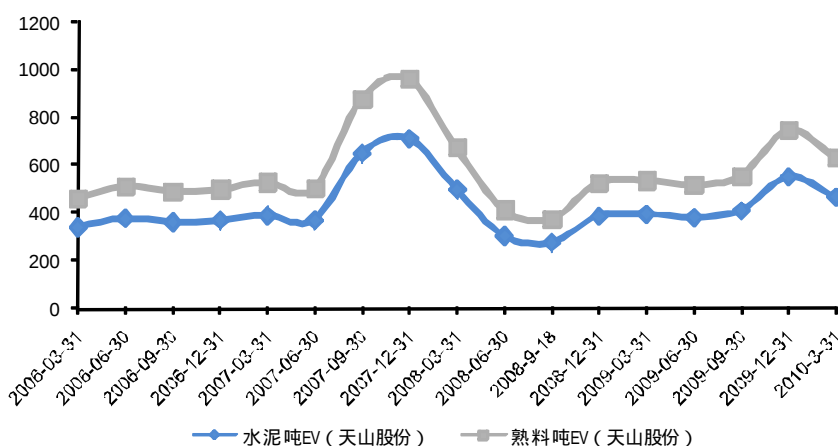


来源：国金证券研究所

图表5：赛马实业的吨EV情况（元）



图表6：天山股份的吨EV情况（元）



来源：国金证券研究所

目前时点熟料生产线的重置成本情况

- 目前，上一条日产 5000 吨的熟料生产线大约需要 6.5 亿元左右（包含矿山、余热发电等），吨重置成本为 420 元左右。

- 从吨 EV 估值的角度来讲，以上几个水泥企业的估值已经非常安全了。
- 不考虑资产增值，仅考虑重置成本，目前增持上述大型水泥企业的股票也是非常划算的。

严控产能使并购活动活跃，致使并购成本上升

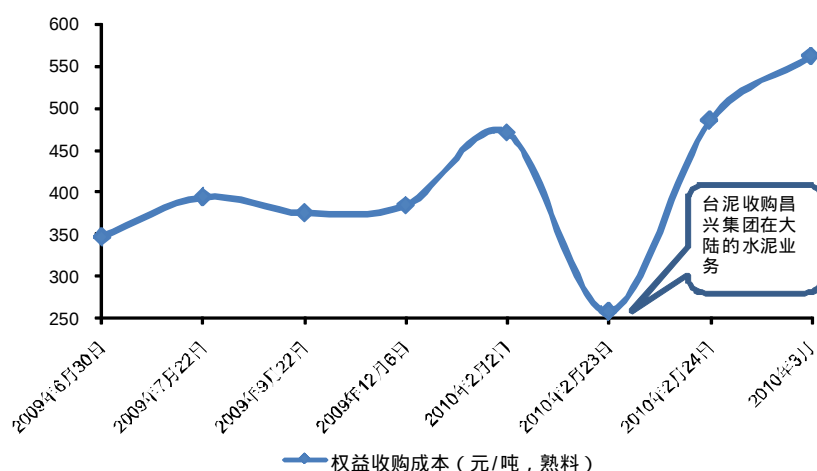
- 我们分析了一年多以来我国水泥行业中的并购行为，以期发现并购成本上的变化，尤其是 2009 年 38 号文严控新上产能前后的并购成本变动。我们发现 38 号文不但成功遏制了水泥行业的投资冲动，也致使并购成本上升。
- 我们选取样本的标准是：只考察并购生产线的行为，不包括重大重组等战略性行为，比如中材对于祁连山的重组、冀东对于秦岭水泥的重组。为做对比，我们特意将台泥收购昌兴集团在大陆的部分水泥业务案例加入分析。

图表7：收购样本

日期	地域	收购方	被收购方	(拟)交易金额	被收购资产和项目	权益熟料产能(万吨)	目前收购进展	权益熟料收购成本(元/吨)
2010 年 3 月	湖北	华新水泥	京兰水泥	68250	京兰水泥的熟料产能约 260 万吨/年、水泥产能约 400 万吨/年及 16.5 兆瓦的余热发电系统。	105.30	失败	562.68
2010 年 2 月	北京	金隅股份	拉法基中国海外控股旗下的三家子公司	50700	北京兴发水泥的 65% 股权、北京顺发拉法基水泥的 70% 股权及北京易成-拉法基混凝土的 76.722% 股权	101.25	进行中	485.93
2010 年 2 月	大陆	台泥	昌兴集团在大陆的所有水泥业务	334248	590 (三条) + 800 (4 条) *25%+80+50+200*0.75+400	1295.00	完成	258.11
2010 年 2 月	承德	冀东水泥	康达水泥、康达矿产品、康达制成品三家公司	70000	一条 4000t/d 的熟料线	148.50	进行中	471.38
2009 年 12 月	华润	华润水泥	广东春湾水泥	19050	在建的 2500T/D 新型干法水泥熟料	49.50	成功	384.85
2009 年 9 月	吉林	亚泰集团	金圆水泥	31000	一条日产 2500 吨新型干法水泥熟料生产线和两台水泥磨	82.50	成功	375.76
2009 年 7 月	天津	金隅集团	振兴水泥	39500	两条日产 2500 吨新型干法熟料生产线的 60.64% 股权	100.06	成功	394.78
2009 年 6 月	江西	江西南方万年青	锦溪水泥 50% 股权	30052	锦溪水泥有 1 条 2500t/d 熟料新型干法回旋窑水泥生产线和一条 2750t/d 熟料新型干法回旋窑水泥生产线	86.63	成功	346.92

来源：国金证券研究所

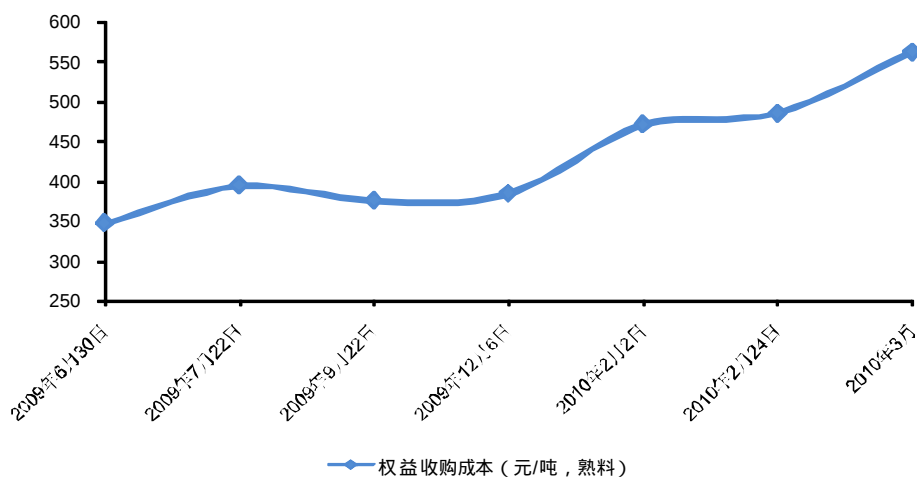
图表8：吨熟料收购成本变化图



来源：国金证券研究所

- 如上图，在 8 个收购样本中，收购成本的总体趋势是向上的，以 2009 年底为界，指标值发生较大的变化，这个在逻辑上是容易理解的，09 年以来，水泥制造企业的效益逐月攀升，出售生产线的一方有利益和动力提高要价，尤其是 38 号文出来之后，这一特点更加明显。
- 2010 年初，台泥收购昌兴集团在大陆的大部分水泥业务，经过我们测算，吨熟料的收购成本较低，在 258 元/左右，这属于双方重大战略方面的调整，不属于收购生产线的范畴，在剔除该样本之后，如下图，收购成本的变化一目了然了。

图表9：吨熟料收购成本变化图（剔除台泥收购昌兴）



来源：国金证券研究所

吨 EV 指标在当前境况下的重要性

除了 PE 估值外，投资者这个时点可以重视吨 EV 估值

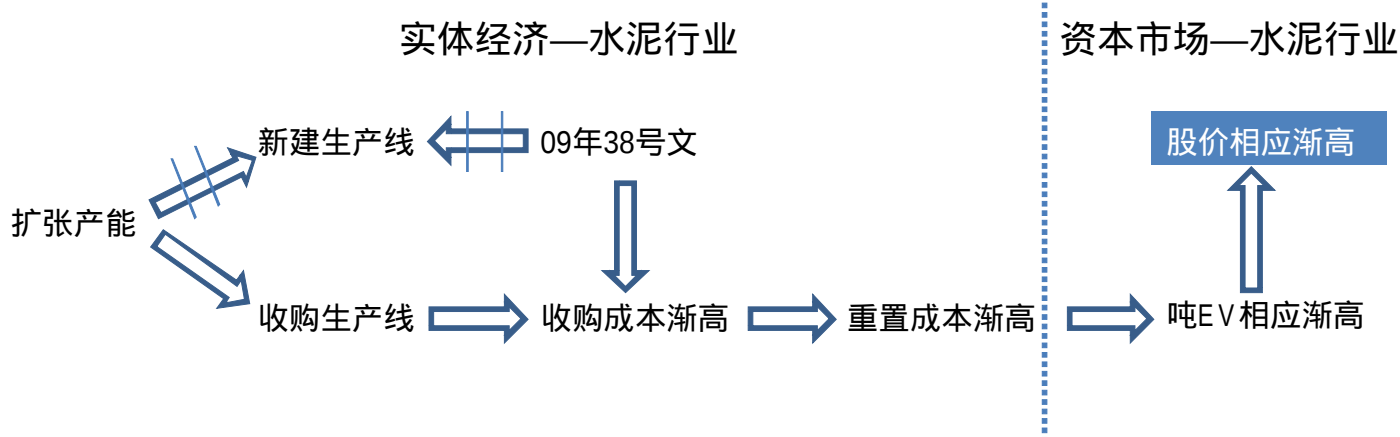
- PE 估值是我们常用的估值方法，我们前期论证过，目前的 PE 估值已经处于历史低位，已经足够反映对于未来供需比较悲观的预期，目前时点具备足够的安全边际。

- 我们本次想提醒投资者：目前的行业背景，吨 EV 估值比以往任何时候更要重要，因为目前国家在限制产能，在极力鼓励投资者通过并购来提高行业整体素质，如果从吨 EV 角度来看，目前水泥股同样具备相当的吸引力。

从收购成本看水泥股的定价

- 2009 年的 38 号文限制水泥行业新建生产线，在 09 年 9 月 30 日之后，水泥企业要想扩张产能，只有去收购来完成扩张规划，从以上分析可以看出，收购成本在不断提高。
- 因此可以说，38 号文在客观上提高了水泥生产线的重置成本，而重置成本对应于上市公司的相关指标就是吨 EV。目前冀东水泥的吨熟料 EV 在 337 元左右，而 09 年新上一条 5000t/d 规模熟料线的重置成本在 6.5 亿元左右（目前就算花再多的钱也不能新建生产线了），合 420 元/吨。

图表10：从收购成本到水泥股估值逻辑示意



来源：国金证券研究所

在建产能将成为稀缺的资源

- 在控制新建产能的客观情况下，一条生产线的价值已经不能用重置成本来计算，因为此时花费再多的钱，也无法去获批建立新的生产线（个别区域顶风新批生产线不在我们的考虑范围），但是我们可以用收购成本的变化来近似模拟新建生产线的成本变化，此时，拥有大量在建生产线的水泥企业不但能够享受水泥行业景气，还能坐享生产线增值带来的效益。
- 因此，对于当前的水泥企业，在建生产线是稀缺的资源。

图表11：主要水泥企业产能扩张情况

公司	09年底水泥产能 (万吨)	今年底水泥产能 (万吨)	09年底水泥吨EV (元)	目前水泥吨EV (元)	2010年产能扩张 (%)
冀东水泥	5930	10000	458	250	68.63%
海螺水泥	12000	15000	763	542	25.00%
华新水泥	4198.5	5097.6	332	271	21.41%
赛马实业	600	1000	1198	754	66.67%
祁连山	780	1400	1152	618	79.49%
天山股份	1700	2100	552	468	23.53%

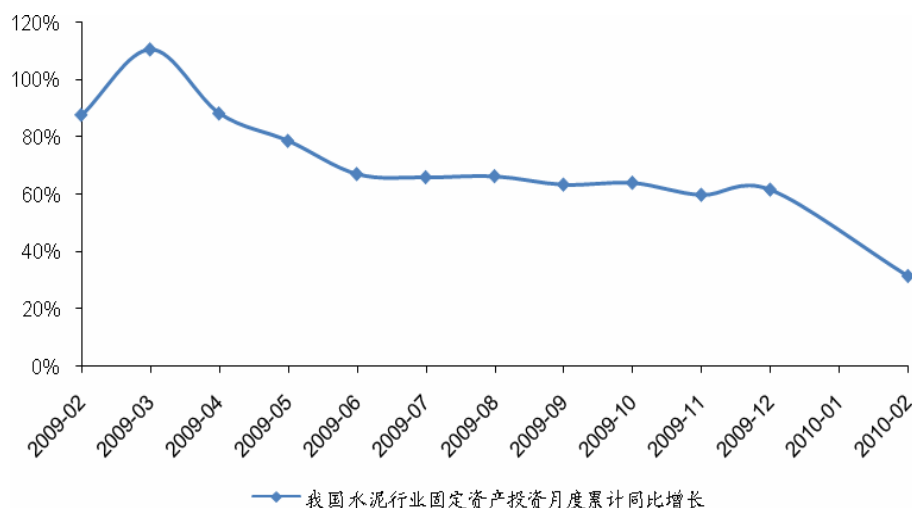
来源：国金证券研究所

水泥供给控制效果将逐步显现

水泥行业固定资产投资下滑趋势已成

- 2010 年前两个月，我国水泥行业完成固定资产投资总额 116.6 亿元，同比增长 31.4%，增速同比大幅回落，国家控制水泥行业投资显现出很好的效果。

图表12：全国水泥行业固定资产投资累计增速



来源：国金证券研究所

我们预测 2010 年全年预计净增熟料产能 11.31%

- 今年全年预计新增水泥产能 26420 万吨，淘汰落后产能 8000 万吨，净增水泥产能 18420 万吨，占 09 年水泥产量 16.29 亿吨的 11.31%，从供给的角度，今年产能投放强度弱于去年。

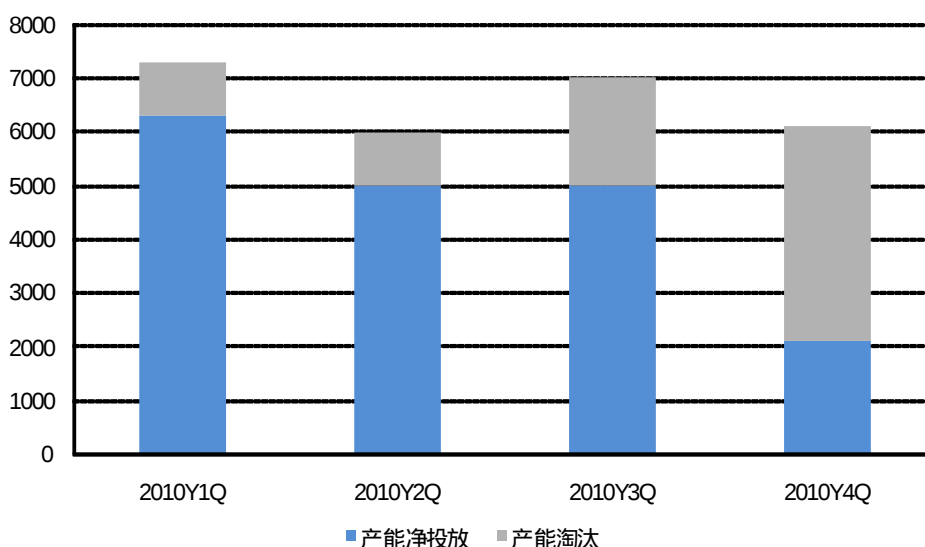
图表13：各区域 2010 年供给压力分析 (万吨)

区域	2009 年产量	2010 年新增水泥产能	2010 年新增水泥产能 / 2009 年产量	2010 年淘汰假设	2010 年产能净增加 / 2009 年产量
全国	162897.83	26420	16.22%	8000	11.31%
华北	19137.06	3277	17.12%	965	12.08%
东北	11280.89	732	6.49%	595	1.21%
华东	58677.29	4465	7.61%	2760	2.91%
中南	43599.23	4457	10.22%	2462	4.58%
西南	20218.77	6809	33.68%	911	29.17%
西北	9984.59	6679	66.89%	307	63.82%

来源：国金证券研究所

- 我们根据生产线开工 15 个月之后投产的假设做了今年水泥产能投产的时间分布，如上图所示，根据以往的淘汰规律，一般是上半年淘汰全年总任务的四分之一，下半年淘汰四分之三。今年前半年的水泥产能净增加压力较大，第四季度压力较小。

图表14：2010年全国产能投放与淘汰的时间分布



来源：国金证券研究所

淘汰落后产能的国务院 2010 年 7 号文

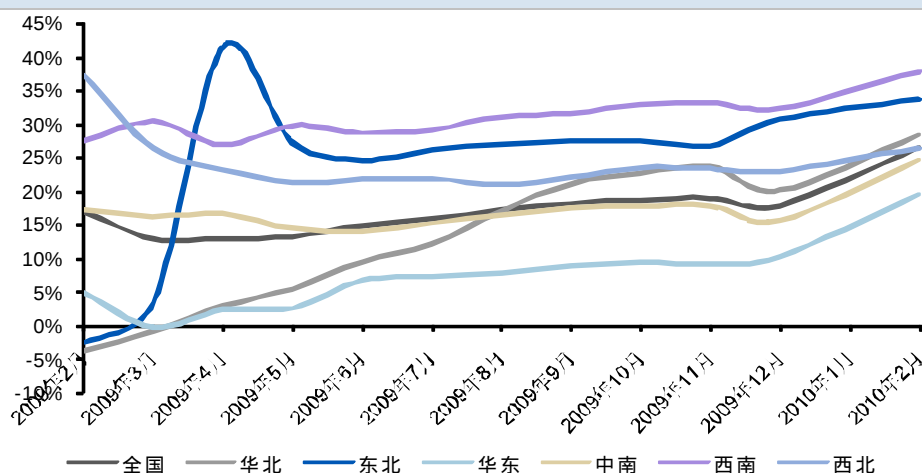
- 在专门为淘汰落后产能而出的国务院 2010 年 7 号文中，对于水泥行业的落后产能进行了明确的定义：2012 年底前，淘汰窑径 3 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径 3 米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。
- 目前各个地方都在根据该文件上报计划，预计全国大约有 3-4 亿吨的落后产能在 2010-2012 年要淘汰，具体的细则可能在 4、5 月份出来，我们预计今年淘汰 8000 万吨左右。

水泥需求 2010 年仍比较强劲

2 月份全国水泥累计增速可观

- 今年前两个月我国水泥产销 19898 万吨，同比增长 26.52%，高于 09 年全年 17.9% 的增速。如图所示，各区域的水泥产量均呈加速增长的态势。

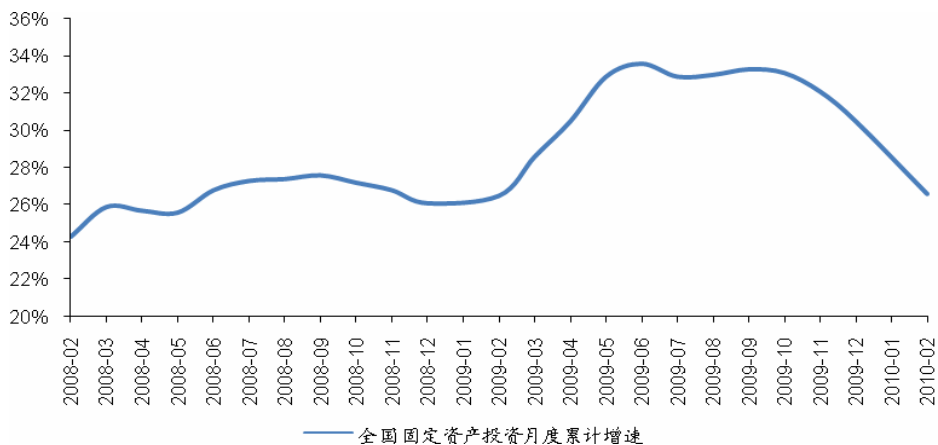
图表15：各区域水泥产量累计增速



来源：国金证券研究所

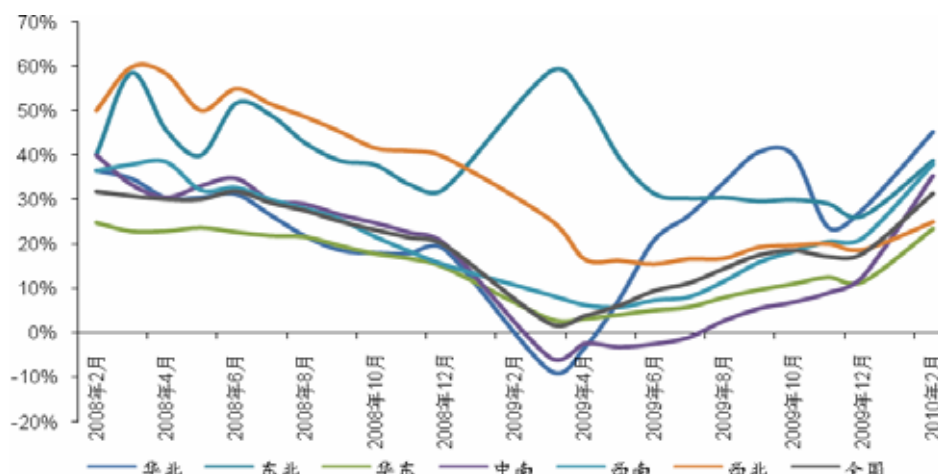
- 2010 年的水泥需求仍将保持较快增长速度，即使固定资产投资增速可能面临下降。
 - ◆ 铁路项目的前期工作主要是征地、拆迁等，因此 09 年开工的铁路项目真正大量用水泥恰恰是在今年；房地产也有类似的情况，比如买地的费用是前期投入的很大一个组成部分，大量用水泥也在开工后的 3~6 个月。
 - ◆ 因此，2010 年每一单位的固定资产投资，其消耗水泥的系数更大。

图表16：全国固定资产投资累计增速



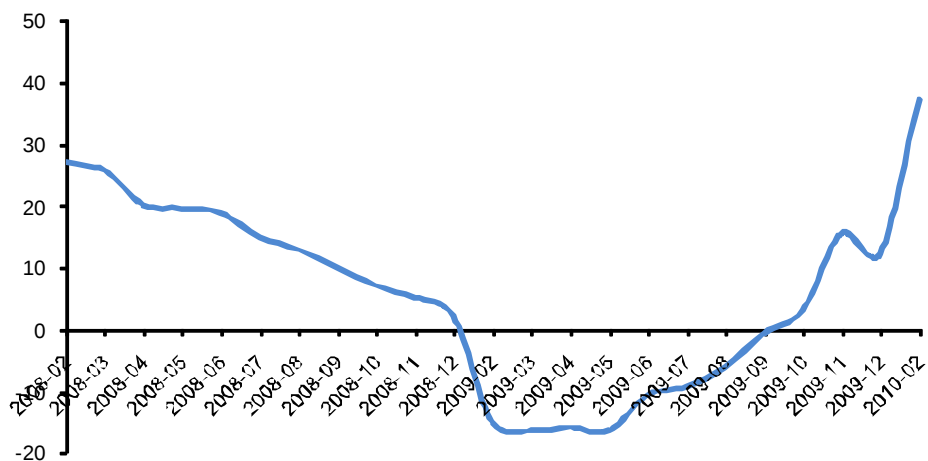
来源：国金证券研究所

图表17：全国各区域地产投资完成额累计增速



来源：国金证券研究所

图表18：房地产新开工面积累计增速 (%)



来源：国金证券研究所

投资策略：增持建议

- 从 2010 年供需层面来看：行业景气将继 2009 年之后仍将呈振荡向上的趋势。
- 从 PE 估值水平来看，目前已经足够反映了对于未来政策比较悲观的预期，而并未反映二季度可能出现的积极因素：良好的一季度乃至上半年业绩；落后产能淘汰详细方案的出台；供给面的压力可能在未来会不断减少；行业格局可能正在发生积极的变化等等，因此，我们认为二季度存在阶段性机会，给予增持建议。
- 而从上文分析的吨 EV 估值标准来看：目前的限产行业背景为行业整体 EV 提升提供了良好的外部条件。
- 我们综合区域景气、产能增速、区域主题等情况，以及 PE、吨 EV 等估值依据，推荐以下三类公司：
 - ◆ 第一类：吨 EV 估值优势明显的大水泥冀东水泥、海螺水泥、华新水泥；

- ◆ 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；
- ◆ 新疆区域主题：天山股份和青松建化。

图表19：重点企业PE 估值表

公司	3月26日 股价	EPS		增速 (10/09)	PE		最新报 告期每	最新PB	
		2009年	2010年		2009年	2010年			
冀东水泥	17.59	0.810	1.250	54.32%	21.72	14.07	5.51	3.19	
海螺水泥	44.11	2.020	3.127	54.80%	21.84	14.11	15.33	2.88	
华新水泥	24.41	1.257	1.606	27.76%	19.42	15.20	10.72	2.28	摊薄前
天山股份	22.70	1.050	1.479	40.86%	21.62	15.35	3.60	6.31	摊薄前
青松建化	20.65	0.560	0.796	42.14%	36.88	25.94	4.08	5.06	
赛马实业	39.94	2.110	2.760	30.81%	18.93	14.47	10.07	3.97	
祁连山	16.53	0.860	1.150	33.72%	19.22	14.37	4.45	3.71	
江西水泥	9.27	0.170	0.430	152.94%	54.53	21.56	2.57	3.61	

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。