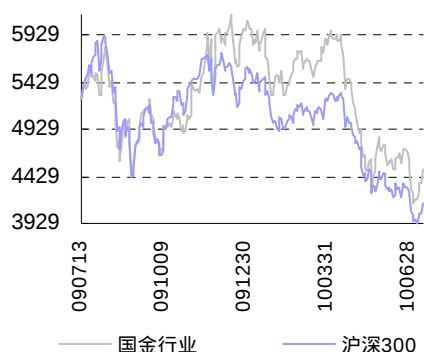


评级：增持 维持评级
行业研究
长期竞争力评级：高于行业均值

中期策略《政策决定机会大小》续集

市场数据(人民币)

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	4500.36
沪深 300 指数	2647.10
上证指数	2470.92
深证成指	9816.86
中小板指数	5422.21



相关报告

1. 《2010 年西部开发新开工重点项目数据点评》，2010.7.6
2. 《水泥行业前五个月盈利数据点评》，2010.6.28
3. 《水泥产业政策值得期待》，2010.6.22

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegwx@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
 (8621)61038229
 tangx@gjzq.com.cn

近期的投资逻辑以及一些重要事情

- 我们在 6 月 9 日中期策略以来通过多篇行业和公司报告来阐述了我们对于水泥股投资机会的观点：水泥股无论从 P E 估值还是从吨 E V 估值都处在历史底部区域，具备一定的安全边际，未来以下几条主线决定了投资水泥股获得相对收益的概率在不断加大。即，落后产能淘汰；保障房的建设；对于房地产政策预期不那么悲观；城镇化的预期。
- 经过近期密集调研，政府对于经济问题的看法或者正在发生一些微妙的变化；西部大开发工作会议的召开，西部大开发将进一步推向深入；央行货币政策委员会 2010 年第二季度例会强调，下半年继续实施适度宽松的货币政策。
- 我们认为这个时点的政策的能见度在逐渐提高，有必要做进一步梳理，以便投资者做出更清晰的判断。

供给面的政策 - 水泥是调结构的受益行业

- 第一，落后产能淘汰。政府对于 2010 年落后产能的规划任务是 915 万吨，**重要的是在三季度之前必须完成此项规划任务。**根据我们前期调研报告中反馈的情况，在节能减排压力下，今年的淘汰任务在政府的不同层级之间签署了责任书，而且配套有中央和地方财政支持，我们认为今年淘汰的可执行性非常强。
- 而且各个地方通过各种方式公布了其落后产能 2010 年的淘汰量，初步判断，今年最终淘汰超出规划 915 万吨的概率还很大。

图表1：部分省份已经公布的落后产能淘汰量（万吨）

大区	省份	2010年计划淘汰产能	大区	省份	2010年计划淘汰产能
华东	江苏	351	西南	四川	470.7
	浙江	500		贵州	498.45
	山东	488		云南	738
	江西	161	西北	青海	245
中南	湖北	382.8		甘肃	90
	河南	862	东北	陕西	538.8
	广东	500		吉林	85.6
	广西	446.4	华北	河北	1260
	海南	171		山西	670.8
				内蒙古	143.5
		小计	8603		

来源：国金证券研究所，互联网

- 淘汰对于资本市场影响主要体现在两个层面：
 - 资本市场从来不会给淘汰建立预期，只有淘汰完成体现在供求关系和价格上了才会有积极的影响，目前时点是7月份，淘汰任务的最后日期是9月底，因此，我们认为三季度尤其是3季度末期由于淘汰导致的供求关系短期变化是值得期待的因素。
 - 另外，如果三季度的执行情况不错，我们有理由相信资本市场对于明后年的淘汰建立合理预期，如我们中期策略所分析的，如果考虑明后年的淘汰量，行业的供求关系是还有改善空间的。

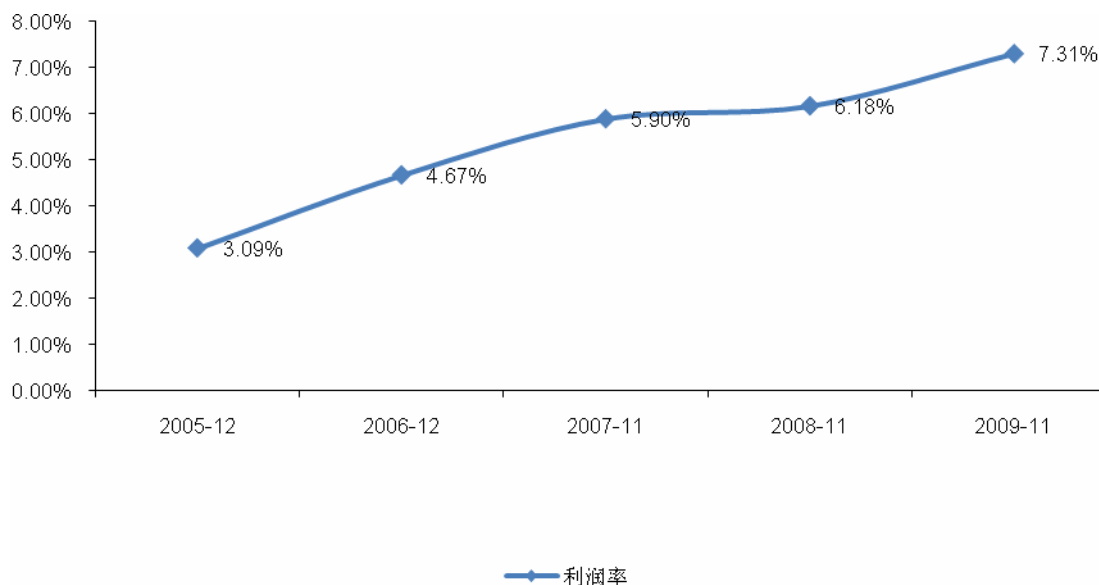
图表2：供求关系的变化趋势图

项 目	2008	2009	2010E	2011E
新建产能	14334	26311	26420	10000
淘汰产能	5000	7400	10000	10000
净增产能	9334	18911	16420	0
需求增长	2683	24098	23294	9200
需求增长-净增产能	(6652)	5187	6874	9200

来源：国金证券研究所

- 另外，过去水泥行业的淘汰是符合预期的，并且对行业利润率逐年提升做出了重要贡献：截至2009年水泥行业完成淘汰2.4亿吨，这个数是符合预期的，如果算上今年的淘汰量，十一五规划期间水泥淘汰是超预期的。而且从利润率走势来看，过去五年水泥行业一直保持向上的趋势，明显区别于其他周期性行业和宏观经济的波动性，其中重要原因就是大量的淘汰在不断平滑经济周期在局部时间段下降的影响。

图表3：水泥行业利润率过去五年逐年提升



来源：国金证券研究所

- 第二个政策就是《水泥产业发展政策》，该制定始于2008年底2009年初，该政策于2010年初提交政府相关部门会签，是未来水泥行业发展的纲领性文件，文件就“企业重组联合、适度发展新线建设、落后淘汰、环保、节能减排、延伸产业链、低碳减排的技术”等未来水泥未来发展方向做了指示，这项政策也是资本市场期待已久但迟迟未公布的一项影响水泥股估值的重要政策性事件，根据我们了解的情况，目前该项政策已经在6月通过十大部委的会签，相关部门将伺机公布。

- 第三个政策是促进企业兼并重组的政策，在十大支持的行业包括水泥行业。未来水泥行业整合是大趋势，尤其在国家目前控制新建产能的背景下，存量产能的整合速度将加快。政策可能包括并购贷款的支持、破除目前企业重组过程中的地方保护主义，政策的出台将促使以上市公司为代表的大企业强者恒强。

需求面的政策 - 水泥同样是经济增长受益的行业

- 按照历史经验，对于需求面政策的预期将对水泥股估值产生更加重要的影响，我们总结了近期关于水泥需求面影响水泥股估值的一些重要政策如下，虽然没法对政策未来的走向给出一个确切的答案，但只要需求面的政策因素预期出现一些积极的影响，水泥股估值都将得到一定提升。

图表4：近期需求面政策汇总

时间	事件	主要内容
2010.5.19	住房保障责任书	2010年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套，改造农村危房120万户。
2010.6.1	李克强《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》	文章提出“把城镇化作为扩大内需的战略重点，拓展持续发展空间”。1，推进城镇化是关系现代化全局的重大战略；2，以推进城镇化带动区域协调发展；3，在城镇化进程中统筹城乡发展；4，把符合条件的农业人口逐步转变为城市居民。
2010.7.3	温家宝在长沙主持召开湖北、湖南、广东三省经济形势座谈会	温总理强调，国际金融危机影响的严重性和经济复苏的曲折性都超过了人们的预期，宏观调控面临的“两难”问题增多，我们不仅要大力解决那些长期存在的结构性问题，同时又要有针对性地解决当前存在的突出的紧迫性问题，这些都必须在经济平稳较快发展的前提下进行。
2010.7.5	西部大开发新开工23项重点工程	2010年国家计划西部大开发新开工23项重点工程，投资总规模为6822亿元。
2010.7.5-2010.7.6	西部大开发工作会议	会议指出今后10年，深入实施西部大开发战略的总体目标是：西部地区综合经济实力上一个大台阶，基础设施更加完善，现代产业体系基本形成，建成国家重要的能源基地、资源深加工基地、装备制造业基地和战略性新兴产业基地；人民生活水平和质量上一个大台阶，基本公共服务能力与东部地区差距明显缩小；生态环境保护上一个大台阶，生态环境恶化趋势得到遏制。
2010.7.8	央行货币政策委员会二季度例会	会议强调，下半年继续实施适度宽松的货币政策。
2010.7.10	李克强在山东调研经济情况并主持召开企业座谈会	坚持处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，巩固经济回升向好势头，更加注重提高增长的质量和效益，切实加快经济发展方式转变，增强持续发展能力和内生动力。

来源：国金证券研究所，互联网

其他一些投资者比较关注问题

- 水泥公司EPS是否存在下调风险？
 - 2010年水泥行业的需求比较确定，主要还是去年四万亿投资项目续建导致的水泥需求，今年是水泥消费的高峰期，单位固定资产投资带来的水泥消耗系数大，我们对于今年需求的预期还是维持之前的13.8%判断，供给面增速也很快，考虑淘汰的话供需增量大约维持相对平衡的态势。目前来看，这个预期没有问题，而且从水泥股中报预期情况来看，基本都符合预期，部分公司还是超预期增长的，比如冀东、祁连山等等。
- 目前的天气和季节因素可能会导致部分区域水泥价格有压力，会否影响水泥股的投资机会？
 - 我们一直认为水泥价格的变化只有在超预期的上涨和下降才会对股价形成影响，淡旺季符合预期的变化不会对股价形成影响，最近的两个例子就是2008年四季度全国大部分区域水泥价格都在下降，甚至很多区域下降幅度很大，但是水泥股在政策预期下上演了大趋势行情；而2009年四季度大部分区域水泥价格都在上涨，但基于对于2010年的经济预期较差，水泥股照样没有像样的行情。因此，水泥价格的变化与水泥股的走势没有明显的关系。

我们对水泥股观点重申

- 尽管近期水泥股如我们预期出现了一定幅度的上涨，目前时点，我们仍认为介入水泥行业仍是较好的选择，尤其对于重视政策带来机会的投资者而言。
- 其一，水泥股是有业绩的，这个就决定了 P E 估值目前仍出现相对比较低的位置，相对其他周期性行业而言，水泥股有较好的业绩基础。——水泥行业的比较优势之一。
- 其二，水泥行业的供给面淘汰的逻辑很顺利，而且淘汰空间很大，3 季度完成淘汰的话，目前来看时间只有两个多月的时间，如前面分析所述，如淘汰顺利，则能给明年建立预期，估值还能提升。——水泥行业的比较优势之二。
- 其三，水泥还是经济增长的消耗品，消耗品的性质决定了其预期弹性也很大。——水泥行业的比较优势之三。
- 我们仍建议投资者重点关注水泥行业，相对收益空间仍较大。
 - 基于淘汰的逻辑、城镇化、整合等逻辑，重点推荐冀东水泥、海螺水泥、塔牌集团。
 - 基于西北大开发的逻辑，重点推荐祁连山、青松建化、天山股份、赛马实业。

图表5：重点水泥公司估值表

公司	7月9日 股价	EPS			增速		PE		最新报 告期每	最新PB
		2009	2010E	2011E	(10/09)	(11/10)	2010	2011		
冀东水泥	16.60	0.811	1.250	1.891	54.13%	51.28%	13.28	8.78	5.54	3.00
祁连山	14.02	0.859	1.205	1.639	40.28%	36.02%	11.63	8.55	4.60	3.05
青松建化	18.03	0.560	0.796	1.200	42.14%	50.75%	22.65	15.03	3.93	4.59
天山股份	19.63	1.125	1.187	1.600		34.79%	16.54	12.27	7.40	2.65
赛马实业	20.75	2.279	2.760	3.000	21.11%	8.70%	7.52	6.92	10.56	1.96
海螺水泥	16.75	2.007	1.500	1.920	49.48%	28.00%	11.17	8.72	8.34	2.01
塔牌集团	10.67	0.538	0.800	1.000	48.70%	25.00%	13.34	10.67	4.87	2.19
华新水泥	16.48	1.240	1.606	2.178	29.52%	35.62%	10.26	7.57	11.31	1.46

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室