

评级：增持 维持评级
行业点评
贺国文
 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

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

诸多数据中关注水泥行业投资增速何时变负？

事件

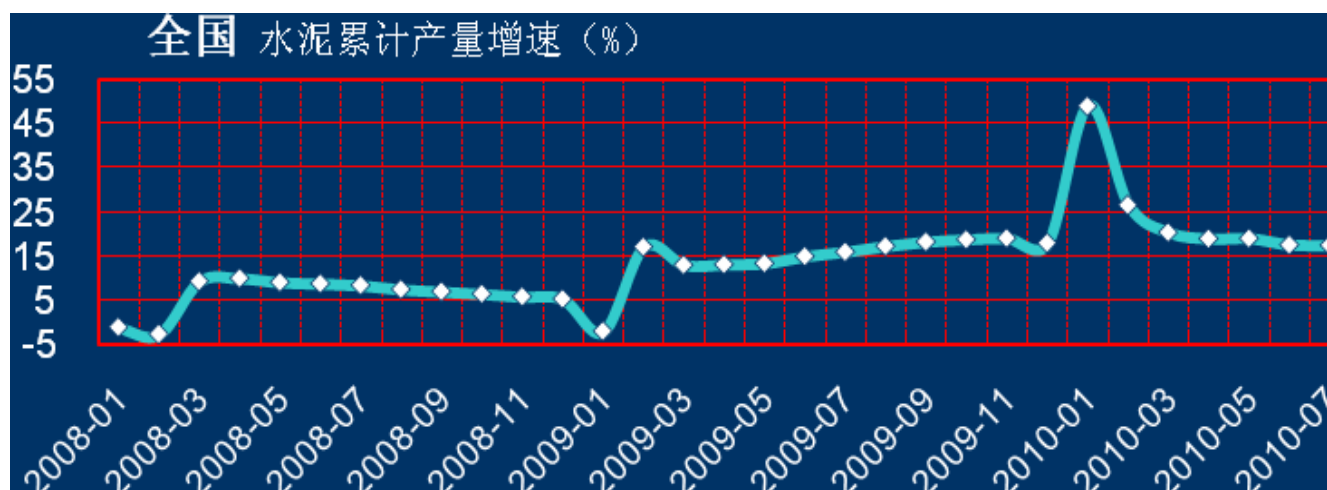
近期水泥行业一系列运行数据公布：

- 1, 2010 年前 7 月份水泥产量 10.09 亿吨，同比增长 17.36%，其中 7 月单月产量 1.65 亿吨，同比增速 16.64%；
- 2, 2010 年前 7 月份水泥行业投资总额 1013.66 亿元，同比增长 14.98%，其中 7 月单月投资额 153.26 亿元，同比增长 12.7%。

评论

前 7 月 17.36% 的产销数据说明目前需求尚可：产销数据在预期之内，主要在于去年 4 万亿投资项目主要在今年体现为消费量，从而导致今年的固定资产投资项目的水泥消耗弹性系数比较高所致，这是 2010 年水泥需求不用担心的主要逻辑，目前的数据正在验证。从区域来看，增长比较快的省份还是集中在华北、西北等区域。

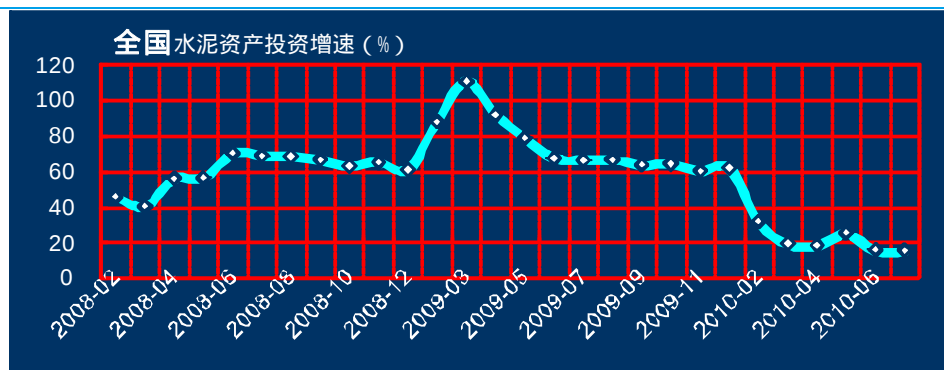
图表1：全国水泥累计产销量增速



来源：国金证券研究所，数字水泥网

水泥行业投资增速已经呈明显下降趋势：自 2009 年 9 月的 38 号文颁布以来，水泥行业新增产能的抑制效果尚可，虽然局部地区的部分企业有违规新建等行为，但整体情况控制尚可，前 7 个月 14.98% 的行业投资增速表明今年水泥行业投资增速呈明显下降趋势。整体来看，行业投资较低的区域目前主要集中在中南、华东等区域。

图表2：水泥行业投资增速



来源：国金证券研究所

我们更为关注水泥行业投资增速何时变负：行业投资增速变成负数代表新增产能未来将非常小，目前时点来看，我们认为四季度水泥行业投资增速变成零增长甚至负数的概率比较大，虽然 2011 年尚有部分前期开工项目投产，在国家目前对新增产能采取停止审批的政策情况下（新疆等局部区域除外），2012 行业新增产能几乎没有，而尚有一部分落后产能淘汰空间，因此 2012 年供求关系明显进一步好转几乎是一个可以确定的答案。

行业观点及投资建议

我们维持前期观点：水泥行业是“保增长，调结构”皆受益的行业，前期估值的修复更多的反映是“保增长”即需求面的预期变化；而对于供给面“调结构”即落后产能淘汰预期尚未反映充分，即使部分区域淘汰情况存在“玩数字游戏”的水份，但大规模淘汰仍将在未来 2 个月内发生，如淘汰情况符合甚至超出预期，我们仍认为水泥行业是获取超额收益的重要选择。

1，基于需求面西北大开发的逻辑，重点推荐青松建化、祁连山、天山股份、赛马实业。另外，青松建化配股已获得证监会的批文，尤其关注较低配股价格带来的投资机会。

2，基于供给面淘汰逻辑，无论从绝对量还是从相对量来看，冀东水泥所在区域最为收益，我们继续将冀东水泥作为行业首推标的，目标价格 25 元，相当于 2010 年 20 倍 PE。基于淘汰逻辑对水泥股的排序为冀东水泥（冀东同样也是受益于需求面逻辑的重要标的）、海螺水泥、塔牌集团、太行水泥、祁连山（青海淘汰力度超预期）等等。

图表3：重点公司估值表

公司	8月13日 股价	EPS			增速		PE		最新报告 期每股净 资产	最新PB	备注
		2009	2010E	2011E	(10/09)	(11/10)	2010	2011			
冀东水泥	18.95	0.811	1.250	1.891	54.13%	51.28%	15.16	10.02	5.54	3.42	未摊薄
海螺水泥	19.06	2.007	1.500	1.920	49.48%	28.00%	12.71	9.93	8.34	2.29	
塔牌集团	12.01	0.538	0.800	1.000	48.70%	25.00%	15.01	12.01	4.87	2.47	
天山股份	22.56	1.125	1.187	1.600	5.51%	34.79%	19.01	14.10	7.40	3.05	
青松建化	23.05	0.561	0.806	1.197	43.67%	48.51%	28.60	19.26	3.93	5.87	未摊薄
赛马实业	25.05	2.279	2.760	3.500	21.11%	26.81%	9.08	7.16	10.56	2.37	
祁连山	16.39	0.859	1.211	1.647	40.98%	36.00%	13.53	9.95	4.60	3.56	

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