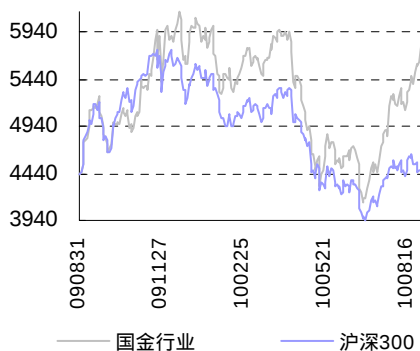


评级：增持 维持评级
行业研究
长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

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	5798.54
沪深 300 指数	2858.57
上证指数	2610.74
深证成指	11034.73
中小板指数	6408.51


相关报告

1. 《提前海螺水泥的推荐顺序》，2010.8.19
2. 《诸多数据中关注水泥行业投资增速何时变负？》，2010.8.15
3. 《公示淘汰名单,强化淘汰预期》，2010.8.9

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

需进一步解放思想看水泥股机会暨半年报点评

内容摘要及主要观点

- **半年报业绩概述：**业绩代表过去时，但水泥上市公司整体上半年业绩表现基本符合我们预期：在我们考察的样本总体中，出货量增长 23.86%，吨收入增长 2.90%；但是吨毛利同比下降 0.78 元/吨；吨费用节省 3.12 元/吨；得益于吨费用的下降，总体吨净利上升了 3.03 元/吨，几乎等于吨费用下降的总额。尤其一个重要现象需要注意：**水泥上市公司的出货量、盈利能力等指标都持续大幅度优于行业平均水平，行业利润将进一步向龙头呈现集中的趋势。**
- **近期在与投资者交流过程中，我们认为有几个观点需要进一步强调：**
- 其一，需进一步解放思想看待水泥股作为周期股的投资特征：水泥股的周期性从来都是由需求的周期性和供给的周期性共同决定的，需求的周期性主要由宏观经济和固定资产投资的周期性来决定，而供给的周期性则由水泥行业投资者根据盈利预期的变化对产能投放的动机而定（盈利预期好增加产能、盈利预期坏就减少产能投放）。
- 而从我们近期与投资者交流的情况来看，投资者似乎更加习惯于重视需求面周期的变化，而弱化或者忽视供给面周期变化趋势，但目前时点往后看，在需求预期摇摆不定的情况下（当然，西北尤其新疆的需求是确定的），实际从水泥行业供给面运行轨迹来看，有几点是非常确定的——也就是我们前期逻辑中水泥是“调结构”的重要受益行业。
- A，从供给面的新增投放来看：从 2009 年 9 月 30 日以来，除了个别省份之外，水泥行业基本没有审批新线，我们在 8 月 15 日的报告中也明确指出，水泥行业投资增速将在 2010 年 4 季度变成零增长或者负增长，即使 2011 年还有部分产能将投产（我们预计 1~1.5 亿吨之间），但 2012 年行业几乎没有新增产能，这点是非常确定的——而放眼其他周期性行业，似乎很难找到供给面趋势如此确定的行业了。
- B，从供给面的淘汰来看：淘汰之事，从近期投资者的心态来看，理解和相信之情较以往深刻，分歧在于今年淘汰的名单中有“水份”，我们需要强调的是：此次公布有监督的意义，让所有的“水份”在今年“一刀切”，挤干以后淘汰产能中可能含“水份”，明年以后的淘汰量将没有“水份”！而 2011~2012 年至少还有接近 2 亿吨以上的扎扎实实的淘汰量。——而放眼其他周期性行业，确定还有 20%左右淘汰空间的行业似乎也不多见。
- C，从供给面的行业结构特征来看：扶持水泥的兼并重组的政策即将出台，我们不多提这个的好处（实质好处可能就体现在并购贷款，以及破除并购过程中的行政壁垒），需要看到的是在新增产能已经被控制的情况下，大企业要发展只有并购这一条路了。即使目前并购价格日趋提升，有的已经超过了 500 元/吨（基本符合我们在 3 月份《吨 EV 上升条件充分》中的判断），但似乎挡不住大企业大发展的决心，我们可能会更加期待大型企业之间的并购或将在明后两年大规模进行。
- 关于行业结构这块，我们还要强调在上周《提前海螺水泥的推荐顺序》中的一个重要观点：华东水泥涨价是现象，节能限电是促成这次涨价的原因，更深层次的原因在于限电限产导致了短期供给边际发生了变化，而水泥无库存的特点从而导致了价格大幅度上涨，我们试想，如果未来行业结构能够使大企业能有效地通过调控供给的边际来提升价格和利润率水平，这块弹性也非常大，要知道过去 3 年华东市场的利润率一直趴在底部水平，恢复到正常的利润率水平的话，这块业绩弹性空间也很大！

- 其二，在水泥股的投资逻辑中，我们一直认为估值的重要性要远远大于 EPS 的重要性，尤其行业季节性变化导致了的价格上涨或下跌对 EPS 导致的短期影响不会对股价形成大幅度影响（除非超预期的变化），主要还是看未来的预期或者投资逻辑是否顺畅。（从 2008 年 4 季度、2009 年 4 季度已经从正反两方面印证了这个观点）
- 以上的分析和陈述是我们认为的水泥行业是“保增长，调结构”受益逻辑中对“调结构”结合近期交流情况的阐述一些主要观点。
- 对于后续水泥股走势，我们仍维持较为乐观的判断：**水泥股仍是机构投资者获取超额收益的重要行业**，目前的估值水平并未反映调结构（供给面做减法，以及行业结构将持续改善）的良好预期，而从一个 2 年左右的时间周期来看，水泥股可能在需求面预期摇摆不定（看好的投资者认为保障房和水利设施投资、以及新疆等西北大开发将使固定资产投资增速仍将保持 20% 以上的增速；而不看好的投资者认为房地产投资增速将大幅下降，而铁公基投资也进入尾声阶段），供给面预期趋势确定的情况下，走出“振荡向上”的持续性趋势。
- 对于估值的看法：目前时点是三季度末期，而基于供给面做减法很确定的情况下，2012 年供需景气明显趋好，我们认为可以提高行业的目标估值到未来 6~12 个月 2011 年 15~20 倍估值，新疆区域鉴于需求非常确定，可以给予 2011 年接近或超过 20 倍估值水平。
- 我们首先看到的行业性机会，投资标的来看，延续之前“保增长、调结构”两条线投资逻辑：

其一，鉴于行业整体供需的判断，以及行业结构持续改善的特征，将海螺水泥和冀东水泥并列此逻辑的首位（冀东水泥今年以来一直是排序首位，海螺水泥是 8 月 19 日调整为与冀东水泥并列首位），按照 2011 年 15~16 倍估值来看待的话，未来 6~12 个月目标价格为海螺水泥 30 元、冀东水泥 28 元。接下来的排序是塔牌集团、华新水泥等水泥公司。

其二，鉴于西北大开发，新疆、甘肃等区域需求持续强劲的逻辑，我们将新疆水泥股，以及类新疆（甘肃）水泥股置于此逻辑的前列，青松建化、天山股份、祁连山是该逻辑的重点推荐公司，按照 2011 年 18~25 倍估值来看待的话，未来 6~12 个月目标估值分别为青松建化 30 元（待配股数量公布后再相应比例调整目标价格）、天山股份 30 元、祁连山 25 元。而赛马实业目前一直处于停牌过程中，我们认为赛马实业复牌后估值仍有较大修复空间。

风险提示

- 对需求面政策预期的变化影响周期性行业、水泥股的估值，但我们认为这反而为看好供给面趋势的投资者提供了买入机会。
- 最为需要担心的风险在于国家何时放开新线生产线的审批，至少目前我们从政府部门了解的情况来看还不会放开。

图表1：重点上市公司估值表

公司	8月27日 股价	EPS			增速		PE		最新报 告期每	最新PB	备注
		2009	2010E	2011E	(10/09)	(11/10)	2010	2011			
海螺水泥	21.99	2.007	1.500	1.920	49.48%	28.00%	14.66	11.45	8.37	2.63	
冀东水泥	20.95	0.811	1.248	1.890	53.88%	51.44%	16.79	11.08	5.97	3.51	未摊薄
青松建化	23.65	0.561	0.806	1.197	43.67%	48.51%	29.34	19.76	4.22	5.60	配股进行中
天山股份	25.50	1.125	1.187	1.600	5.51%	34.79%	21.48	15.94	7.40	3.45	近期新疆水泥和江苏水泥涨价，存在超预期可能性。
祁连山	18.91	0.859	1.211	1.647	40.98%	36.00%	15.62	11.48	4.82	3.92	
赛马实业	25.05	2.279	2.760	3.500	21.11%	26.81%	9.08	7.16	11.48	2.18	
塔牌集团	13.43	0.538	0.800	1.000	48.70%	25.00%	16.79	13.43	5.04	2.66	
华新水泥	18.25	1.240	0.490	0.870	-60.48%	77.55%	37.24	20.98	11.17	1.63	未摊薄

来源：国金证券研究所

内容目录

本篇报告的考察样本介绍	4
上半年水泥销售量增、价涨.....	4
上半年吨毛利总体略降、细分变化不一致	6
吨费用改善非常可观	6
吨净利有所上升.....	7
销售净利率的改善主要源于费用率的下降	8
水泥行业的集中度在不断提高，大企业表现优于行业	9

图表目录

图表 1：重点上市公司估值表	2
图表 2：上半年销售收入增长接近 3 成.....	4
图表 3：分区域的收入增长情况（亿元）	4
图表 4：样本总体中各区域销售量占比.....	4
图表 5：各区域销售量同比增长情况	4
图表 6：样本总体中各公司销售量占比.....	5
图表 7：样本公司销售量同比增长情况.....	5
图表 8：分区域出货价及增速情况	5
图表 9：各样本公司出货价及增速情况.....	5
图表 10：分区域吨毛利及增长情况（元/吨）	6
图表 11：各样本公司吨毛利及增长情况（元/吨）	6
图表 12：分地区的吨费用改善情况（元/吨）	6
图表 13：样本公司的吨费用改善情况（元/吨）	7
图表 14：分区域吨净利及改善情况（元/吨）	7
图表 15：样本公司吨净利改善情况（元/吨）	7
图表 16：吨净利改善来自于毛利和费用的双重影响（元/吨）	8
图表 17：样本公司的吨净利改善原因分拆情况（元/吨）	8
图表 18：销售净利率的改善主要源于费用率的改善	9
图表 19：上半年样本公司产量增速高于行业增速	9
图表 20：样本公司近三期半年报销售净利率.....	9
图表 21：水泥行业销售净利率情况	9

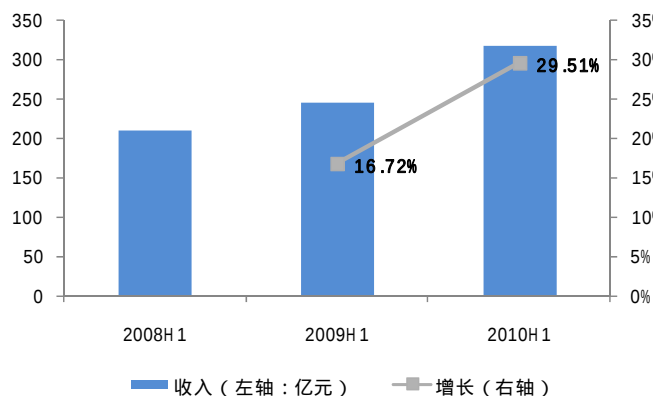
本篇报告的考察样本介绍

- 由于部分水泥上市公司只披露了财务状况，没有披露具体的销量，因此我们的考察具有两个统计口径：一是财务方面的考察，包括总体收入、成本、费用等指标的改善情况；二是包含了销售量的分析，包括吨收入、毛利、费用等指标。对于前者而言，考察样本包括天山股份、青松建化、赛马实业、祁连山、冀东水泥、同力水泥、太行水泥、狮头股份、海螺水泥、巢东股份、福建水泥、华新水泥、塔牌集团合计 13 家水泥公司；由于天山股份、青松建化、同力水泥、狮头股份合计 4 家企业在半年报中未披露销量，因此在有关销量的分析中则不包括这 4 家公司。

上半年水泥销售量增、价涨

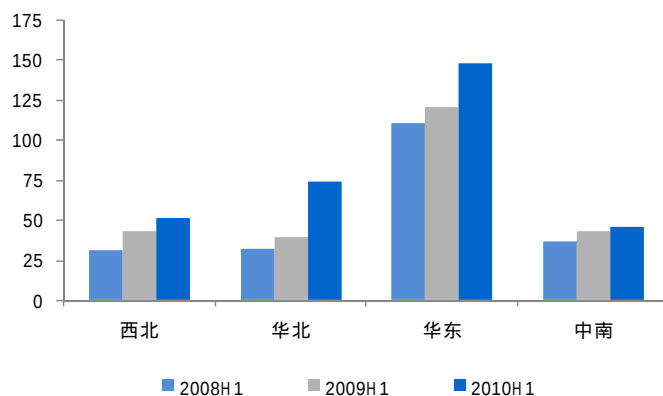
- 2010 年上半年样本总体实现销售收入 317.11 亿元，同比增长 29.51%，增速高于去年同期；从分区域的情况来看，华北地区增速最快，达到 87.19%，冀东水泥贡献了增量的主要部分，收入从 09 年上半年的 25.19 亿元增长到今年上半年的 45.80 亿元。

图表2：上半年销售收入增长接近3成



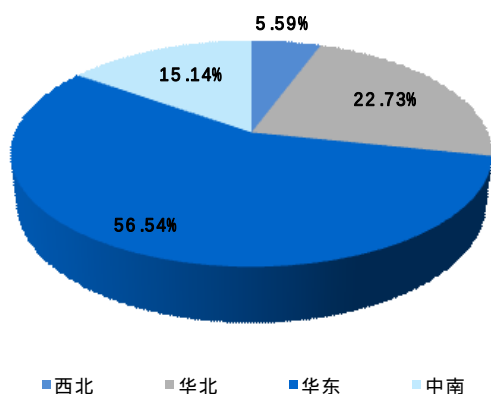
来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表3：分区域的收入增长情况 (亿元)



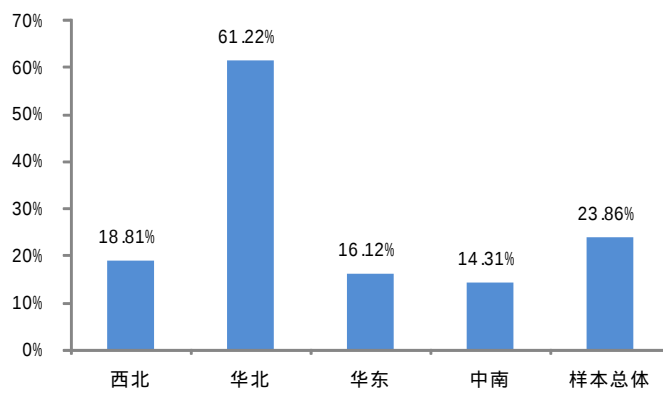
- 从出货量的角度，样本公司实现 11748.49 万吨的总销量，同比增长 23.86%；其中华北地区销量增速高达 61.22%，高于样本总体的增速。
- 分公司来看，海螺、冀东、华新占比依次为 53.45%、18.98%、11.13%；太行水泥、冀东水泥、巢东股份的销售量增速较快，分别达到 62.31%、61.01%、34.67%，塔牌、华新的销售量增速较慢，分别为 12.05%、15.04%。

图表4：样本总体中各区域销售量占比

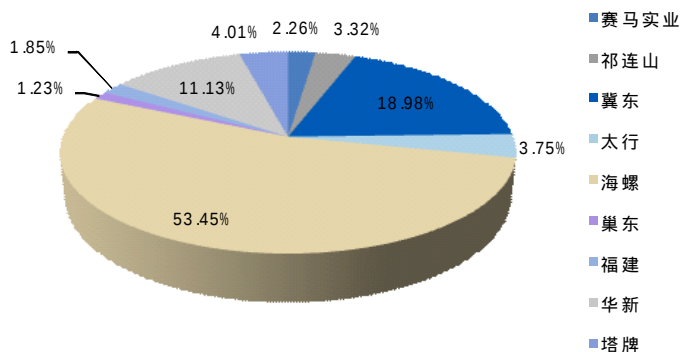


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表5：各区域销售量同比增长情况

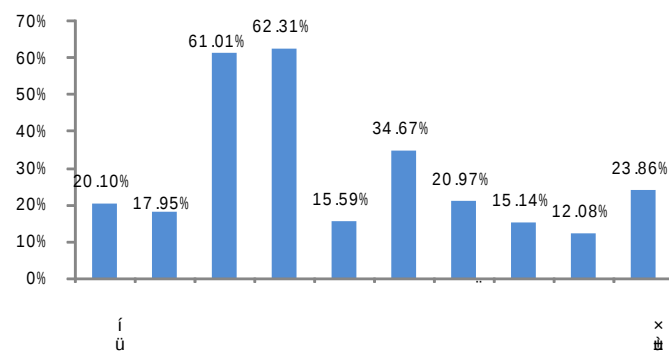


图表6：样本总体中各公司销售量占比



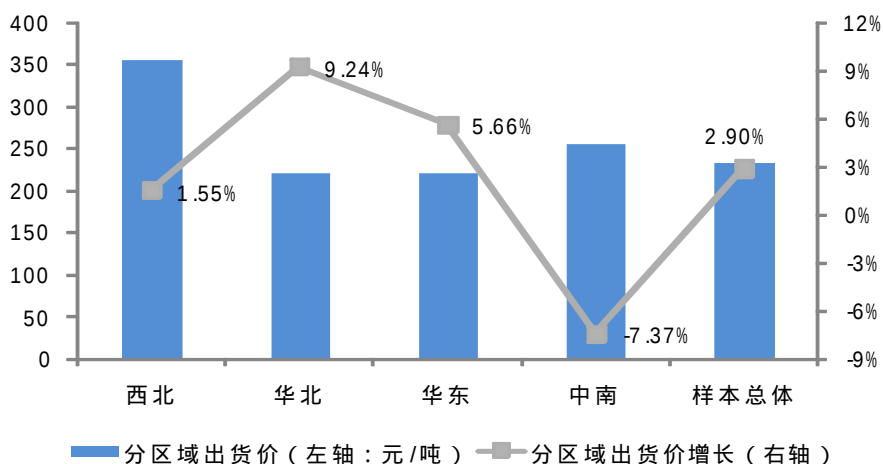
来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表7：样本公司销售量同比增长情况



- 从单位售价的角度，样本总体实现吨收入 234.13 元/吨，同比增长 2.90%；其中西北地区吨收入最高，达到 354.54 元/吨，华北企业增速最快，达到 9.24%；中南地区吨收入增速最慢，达到-7.37%。

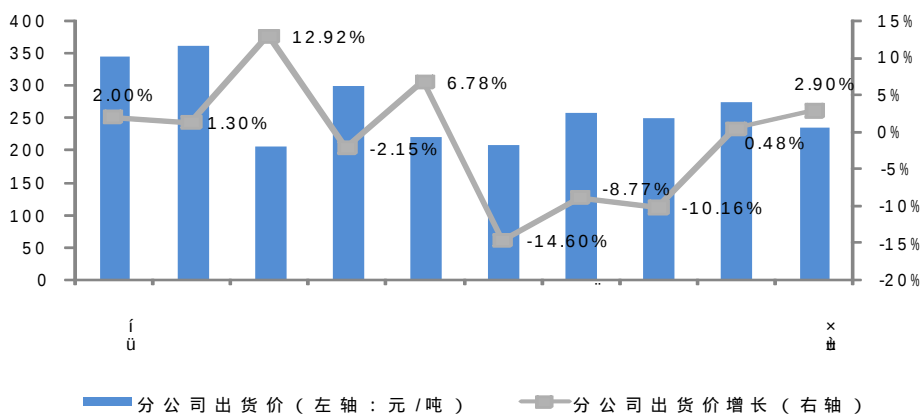
图表8：分区域出货价及增速情况



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 分公司来看，西部公司赛马、祁连山的吨收入最高，达到 350 元左右；冀东、海螺的吨收入增速最快，分别达到 12.92%、6.78%；巢东、华新增速最慢，分别为-14.6%、-10.16%。

图表9：各样本公司出货价及增速情况

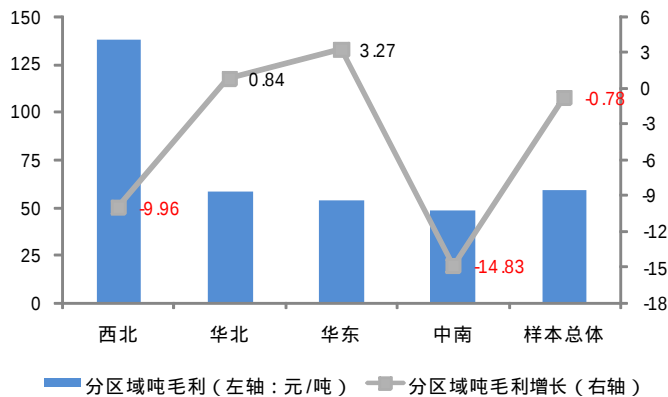


来源：公司财务报告 国金证券研究所

上半年吨毛利总体略降、细分变化不一致

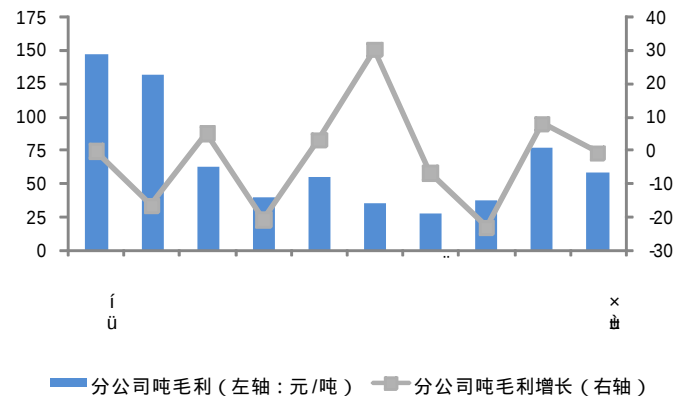
- 上半年样本总体实现吨毛利 59.15 元/吨，同比下降 0.78 元；中南、西北地区同比下降，华东、华北同比上升。
- 分公司来看，巢东、塔牌的增幅最大，分别达到 29.96 元/吨、7.88 元/吨；华新、太行的增幅最小，分别为-22.96 元/吨、-20.65 元/吨。

图表10：分区域吨毛利及增长情况（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

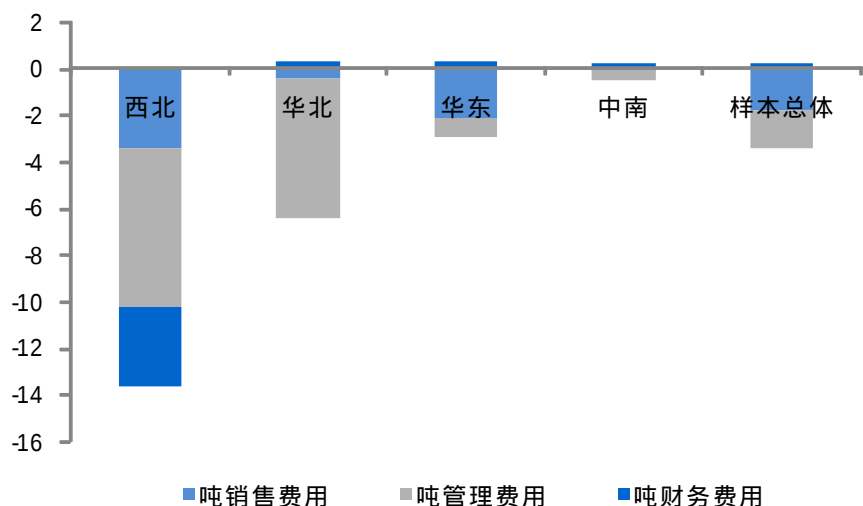
图表11：各样本公司吨毛利及增长情况（元/吨）



吨费用改善非常可观

- 伴随着吨收入的上升，水泥销售吨费用下降非常明显，上半年样本总体的吨费用节省达到 3.12 元/吨，降幅达到 9.36%；其中，西北地区降幅最大，达到 13.61 元/吨；中南地区降幅不明显，为 0.28 元/吨。

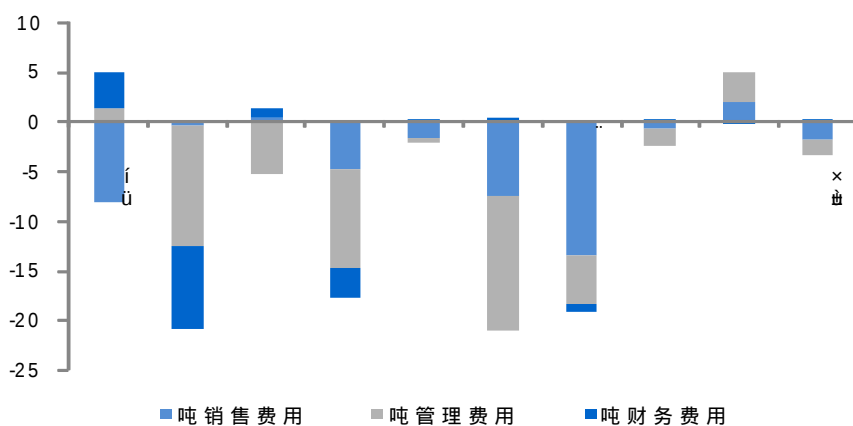
图表12：分地区的吨费用改善情况（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 从样本公司的角度，祁连山、巢东股份、福建水泥、太行水泥的吨费用改善较大，均在 15 元/吨以上；华新、海螺、冀东、塔牌的改善相对较小，在 5 元/吨以下，其中塔牌的吨费用还上升了 4.86 元/吨。

图表13：样本公司的吨费用改善情况（元/吨）

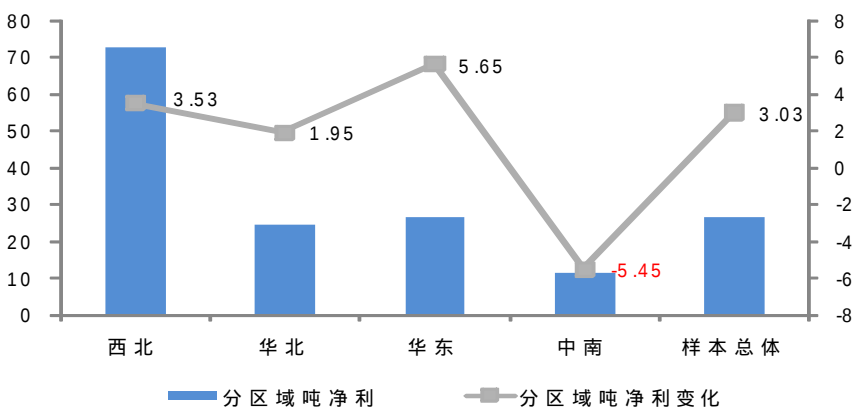


来源：公司财务报告 国金证券研究所

吨净利有所上升

- 样本总体的吨净利上升了 3.03 元/吨，其中华东地区改善最大，为 5.65 元/吨；中南地区相对较差，吨净利下降了 5.45 元/吨。

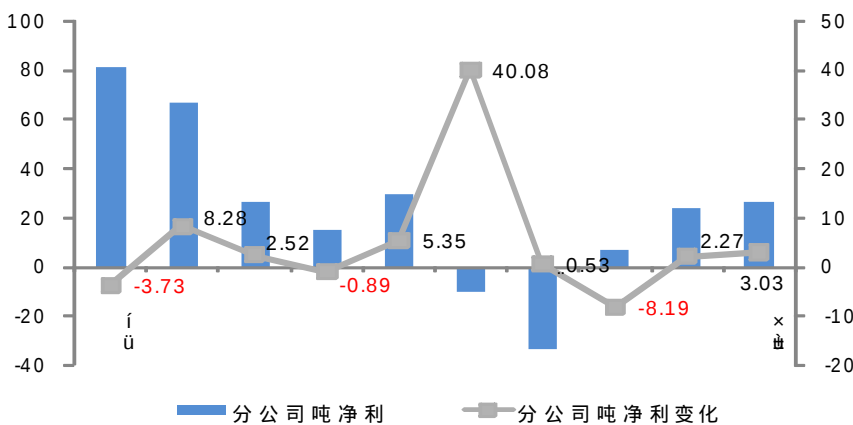
图表14：分区域吨净利及改善情况（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 从样本公司来看，巢东的吨净利改善最为明显，达到 40.04 元/吨；华新水泥的吨净利同比下降了 8.19 元/吨。

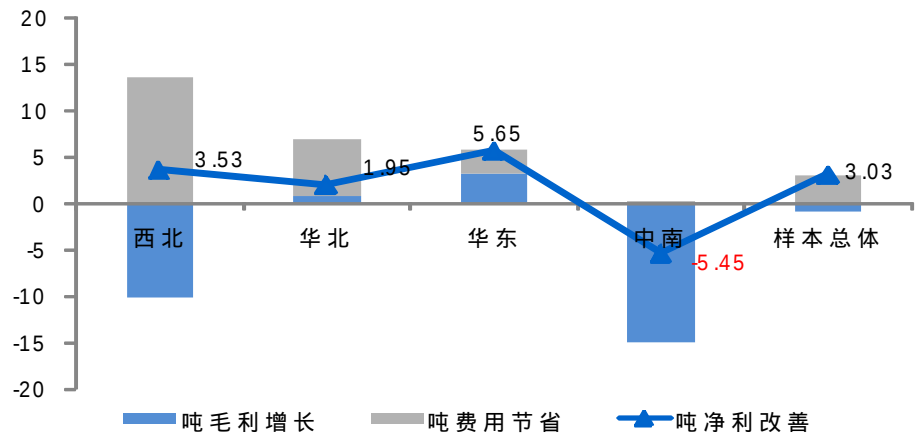
图表15：样本公司吨净利改善情况（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 吨净利的改善来自于吨费用和吨毛利的双重变化：从总体的角度，吨毛利下降 0.78 元/吨，吨费用节省 3.12 元/吨，吨净利改善 3.03 元；吨净利的改善主要来自于吨费用的下降。吨毛利的变动属于市场景气层面的变化，吨费用的变动属于企业内涵式增长的变化，因此我们可以说，总体而言，水泥企业景气同比略有下降，但是出货量增长带来的规模效应等内涵式的增长仍在继续。

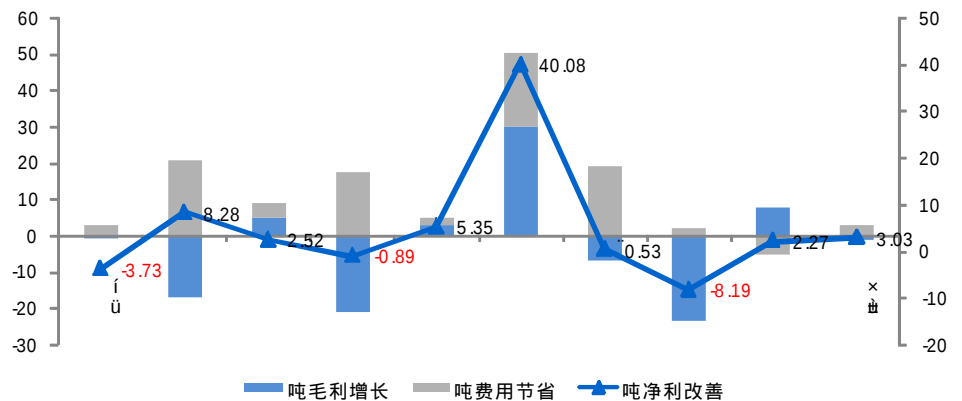
图表16：吨净利改善来自于毛利和费用的双重影响（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 从样本公司的角度，巢东股份的吨毛利、吨费用指标均出现很大的改善，吨净利增长达到了 40 元/吨以上；华新水泥由于区域市场景气快速下降，吨毛利出现了 22.96 元/吨的下降，吨净利也出现了 8.19 元/吨的下降。

图表17：样本公司的吨净利改善原因分拆情况（元/吨）

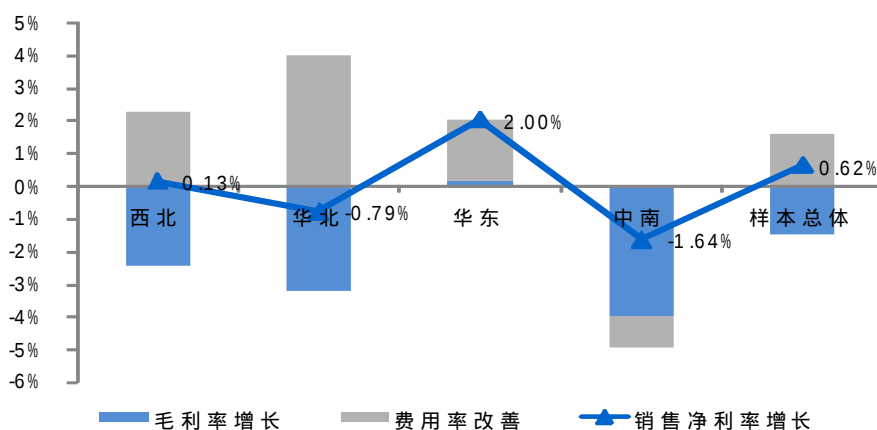


来源：公司财务报告 国金证券研究所

销售净利率的改善主要源于费用率的下降

- 总体来看，销售净利率达到 11.08%，同比上升了 0.62 个百分点；主要原因在于费用率的下降，上年实现费用率 13.21%，同比下降了 1.59 个百分点。

图表18：销售净利率的改善主要源于费用率的改善

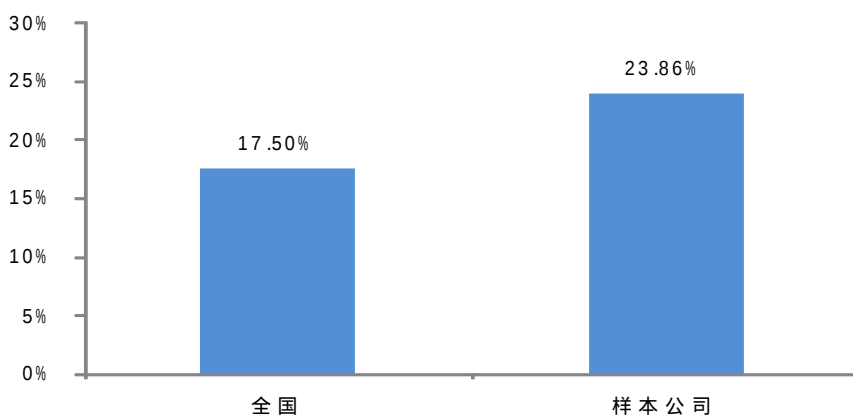


来源：公司财务报告 国金证券研究所

水泥行业的集中度在不断提高，大企业表现优于行业

- 从产量上看：上半年我国实现水泥产量 84846.9 万吨，同比增长 17.5%；样本公司实现水泥产量 11748.49 万吨，同比增长 23.86%，快于行业增速，行业集中度明显提高。

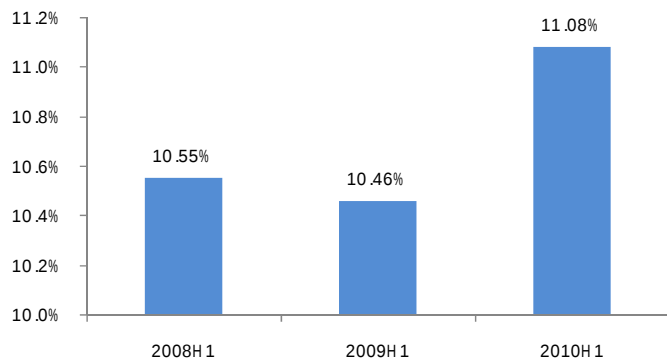
图表19：上半年样本公司产量增速高于行业增速



来源：国家统计局 公司财务报告 国金证券研究所

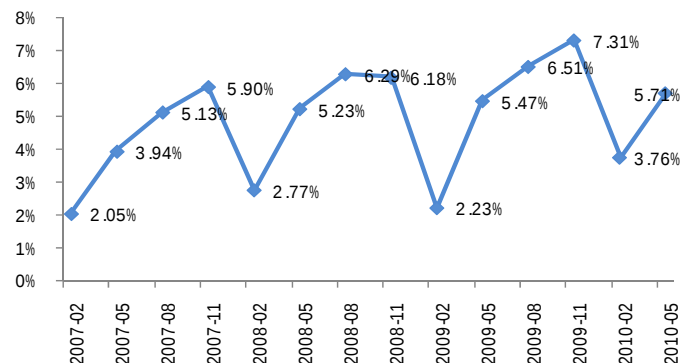
- 从盈利指标来看，样本公司的销售净利率远远高于行业数值，显示水泥行业的利润也在不断向大公司集中。

图表20：样本公司近三期半年报销售净利率



来源：中国建材信息网 国金证券研究所

图表21：水泥行业销售净利率情况



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