

水泥行业并购系列报告之一：思考并购时代的盈利模式

报告要点

■ 并购将改变行业盈利模式

我们选取了发达国家的美国和发展中国家的印度作为对比，行业集中度低导致我国水泥行业盈利水平较低。

水泥行业天然的显示出寡头垄断特征：产品同质化使得规模扩张带来的经济效应比较明显；运输半径导致的区域性使得企业只需要在区域市场中做整合就可以有效控制价格；水泥产品十分成熟，新产品研发和品质提升不是主要方向，兼并收购、规模扩张成为水泥企业增长的主要驱动力；

当前我国的水泥行业虽然是个比较典型的完全竞争市场，但是随着行业环境的改变，未来有望通过并购实现行业盈利模式的转变。

■ 并购改善行业盈利的例子：浙江

浙江市场的发展领先于全国，研究浙江市场对分析行业未来的发展有借鉴意义。

05 年之后，浙江市场需求饱和、产能绝对过剩、市场集中度低，行业陷入了低盈利的泥淖。

07 年 9 月以后，南方水泥开始整合浙江市场，产业集中度大幅提高，市场领导者出现，价格与盈利情况持续得到改善。

■ 企业通过并购实现持续成长的案例：墨西哥水泥

完全依靠并购，墨西哥水泥实现了由一个内生性成长的企业发展成了世界排名第三的外延式扩张的集团。水泥产能从 1987 到 2005 年扩张了近 6 倍，收入和净利润从 1990 到 2007 年都增长了 16 倍，实现了持续成长。

■ 投资策略：看好整合预期的大水泥公司

我们强调：并购不只是短期主题投资机会，它实际上对行业和公司盈利能起到长期的改善作用，有益于行业和公司估值的提升。

09 年 38 号文件的出台将成为行业发展的分水岭，行业将由春秋时代步入战国时代；大水泥公司由于雄厚的资金实力和政策的支持将在并购中脱颖而出，成为各区域的领袖，获得长期可持续成长；我们看好具备整合预期的大水泥公司：中材系的祁连山、赛马实业、天山股份、冀东水泥，海螺水泥。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000401	冀东水泥	推荐
600449	赛马实业	推荐
000877	天山股份	推荐
600720	祁连山	推荐
600585	海螺水泥	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

祁连山	09A	10E	11E
PE	22.87	15.69	11.45
PB	4.42	3.45	2.65
EV/EBITDA	15.12	10.71	8.59
冀东水泥	09A	10E	11E
PE	27.62	18.31	13.78
PB	4.06	3.39	2.77
EV/EBITDA	16.94	12.61	10.55

相关研究

《西部水泥大会纪要》2010-9-6

《天山股份深度报告：景气启动，业绩》2010-8-31

《祁连山深度报告：短期无忧，长期依然向好》
2010-8-25

分析师：

刘元瑞

(8621)68751757

zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080266

联系人：

邹旭辉

(8621) 68751757

zhouxuhui1007@gmail.com

正文目录

引言	4
并购将改变行业盈利模式	5
行业集中度低导致我国水泥行业盈利水平较低	5
水泥行业天然的显示出寡头垄断特征	6
并购改善行业盈利的例子：浙江	8
浙江现象：产能快速扩张与过度分散陷入的泥潭	8
南方水泥整合后的盈利改善	9
企业通过并购实现持续成长的案例分析：墨西哥水泥	11
并购历程：定位、控制与整合	11
并购战略下的持续成长	13
投资策略：看好整合预期的大水泥公司	14

图表目录

图 1: 中国海螺水泥和印度 GRASIM、瑞士 Holcim 的 ROE	5
图 2: 完全竞争市场的长期均衡	7
图 3: 完全垄断市场长期均衡	7
图 4: 04 年之前浙江固投增速高企	9
图 5: 01-04 年浙江熟料产能迅速飙升	9
图 6: 水泥迅速扩张, 出现绝对过剩	9
图 7: 行业整合后浙江水泥价格反弹	10
图 8: 浙江是三个地区中唯一实现销售利润率改善的区域	11
图 9: CEMEX 水泥产能增长情况	14
图 10: CEMEX 收入分布	14
图 11: CEMEX 主营业务收入持续成长	14
图 12: CEMEX 净利润持续成长	14
表 1: 10 年初以来的主要并购事件	4
表 2: 中国、印度、美国水泥市场需求状况	5
表 3: 中国水泥行业集中度远低于印度、美国	6
表 4: 中国水泥企业盈利落后于印度、美国	6
表 5: 我国水泥行业处在完全竞争市场中	7
表 6: 南方水泥经营状况	10
表 7: 浙江集中度提高改善了其盈利能力	11
表 8: CEMEX 的收购历程与市场份额	12
表 9: 截止到 2009 年底 CEMEX 水泥产能	13
表 10: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	15

引言

当前水泥行业正处在风云变幻之期：一方面，行业面临产能过剩，政策密集出台，限制新增产能，大企业扩张之路受阻；另一方面政策鼓励水泥行业的兼并重组，未来的扩张似乎只能通过兼并收购进行。当前业内也频频发生大手笔的收购。

表 1：10 年初以来的主要并购事件

时间	企业名称	并购事件
2010/8/30	中材	未来三年主攻西北地区，计划斥资 50 亿至 100 亿元在该地区进行并购，以提高产能
2010/8/27	江西南方水泥	收购省内五家水泥集团公司所属水泥生产企业
2010/7/7	金隅水泥	吸收合并太行水泥
2010/7/2	浙江恒昌集团	同时该集团提出有意再收购八一金岭水泥厂，拟作为上马 400 万吨旋窑的粉磨部分
2010/6/22	华润水泥	以总代价 8.2 亿元，向环球水泥间接收购分别位于惠州及宁波的熟料、水泥及混凝土生产基地
2010/6/1	金隅股份	斥资约五亿元收购水泥相关股权及资产，新增年产能约九十万吨，混凝土业务新增约四百万立方米的年产能
2010/5/28	祁连山	增资 4.83 亿元，祁连山及其子公司将分别持有酒钢宏达 30% 的股权，形成对该公司的间接控股
2010/5/25	PMHL	(PMHL) 将向辽宁燕州筑兴水泥公司(卖方)收购辽宁昌庆水泥 25% 股权，产能达 200 万吨
2010/5/24	冀东水泥	冀东水泥重组*ST 秦岭首枚棋子落单，3.34 亿入主秦岭水泥获证监会正式批准
2010/5/18	山水水泥	山水水泥拟斥 8.6 亿元人民币收购赤峰远航股权，两条 2500t/d 新型干法水泥熟料生产线等资产，合共不少于 80% 股权
2010/5/7	亚洲水泥	以约 2.37 亿元人民币，收购武汉鑫凌云水泥七成股权
2010/4/20	山水水泥	在晋牌水泥原有一条日产 2000 吨生产线的基础上，再由山水投资新建一条日产 5000 吨生产线
2010/4/12	山水水泥	收购天津天辉全部股权
2010/4/7	太行水泥	收购河北海天建设有限公司的全资子公司河北宙石水泥有限公司 91% 股权
2010/2/3	海螺水泥	拟斥资 10 亿元，用于满足公司为产业整合进行的并购重组中西部省份的企业
2010/2/3	冀东水泥	公司以暂定交易价格 3.19 亿元拟收购康达公司拥有的一条日产 4,000 吨熟料水泥生产线
2010/1/28	金隅股份	以 4,000 万元人民币向河北天塔山收购赞皇水泥 13.33% 股权
2010/1/15	金隅水泥	以 1.19 亿元收购北京市平谷区水泥二厂的水泥生产线；北京平谷主要从事生产水泥，而水泥生产线为日产能 2,000 吨熟料
2010/1/11	金隅股份	以 1226 万元人民币收购鼎鑫水泥的 1.54% 股权

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

兼并收购、集中度提高一直是中国水泥行业可望不可及的梦想，集中度提高能否帮助水泥行业跳出盈利周期性变动的怪圈，能否保证盈利持续、稳定的增长？

市场以往对并购重组更多的是站在主题投资角度进行分析，并购重组对基本面是否带来积极影响？

我们试图在本报告中对上面问题进行初步的探讨。

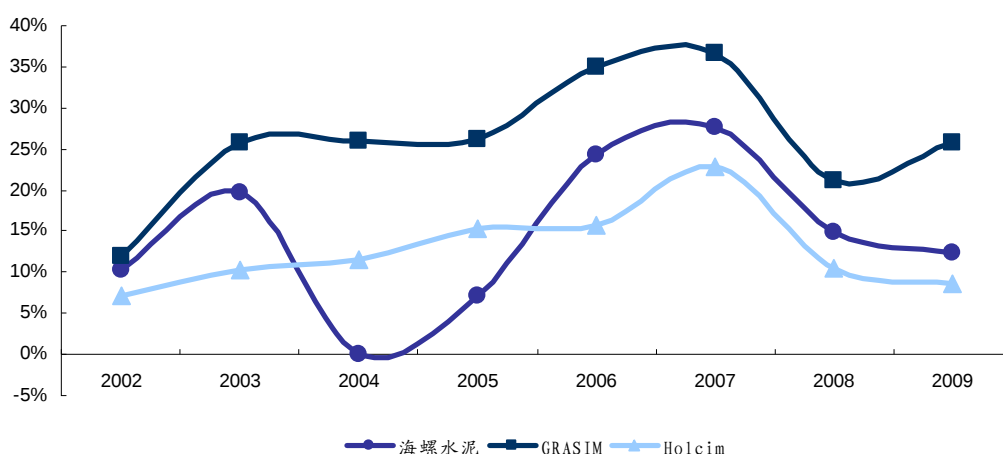
并购将改变行业盈利模式

并购带来的直接结果是行业集中度的提高，尤其对于水泥行业更加明显：水泥市场受运输半径的影响非常大（100 公里通常为水泥公路运输的最佳运输半径），具有很强的区域性，企业不需要全国范围内的大规模并购，只需区域内整合就可以对区域市场实行价格上的控制。

行业集中度低导致我国水泥行业盈利水平较低

■ 盈利能力低、周期性波动大一直是我国水泥行业的短板，我们选取了国内成本控制能力最强的海螺水泥与印度的 GRASIM、瑞士的 Holcim 进行比较，可以看到 GRASIM 和 Holcim 盈利脱离周期性波动，稳步上升（08 年金融危机除外），而海螺水泥 ROE 周期性非常明显；同处发展中国家的水泥企业，海螺水泥的 ROE 要远低于 GRASIM。

图 1：中国海螺水泥和印度 GRASIM、瑞士 Holcim 的 ROE



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：Holcim08、09 年受金融危机影响

- 我们试图通过国际比较来分析我国水泥行业盈利水平低、周期性波动大的原因。
- 中国、印度和美国是世界前三大水泥消费国，但是中、印、美三国由于行业需求状况和行业竞争格局的不一样，导致其盈利水平差异较大。对比中国、印度和美国的数据，我们可以发现以下结论：
 - 水泥行业的盈利主要依赖于两个因素：市场需求状况和行业竞争格局；
 - 中国和印度的水泥行业都处在需求上升阶段，但是中国水泥行业盈利情况远低于印度，而且周期波动性比印度大得多，主要原因在于中国水泥行业集中度远低于印度；
 - 中国和美国的需求状况处在不同阶段，中国水泥行业处在上升阶段，美国水泥行业处在成熟衰退阶段，但是由于行业集中度的差异，中国水泥企业的盈利能力仍比美国差（海螺除外），而且盈利的周期波动性要远大于美国的公司。

表 2：中国、印度、美国水泥市场需求状况

需求情况	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
中 实际 GDP 增速 (%)	8.1	9.9	9.5	9.9	10.4	11.2	6.8	9.1

国	消费量 (百万吨)	725	862	967	1069	1237	1354	1388	1629
	增速 (%)	9.2	18.9	12.5	9.7	16.1	13.5	5.2	17.4
印度	实际 GDP 增速 (%)	4.6	6.9	7.9	9.1	9.9	9.4	7.4	6.4
	消费量 (百万吨)	114	127	137	147	162	173	186	193
	增速 (%)	N/A	5.6	7.9	19.5	10.1	4.5	5.3	3.8
美国	实际 GDP 增速 (%)	1.9	3.8	3.1	2.7	2.4	2.5	-1.9	-2.4
	消费量 (百万吨)	108	93	97	99	98	96	87	72
	增速 (%)	N/A	0.6	0.7	-12.8	-3.2	-4.1	-0.1	-17.2

资料来源: Bloomberg, wind, 长江证券研究部

表 3: 中国水泥行业集中度远低于印度、美国

竞争情况	行业竞争格局 (08 年)
中国	5000 多家企业, CR5=16%, CR10=23%, 最大企业 (海螺) 市场占有率 6.2%
印度	417 家企业, CR5=56%, CR10=82%, 最大企业 (ACC) 市场占有率 12.1%
美国	23 家企业, CR5=60%, CR10=83%, 最大企业 (Holcim) 市场占有率 14.6%

资料来源: Bloomberg, 数字水泥网, 长江证券研究部

表 4: 中国水泥企业盈利落后于印度、美国

ROE (%)		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
中国	海螺水泥	10.3	19.8	19.9	7.2	24.4	27.7	14.8	12.3
	冀东水泥	6.8	8.9	7.4	5.9	9.2	14.5	10.4	14.7
	华新水泥	4.1	9.6	20.2	7.2	11.7	19.0	16.0	11.0
印度	ACC	11.2	17.4	N/A	N/A	N/A	39.8	24.7	29.2
	GRASIM	12.0	25.8	25.9	26.1	34.9	36.6	21.1	25.7
	AMBUJA	N/A	N/A	21.2	23.0	25.0	N/A	26.4	20.1
美国	Holcim	7.1	10.2	11.5	15.4	15.8	22.8	10.4	8.6
	Larfarge	6.1	9.5	13.1	12.5	13.6	17.8	13.4	5.3
	Cemex	9.0	10.7	18.1	23.1	20.6	17.3	1.3	0.7

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

注: Holcim、Larfarge、CEMEX 是美国市场份额排名前三的跨国企业

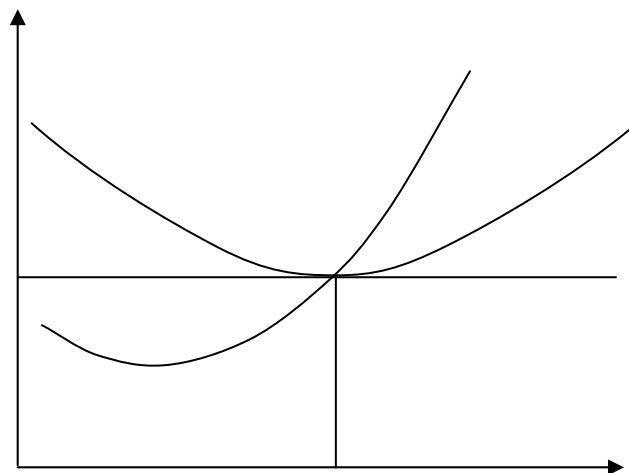
- 其实不仅仅是印度、美国, 中国跟其他很多国家对比, 行业集中度和盈利能力都处于落后水平:
- 除中国水泥之外的国际 CR5 达到 42%, 而我国 CR5 才 16%;
- 国外水泥企业平均规模为 90 万吨, 美国平均为 83 万吨, 日本平均为 200 多万吨, 韩国为 400 多万吨, 泰国为 500 多万吨, 而我国不足 20 万吨;
- 目前水泥价格而在欧美市场高达 70~80 美元/吨, 日本市场 100 美元/吨, 委内瑞拉等南美洲市场价格长期稳定在 100 美元/吨以上, 而我国在需求这么旺盛的情况下价格仅为 50-60 美元;
- 欧洲的吨利润达到 10 欧元, 美国有 8 美元, 而我国行业平均只有 20 元左右。

水泥行业天然的显示出寡头垄断特征

- 经济学理论告诉我们, 在一个完全竞争市场中, 每个企业都是价格被动接受者, 市场价格由行业供需决定; 企业的经营策略是实现成本最小化。但是在垄断市场, 企业不再是价格的接受者, 可以根据自己的成本曲线主动调整产量、价格和生产规模来实现利润最

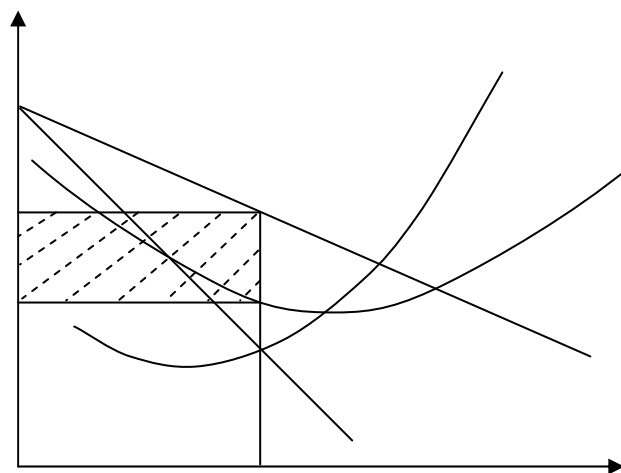
大化（能取得获取超额收益）；在寡头垄断市场，企业可以联合，调整各自的产量、价格和生规模来实现利润最大化（能取得获取超额收益）。

图 2：完全竞争市场的长期均衡



资料来源：长江证券研究所

图 3：完全垄断市场长期均衡



资料来源：长江证券研究所

■ 我国的水泥行业一直以来都处在典型的完全竞争市场中：

表 5：我国水泥行业处在完全竞争市场中

完全竞争行业	水泥行业
市场上有大量的卖者和买者，单个厂商都是价格接受者	行业集中度很低，下游分散；对上游，是煤炭、电力等能源价格的被动接受者；对下游，由于竞争激烈，定价能力弱；
厂商出售的产品具有同质性	水泥是同质化水平很高的商品，品牌效应很小，以价格竞争为主
资源可以自由流动	各地区劳动地都很丰富，投入资本不高，资本相对自由在各省流动，进入壁垒低；
参与市场活动的经济主体具有完全信息	公开信息很多，信息获取比较容易

资料来源：长江证券研究部

- 水泥企业的核心竞争力就是成本优势：通过更高的产能利用率和更大规模来摊薄固定成本；通过技术以及精细管理最大限度的控制煤耗、电耗、人员等指标，实现变动成本最小化。在成本实现最小化的情况下，企业实现盈利最大化的手段以跑“量”为主，因为每个企业都是价格接受者，销量越多代表利润更多。
- 虽然我国水泥需求长期保持增长，但这种以压低成本为核心竞争力的盈利模式在缺乏壁垒的完全竞争环境中，难以获得持续的高盈利。水泥行业处在“高盈利→高投资→低盈利→低投资”的循环之中。
- 但是从国外的经验来看，目前少数几家跨国水泥集团掌握了世界上越来越多国家的市场份额（其中典型的有我们后面分析 CEMEX），水泥工业显示出自然性的寡头垄断特征：
 - 产品同质化使得规模扩张带来的经济效应比较明显；
 - 由于运输半径的限制，水泥市场有很强的地域性，水泥企业通过并购整合，在一定地域范围内占据主要的市场份额以实现市场控制；

- 在集中度高的市场结构下，占据主要市场份额的少数企业可以有效控制水泥价格，减轻宏观经济波动及产能过剩对价格的影响，如南美许多国家其水泥价格一直处在高位，这与当地寡头垄断的市场特征有很大关系。（根据一位市场销售经理多年的经验：在保持销量不变的情况下，水泥价格上调 1%，利润将会增加 8%；而在保持价格不变的情况下，销量上涨 12%，利润仅能上涨 1%，价格对利润的弹性要比销量大得多；而 09 年浙江的限产提价带来盈利增长也证实了这条经验。）
- 水泥产品十分成熟，新产品研发和品质提升不是主要方向，兼并收购、规模扩张成为水泥企业增长的主要驱动力；而且水泥生产过程中需要消耗石灰石，这些矿物资源往往只有通过收购企业的途径才能获得。
- 当然，我国水泥行业集中度低，还没体现处寡头垄断的特征主要有两个原因：首先，我国水泥企业采取建新线的方式扩大规模的比较多，因为我国水泥业工艺比较落后，需要通过建新型干法生产线的方式淘汰落后的生产工艺；而国外水泥业比较成熟，都是以新型干法为主。其次，各区域市场都存在产能盲点，企业存在占山为王、抢占空白市场的投资冲动。

并购改善行业盈利的例子：浙江

前面我们做了中外比较，并从理论上分析并购能够改善行业盈利，这部分我们将以浙江的实例来说明。

浙江作为全国经济最为发达的地区之一，房地产、基建一直发展在全国前列，水泥产业也领先于全国的发展。前几年，由于产能盲目扩张，出现了行业内谈虎变色的“浙江现象”，07 年前后，浙江通过联合重组实现了集中度的提高，提升了盈利能力。浙江水泥产业是全国的先行者，它的发展道路对全国其他区域具有巨大的参考和借鉴意义。

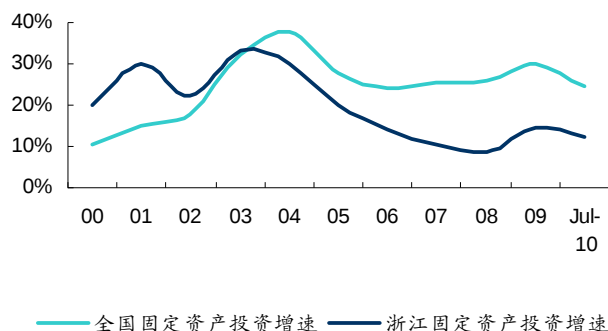
浙江现象：产能快速扩张与过度分散陷入的泥潭

从 1992 年到 2004 年，浙江固定资产投资增长速度远高于全国平均水平，一度成为引领国民经济发展的省区市之一。2003 年水泥出现供不应求，温州、宁波等地水泥价格突破 500 元大关，形成各行各业资金向水泥行业流动，形成新型干法窑发展高潮，当年水泥行业投资 85 亿元，占全国 12.5%，而 2003-2004 年间共建成 45 条新型干法生产线，新增熟料产能 3692 万吨，由于产能集中释放，从 2004 年下半年开始，尽管立窑等落后产能迅速退出市场，水泥需求仍然高速增长，但水泥价格却大幅下滑，2005 年跌到谷底，一度出现全行业亏损，行业内称之为“浙江现象”。

产能快速投放导致产能绝对过剩

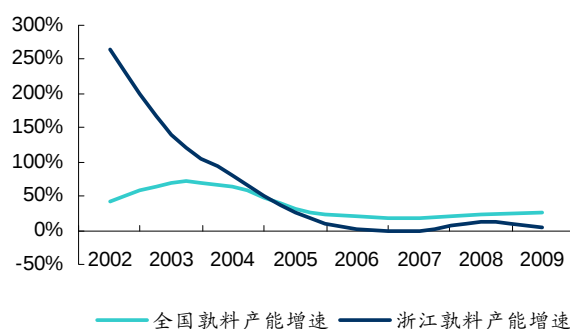
受固定资产拉动带来的需求快速增长和获取高额利润的预期，投资者趋之若鹜，浙江水泥开始了雨后春笋般的蓬勃发展，产能迅速扩张。

图 4：04 年之前浙江固投增速高企



资料来源：CEIC，长江证券研究所

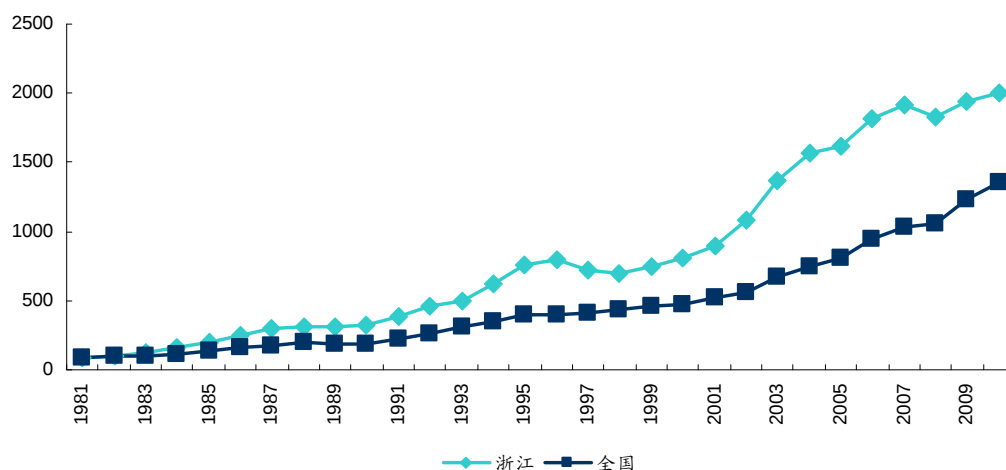
图 5：01-04 年浙江熟料产能迅速飙升



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

迅速扩张的结果导致 2005 年浙江的人均水泥产能超过了 1600 千克（高于全国 2009 年的人均水平），2007 年人均水泥产能接近 2000 千克，产能出现绝对过剩。

图 6：水泥迅速扩张，出现绝对过剩



资料来源：长江证券研究部

集中度过低

浙江水泥行业的集中度非常低，过度分散的行业陷入了恶性竞争的泥淖。浙江全省水泥企业中，180 家小型水泥企业生产的水泥约占全省水泥总量的 40%，其中年产量小于 20 万吨的有 127 家。

南方水泥整合后的盈利改善

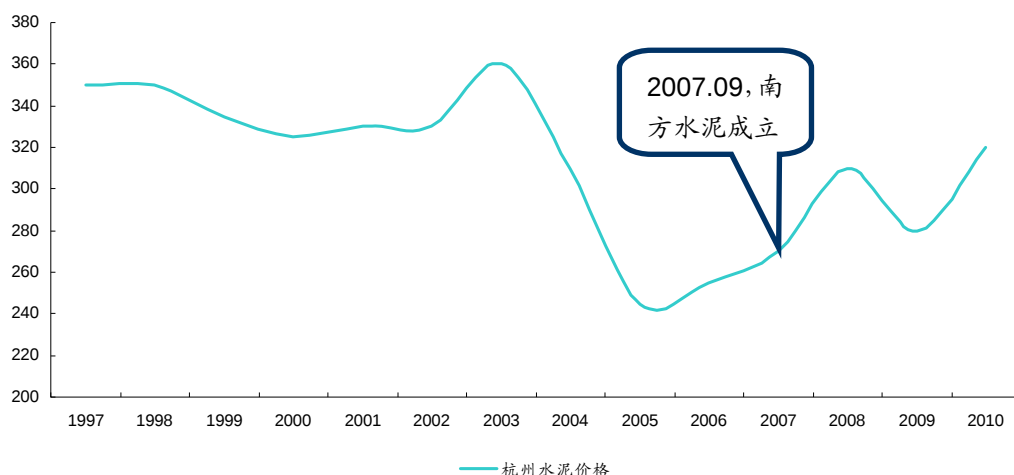
07 年 9 月，南方水泥公司联合浙江 23 家水泥企业成立，改变了众多诸侯对峙的局面，产业集中度大幅提高。到 2009 年末，浙江南方拥有 56 条新型干法窑生产线，熟料产能 3953 万吨，占浙江总能力的 54.85%，与红狮、红火、建德海螺等四家企业的产能占 71.4%，成为市场领袖。随后，市场格局变成由协会组织，南方水泥带头，各大企业协同，中小企业积极参加的行业自律，全区域组织限产保价，使得供求关系基本平衡，对业绩也产生了非常积极的影响。

纵向比较：浙江整合后价格提升

从时间顺序的纵向比较，我们明显可以看到浙江整合前后发生的变化。

之前，杭州水泥价格一直底部徘徊（05年之后浙江的固定资产投资增速始终处在较低水平），2007年9月南方水泥成立之后，开始逐步整合市场，通过限产提价，其他跟随者给予配合，价格出现明显反弹（08年底回落主要是因为金融危机的影响）。

图 7：行业整合后浙江水泥价格反弹



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

从南方水泥的经营情况来看，自从成立之后水泥单价、毛利率和吨毛利都在持续改善，即使在金融危机的 08 年下半年至 09 年上半年，南方水泥的盈利状况依然良好。

表 6：南方水泥经营状况

	2007 年	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1
收入	1037	3419	7559	5707	8627	8954
水泥销量（千吨）	3063	10362	22029	18830	30406	29841
熟料销量（千吨）	2240	5142	9076	8492	12358	9842
水泥单价（元/吨）	204	226	233	211	212	220
熟料单价（元/吨）	188	213	228	183	178	196
毛利率	12.1%	12.4%	10.6%	12.3%	15.6%	16.9%
吨毛利	23.7	27.5	25.7	25.7	31.5	38.2

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

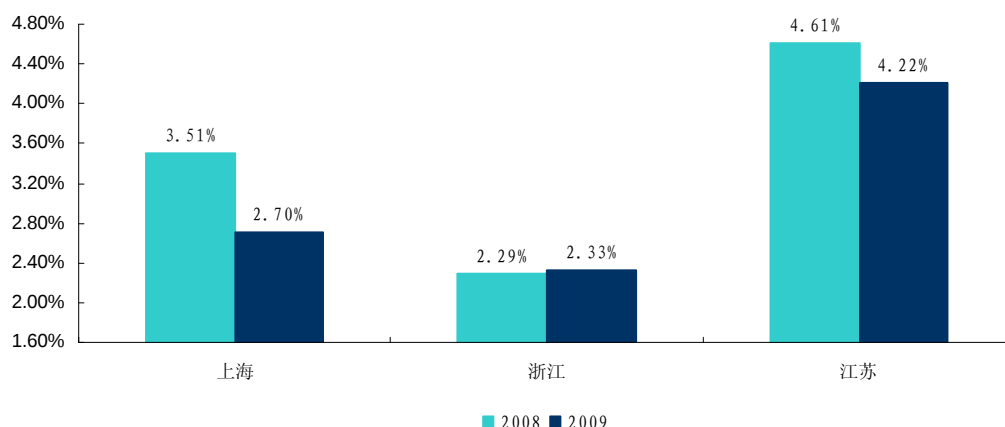
横向比较：07 年浙江是华东三地中唯一实现盈利改善的区域

为了剔除时间序列的影响，我们通过地区间的横向比较也能发现浙江的盈利改善。

- 我们把浙江、江苏、上海三地做了一个对比：比较 09 年相对于 08 年盈利改善情况。（09 年南方水泥在浙江限产提价）。
- 由于三个市场供需环境和竞争格局的差异，上海和江苏的盈利情况要高于浙江，但是从 09 年相对于 08 年的盈利改善来看：浙江的供需情况虽然最差，但是其毛利和毛利率的改善情况要明显好于江苏和上海。
- 造成这种差异的主要原因，我们认为经过中国建材（南方水泥）大规模的收购，目前浙

江基本上处于寡头垄断市场，南方水泥通过限产提价，而海螺、红狮等给予配合，实现了全省（全行业）销售利润率改善情况好于邻省。

图 8：浙江是三个地区中唯一实现销售利润率改善的区域



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

表 7：浙江集中度提高改善了其盈利能力

地区	供需情况	竞争格局	说明
上海	浙江 < 上海 < 江苏	中国建材、海螺水泥和格局稳定，大企业主导市场能力较强	上海建材占到 75%
江苏		7 大企业，群龙无首	集中度低，竞争无序
浙江		南方水泥、海螺水泥	中国建材处在整合阶段，区域领袖尚在成长中，下半年发起提价

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

企业通过并购实现持续成长的案例分析：墨西哥水泥

为了扩大规模和争取市场份额，水泥企业普遍采取建新生产线和并购两种方式，但是国内企业一直习惯于新建线的方式实现扩张，通过并购重组能否实现企业的持续成长？我们在这个部分试图通过分析 CEMEX 的成长历程予以解答。

CEMEX（墨西哥水泥）始建于 1906 年，20 世纪 90 年代在墨西哥发展成为第一大水泥企业集团，垄断了 70% 的国内市场，90 年代初开始向国外扩张，先后进入欧洲、南美、东南亚等地区，由一个内生性成长的企业发展成了世界排名第三的外延式扩张的集团。而它的外延式扩张几乎全靠并购来实现。

并购历程：定位、控制与整合

回顾 CEMEX 并购历程，可以概括为定位、控制与整合三步，首先是定位，即选择有潜力的目标市场；然后是控制，在目标市场中形成市场控制力；再次是整合，将当地收购的企业有效地整合进集团公司。

选择有潜力的区域市场

在成熟市场（mature markets）和新兴市场（emerging markets）中，CEMEX 更青睐于新兴国家，如拉美、东南亚、埃及等，选取的发达市场也仍有一定潜力，如西班牙、美国，在

九十年代初期也有一定的发展空间等。

CEMEX 计算了公司已涉足的新兴市场在水泥需求方面的加权平均增长率，发现计算结果接近 4%，而对于 Holderbank、Lafarge 来说，这个数字是 3%，对于其他三个国际水泥巨头（Heidelberg、Italcementi、Taiheiyo）来说，这个数字是 2%。

在区域市场形成控制力

CEMEX 的目标目标不但是要进入有潜力的市场，还需要在区域市场形成控制力，目标是市场份额占比至少 25% 以上。为了达到这个目标，CEMEX 采取了以下措施：

- ✓ 收购当地规模较大的水泥企业：如在巴拿马、多米尼加、埃及收购的都是当地最大的企业；在美国和智利收购的分别是第二和第三大水泥企业；
- ✓ 收购多家企业：在墨西哥、哥伦比亚、菲律宾、印度尼西亚都收购了两家或两家以上的企业。

最终，CEMEX 在各个国家成为了区域领袖，在墨西哥市场份额达 60%，西班牙 28%，委内瑞拉 40%，哥伦比亚 33%。

表 8: CEMEX 的收购历程与市场份额

年份	国家	生产线名称	股权	产能 (万吨)	金额 (亿美元)	备注
1987	墨西哥	Cementos Anahuac		400		
1989	墨西哥	Cementos Tolteca		66		成为墨西哥最大的水泥生产企业,世界第十大水泥企业
1992	西班牙	Valenciana Sanson	和 68 % 和 94 %	1200	18	占据西班牙水泥市场的 28%，成为世界第五大水泥企业
1993	牙买加			70		
1993	巴巴多斯			40		
1993	特立尼达多巴哥			70		
1994	委内瑞拉	Vencemos		400	3.6	占委内瑞拉总产能的 40 %
1994	巴拿马	Cemento Bayano				巴拿马最大水泥企业
1994	美国得克萨斯州	Balcones		100		
1995	多米尼加	Cementos Nacionales				多米尼加最大水泥企业
1996	哥伦比亚	Cementos Diamante	54%	350	4	将近哥伦比亚全国 1/3 的水泥产能，成为世界第三大水泥公司
1996	哥伦比亚	Inversiones S. A.	94%		3	
1997	菲律宾	Rizal	70%	230	2.18	
1998	菲律宾	APO	100%	200	4	
1998	印度尼西亚	Semen Gresik	14%	1700	1.15	
1999	智利	Cementos Bio-Bio	12%		0.34	智利第三大水泥企业
1999	埃及	Assiut Cement		400	3.7	埃及最大的水泥企业
2000	印度尼西亚	Semen Gresik	11%	1700	0.77	
2000	美国	Southdown			28	美国第二大水泥企业
2002	波多黎各			140	2.5	
2005	英国	RMC			58	成为世界最大的混凝土生产商

2007 澳大利亚

Rinker

143

资料来源：长江证券研究部

收购后进行有效整合

收购后整合（PMI）流程，包括三个层次上的整合：被收购企业经营状况的改善、基本管理原则的分享或复制、企业文化理念的协调。

以收购西班牙的企业为例，公司详细分析了公司在西班牙的收购活动的各个方面，从收购政策到矿石的位置、自动化设备的使用情况。公司简化了整合流程，裁减了员工（辞退了 25% 的员工），增加了在信息技术方面的投入。同时，CEMEX 迅速采取措施，对西班牙公司的管理体系进行了整合，使它与墨西哥的管理体系相一致。经过这一番整合之后，公司的运营利润获得重大提升，从收购时的 7% 增加到 1994 年的 20%。在二十世纪九十年代的下半期，这个数字增加到年均 25%。公司能够平安度过 1994 - 1995 年墨西哥的比索危机，西班牙的业务起到了至关重要的作用。

最终，CEMEX 管理的全面调整与地域多样化有效地降低了企业利润的波动性，在 1994 - 1997 年期间，CEMEX 的整体季度现金流边际平均偏差为 7.1%，而按国家来说，墨西哥是 9.5%，西班牙是 12%，美国是 22%，委内瑞拉是 30%。

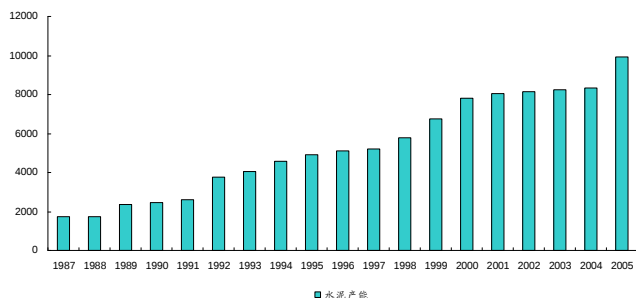
表 9：截止到 2009 年底 CEMEX 水泥产能

国家和地区	生产线数量	产能	产能占比
墨西哥	15	2930	30%
美国	14	1790	18%
西班牙	8	1100	11%
欧洲其他地区	8	1240	13%
拉美	11	1280	13%
非洲和中东	1	540	6%
亚洲	3	570	6%
英国	3	280	3%
合计	63	9730	100%

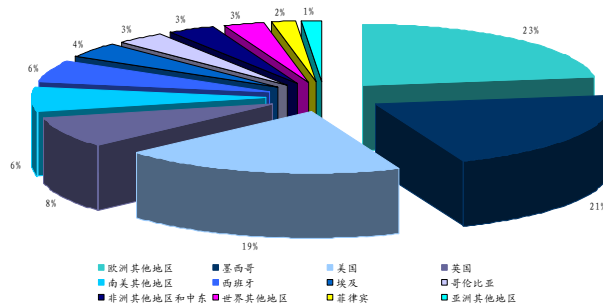
资料来源：CEMEX，长江证券研究部

并购战略下的持续成长

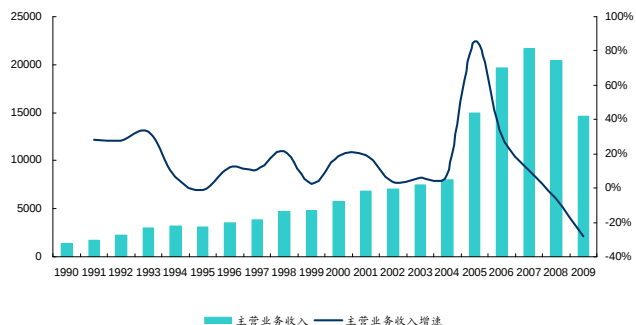
在公司不断的并购战略扩张中，水泥产能从 1987 年刚开始扩张的 1700 万吨发展到 2005 年 1 亿吨，扩张了将近 6 倍，覆盖于拉美、欧洲、南美、亚洲等世界各地；收入和净利润从 1990 年-2007 年都增长了 16 倍，复合增速为 18%，实现了持续成长。

图 9: CEMEX 水泥产能增长情况


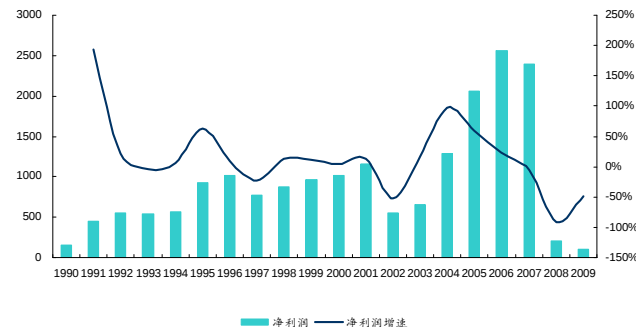
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 10: CEMEX 收入分布


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 11: CEMEX 主营业务收入持续成长


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 12: CEMEX 净利润持续成长


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

投资策略：看好整合预期的大水泥公司

我们分析并购整合对行业、公司基本面的影响，主要想强调：**并购不是一锤子买卖，不只是短期的主题投资机会，它实际上对行业和公司盈利能起到长期的改善作用，有益于行业和公司估值的提升。**

09 年 38 号文件的出台将成为行业发展的分水岭：以前各家企业圈地建生产线的“春秋时代”随着空白市场抢占完毕和政策禁止新建而宣告终结，在新建生产线受限的情况下，企业要实现持续扩张只能走并购整合之路，未来中国的水泥市场将形成较稳定的“战国格局”。

我们认为大水泥公司由于雄厚的资金实力和政策的支持将在并购中脱颖而出，有望成为各区域的领袖，获得长期可持续的成长；**我们看好具备整合预期的大水泥公司（全国、区域龙头）：中材系（祁连山、赛马实业、天山股份）、冀东水泥，海螺水泥是中国建材（南方水泥）整合的间接受益者，公司本身也开始了并购之路。**

当然，目前是否已经具备并购整合的环境、未来的整合格局将如何演变，我们将在系列报告二中进行详细分析。

表 10： 行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS（元）			P/E（X）			评级	
			09A	10E	10E	09A	10E	10E	上次	本次
600720	祁连山	19.65	0.86	1.25	1.72	22.87	15.69	11.45	推荐	推荐
000401	冀东水泥	22.41	0.81	1.22	1.63	27.62	18.31	13.78	推荐	推荐
000878	天山股份	28.81	1.13	1.36	1.86	25.61	21.22	15.46	推荐	推荐
600585	海螺水泥	24.10	2.03	1.43	1.73	11.87	16.85	13.93	谨慎推荐	推荐
600449	赛马实业	21.62	2.28	2.36	2.89	9.49	9.15	7.49	推荐	推荐
002233	塔牌集团	14.43	0.54	0.75	1.03	26.82	19.34	14.02	谨慎推荐	谨慎推荐
600801	华新水泥	20.23	1.24	0.67	1.44	16.31	30.19	14.05	中性	中性
600881	亚泰集团	6.95	0.39	0.54	0.69	17.65	12.93	10.10	谨慎推荐	谨慎推荐
600425	青松建化	21.62	0.56	0.73	1.14	38.55	29.54	18.98	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。