



水泥制造业

2010.10.12

估值轮换和对比：旺季 3 季报行情值得期待

全国 31 地市“水泥煤炭价格差”周报第 63 期



韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读：

9 月水泥进入旺季、是淘汰落后产能月，10 月后新开工和新投产将大幅下降，CPI 见顶，9-10 月为水泥黄金季节。3 季度报行情天山股份、海螺水泥、冀东水泥首配。

摘要：

- 国庆节前后，全国水泥价格继续大幅上涨 1.51%。京、津、冀地区水泥价格普遍上调 10-30 元/吨，价格上调主要原因是受限电影响。河北省限电情况与其他省份有所区别，针对小水泥厂限电比较严厉，限电期间小厂基本都处于停产状态，对大型企业影响相对有限，仅有三四天停产。小厂虽然规模小，但是数量较多，因此对京、津供给量减少，使价格上调。河南郑州水泥价格短时间内出现持续上调，累计涨幅达 100 元/吨，主要原因也是由于河南省开始对水泥行业进行限电，让长期低迷的价格有了上升的动力。广州地区原计划 9 月 30 日工程开始停工，但是并没有执行，而是延长至 10 月 20 日左右，停工时间的缩短对市场成交非常有利。
- 煤炭价格秦皇岛 6000 大卡大同优混持平，秦皇岛 5500 大卡山西优混上涨 5 元，31 省区中太原、呼和浩特、郑州、武汉 4 地区煤炭价格环比上周上涨，其他省区持平。周“水泥煤炭价格差”全国平均数据周和月涨幅为正值，31 省区中涨多跌少，月涨幅集中在华北和华南区域。国庆假期日均交易量同比快增、但环比下滑。未来 10 天影响我国冷空气较为频繁，北方冷暖变化较大，南方地区气温变化较平稳。西南东部、江南、华南将有 15-40 毫米降水。
- 10-11 月为需求旺季，地产短期利空政策释放，10 月将披露 9 月淘汰落后产能数据，同时披露的水泥新开工投资将继续大幅下降预示未来新建产能大幅下降。3 季度因水泥价格上涨煤炭价格下降，3 季度业绩值得期待，加之年末估值轮换，水泥行情值得期待。广西、宁夏、青海、新疆、北京、江苏、江西 6-8 月利润增速高于前 5 个月利润增速，预示着天山、青松、海螺、祁连山、赛马、江西水泥等 3 季度业绩存在超预期可能。海螺水泥 7-9 月吨毛利 55、63、80，估计 1-9 月 EPS0.9 左右。天山股份第 3 季度业绩 0.9 左右、前 3 季度 1.3 左右。冀东水泥近期有事件性利好，为行业首配，明年看 30 元以上、后年看 50 元以上目标价格。
- 06-09 年 48 月中水泥动态 PE 平均为煤炭 PE1.5 倍，当中 6 个月低于煤炭，目前煤炭 2010 年 PE17 倍、照理水泥 PE25 倍不算过分。06-09 年 48 个月当中水泥动态 PE 平均为化工 PE1.2 倍，当中 20 个月低于化工估值，目前煤炭 2010 年 PE18 倍、照理水泥 PE21 倍不算过分。目前煤炭化工轰轰烈烈行情预示水泥合理 PE21-25 倍，而目前水泥 PE18 倍，还有 17-39% 的估值对比轮换空间。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

水泥制造业

增持

重点推荐上市公司

000401	冀东水泥	增持
600585	海螺水泥	增持
002233	塔牌集团	谨慎增持
600881	亚泰集团	增持
600425	青松建化	谨慎增持
000877	天山股份	谨慎增持
600801	华新水泥	谨慎增持
600720	祁连山	谨慎增持
600449	赛马实业	谨慎增持
000789	江西水泥	谨慎增持
600291	西水股份	中性
600539	狮头股份	中性
600318	巢东股份	中性

相关报告

水泥制造业：《11 月 31 省区水泥盈利拆解》	2009.12.30
水泥制造业：《需求进入淡季，深圳路演小结》	2009.12.29
水泥制造业：《市场进入整固调整期，等待淘汰细则出台》	2009.12.21
水泥制造业：《水泥业界交流系列 9：北京路演交流小结》	2009.12.21
水泥制造业：《管桩预示需求向好，水泥新开工依旧未减》	2009.12.15

表 1: 2010 年 10 月 11 日水泥价格、煤炭价格、“水泥煤炭价格差”

	水泥价格	周涨幅	月涨幅	煤炭价格	周涨幅	月涨幅	价格差	周涨幅	月涨幅
全国平均	382	1.5%	2.2%	720	0.7%	0.0%	298	1.7%	2.9%
北京	405	8.0%	8.0%	670	0.0%	0.0%	330	10.0%	10.0%
天津	395	3.9%	3.9%	763	0.0%	-0.7%	305	5.2%	5.4%
石家庄	340	3.0%	3.0%	420	0.0%	0.0%	281	3.7%	3.7%
太原	390	0.0%	4.0%	625	0.8%	0.8%	323	-0.2%	4.7%
呼和浩特	410	0.0%	2.5%	335	8.1%	8.1%	356	-1.1%	1.7%
沈阳	340	0.0%	0.0%	415	0.0%	0.0%	273	0.0%	0.0%
长春	375	0.0%	0.0%	415	0.0%	0.0%	308	0.0%	0.0%
哈尔滨	400	0.0%	0.0%	525	0.0%	1.0%	332	0.0%	-0.2%
上海	380	0.0%	0.0%	835	0.0%	-1.8%	287	0.0%	0.6%
南京	330	0.0%	0.0%	750	0.0%	0.0%	242	0.0%	0.0%
杭州	360	0.0%	-5.3%	840	0.0%	0.0%	270	0.0%	-6.9%
合肥	340	0.0%	3.0%	730	0.0%	0.0%	254	0.0%	4.1%
福州	390	0.0%	0.0%	840	0.0%	0.0%	300	0.0%	0.0%
南昌	310	0.0%	0.0%	920	0.0%	0.0%	219	0.0%	0.0%
济南	310	0.0%	0.0%	810	0.0%	0.0%	223	0.0%	0.0%
郑州	350	40.0%	40.0%	750	2.0%	2.0%	262	60.0%	60.0%
武汉	300	0.0%	0.0%	750	2.0%	2.0%	212	-0.8%	-0.8%
长沙	330	0.0%	6.5%	650	0.0%	0.0%	254	0.0%	8.6%
广州	445	0.0%	2.3%	1100	0.0%	0.0%	316	0.0%	3.3%
南宁	400	0.0%	8.1%	500	0.0%	0.0%	346	0.0%	9.5%
海口	520	0.0%	2.0%	1100	0.0%	0.0%	391	0.0%	2.6%
重庆	280	0.0%	0.0%	455	0.0%	0.0%	221	0.0%	0.0%
成都	300	0.0%	0.0%	455	0.0%	0.0%	241	0.0%	0.0%
贵阳	350	0.0%	0.0%	500	0.0%	0.0%	296	0.0%	0.0%
昆明	340	0.0%	0.0%	500	0.0%	0.0%	286	0.0%	0.0%
西藏	600	0.0%	0.0%	455	0.0%	0.0%	536	0.0%	0.0%
西安	380	0.0%	0.0%	520	0.0%	0.0%	314	0.0%	0.0%
兰州	460	0.0%	0.0%	450	0.0%	0.0%	412	0.0%	0.0%
西宁	435	0.0%	0.0%	450	0.0%	0.0%	387	0.0%	0.0%
银川	390	0.0%	0.0%	510	0.0%	0.0%	325	0.0%	0.0%
新疆	500	4.2%	4.2%	190	0.0%	0.0%	476	4.4%	4.4%

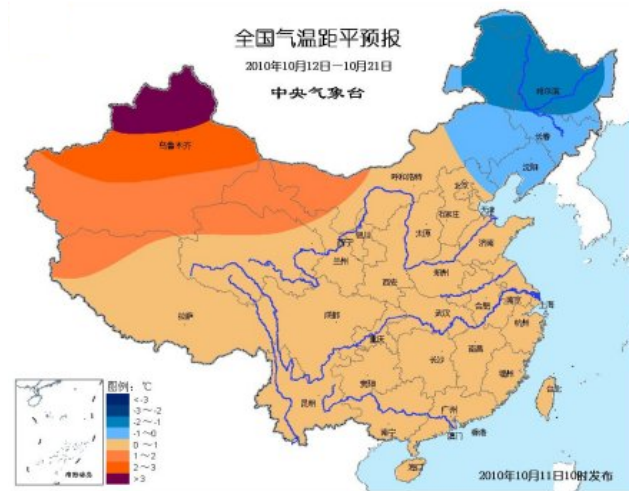
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图目录

图 1: 5 月 25 日最高气温预报	5
图 2: 5 月 20 日冬小麦发育期	5
图 3: 5 月 25-26 日降水量预报	5
图 4: 5 月 27-28 日降水量预报	5
图 5: 上海 5 月 25-6 月 8 日降雨集合预报 GFS	5
图 6: 广州 5 月 25-6 月 8 日降雨集合预报 GFS	5
图 7: 上海商品房预售面积	6
图 8: 北京期房住宅签约面积	6
图 9: 深圳一手房成交面积	6
图 10: 杭州商品房成交面积	6
图 11: 武汉商品房销售面积	6
图 12: 成都商品房成交面积	6
图 13: 北京一手房价格	7
图 14: 上海一手房价格	7
图 15: 深圳一手房价格	7
图 16: 上海三林世博二手房: 万科金色雅筑	7
图 17: 上海张江板块二手房: 阳光花城	7
图 18: 上海联洋板块二手房: 第九城市	7
图 19: 全国平均周水泥价格	7
图 20: 秦皇岛及全国平均周煤炭价格	7
图 21: 全国周“水泥煤炭价格差”	7
图 22: 全国月“水泥煤炭价格差”	7
图 23: 全国月水泥价格	7
图 24: 全国月煤炭价格	7
图 25: 华北区地市周水泥价格	8
图 26: 华北区地市周煤炭价格	8
图 27: 华北区地市周“水泥煤炭价格差”	8
图 28: 东北区地市周“水泥煤炭价格差”	8
图 29: 东北区地市周水泥价格	8
图 30: 东北区地市周煤炭价格	8
图 31: 华东区地市周水泥价格	9
图 32: 华东区地市周煤炭价格	9
图 33: 华东区地市周“水泥煤炭价格差”	9
图 34: 中南区地市周“水泥煤炭价格差”	9
图 35: 中南区地市周水泥价格	9
图 36: 中南区地市周煤炭价格	9
图 37: 西南区地市周水泥价格	10
图 38: 西南区地市周煤炭价格	10
图 39: 西南区地市周“水泥煤炭价格差”	10
图 40: 西北区地市周“水泥煤炭价格差”	10
图 41: 西北区地市周水泥价格	10
图 42: 西北区地市周煤炭价格	10
图 43: 水泥企业 2010PE	11
图 44: 2010 公司/A 股 PE	11

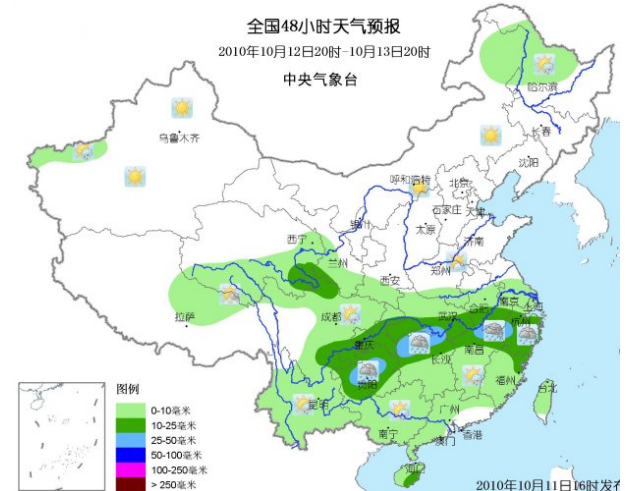
图 45: 水泥企业 2010 吨市值	11
图 46: 水泥企业 2010 吨 EV	11
图 47: 当前 PB	11
图 48: 水泥企业 EV/EBITDA	11
图 49: 冀东水泥动态 PE 时间序列	12
图 50: 冀东水泥动态 PE/A 股 PE 时间序列	12
图 51: 冀东水泥吨市值及毛利率时间序列	12
图 52: 冀东水泥吨 EV 及毛利率时间序列	12
图 53: 冀东水泥 PB 时间序列	12
图 54: 冀东水泥 EV/EBITDA	12
图 55: 海螺水泥动态 PE 时间序列	13
图 56: 海螺水泥动态 PE/A 股 PE 时间序列	13
图 57: 海螺水泥吨市值及毛利率时间序列	13
图 58: 海螺水泥吨 EV 及毛利率时间序列	13
图 59: 海螺水泥 PB 时间序列	13
图 60: 海螺水泥 EV/EBITDA	13

图 1: 全国气温距平预报



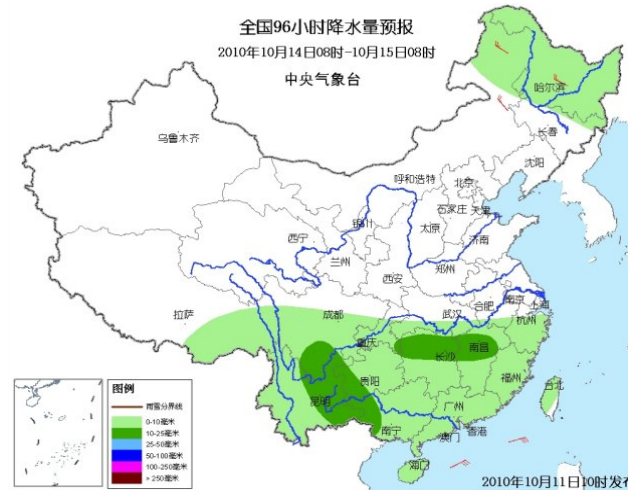
数据来源: NMC, 国泰君安证券

图 2: 10月 12-13 日降水量预报



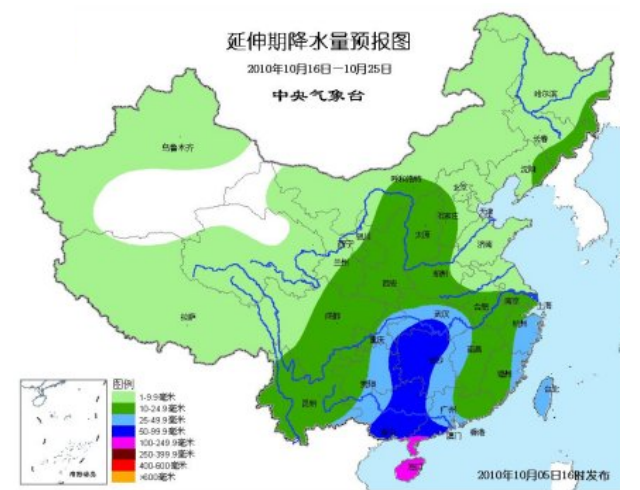
数据来源: NMC, 国泰君安证券

图 3: 10月 14-15 日降水量预报



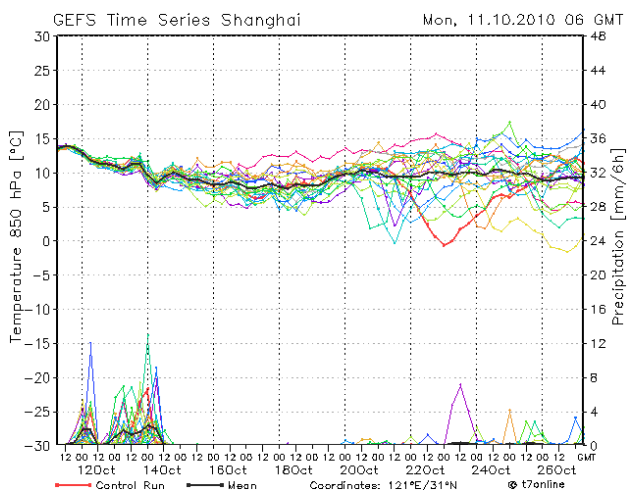
数据来源: NMC, 国泰君安证券

图 4: 10月 16-25 日降水量预报



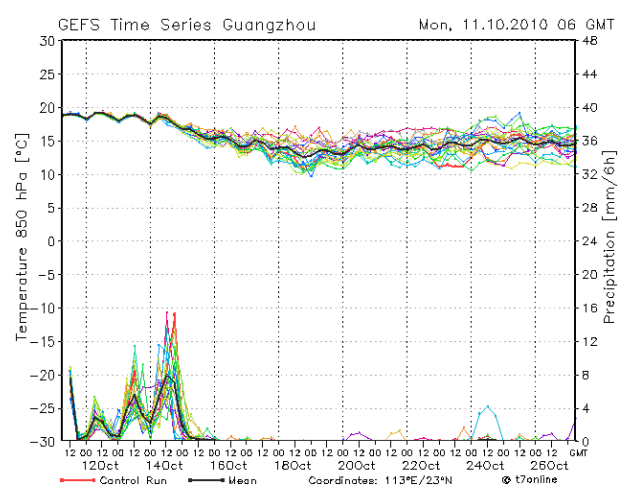
数据来源: NMC, 国泰君安证券

图 5: 上海 10月 12-26 日降雨集合预报 GFS



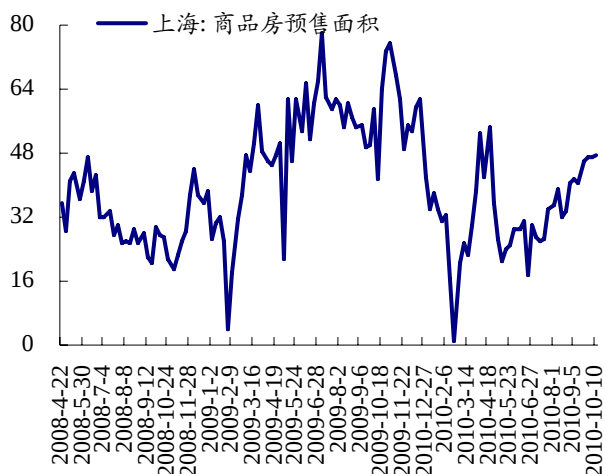
数据来源: EO, 国泰君安证券

图 6: 广州 10月 12-26 日降雨集合预报 GFS



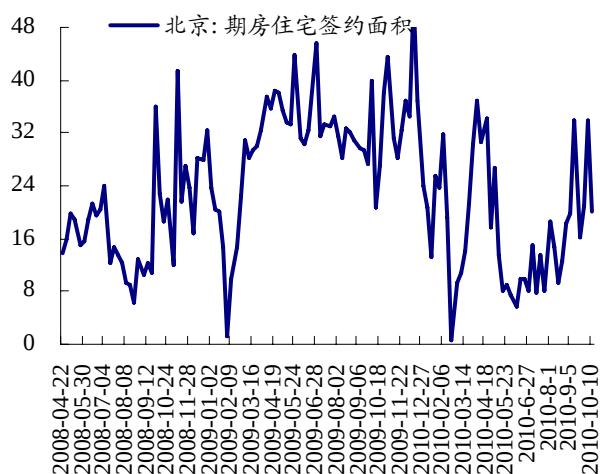
数据来源: EO, 国泰君安证券

图 7: 上海商品房预售面积



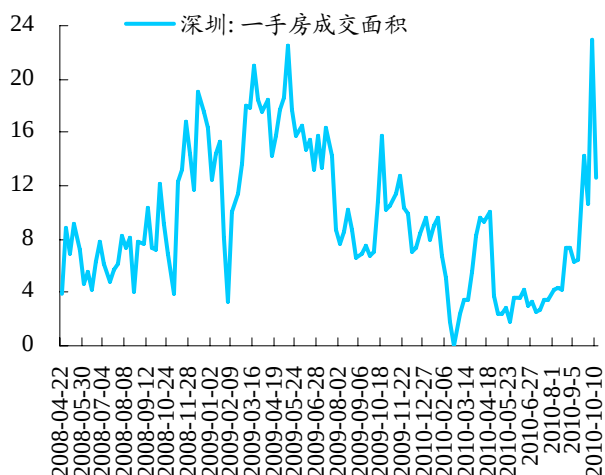
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 8: 北京期房住宅签约面积



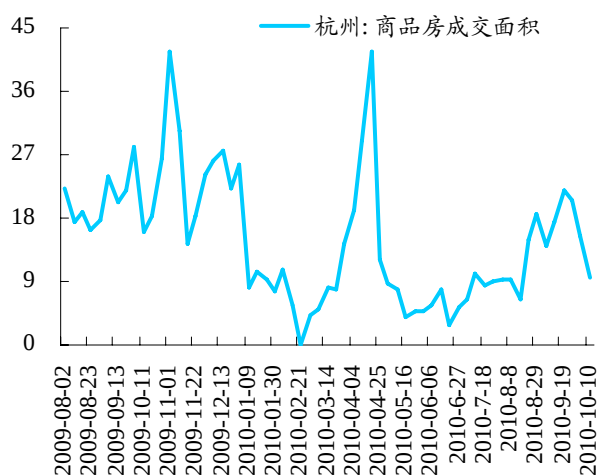
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 9: 深圳一手房成交面积



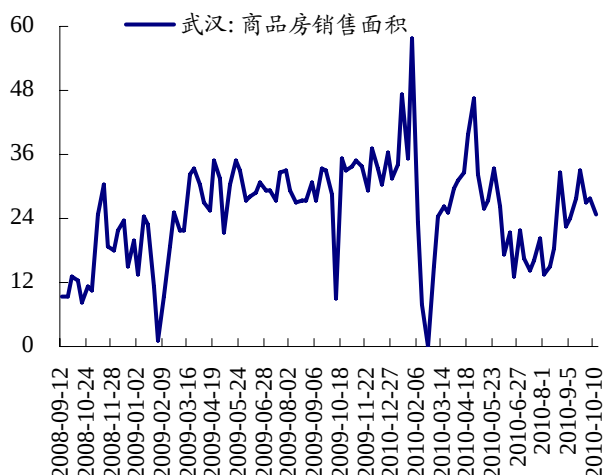
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 10: 杭州商品房成交面积



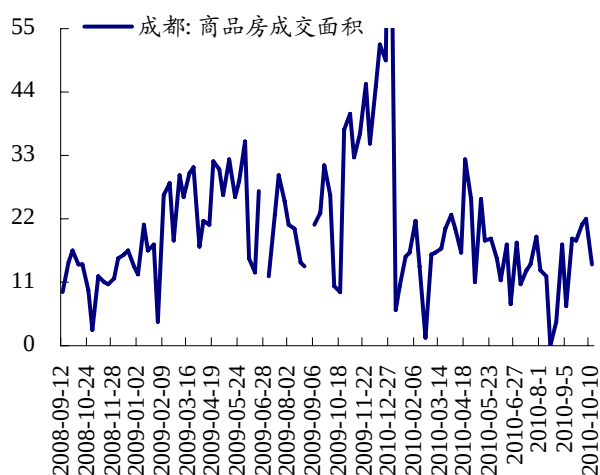
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 11: 武汉商品房销售面积



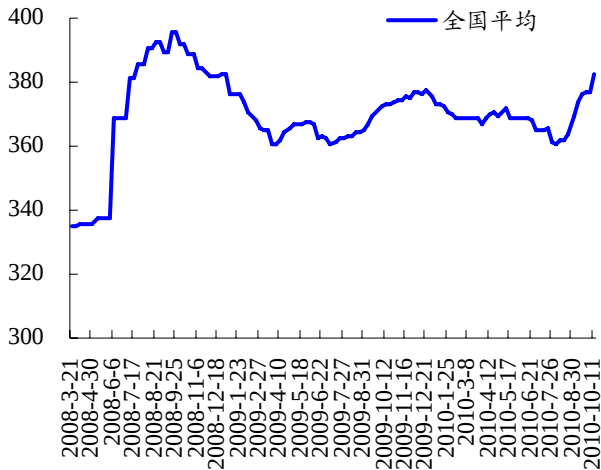
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 12: 成都商品房成交面积



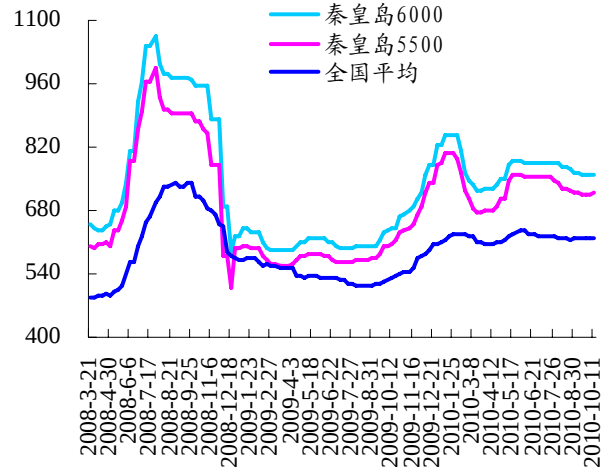
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 13: 全国平均周水泥价格



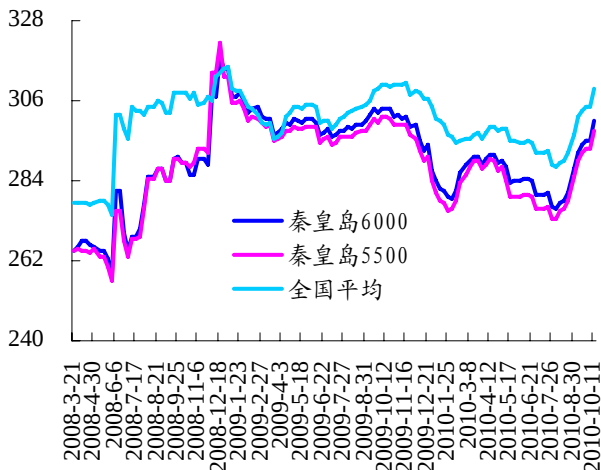
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 14: 秦皇岛及全国平均周煤炭价格



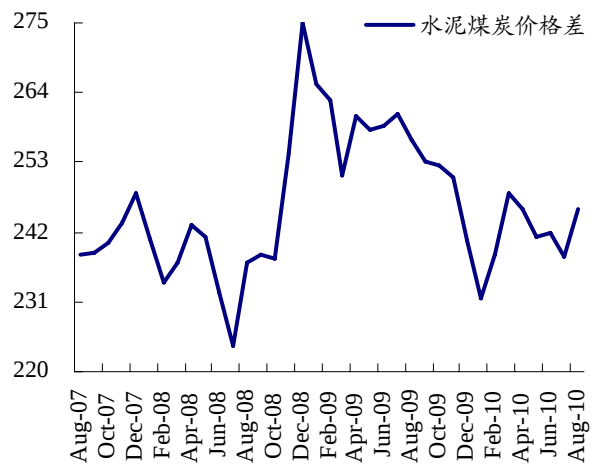
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 15: 全国周“水泥煤炭价格差”



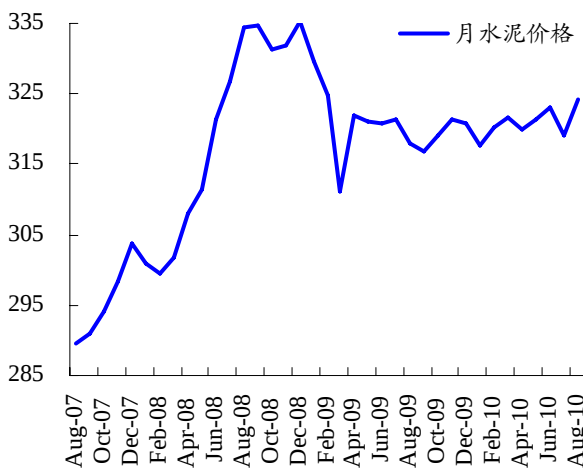
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 16: 全国月“水泥煤炭价格差”



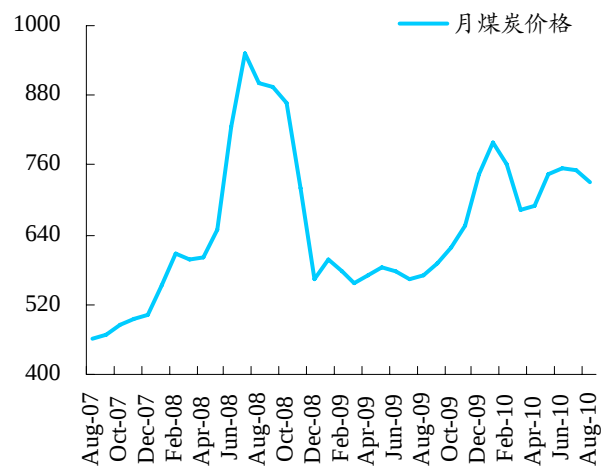
数据来源: BMI, DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 17: 全国月水泥价格



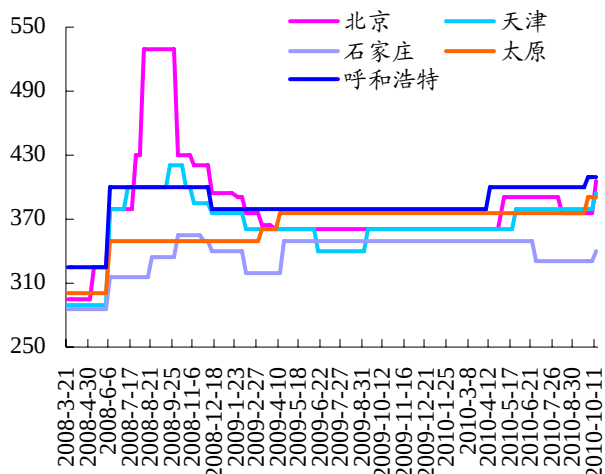
数据来源: SXC, 国泰君安证券

图 18: 全国月煤炭价格



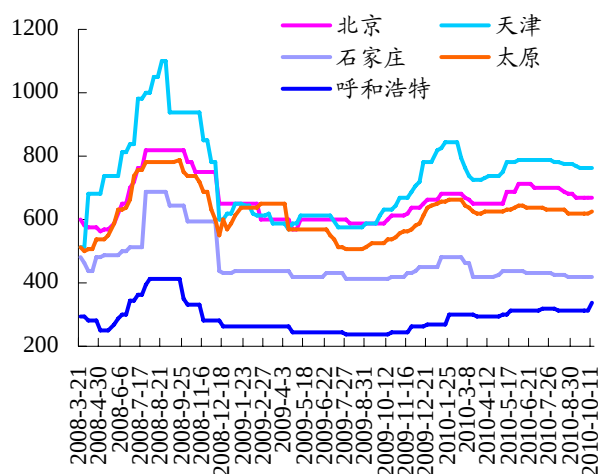
数据来源: SXC, 国泰君安证券

图 19: 华北区地市周水泥价格



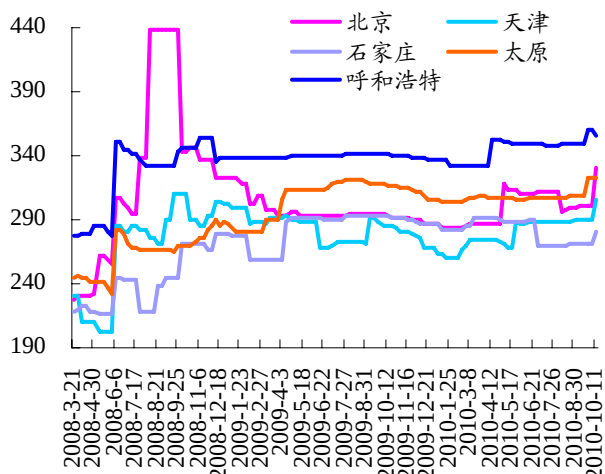
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 20: 华北区地市周煤炭价格



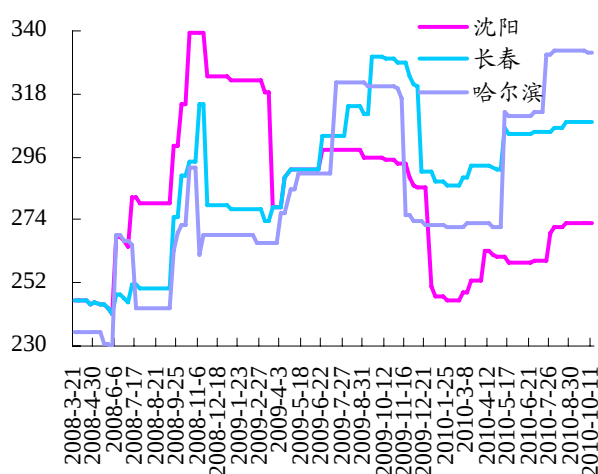
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 21: 华北区地市周“水泥煤炭价格差”



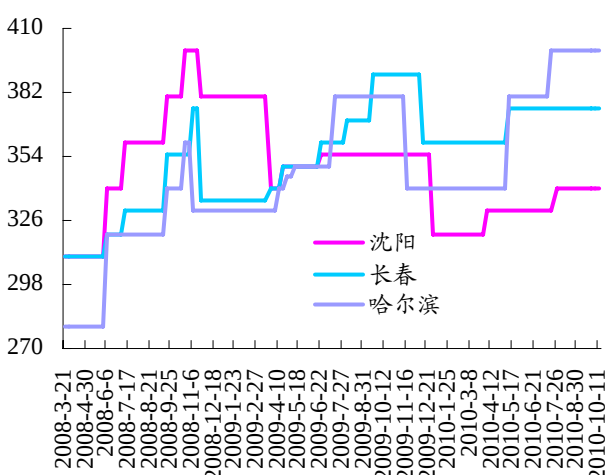
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 22: 东北区地市周“水泥煤炭价格差”



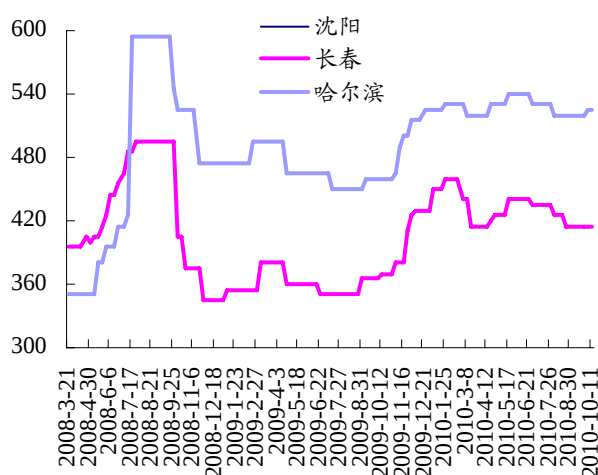
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 23: 东北区地市周水泥价格



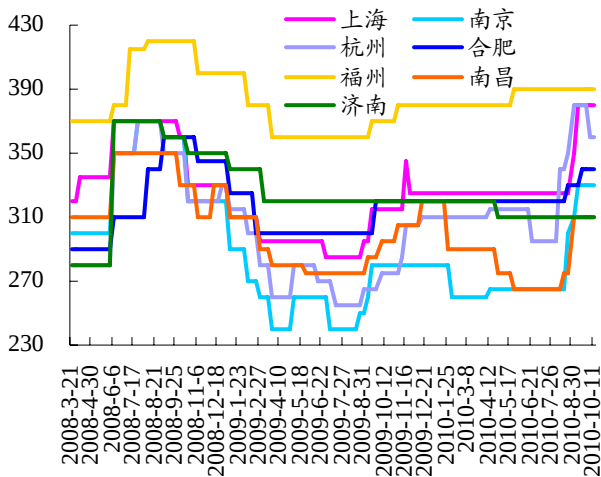
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 24: 东北区地市周煤炭价格



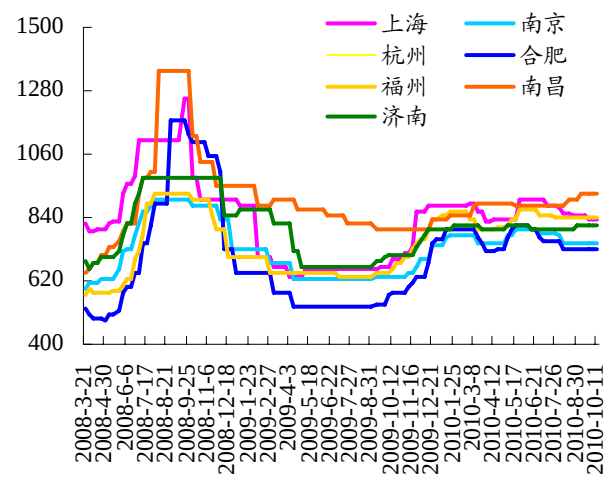
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 25: 华东区地市周水泥价格



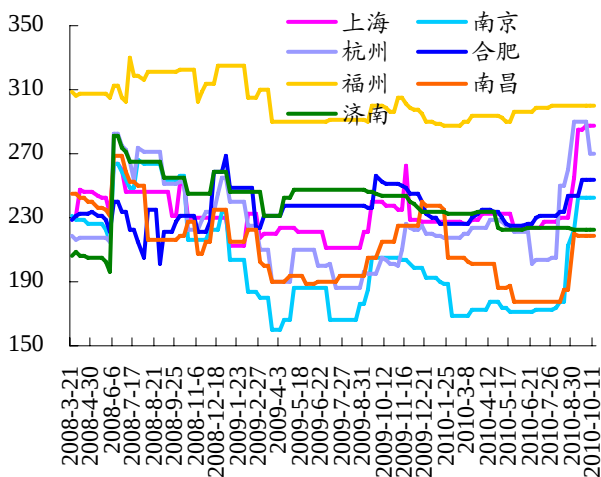
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 26: 华东区地市周煤炭价格



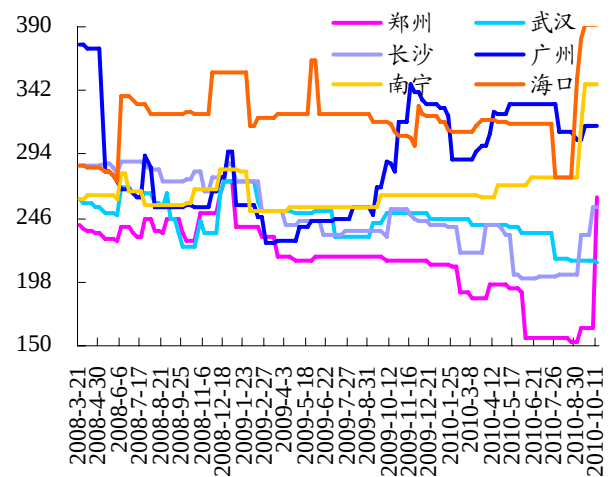
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 27: 华东区地市周“水泥煤炭价格差”



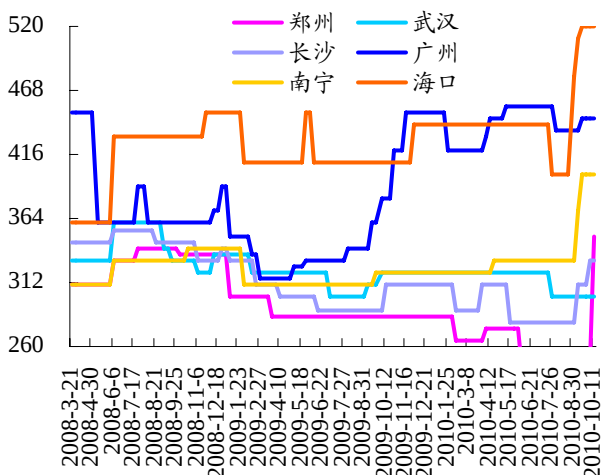
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 28: 中南区地市周“水泥煤炭价格差”



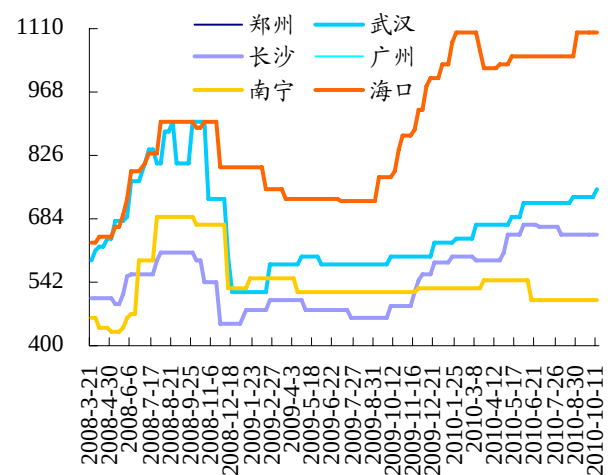
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 29: 中南区地市周水泥价格



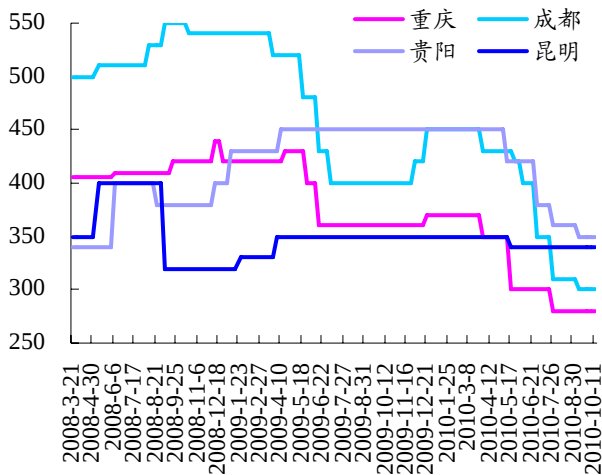
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 30: 中南区地市周煤炭价格



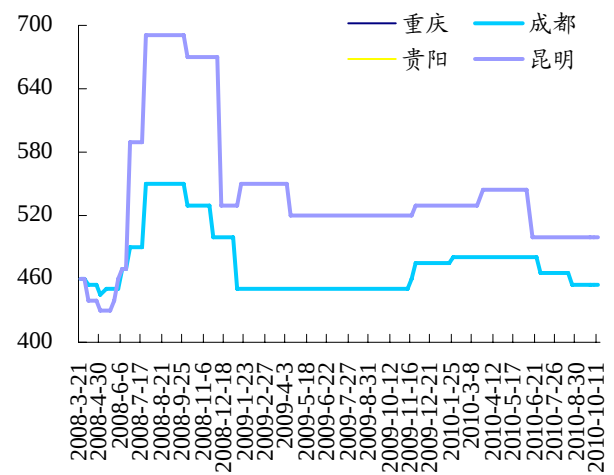
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 31: 西南区地市周水泥价格



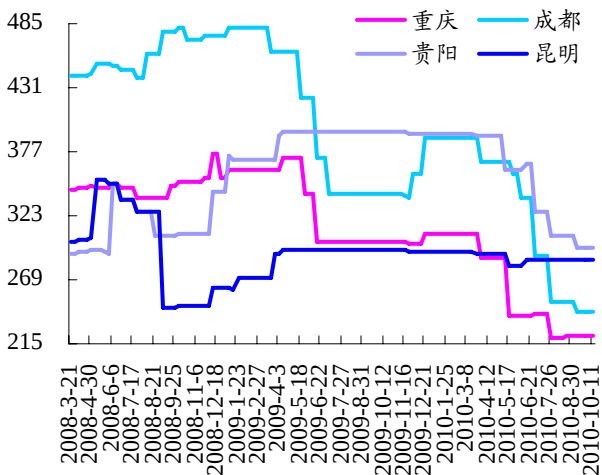
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 32: 西南区地市周煤炭价格



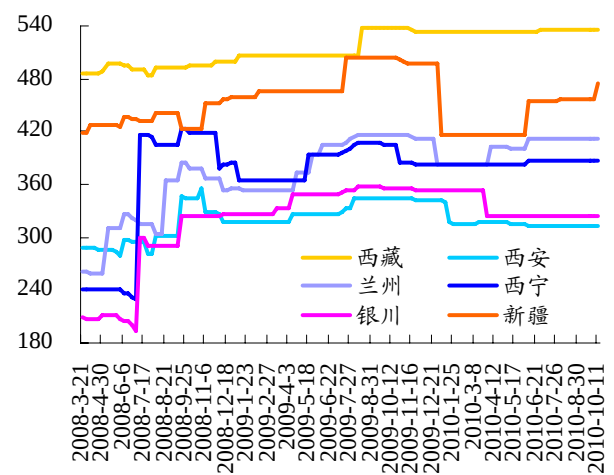
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 33: 西南区地市周“水泥煤炭价格差”



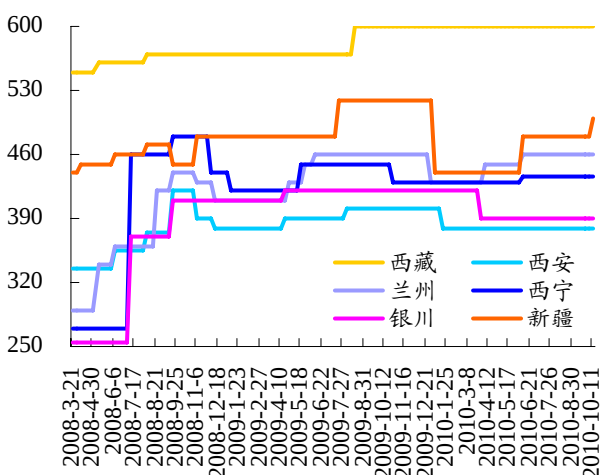
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 34: 西北区地市周“水泥煤炭价格差”



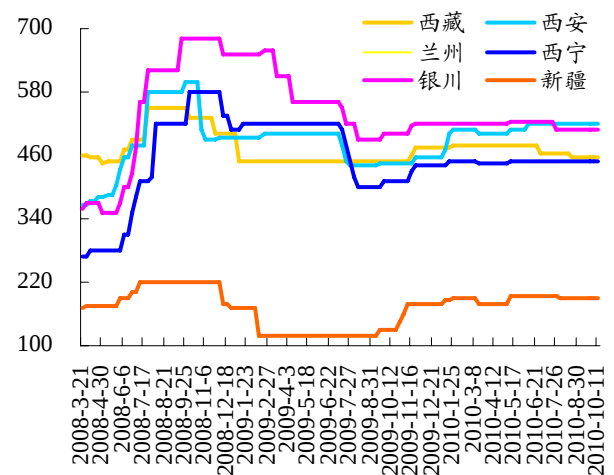
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 35: 西北区地市周水泥价格



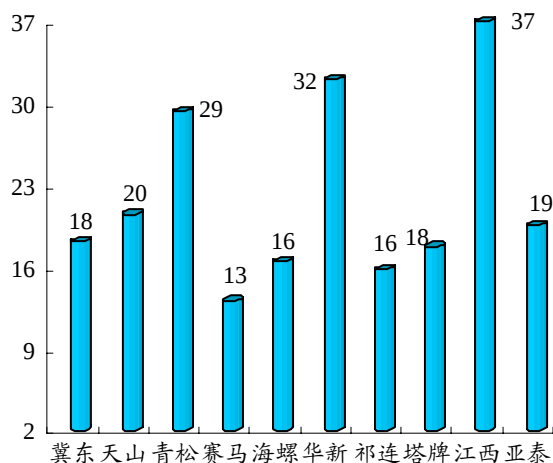
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 36: 西北区地市周煤炭价格



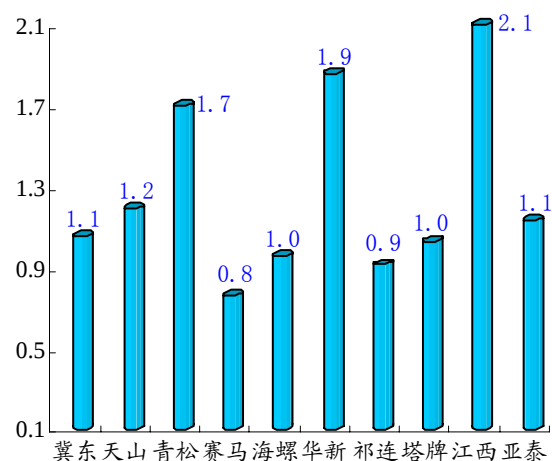
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 37: 水泥企业 2010PE



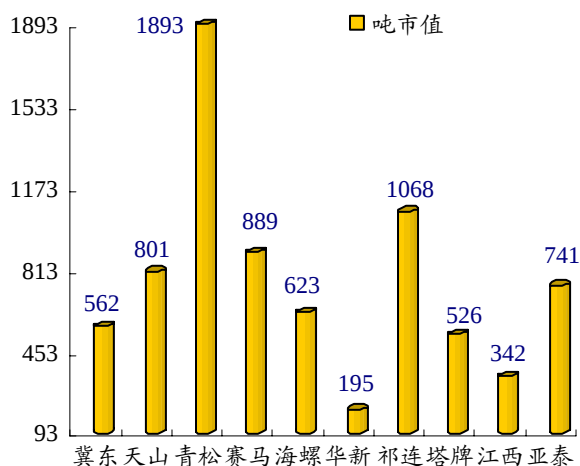
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 38: 2010 公司/A 股 PE



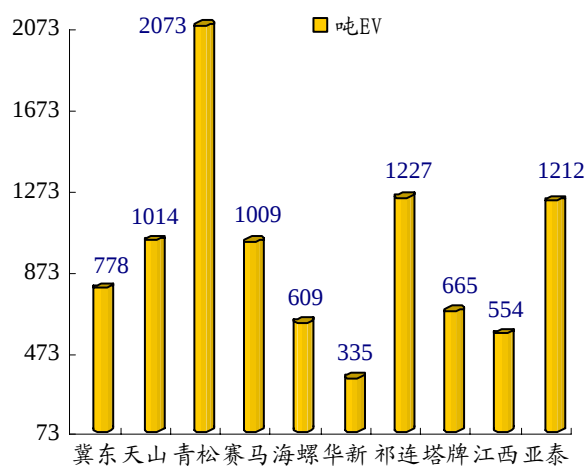
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 39: 水泥企业 2010 吨市值



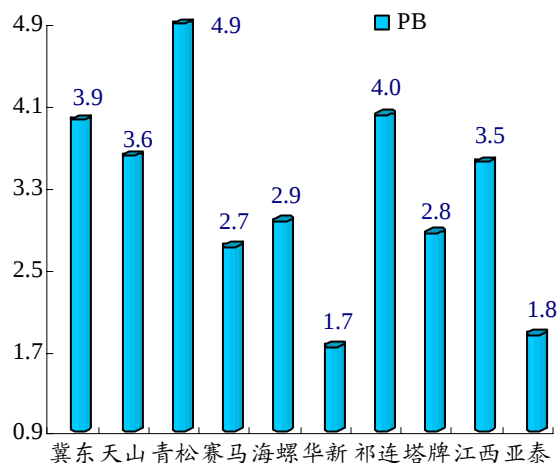
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 40: 水泥企业 2010 吨 EV



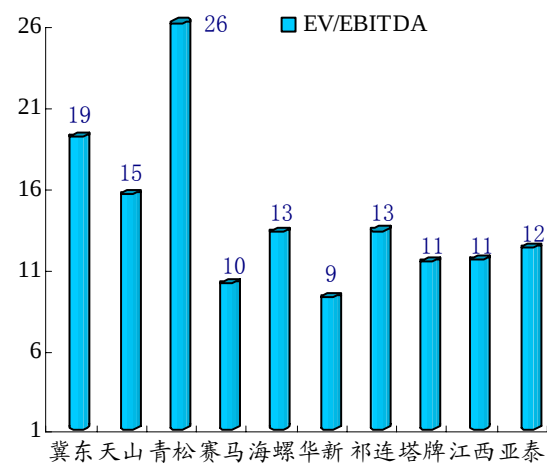
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 41: 当前 PB



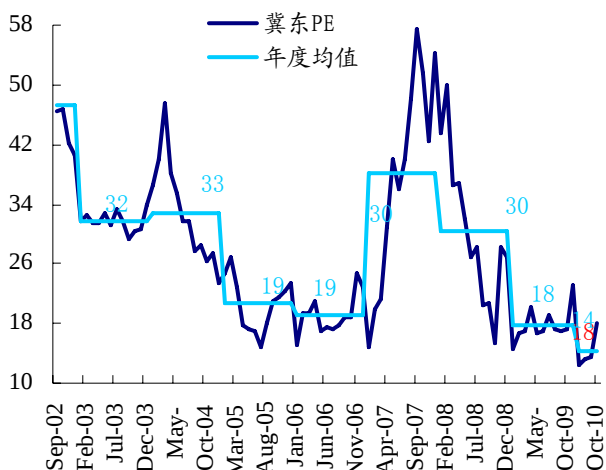
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 42: 水泥企业 EV/EBITDA



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 43: 冀东水泥动态 PE 时间序列



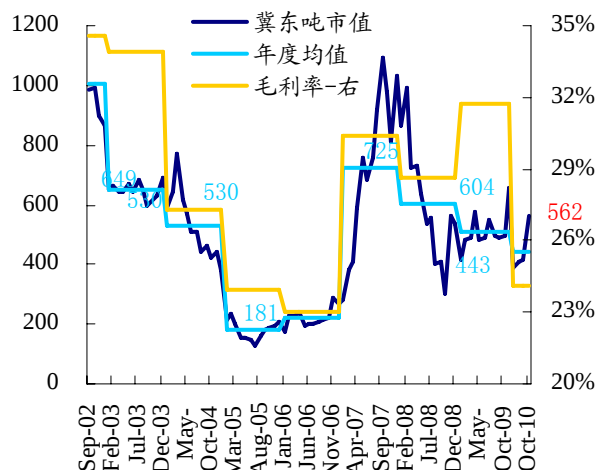
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 44: 冀东水泥动态 PE/A 股 PE 时间序列



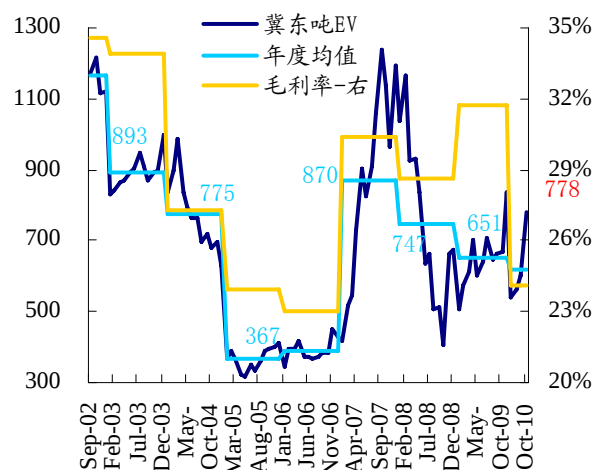
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 45: 冀东水泥吨市值及毛利率时间序列



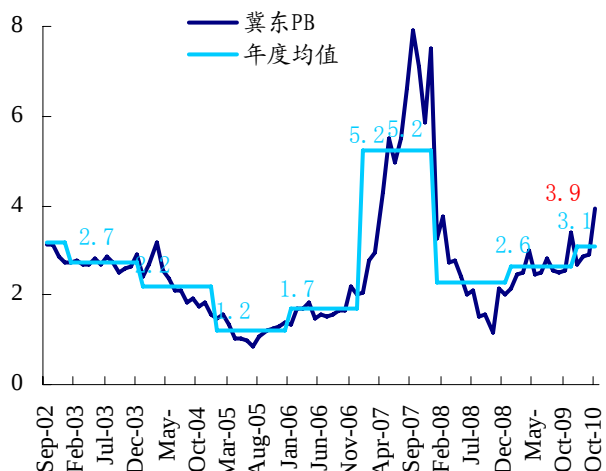
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 46: 冀东水泥吨 EV 及毛利率时间序列



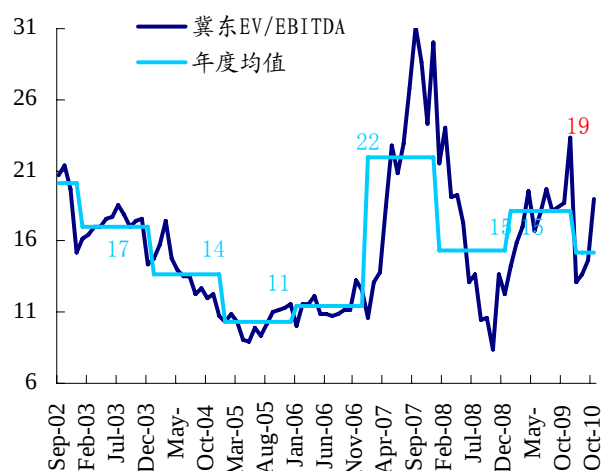
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 47: 冀东水泥 PB 时间序列



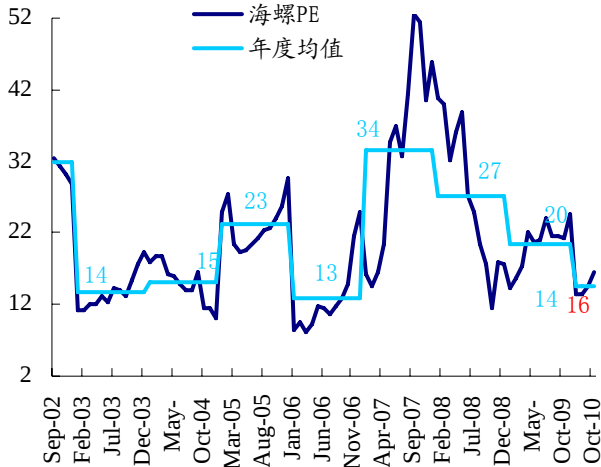
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 48: 冀东水泥 EV/EBITDA 时间序列



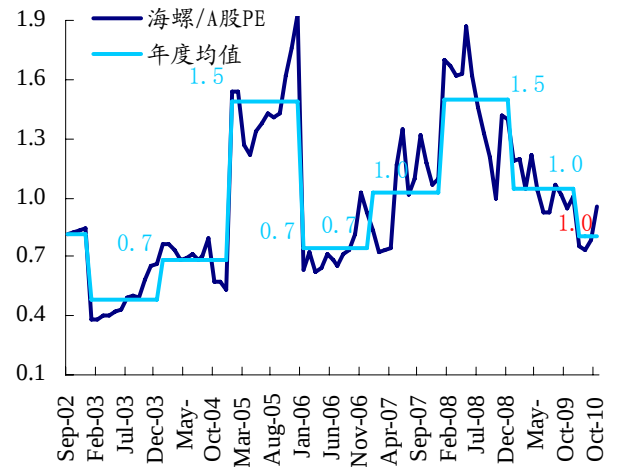
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 49：海螺水泥动态 PE 时间序列



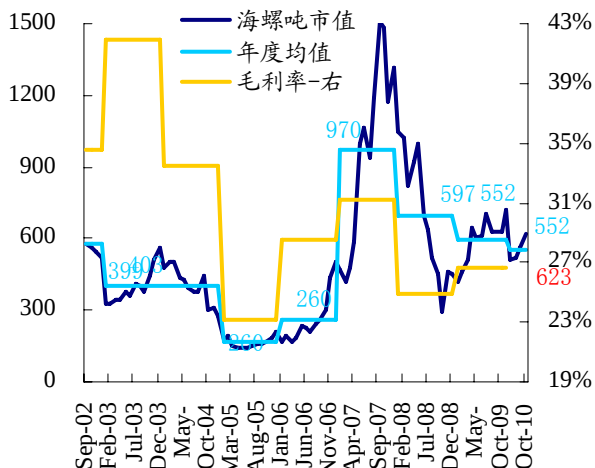
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 50：海螺水泥动态 PE/A 股 PE 时间序列



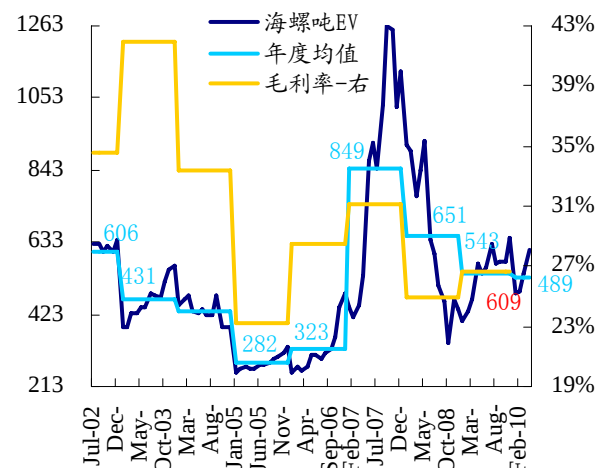
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 51：海螺水泥吨市值及毛利率时间序列



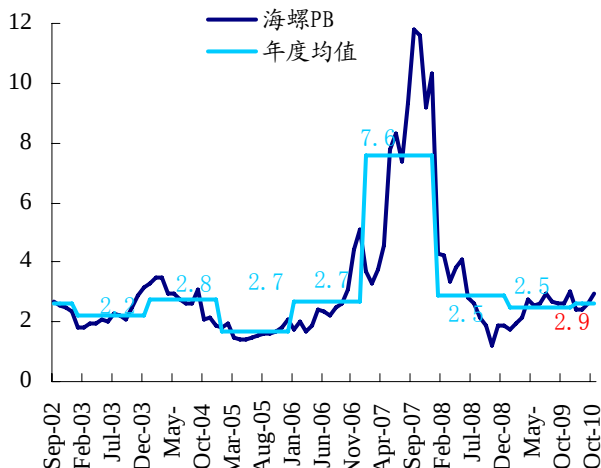
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 52：海螺水泥吨 EV 及毛利率时间序列



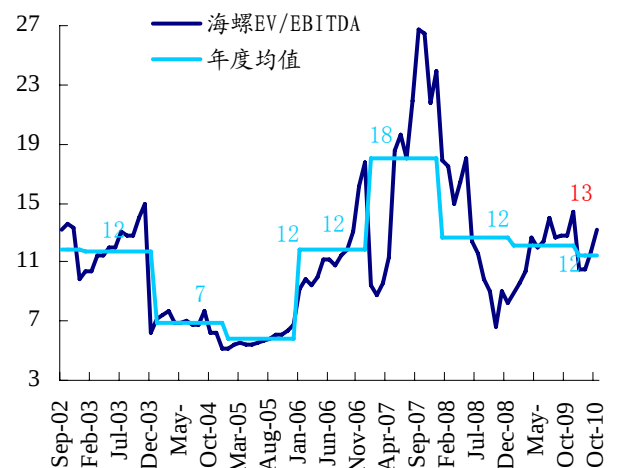
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 53：海螺水泥 PB 时间序列



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 54：海螺水泥 EV/EBITDA 时间序列



数据来源：WIND，国泰君安证券

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		