

推荐 (维持)

从同步到超越的印证

2010 年 11 月 30 日

近期水泥行业表现点评

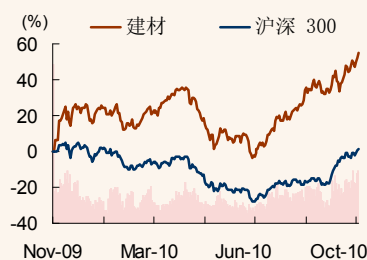
上证指数 2866

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	62	3.8
总市值 (亿元)	3862	1.6
流通市值 (亿元)	3041	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.2	34.4	32.3
相对表现	7.8	22.5	38.0



相关报告

- 1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业 2010 中期投资策略》，2010/6
- 2、《穿越产能过剩迷雾，契合经济转型方向-建材行业 2010 年四季度投资策略》，2010/10
- 3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

我在 11.15 日的专题《从同步到超越-水泥行业在加息周期中的表现》中已经强调：在加息周期（流动性适度紧缩）的过程中，水泥跑赢市场的概率在加大。主要逻辑：适度紧缩是市场给予水泥行业的再一次机会；需求有保障；供给可期待。

□ **适度紧缩的流动性环境中，水泥或将是周期性行业中最佳配置之一。**十月份风格转换的推动因素是联储新一轮宽松货币政策，资源类行业反弹；在国内紧缩、国外宽松的博弈下，配置主线重回宏观周期。我们认为，适度紧缩（宽松）的流动性环境将使中游的水泥存在超越市场的机会。风险在于强力紧缩导致该时段较短。个人认为流动性仅仅还会是适度紧缩。主要肯定还是在对通胀的判断上，如果通胀失控，则只能强力紧缩。个人认为现在的通胀是对 09 年 M1M2 增速的滞后反应而已，现在要做的就是控制好通胀预期。而对这点，从期货市场的下跌反应看，对调控政策很给面子。

□ **历史周期研究：**加息初期行业同步于大盘，中期超越大盘，末期落后大盘。在 04-05,06-08 的加息周期中，我们发现行业表现与利润增长是否加速密切相关，分别对应的是平稳增长、加速增长（需求旺盛，成本压制）、减速增长；而这个趋势可以从我们刻画的先行指标中反应出来（见正文）。

□ **需求有保障，供给有期望。**我们坚持认为这次调控是以保障供给为前提的，敏感性分析表明明年整体的水泥需求增长能保持在 6-8%，供给增长更低。为此我们也研究了日本历史上 70 年代后期面临的强力加息和公共住房建设背景下的建材行业表现情况，随着公共住房面积占比的上升，水泥产量取得了正增长，股票市场结果表明行业表现脱离地产表现。房地产投资预期如果发生转好变化必将对行业有很强的证明影响。而由于 38 号文对新线的审批制度，供给在明年中期直到 2012 年后的骤降也是一个重要的支撑因素。

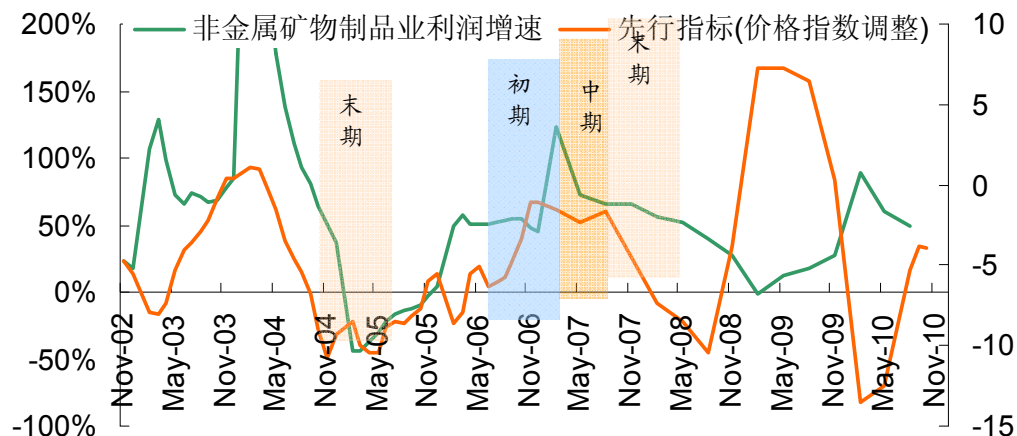
□ **行业“推荐”评级。**我们在上月初发布的 4 季度策略报告中认为“水泥基本面供需中期向好，但短期估值提升空间 10%左右”，基本符合预期。市场下跌给了我们新一次的机会，短期合理的估值应到达明年 15-17 倍。个股选择方面，推荐品种是东部：塔牌集团（东部供给逻辑+可转债明年转股）、海螺水泥；冀东水泥、西部天山股份、祁连山。东部对于供给逻辑反应更为强烈，西部基本面等待旺季的到来。详见 2011 年度策略报告

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
海螺水泥	25.1	0.99	1.50	1.85	16.1	13.1	3.0	强烈推荐-A
祁连山	17.7	0.94	1.08	1.50	17.4	12.5	3.7	强烈推荐-B
青松建化	21.4	1.12	0.57	0.83	37.5	25.8	4.4	审慎推荐-A
天山股份	27.2	1.12	1.33	1.86	21.2	15.2	3.3	强烈推荐-A
塔牌集团	14.9	0.54	0.76	1.01	19.6	14.8	2.7	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

图 1: 建材行业利润增速与先导指标



资料来源: wind, 招商证券

图 2: 建材行业历史PEBand

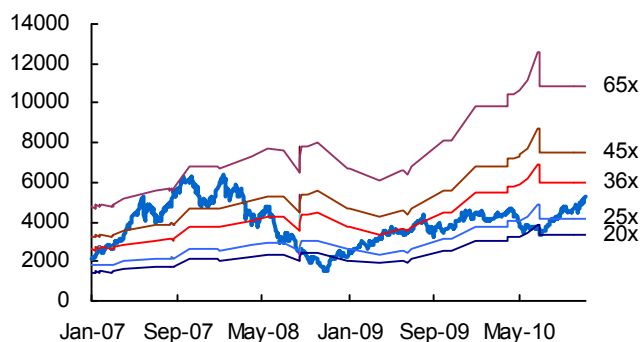
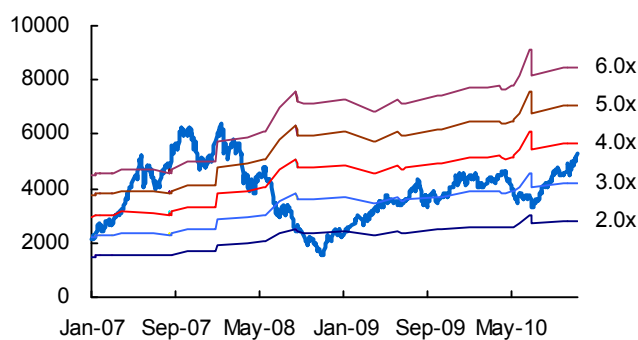


图 3: 建材行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

- 1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业 2010 中期投资策略》2010.6，随着经济进入转型期，大行业进入结构性萧条，趋势性机会来自于政策刺激的西部（祁连山、天山股份、青松建化等；以及节能和家装市场机会。
- 2、《穿越产能过剩迷雾，契合经济转型方向-建材行业 2010 年四季度投资策略》，2010.10 进入四季度，供给面正穿越产能过剩迷雾，需求面我们认为房地产再调控以保障房的落实为基础；本文也讨论了日本建设公共住房的建材行业表现经验以及估值。在三季度大幅反弹之后，我们认为短期内估值提升的空间 10%左右，但仍可期待业绩的超预期，并继续推荐契合经济转型方向的西部水泥、保障房建设、光伏/节能玻璃、复合材料等细分行业。
- 3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11/15，在市场风险有一定的释放后，我们重新开始对行业逐步乐观。本文站在配置的角度，分析了水泥行业加息初期、中期、末期的不同表现，分别是同步、超越、落后大盘的表现，进一步分析在保障房供给保证的地产调控下的需求影响，并借鉴日本公共住房建设对建材行业影响分析，认为在保障房保障的前提下水泥表现会脱离地产。推荐塔牌、海螺；天山、祁连山。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。