

非金属建材 水泥制造业

政策符合预期，维持“强烈推荐”

徐 炜

联系人
S1060110030233
0755-22627752
xuwei850@pingan.com.cn

窦泽云

S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

事项：近日，工信部发布《水泥行业准入条件》（以下简称“条件”），主要内容有：

1. 新型干法熟料产能超过人均 900kg 的省份，应停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线，新建水泥熟料生产线须严格按照“等量或减量淘汰”原则执行。
2. 投资新建生产线的企业应是在国内大陆地区现有从事生产经营的水泥企业。
3. 投资水泥项目自有资本金的比例不得低于项目总投资的 35%。
4. 单线建设要达到日产 4000 吨级水泥熟料规模，落后地区可放宽至 2000 吨级。
5. 新建线要配置纯低温余热发电，有可供开采 30 年以上的水泥用灰岩资源保证。

对此，我们的观点如下：

平安观点：

- **政策略有放松，但效果不减。**该“条件”要求的人均新型干法产能 900kg 以上省份停建新线、新建项目自有资金比例 35%、单线规模 4000 吨等，与之前公布的征求意见稿相比，略有放松。我们认为，水泥需求地区差异较大，标准略有放松只是为了在各地执行过程中留有余地，中长期来看，新建产能增速持续下降、到 2012 年有效新增产能可能出现负增长的预期并未改变。特别是新型干法产能占比比较高的华东、华南和华北地区，明年产能出现负增长的概率较大。
- **“垃圾焚烧”可能成为未来亮点。**“条件”鼓励对现有水泥（熟料）生产线进行低温余热发电、粉磨系统节能、变频调速和以消纳城市生活垃圾、污泥、工业废弃物可替代原料、燃料等节能减排的技术改造投资项目。我们认为，以水泥窑焚烧垃圾为主要手段的城市垃圾处理技术，可能在十二五期间成为行业重点发展的方向，其中涉及的水泥企业、装备制造和处理技术等领域将出现投资机会。目前海螺水泥、华新水泥已经开始在垃圾处理方面进行尝试。
- **水泥价格持续上涨可能性大。**边际供求关系是决定水泥价格的主要因素。在水泥需求仍保持增长（尽管增速将下滑）、新增有效产能可能出现零增长或负增长的预期下，水泥价格将持续上涨。而这种上涨主要是由供给的持续减少而引起的，并不受需求增速下滑的影响。在水泥供求关系逐渐改善的过程中，实际产能利用率已接近理论值，供求处于微妙平衡状态，价格对边际供求差更加敏感。

- **水泥行业整合和并购重组时机已到。**我们认为，在“内忧”+“外患”双重压力之下，上市公司之间或上市公司与非上市公司之间的并购将成为水泥行业未来 2~3 年的主旋律。“内忧”：在提高行业集中度目标和严控新建产能新规的推动下，并购是大企业扩大产能、实现行业整合的唯一途径。“外患”：十二五央企数量缩减，水泥是逃避不了的整合对象。我们猜测，到十二五末期，可能出现水泥行业超级航母。
- **水泥政策第一波，或拉开行情序幕。**在“条件”之后，我们预期 2011 年还将出台水泥行业十二五规划和建材下乡实施细则。在市场普遍预期行业景气度提升的背景下，政策的出台或成为股价的催化剂，将本应反应水泥价格上涨的趋势性机会提前。目前水泥股 2011 年动态 PE 估值普遍接近今年低点，我们乐观预测，目前价位将对未来 1 年形成支撑，水泥股的大行情或将就此拉开序幕。
- **行业进入上行通道，维持对水泥行业“强烈推荐”的投资评级。**水泥股估值中枢上移和业绩有超预期可能，使行业进入上行通道，获得超额收益可能性增大。我们认为，行业基本面持续改善和并购重组预期增强，提升了水泥行业整体的估值中枢。而一季度淡季不淡、四季度水泥价格可能超预期上涨，明后年水泥企业业绩超预期可能性较大。因此，我们维持自 2011 年度策略报告以来对水泥行业“强烈推荐”的投资评级，个股首推核心区域产能明年可能负增长的海螺水泥、冀东水泥。

图表 1：主要水泥企业盈利预测和投资评级

股票名称	股票代码	股票价格 2010-11-18	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
海螺水泥	600585.SH	26.60	1.00	1.36	1.83	2.46	26.5	19.5	14.5	10.8	强烈推荐
冀东水泥	000401.SZ	20.97	0.81	1.22	1.61	1.97	25.8	17.2	13.0	10.6	强烈推荐
天山股份	000877.SZ	26.85	0.90	1.07	1.42	2.02	29.8	25.2	18.9	13.3	推荐
青松建化	600425.SH	23.85	0.43	0.72	1.18	1.42	55.2	32.9	20.2	16.8	推荐

资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257