

2010-12-01

证券研究报告

行业研究/行业观点

建筑材料

增持/维持评级

分析师

周煊

SAC 执业证书编号:s1000206090080

(0755)8249 2072

zhouhuan@lhq.com

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

baoyx@lhq.com

相关研究

建材行业周报（10 年第 30 期）

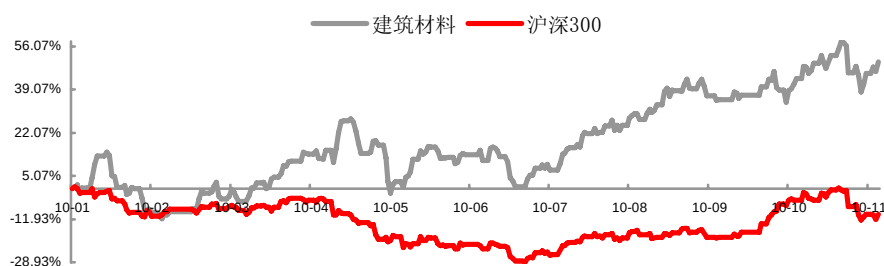
2010/11/25

价格“高位再平衡”拉动海螺水泥明年业绩超预期

- 自 7 月份开始的华东、华南、华北大面积限电，在短时间内供给大幅收缩，造成三季度水泥价格跳涨；进入 10 月份，大部分省份供电逐渐恢复，华东为代表的市场价格仍屡创新高。我们判断，2011 年恢复供电后华东水泥市场价格将有所回落，但幅度及斜率或好于此前预期，或将高位再平衡，带来 2011 年海螺水泥（600585）业绩超预期。判断的依据如下：

- 供需格局乐观：**华东区域新增产能规模较小：预计 2010 - 2011 年分别新增产能 3000 万和 1000 万吨，合计仅占 2010 年产量（约 6.25 亿吨）的 6.4% 左右，2012 年或没有新线投产。需求方面保持稳步增长，截止 10 月份华东水泥产量增幅为 5.6%，我们判断明年华东水泥需求情况依然不差：从该区域工程公司目前采购原材料情况看，明年基建投资仍将维持今年水平；对于房地产投资，没有必要过于悲观 - 经我们测算保障房建设力度的加大将有效弥补商品房投资可能的下滑；另外“建材下乡”或将带来农村水泥需求的增量。由此华东市场明年供需形势较为乐观。
 - 市场整合初现成效下的大企业协同：**我们观察到，在华东市场，随着以中建材为代表的大企业不断收购兼并，水泥行业集中度不断提高，协同效应愈发显现。09 年下半年企业的联手涨价曾带来利润增长，今年限电导致的价格飙升也极有可能有企业协同的影响。我们判断，在明年华东供需基本平衡的格局下，高回报将驱动协同效应继续体现。因此，明年即便供电全部恢复，市场价格也不会大幅回落，或将于高位形成再平衡。
- 明年价格回落有限，2012 年趋势向上：就区域而言，7 月至今，高标号水泥上海、南京、杭州等涨幅在 200 元/吨左右，中部市场（长沙）涨幅 110 元/吨左右，南部广州附近市场价格变化较小。我们测算，截至目前海螺华东、华中水泥出厂价格提升幅度分别在 100 元/吨、40 元/吨，达到 320 元/吨（华东）、255 元/吨（中部），华东吨毛利均站上 100 元大关。2011 年，即便是供给缺口逐渐填补情况下，上述原因将导致水泥价格难以调回原位。2012 年由于没有新线投产，供给缺口或将再次出现，价格

最近 52 周行业表现



趋势向上。预计 2011 年华东、中部市场价分别下降 100 元/吨（回到 400 元/吨）、50 元/吨（回到 340—350 元/吨）；海螺水泥平均出厂价格分别回落 50 元/吨、25 元/吨；综合出厂不含税均价在 246 元/吨左右（水泥和熟料综合，对比 2010 年前三季度约为 223 元/吨，10 月份约 270 元/吨），毛利率约为 32.4%。

- **上调海螺水泥（600585）评级至“买入”：**我们上调公司 2010—2012 年 EPS 至 1.58、2.42 和 3.02 元，目前股价 26.78 元，对应 2011—2012 年 PE 为 11.07 和 8.87 倍，估值较低，上调评级至“买入”。
- **上调华新水泥（600801）评级至“增持”：**公司 09 年吨毛利 53 元/吨左右，7 月至今武汉市场价格涨幅达到 50 元/吨，若明年价格不出现大幅回落的情况下，公司业绩改善的幅度将较大。另外，目前公司完成了对湖北三源水泥和房县钻石水泥的收购，迈出了整合湖北市场的第一步，未来湖北市场或将复制华东市场集中度提高—协同提价的发展模式，预计 2011—2012 年的盈利预测有超预期可能，上调评级至“增持”。
- **维持对水泥行业“增持”评级。**前期受系统风险影响股价下跌，但基本面的良好预期使得估值有修复动力，可考虑受益于区域需求旺盛、限电涨价及并购整合实力较强的优势品种。目前我们重点推荐排序为：海螺水泥、华新水泥、太行水泥（金隅股份）、天山股份、青松建化、塔牌集团、祁连山。

表格 1：盈利预测表

证券简称	股价(2010-11-30)	EPS				PE		
		2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
海螺水泥	26.78	2.01	1.58	2.42	3.02	16.95	11.07	8.87
华新水泥	24.92	1.24	0.66	1.43	1.83	37.76	17.43	13.62
太行水泥	13.06	0.2	0.69	0.88	1.07	18.93	14.84	12.21
天山股份	27.26	1.12	1.30	2.00	2.73	20.97	13.63	9.99
青松建化	23.34	0.56	0.65	1.10	1.65	35.91	21.22	14.15
塔牌集团	16.22	0.54	0.78	1.03	1.2	20.79	15.75	13.52
祁连山	17.53	0.86	1.21	1.61	2.05	14.49	10.89	8.55

（注：冀东水泥 2011 年起 EPS 按增发 1.35 亿股后股本计算，太行水泥 2010 年按照金隅股份吸收合并后计算）

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

风险提示

能源（动力煤）价格的超预期大幅上涨或将导致水泥企业盈利水平低于我们预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn