



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 15 日

建材

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080004

guanxue@cicc.com.cn

水泥股迎来春天

建材水泥行业 2011 年度策略

投资提示:

2011 至 2012 年水泥行业供应短缺。受到 2009 年 9 月 30 日限产政策的影响,水泥行业固定资产投资将连续 2-3 年下降。预计 2011 年和 2012 年行业有效产能分别增长 4%和 3%, 2011 年和 2012 年需求分别增长 7.1%和 4.4%, 分别出现供应短缺 2400 万吨和 3400 万吨。

行业结构和企业行为变革,水泥价格和行业盈利能力整体上移。随着落后产能加快淘汰和行业加速整合,预计 2012 年新型干法产能占比提高至 85%,前十大企业熟料产能占比提高至 50-60%。华东、华南和华北大企业集团已经形成,企业竞争行为从过去低价竞争转化为理性协同。我们认为,今年 4 季度价格的大幅提高不是偶然外因导致的,而是内因(供应缩减、行业结构和企业行为发生质变)和外因(节能减排限电、需求旺盛)的共同作用。我们认为明后年水泥企业吨毛利、吨净利和 ROE 水平将整体上移,达到甚至超过历史最好水平。

目前市场对水泥板块的疑虑主要有三个方面:1) 2011 年宏观调控年,水泥需求增长存在不确定性。但我们认为,明年政府在加大货币政策力度的同时财政政策表现将更为积极,保障房、高铁以及水利水电投资将增大。2) 担心明年一季度水泥价格会从高位大幅回落。我们认为,由于行业结构和企业行为发生了变化,企业对区域市场(尤其是华东和华南市场)价格掌控力增强,价格环比下跌幅度将小于市场担忧,这意味着明年一季度业绩将同比大幅增长。3) 担心明年或者后年的某个时候政府放开水泥限批政策。我们认为,政府放开限批政策会有原则、有选择的放开,回到 2009 年之前的审批状态的可能性很小。

投资建议:

买入水泥股。未来逐季业绩超出预期将成为股价上升推动力。春节前后为水泥消费淡季,水泥价格将有所调整,如果股价因此调整,将成为更好的买入机会。当前水泥板块 2011 年和 2012 年 A 股平均估值 13.9x 和 11x, H 股平均估值 11.2x 和 9.5x,我们认为水泥板块 2011 年合理市盈率区间为 15x-20x。

A 股重点推荐海螺水泥、天山股份、华新水泥和冀东水泥,关注赛马实业和祁连山。H 股重点推荐中国建材和海螺水泥。在我们未覆盖的股票中,重点关注福建水泥、塔牌集团、巢东股份、江西水泥等华东华南二线水泥股, H 股可重点关注华润水泥、亚洲水泥、山水水泥等华东华中水泥股。

1) 海螺水泥:上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.60 元, 2.3 元和 2.8 元, 2011 和 2012 年 A 股市盈率 13.4x 和 11x, 处于板块偏低水平。H 股市盈率 12.6x 和 10.4x, **上调 H 股目标价至 45 元**, 对应 2011 年 16x 市盈率。**2) 中国建材:**上调公司 2010-2012 年每股收益至人民币 1.45 元, 1.84 元和 2.23 元。当前股价对应 2011 和 2012 年 H 股市盈率 7.9x 和 6.5x, **上调目标价至 25 元**, 对应 2011 年 11x 市盈率。**3) 天山股份:**上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.57 元, 2.4 元和 3.04 元。2011 和 2012 年 A 股市盈率 12.3x 和 9.7x, 处于板块偏低水平。**4) 华新水泥:**上调公司 2010-2012 年每股收益至 0.8 元, 2.2 元和 2.55 元, 2011 和 2012 年 A 股市盈率 14.5x 和 12.5x。**5) 冀东水泥:**上调公司 2011-2012 年每股收益至 1.77 元和 2.1 元, 2011 和 2012 年 A 股市盈率 13.9x 和 11.7x。

风险:

明年一季度价格超预期大幅下跌; 2011 年下半年发改委对新线审批放开, 且放开的程度超出市场预期。

目录

2011-2012 年水泥行业供应短缺	4
预计 2011 年水泥需求增长 7.1%.....	4
预计 2011 年水泥总产能增长 4%.....	5
华东和中部供需情况较其他区域更好.....	6
2012 年供给将更加紧张.....	7
行业结构和企业行为变革	8
2012 年，前十大企业占有率 45%.....	8
华东、华南、华北和华中区域大企业集团已经形成.....	9
企业行为变革.....	11
行业盈利能力整体上移	12
2011-2012 年水泥价格上一个台阶.....	12
企业吨毛利/吨净利/ROE 上一个台阶.....	15
估值与投资建议	16
2011 年合理市盈率区间 15x-20x.....	16
A 股推荐海螺水泥、天山股份、华新水泥和冀东水泥，H 股推荐中国建材和海螺水泥.....	17
海螺水泥 (600585.CH)：推荐	19
中国建材 (3323.HK)：推荐	21
天山股份 (000877.CH)：推荐	23
华新水泥 (600801.CH)：上调至推荐	25
冀东水泥 (000401.CH)：上调至推荐	27

图表目录

图表 1：水泥供需平衡测算表.....	4
图表 2：水泥需求下游增长预测.....	5
图表 3：乐观情境下水泥下游需求：考虑保障房、高铁、水利、水电投资超出现有预期.....	5
图表 4：水泥行业固定资产投资显著下降.....	6
图表 5：水泥总产能和新型干法产能增速均放缓.....	6
图表 6：2011 年水泥新增新型干法熟料产能区域分布.....	7
图表 7：2011 年水泥新增新型干法水泥产能分省从大到小排序.....	7
图表 8：2011 年各区域价格走势.....	7
图表 9：2012 年全国前十大水泥企业及其产能占比.....	8
图表 10：2007-2010 年主要企业兼并收购.....	8
图表 11：2012 年主要区域大企业集团及其市场占有率一览.....	9
图表 12：2009 年 9 月以来水泥行业淘汰落后产能、限制新产能以及鼓励兼并重组相关政策一览.....	10
图表 13：2011 年华东、华中、华南和华北地区价格上一个台阶.....	13
图表 14：各区域水泥价格走势.....	14
图表 15：海螺、华新和冀东吨毛利、吨净利和 ROE.....	15
图表 16：前两次景气周期中，海螺水泥跑赢大盘.....	16
图表 17：海螺水泥 A 股和 H 股 PE BAND.....	16
图表 18：中金覆盖公司投资建议表.....	17
图表 19：可比公司估值表.....	18
图表 20：海螺水泥盈利预测及其主要假设调整.....	20
图表 21：海螺水泥财务指标摘要.....	20
图表 22：海螺水泥历史 P/E 和 P/B.....	20
图表 23：中国建材盈利预测及其主要假设调整.....	22
图表 24：中国建材财务指标摘要.....	22
图表 25：中国建材历史 P/E 和 P/B.....	22
图表 26：天山股份盈利预测及其主要假设.....	24
图表 27：天山股份财务指标摘要.....	24
图表 28：天山股份历史 P/E 和 P/B.....	24
图表 29：华新水泥盈利预测及其主要假设.....	26

图表 30: 华新水泥财务指标摘要.....	26
图表 31: 华新水泥历史 P/E 和 P/B	26
图表 32: 冀东水泥盈利预测及其主要假设.....	28
图表 33: 冀东水泥财务指标摘要.....	28
图表 34: 冀东水泥历史 P/E 和 P/B	28

2011-2012 年水泥行业供应短缺

受到 2009 年 9 月 30 日限产政策的影响，水泥行业固定资产投资将连续 2-3 年下降，2011 年和 2012 年行业年底产能分别增长 4% 和 3%。需求在我们的基本假设下，2011 年和 2012 年分别增长 7.1% 和 4.4%，需求的预期已经较充分考虑了房地产投资的放缓。2011 年出现供应缺口 2400 万吨，2012 年供应缺口 3400 万吨。

图表 1：水泥供需平衡测算表

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水泥产量	97,000	106,400	123,500	135,412	138,800	163,725	184,184	194,378	202,045
+/- %	12.5%	9.7%	16.1%	9.6%	2.5%	18.0%	12.5%	5.5%	3.9%
水泥国内供给量	96,298	104,184	119,887	132,111	136,258	162,161	183,090	194,378	202,045
+/- %	12.4%	8.2%	15.1%	10.2%	3.1%	19.0%	12.9%	6.2%	3.9%
水泥消费量	96,298	104,184	119,887	132,111	136,258	162,161	183,729	196,773	205,431
	12.4%	8.2%	15.1%	10.2%	3.1%	19.0%	13.3%	7.1%	4.4%
过剩（短缺）							(639)	(2,395)	(3,386)
水泥总产能	125,000	135,080	141,037	146,966	160,278	182,096	200,685	208,638	214,805
+/- %	13.1%	8.1%	4.4%	4.2%	9.1%	13.6%	10.2%	4.0%	3.0%
新型干法产能	42,800	56,080	67,037	78,966	98,278	127,496	154,085	170,038	181,205
新型干法产能占比	34%	42%	48%	54%	61%	70%	77%	81%	84%
产能利用率	78%	79%	88%	92%	87%	90%	92%	93%	94%

资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

预计 2011 年水泥需求增长 7.1%

2011 年，预计水泥需求增速 7.1%，较 2010 年放缓 6.2 个百分点，新增水泥需求 1.3 亿。房地产投资和基建投资在 2011 年均将放缓。根据我们模型的测算，城镇房屋水泥需求增速和基建水泥需求增速将分别放缓至 5% 和 4.4%。

但是我们也注意到，国家“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大，投资有可能超出我们现有预测。因此，我们测算了在乐观情景下的水泥需求。结果显示，乐观情景下，2011-2012 年水泥需求增速将达到 8.3% 和 5.3%。

- ▶ 2010 年房地产调控在 2011 年奏效。2010 年 4 月至今，国家连续出台政策调控房地产行业。房地产投资累计增速在 5 月见顶后，已经连续 5 个月下降，预计 12 月至明年 3 月施工淡季期间，增速将进一步下降。预计 2011 年城镇房屋中商品房水泥需求仅增长 1.5%，该增长与 08 年水平相当。
- ▶ 保守预计保障房等政策性住房水泥需求增长 30%。国家近期公布 2011 年将建设保障房 1000 万套，大幅高出 2010 年的 580 万套。考虑到保障房投资受地方财政以及房地产商积极性影响较大，进度有一定不确定性，保守预计 2011 年保障房拉动水泥需求增长 30%。
- ▶ 铁路和公路投资增速下降，但高铁和水利投资可能超出预期。经历了 2008-2010 年三年平均 53% 的高增长，预计 2011 年铁路计划投资 7500 亿，完成投资 7000 亿，预计 2011 年公路完成投资 9500 亿。两项投资增长的放缓导致基建水泥需求增速从 2010 年的 14.9% 下降至 4.4%。但是，国家近期出台多项政策鼓励支持高铁、水利、水电建设投资。此三项 2010 年占水泥需求比重分别为 3.3%、1.1% 和 1%，如果明后年这些基建能够如期实现快速增长，水泥总需求增长将超出我们现有预期。
- ▶ 预计农村建设水泥需求将保持 10% 以上的较快增长。受到国家新农村建设、农村水利投资加大、建材下乡等多项惠农政策支持，农村基建和房屋水泥需求增速放缓的风险较小，预计 2011 年分别增长 15% 和 12%。

2012 年，预计水泥需求将进一步放缓至 4.4%，新增水泥需求约 8500 万吨。农村建设和城市保障房建设仍保持较快增长，房地产投资增速小幅恢复，但是基建投资进一步下降。

图表 2: 水泥需求下游增长预测

(万吨)	2009	2010E	2011E	2012E	FY09/FY08 (+/-%)	FY10/FY09 (+/-%)	FY11/FY10 (+/-%)	FY12/FY11 (+/-%)
城镇房屋	49,762	55,394	58,183	61,820	7.4%	11.3%	5.0%	6.3%
居住建筑	26,977	30,990	33,078	35,811	10.8%	14.9%	6.7%	8.3%
商品房	22,998	25,298	25,677	26,191	4.0%	10.0%	1.5%	2.0%
经济适用房、廉租房及其他保障性住房	3,979	5,692	7,400	9,620	78.0%	43.1%	30.0%	30.0%
城镇商业建筑及工业建筑	15,973	17,251	17,596	18,124	3.0%	8.0%	2.0%	3.0%
基础设施建设	67,435	77,484	80,892	80,517	32.3%	14.9%	4.4%	-0.5%
高速铁路	4,836	6,045	7,053	7,476	60.7%	25.0%	16.7%	6.0%
水利建设	1,578	2,098	2,728	3,410	25.0%	33.0%	30.0%	25.0%
水电建设	1,522	1,751	1,926	2,118	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
农村建设	39,284	43,999	49,592	54,226	16.9%	12.0%	12.7%	9.3%
农村住宅及农业建筑	8,044	8,849	10,176	11,194	5.4%	10.0%	15.0%	10.0%
农村基础设施建设(含二级以下公路)	31,240	35,151	39,416	43,033	20.2%	12.5%	12.1%	9.2%
全国水泥需求量合计	162,161	183,693	196,711	205,331	19.0%	13.3%	7.1%	4.4%

资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

图表 3: 乐观情境下水泥下游需求: 考虑保障房、高铁、水利、水电投资超出现有预期

(万吨)	2009	2010E	2011E	2012E	FY09/FY08 (+/-%)	FY10/FY09 (+/-%)	FY11/FY10 (+/-%)	FY12/FY11 (+/-%)
城镇房屋	49,762	55,394	59,322	64,154	7.4%	11.3%	7.1%	8.1%
居住建筑	26,977	30,990	34,216	38,145	10.8%	14.9%	10.4%	11.5%
商品房	22,998	25,298	25,677	26,191	4.0%	10.0%	1.5%	2.0%
经济适用房、廉租房及其他保障性住房	3,979	5,692	8,539	11,954	78.0%	43.1%	50.0%	40.0%
城镇商业建筑及工业建筑	15,973	17,251	17,596	18,124	3.0%	8.0%	2.0%	3.0%
基础设施建设	67,435	77,533	81,782	82,031	32.3%	15.0%	5.5%	0.3%
高速铁路	4,836	6,045	7,557	8,312	60.7%	25.0%	25.0%	10.0%
水利建设	1,578	2,098	2,728	3,410	25.0%	33.0%	30.0%	25.0%
水电建设	1,522	1,751	2,188	2,626	15.0%	15.0%	25.0%	20.0%
农村建设	39,284	43,999	49,830	54,531	16.9%	12.0%	13.3%	9.4%
农村住宅及农业建筑	8,044	8,849	10,249	11,320	5.4%	10.0%	15.8%	10.4%
农村基础设施建设(含二级以下公路)	31,240	35,151	39,581	43,211	20.2%	12.5%	12.6%	9.2%
全国水泥需求量合计	162,161	183,742	198,977	209,484	19.0%	13.3%	8.3%	5.3%

资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

预计 2011 年水泥总产能增长 4%

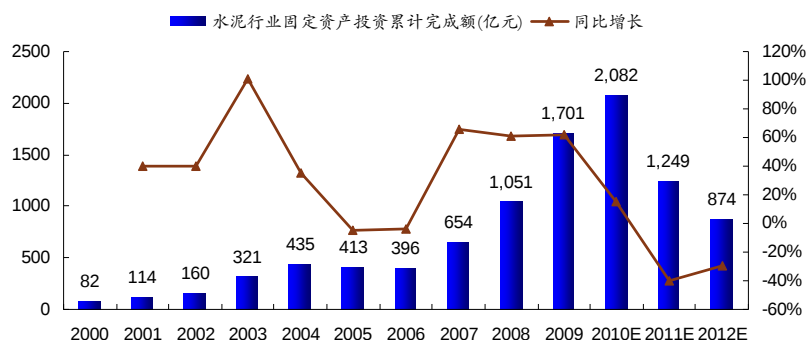
预计 2011 年新型干法产能增长 10.3%，新增 1.6 亿吨。按照水泥生产线 12-18 个月建设期，我们统计了 2009 年 6 月至 2010 年 8 月新开工产能，共有 63 条生产线，熟料总产能 9500 万吨，水泥总产能 1.24 亿吨，这些产能将在 2011 年投产。出于审慎原则，考虑到小部分生产线没有纳入统计，预计 2011 年新增新型干法产能 1.6 亿吨。

下半年供应更为紧张。分上下半年来看，我们统计到的 9500 万吨熟料产能中有 6500 万吨将于 2011 年上半年投产，3000 万吨于下半年投产。

预计 2011 年淘汰落后产能 8000 万吨。依据工信部对水泥行业落后产能淘汰的要求，2010 年至 2012 年淘汰落后产能 3 亿吨，年均淘汰 1 亿吨。考虑到可能的重复计算以及明年偏紧的供需关系，审慎预计 2011 年淘汰落后产能 8000 万吨。

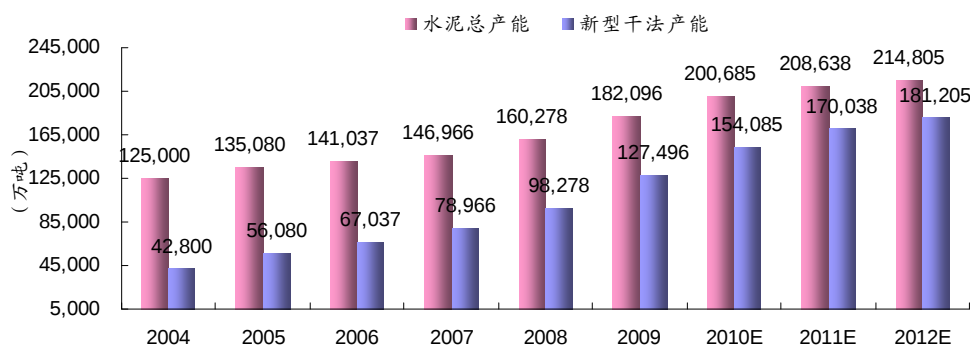
预计 2011 年水泥供不应求，缺口 2400 万吨。2011 年新增水泥需求 1.3 亿吨，新增水泥供给（产量）1.13 亿吨。由于下半年是需求旺季，一般占全年需求量的 60%，而明年下半年投产产能为全年投产产能的 32%，因此下半年供需情况继续改善。

图表 4：水泥行业固定资产投资显著下降



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 5：水泥总产能和新型干法产能增速均放缓



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

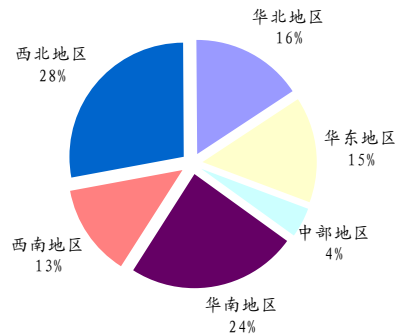
华东和中部供需情况较其他区域更好

2011 年，新增水泥产能 1.6 亿吨按区域分布来看，华东和中部较小，西北、华南和华北较大。分省来看，新疆因进入快速发展阶段且不受限批政策约束，新增产能较多，但我们认为新疆 2011 年需求旺盛，仍将供不应求。除新疆外，广东和广西增长较多，其中 90%由华润水泥一家贡献。

分区域来看，所有区域均显示出供需好转，因此 2011 年水泥价格总体趋势向上。供需平衡转换最剧烈的区域也是价格和业绩弹性最大的区域，华东和中部应属此列。

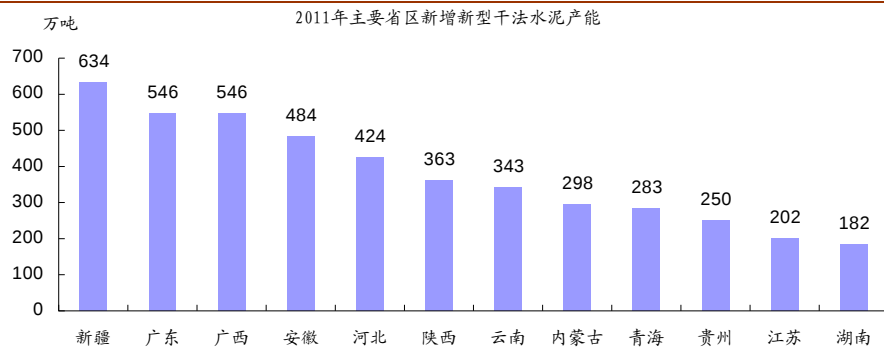
图表 6: 2011 年水泥新增新型干法熟料产能区域分布

2011年水泥新增新型干法熟料产能区域分布



资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

图表 7: 2011 年水泥新增新型干法水泥产能分省从大到小排序



资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

图表 8: 2011 年各区域价格走势

	是否存在 供给缺口	2010年上半年主流 品种市场流通均价	2010年7-11月主流品 种市场流通均价	2010年12月上半月主 流品种市场流通均价	2011年价 格趋势	2011年均价涨 幅预测
华东	是	296	345	512	向上	20%
中部	是	290	304	412	向上	15%
西南	是	371	305	335	向上	15%
华北	是	336	354	410	向上	8%
华南	是	379	410	454	向上	9%
西北 (不含新疆)	不明显	395	399	390	平稳	0%
新疆	是	425	474	465	向上	8%

资料来源: 中金公司研究部

2012 年供给将更加紧张

2012 年, 预计新增新型干法水泥产能 1.1 亿吨, 淘汰落后产能 5000 万吨, 总产能增长 3%, 水泥产量增长 3.9%。2012 年新增水泥产能较少, 而按照发改委要求应当淘汰 1 亿吨, 如此计算, 2012 年水泥总产能将下降, 供应将出现很大缺口。因此, 我们审慎估计 2012 年淘汰落后产能, 预计为 5000 万吨。

需求方面, 预计城镇房屋、基建和农村建设分别增长 6.3%、-0.5%和 9.3%, 总需求预计为增长 4.4%。我们认为, 2012 年供需缺口较 2011 年进一步扩大, 达到 3400 万吨。

行业结构和企业行为变革

2012 年，前十大企业占有率 45%

2011-2012 年，水泥行业兼并重组将大规模展开，市场集中度将获得实质性提高。2010 年，前十大企业水泥和熟料产能市场占有率分别为 28%和 36%。我们预计 2012 年前十大企业水泥产能市场占有率将提高至 45%，熟料产能市场占有率有望提高至 50-60%。

- ▶ 国家政策支持行业结构调整。从 2009 年 9 月以来，国家发改委、工信部等部委以前所未有的力度多次出台政策调整水泥产业结构，内容涉及加快落后产能淘汰、限批新产能防范产能过剩等。落后产能从 2008 年的 6.2 亿吨下降至 2010 年的 4.6 亿吨，新干比例从 61%提高至 77%，预计 2012 年将提高至 85%。限批政策实行后，水泥行业固定资产投资从 07-09 年 60%的年增长降至 2010 年 10 月的 8%，预计明后两年将大幅下降。
- ▶ 进一步提高产业集中度和落实节能减排将成为“十二五”期间我国水泥工业发展的主线，其主要方法就是推进兼并重组和淘汰落后产能。水泥工业“十二五”规划草案已进入征求意见阶段，从已披露的内容显示，“十二五”期间，水泥工业的发展方向将不再是以新增生产能力为主导，而将转向深层次的产业结构调整和产业优化升级。
- ▶ 2011 年至 2012 年，兼并重组拉开大幕。过去 5 年来，由于行业产能没有限制，绝大多数企业扩大产能的首选方式仍然是新建，兼并收购不成为主流。只有中国建材和中材股份两家央企，为了响应国家产业政策的大方向，从 07 年开始兼并收购，目前已形成规模。我们认为，在限批政策的大背景之下，明后两年绝大多数企业的自建产能增长空间都显著缩小，兼并收购将成为企业唯一且受政策鼓励的扩产方式，水泥行业正式迈入兼并收购时代。

图表 9：2012 年全国前十大水泥企业及其产能占比

	(单位：万吨)	2012年
1	中国建材	25000
2	海螺水泥	18000
3	中材股份	10000
4	冀东水泥	8000
5	华润水泥	8000
6	山水水泥	6000
7	华新水泥	5000
8	金隅股份	5000
9	台湾水泥	4500
10	天瑞水泥	3000
前十大合计产能		92500
前十大市场份额		45%

资料来源：中金公司研究部

图表 10：2007-2010 年主要企业兼并收购

公司	区域	事件
海螺水泥	云南 四川等区域	收购100万吨产能 意向收购
中国建材	浙江 山东	已收购6000万吨产能 已收购1000万吨产能
中材股份	新疆 甘肃 宁夏	已收购天山股份，进一步在新疆寻求收购 已收购祁连山，进一步在甘肃青海寻求收购 已收购赛马实业，进一步在宁夏内蒙寻求收购
冀东水泥	陕西	收购秦岭水泥
华新水泥	湖北	收购湖北三家水泥，约300万吨产能；还有意向进行其他收购
华润水泥	广东 山西 福建	收购粤秀水泥 意向进行收购 收购300万吨产能
台泥股份	广东、广西	已经收购昌兴水泥1600万吨产能

资料来源：公开信息，中金公司研究部

华东、华南、华北和华中区域大企业集团已经形成

水泥行业由于其典型的区域性特征，区域市场集中度的提高将更有利于价格和盈利能力维持高水平。至 2012 年，华东、华南、华北和华中区域大企业集团将清晰的形成。由于兼并收购进程难以准确估计，我们保守预计明后两年大企业集团兼并收购产能。

- ▶ 海螺水泥和中国建材将引领华东水泥价格。2012 年，华东（江浙沪皖）前六大企业水泥产能占有率将达 67%，熟料产能占有率有望达到 70-80%。中国建材和海螺水泥作为最大的两家企业，从 2010 年开始合作限产保价，对稳定并提高市场价格起到重要作用。
- ▶ 广东和广西已经成为较其他地区更为成熟的水泥市场。2012 年，华南（广东和广西）前五大企业水泥产能占有率将达 71%，熟料产能占有率将达到 80% 以上。海螺水泥、华润水泥、台泥等为数不多的企业在 2008-2009 年就形成了对珠三角区域寡头垄断格局。随着明后年这一区域新增产能减少和市场整合深化，该区域企业盈利能力将进一步提高。
- ▶ 两大企业瓜分京津冀市场。2012 年，华北（京津冀）前两大企业水泥产能占有率将达 60%，熟料产能占有率有望达 70%。冀东水泥和金隅股份在京津冀将形成绝对优势，但我们认为这两家企业的销售和价格协同机制还有待提高。
- ▶ 湖北省市场集中度较高。2012 年，湖北前三大企业水泥产能占有率将达 70%，熟料产能占有率将达 80%。但是，三家企业之间的价格对话机制还不够畅通，合作有待提高。
- ▶ 西北地区同样是集中度较高的区域。我们认为西北地区（除新疆）经过明后两年产能的最后释放，区域盈利能力先波动后提升，最终能够保持在比较高的水平。新疆地区未来三年迎来基建大发展，快速释放的产能适应了快速增长的需求，盈利能力将维持在比较高的水平。
- ▶ 由于冀东水泥和海螺水泥有不少产能位于陕西省，该区域供需情况同样引起重视。我们认为随着海螺水泥礼泉 5000t/d 生产线明年开春释放产能对关中地区短期略有冲击后，明年将无新生产线投产，陕西也将供应紧张。

图表 11：2012 年主要区域大企业集团及其市场占有率一览

华东（江浙沪皖）		33000	华南（广东广西）		20000
	中国建材	8000		海螺水泥	3000
	海螺水泥	8500		华润水泥	6000
	红狮水泥	2000		台湾水泥	3000
	金峰水泥	2000		塔牌集团	1500
	中材股份	1000		中材股份	700
	盘固水泥	600			
前六大合计		22100	前五大合计		14200
华东前六大市场份额		67%	华南前五大市场份额		71%
华北（京津冀）		15000	华中（湖北）		9000
	冀东水泥	4000		华新水泥	3500
	金隅股份	5000		葛洲坝	2000
				亚东水泥	800
前两大合计		9000	前三大合计		6300
华北前两大市场份额		60%	华中前三大市场份额		70%
西北（新疆、甘肃、青海和宁夏）		11100	陕西		7000
	天山股份（中材股份子公司）	3000		冀东水泥	2000
	祁连山（中材股份子公司）	2500		海螺水泥	800
	赛马实业（中材股份子公司）	2000		西部水泥	1500
	青松建化（新疆）	1200		声威水泥	600
	瀛海建材（宁夏）	600			
前五大合计		9300	前四大合计		4900
西北前五大市场份额		84%	陕西前四大市场份额		70%

资料来源：公开信息，中金公司研究部

图表 12：2009 年 9 月以来水泥行业淘汰落后产能、限制新产能以及鼓励兼并重组相关政策一览

文号	政策名称	颁布部门	实施时间	核心内容
工原[2010]第127号	《水泥行业准入条件》	工信部	2011-1-1	1) 对新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上应停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。2) 新建水泥（熟料）生产线要采用新型干法生产工艺。单线建设要达到日产4000吨级水泥熟料规模，经济欠发达、交通不便、市场容量有限的边远地区单线最低规模不得小于日产2000吨级水泥熟料（利用电石渣生产水泥熟料和特种水泥生产除外）。3) 鼓励现有水泥（熟料）企业兼并重组，支持不以新增产能为目的的技术改造项目。4) 投资水泥（熟料）新、改、扩、迁建项目自有资本金的比例不得低于项目总投资的35%。
	关于开展推动建材下乡试点的通知	住房和城乡建设部、发改委、工信部等六部委	2010-9-29	在山东省、宁夏回族自治区(以下称试点省区)开展推动建材下乡试点，在试点期间，建材下乡以推动水泥产品下乡为主；
国发[2010]27号	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》	国务院	2010-8-28	1) 消除企业兼并重组的制度障碍：清理限制跨地区兼并重组的规定；理顺地区间利益分配关系；放宽民营资本的市场准入。2) 加强对企业兼并重组的引导和政策扶持：落实税收优惠政策；加强财政资金投入；加大金融支持力度；支持企业自主创新和技术进步；充分发挥资本市场推动企业重组的作用等；3) 改进对兼并重组的管理和服务；建立健全组织协调机制，加强对企业兼并重组工作的领导
发改价格[2010] 978号	《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》	发改委、电监局、能源局	2010-5-20	1) 取消对高耗能企业的用电价格优惠；2) 坚决制止各地自行出台的优惠电价措施；3) 加大差别电价政策实施力度，对超能耗产品实行惩罚性电价等，继续对水泥等8个行业实行差别电价政策，并进一步提高差别电价加价标准。
国发〔2010〕12号	国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知	国务院	2010-5-4	1) 加大淘汰落后产能力度，其中2010年关停淘汰落后水泥产能5000万吨；2) 严格控制“两高”和产能过剩行业新上项目；3) 加强电力、钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点行业节能减排管理，加大用先进适用技术改造传统产业的力度。
国发〔2010〕7号	国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知	国务院	2010-2-6	建材行业：2012年底前，淘汰窑径3.0米以下水泥机械化立窑生产线、窑径2.5米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径3.0米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能；淘汰平拉工艺平板玻璃生产线(含格法)等落后平板玻璃产能。各地区需加强钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、电解铝、氧化铝、铁合金、电石、焦炭、合成氨、氯碱等产能过剩或“两高”行业扩大产能类的固定资产投资项目节能评估和审查工作，把好能耗准入关，从源头控制能源浪费和盲目发展。各地区可根据当地产业发展实际，扩大节能评估和审查的范围。
工信部节〔2010〕135号	关于加强工业固定资产投资项目节能评估和审查工作的通知	工信部	2010-3-23	《财政部 国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税[2008]156号）的补充规定，对销售下列自产货物实行增值税即征即退的政策：采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料，下同）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于30%。
财税[2009]163号	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充的通知》	财政部 国家税务总局	2009-12-29	工业和信息化部将会同有关部门抓紧制定和发布《水泥行业准入条件》，进一步提高能源消耗、环境保护、资源综合利用等方面的准入门槛。二是配合有关部门做好对2009年9月30日前尚未开工的水泥项目的清理（具体要求见附件），并将清理结果和意见报送工业和信息化部，坚决停止违法违规项目建设，清理期间一律不得核准新的产能建设项目。要求抓紧制定2010-2012三年内彻底淘汰不符合产业政策和环保、能耗、质量、安全要求的落后水泥产能时间表。
工信部原[2009] 575号	《工信部：关于抑制产能过剩的通知》	工信部	2009-11-21	
发改办产业[2009]2351号	国家发展改革委办公厅关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知	发改委	2009-11-10	将对水泥现有在建项目和未开工项目进行清理：2009年9月30日前尚未投产的在建项目，已核准未开工项目（含水泥熟料线和粉磨站）。
工信厅原[2009]222号	关于报送水泥和平板玻璃淘汰落后产能2009年计划及三年计划的通知	工信部	2009-10-26	各地要抓紧制定三年内彻底淘汰不符合产业政策和环保、能耗、质量、安全要求的水泥和“平拉法”（合格法）平板玻璃落后产能时间表。为此，请各地按要求（详见附件）填报三年淘汰计划，并于11月底前报我部。
国发[2009] 38号	关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知	发改委、工信部等十部委	2009-9-26	2008年我国水泥产能18.7亿吨，其中新型干法水泥11亿吨，特种水泥与粉磨站产能2.7亿吨，落后产能约5亿吨，当年水泥产量14亿吨。目前在建水泥生产线418条，产能6.2亿吨，另外还有已核准尚未开工的生产线147条，产能2.1亿吨。这些产能全部建成后，水泥产能将达到27亿吨，市场需求仅为16亿吨，产能将严重过剩。严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对2009年9月30日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。各省（区、市）必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表。支持企业在现有生产线上进行余热发电、粉磨系统节能改造和处置工业废弃物、城市污泥及垃圾等。新项目水泥熟料烧成热耗要低于105公斤标煤/吨熟料，水泥综合电耗小于90千瓦时/吨水泥；石灰石储量服务年限必须满足30年以上；废气粉尘排放浓度小于50毫克/标准立方米。落后水泥产能比较多的省份，要加大对企业联合重组的支持力度，通过等量置换落后产能建设新线，推动淘汰落后工作。
工信厅原函[2009]579号	《关于利用水泥窑处理废弃物的复函》	工信部	2009-9-24	完善鼓励水泥窑处置与利用废弃物的相关产业政策，在正在修订的《水泥工业产业政策》中，进一步明确有关具体措施并商有关部门协同推进
原材料司函[2009]117号	水泥行业准入条件（征求意见稿）	工信部原材料司	2009-9-7	1) 对新型干法水泥比例已经高于70%的省份，每年新增水泥总量应控制在上年水泥总产量的10%以内。2) 水泥熟料年产能低于人均1000公斤的省份，新建水泥熟料项目必须严格按照“等量淘汰”的原则核准。3) 对水泥熟料年产能超过人均1000公斤的省份，必须停止核准新建水泥（熟料）生产线项目；4) 鼓励现有水泥企业间的重组联合。支持大企业中小企业并购重组后的改造投资；5) 投资水泥项目的业主，自有资本金的比例不得低于50%。6) 单线建设规模必须达到或超过日产5000吨级水泥熟料（利用电石渣生产水泥熟料除外）；人口密度小于100人/平方公里的边远省份可适度考虑单线建设规模日产2000吨级水泥熟料（特种水泥生产除外）。

资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

企业行为变革

2011-2012 年，水泥企业竞争行为和价格策略将发生拐点性的变化。企业行为从过去的“跑量至上”、低价竞争抢市场转化为控制产能利用率、理性维护市场价格。我们认为 2011-2012 年存在支持这一变化的三个条件，如下：

- ▶ 水泥供不应求。2011 年华东地区新增 3 条生产线，水泥产能约 600 万吨，新增产量占市场总量约 1.5%。水泥企业都清晰的看到了这一点，在供不应求的市场预期下，企业维护和提高价格的动力增强。
- ▶ 限批政策背景下，企业盈利增长将主要依靠价格提升。在政府严厉的限批政策下，无论大小企业均面临产能增长难题。2011-2012 年自建产能增速放缓已成定局。企业通过提高价格来提升吨产品盈利能力的意愿强烈。
- ▶ 市场集中度提高。如上节所述，华东（江浙沪皖）、华中（湖北）、华南（广东广西）、华北（京津冀）和西北等区域已经形成了大企业集团，前几家水泥产能占比达到 60%以上，熟料产能占比达到 70%以上。集中度较高的情况下，限产保价等措施成功实施的客观条件已经具备。

此外，对华东市场而言，海螺水泥竞争策略的改变将起到重要作用。长期以来，海螺水泥自建产能快速增长，同时其吨成本较竞争对手低 20-30 元，因此为了扩大市场占有率，海螺水泥多年来采用了低价竞争策略，这也是华东地区市场价格长期低迷的重要原因。2010 年以来，海螺产能增长速度开始放缓，2011 年和 2012 年将进一步放缓，从市场策略而言，低价策略对公司盈利增长已无益处。事实上，我们也看到了海螺竞争策略正在发生变化。在浙江，面对中国建材近几年在淡季发起的限产保价，海螺水泥从开始的观望转向了合作，两家企业从最初的互相竞争越来越多的转向了市场协同，公司管理层之间的默契正在深化。海螺水泥表示，控制产能利用率维护市场价格将是未来公司市场策略的更好选择。

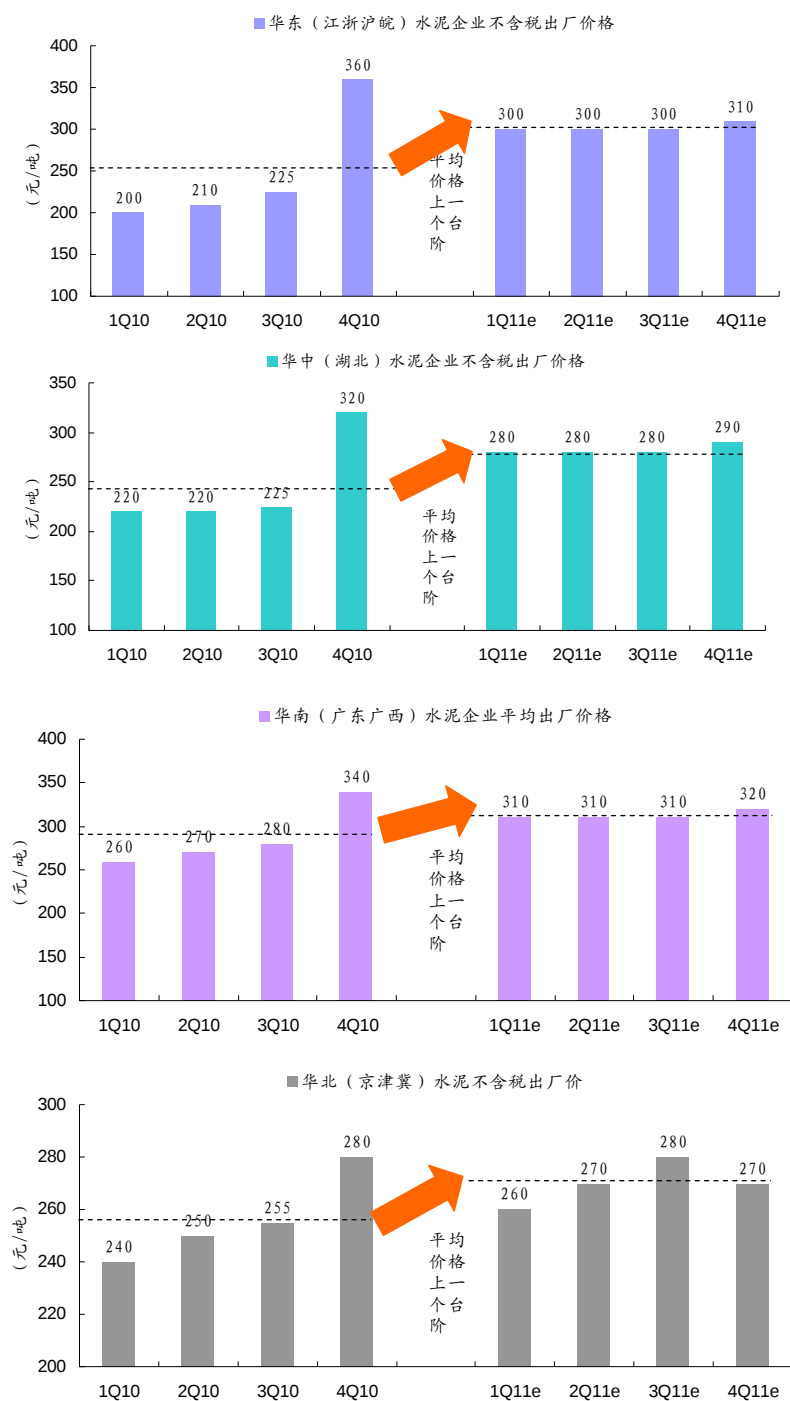
行业盈利能力整体上移

2011-2012 年水泥价格上一个台阶

2011-2012 年，水泥行业供不应求为全国大部分地区的基本情况，因此，水泥价格、吨毛利、吨净利和 ROE 的提高将是行业性的。我们覆盖的除了西北地区（不含新疆）的上市公司外，其它地区企业的盈利能力均将达到历史最好水平。不同的是，由于价格和盈利基数的原因，不同地区企业价格和盈利能力提升的幅度不同。我们认为从高到低依次为，华东、中部、华南、华北。以下内容我们分析了各区域 PC42.5 水泥不含税出厂价未来年的走势。

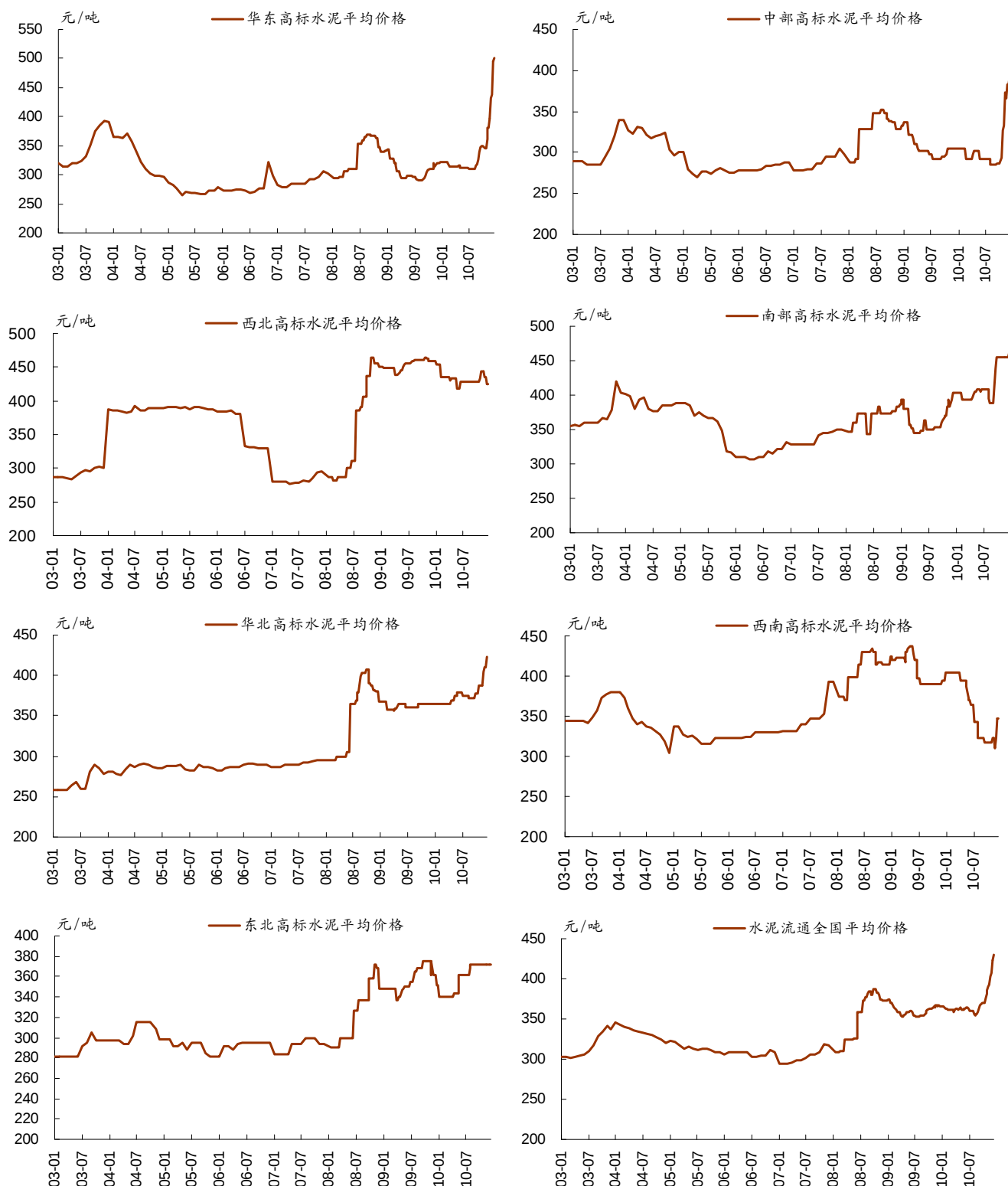
- ▶ 华东地区价格弹性最大，2011 年均价涨幅 20%。华东地区（江浙沪皖）水泥不含税出厂价格常年在 200 元左右，是全国水泥价格最低的区域，除海螺略有盈利外，其它企业经营性利润基本都在盈亏平衡线附近。今年 11 月，受到前期供应减少和后期需求旺盛拉动，不含税出厂价格目前已经接近 400 元。春节前后淡季期间，水泥价格将季节性回落。我们认为价格回落至 300 元的概率较大，较去年同期提高 100 元，即 50%。在最悲观的情景下，价格回落至 250 元，同比去年仍然提高 25%。由于一季度是一年内价格最低的时期，明年又将是供不应求的一年，因此我们认为华东地区 2011 年均价比 2010 年高出 30-50 元。
- ▶ 华中地区价格弹性居次，2011 年均价涨幅 15%。华中地区（湖北）水泥不含税出厂价今年 1-3 季度低迷，平均仅为 220 元，湖北省 1-3 季度水泥企业利润同比下降 90%。四季度，受到华东地区价格上涨带动以及区域需求旺盛，目前不含税出厂价格已经接近 350 元。春节前后淡季期间，水泥价格将季节性回落。我们认为价格回落至 280 元的概率较大，较去年同期提高 60 元，即 27%。在最悲观的情景下，价格回落至 250 元，同比去年仍然提高 14%。我们认为湖北地区 2011 均价比 2010 年高出 25-40 元。
- ▶ 华南地区 2011 年均价涨幅 9%。华南地区（广东广西）水泥不含税出厂价历史来看高于华东和华中，因此上升空间较前两者略小。今年 1-3 季度平均为 270 元。四季度，受到供给缩减和需求旺季拉动，目前不含税出厂价格已经接近 360 元。春节前后淡季期间，水泥价格将季节性回落。我们认为价格回落至 310 元的概率较大，较去年同期提高 50 元，即 19%。在最悲观的情景下，价格回落至 290 元，同比去年仍然提高 12%。我们认为两广地区 2011 年均价比 2010 年高出 20-30 元。
- ▶ 华北地区 2011 年均价涨幅 8%。华北地区（京津冀）相比于华东和华中地区，2011 年供给增长速度快一些。今年 1-3 季度平均为 250 元。四季度，受益于限产供给缩减，目前不含税出厂价格接近 300 元。春节前后淡季期间，水泥价格将季节性回落。我们认为价格回落至 260 元的概率较大，较去年同期提高 20 元，即 8%。我们认为京津冀 2011 年均价比 2010 年高出 20-30 元。

图表 13: 2011 年华东、华中、华南和华北地区价格上一个台阶



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 14：各区域水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

企业吨毛利/吨净利/ROE 上一个台阶

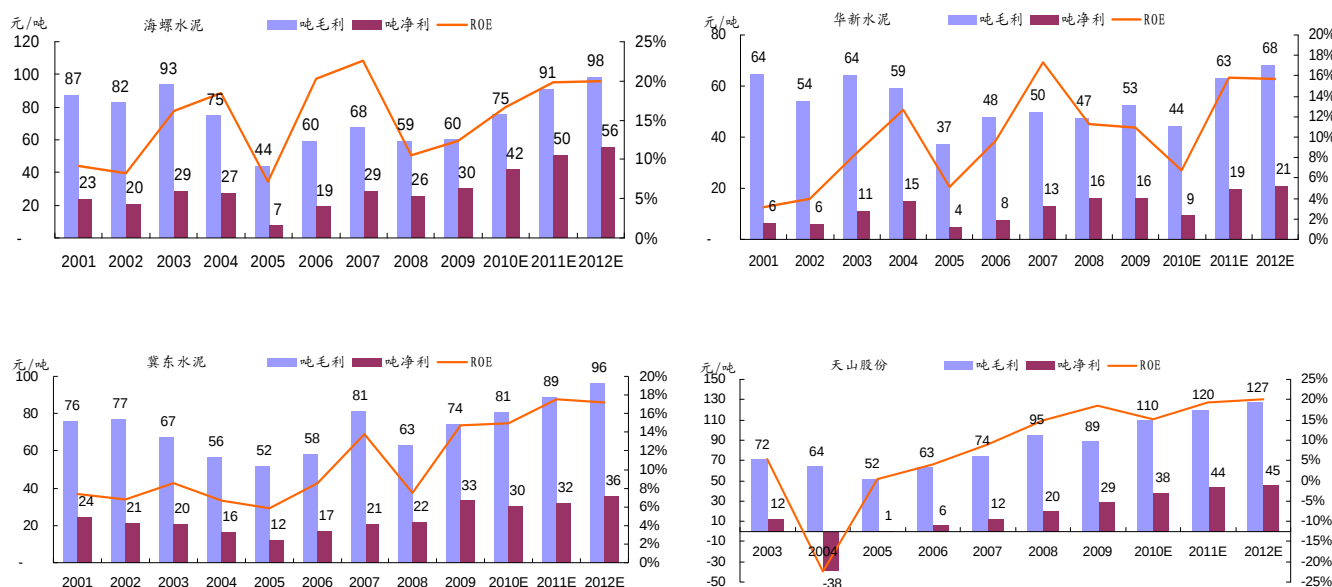
受到价格上升的带动，水泥企业吨产品盈利能力将获得显著提高。预计海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和天山股份等企业 2011-2012 年吨毛利、吨净利和 ROE 均达到或接近历史最好水平。

预计 2011-2012 年，海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和天山股份吨水泥毛利分别达到 90+元、60+元、89+元和 120+元。高出过去五年平均水平 40%、25%、25%和 60%，高出过去三年平均水平 38%、25%、23%和 39%。

预计 2011-2012 年，海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和天山股份吨水泥净利分别达到 50+元、18+元、32+元和 44+。高出过去五年平均水平 72%、50%、28%和 238%，高出过去三年平均水平 56%、28%、14%和 120%。

预计 2011-2012 年，海螺水泥、华新水泥、冀东水泥和天山股份的 ROE 分别达到 19+%、15+%、17+%和 19%+。高出过去五年平均水平 20%、34%、42%和 100%，高出过去三年平均水平 50%、54%、37%和 35%。

图表 15：海螺、华新和冀东吨毛利、吨净利和 ROE



资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与投资建议

2011 年合理市盈率区间 15x-20x

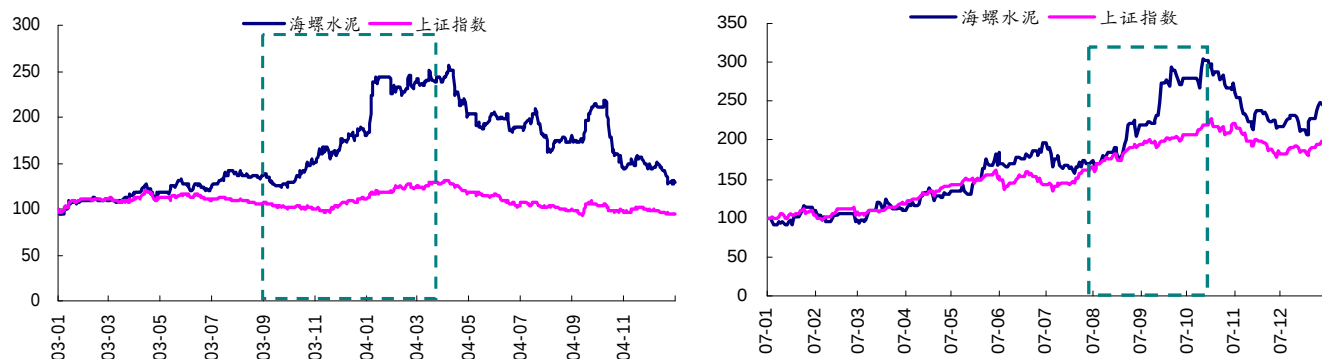
前两次景气上升周期中，水泥板块估值区间落在 15x-30x。03-04 年和 07 年是水泥行业两次景气上升周期，水泥股显示出盈利和估值齐升。在 03 年 9 月-04 年 4 月期间，以及 07 年 8 月-07 年 10 月期间，海螺水泥显著跑赢大盘，溢价幅度分别平均为 70% 和 22%。

2011-2012 年盈利能力获阶越式上升，估值下限不应低于 15x。05-06 和 08 年是水泥行业的两次景气低谷期，行业估值区间在 10x-15x。我们预计明后两年主要水泥企业的吨毛利/吨净利/ROE 将创出历史新高，因此我们认为行业估值下限不应当低于 15x。

与前两次景气周期相比，2011-2012 年水泥行业成长性不足。我们认为，2011-2012 年水泥行业估值区间中枢应当从前两轮景气上升周期的 23x 下移至 18x。随着中国经济的转型，投资增速逐步放缓大势所趋，水泥需求长期来看进入减速通道。我们预计 2011 年和 2012 年水泥需求分别增长 7.1% 和 4.4%，低于过去 5 年平均 10% 的增长。由于落后产能加速淘汰，为市场腾出空间，大水泥企业过去 5 年平均增长 25% 以上。但是，受到限批政策以及落后产能淘汰空间渐小和行业增长速度放缓，大水泥企业的增长也将放缓，预计未来两年产能平均增速 10-15%。

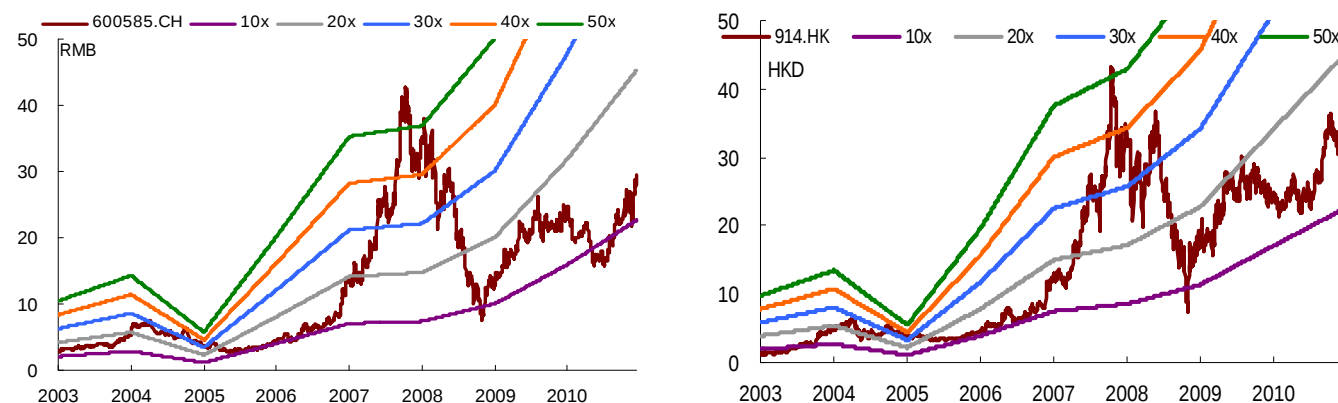
综上，我们认为 2011-2012 年水泥行业估值中枢为 18x，合理波动区间 15x-20x。当前 A 股股价对应板块 2011 年和 2012 年市盈率分别为 13.9x 和 11x，H 股板块分别为 11.2x 和 9.5x。

图表 16：前两次景气周期中，海螺水泥跑赢大盘



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 17：海螺水泥 A 股和 H 股 PE BAND



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

A 股推荐海螺水泥、天山股份、华新水泥和冀东水泥，H 股推荐中国建材和海螺水泥

A 股重点推荐海螺水泥、天山股份、华新水泥和冀东水泥，关注赛马实业和祁连山。H 股重点推荐中国建材和海螺水泥。在我们未覆盖的股票中，重点关注福建水泥、塔牌集团、巢东股份、江西水泥等华东华南二线水泥股，H 股可重点关注华润水泥、山水水泥、亚洲水泥等华东华中水泥股。

海螺水泥：推荐。上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.60 元，2.3 元和 2.8 元，2011 和 2012 年 A 股市盈率 13.4x 和 11x，处于板块偏低水平。H 股市盈率 12.6x 和 10.4x，上调 H 股目标价至 45 元，对应 2011 年 16x 市盈率。

中国建材：推荐。上调公司 2010-2012 年每股收益至人民币 1.45 元，1.84 元和 2.23 元。当前股价对应 2011 和 2012 年 H 股市盈率 7.9x 和 6.5x，上调目标价至 25 元，对应 2011 年 11x 市盈率。

天山股份：推荐。上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.57 元，2.4 元和 3.04 元。2011 和 2012 年 A 股市盈率 12.3x 和 9.7x，处于板块偏低水平。

华新水泥：上调评级至推荐。上调公司 2010-2012 年每股收益至 0.8 元，2.2 元和 2.55 元，2011 和 2012 年 A 股市盈率 14.5x 和 12.5x。

冀东水泥：上调评级至推荐。上调公司 2011-2012 年每股收益至 1.77 元和 2.1 元，2011 和 2012 年 A 股市盈率 13.9x 和 11.7x。

图表 18：中金覆盖公司投资建议表

公司名称	代码	股价 10-12-14	目标价	评级	每股盈利 (元)				市盈率				市净率			
					2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
A股																
海螺水泥	600585.SH	CNY 30.77		推荐	1.00	1.60	2.30	2.80	30.7	19.3	13.4	11.0	3.8	3.2	2.6	2.2
青松建化	600425.SH	CNY 23.33		推荐	0.56	0.57	0.57	0.84	41.6	41.0	41.0	27.8	5.7	4.8	4.4	4.0
祁连山	600720.SH	CNY 18.58		推荐	0.86	1.05	1.60	1.85	21.6	17.7	11.6	10.1	4.2	3.5	2.7	2.1
天山股份	000877.SZ	CNY 29.62		推荐	0.90	1.57	2.40	3.04	32.8	18.9	12.3	9.7	6.7	2.8	2.3	1.9
冀东水泥	000401.SZ	CNY 24.63		推荐	0.81	1.25	1.77	2.10	30.4	19.8	13.9	11.7	4.5	3.0	2.4	2.0
华新水泥	600801.SH	CNY 31.98		推荐	1.23	0.80	2.20	2.55	26.1	40.0	14.5	12.5	2.8	2.7	2.3	2.0
赛马实业	600449.SH	CNY 36.32		审慎推荐	2.28	2.49	2.58	3.32	15.9	14.6	14.1	10.9	3.4	2.8	2.2	1.8
H股																
海螺水泥	914.HK	HKD 35.50	HKD 45.0	推荐	1.00	1.60	2.30	2.80	31.1	19.1	12.6	10.4	3.8	3.2	2.5	2.1
中国建材	3323.HK	HKD 17.88	HKD 25.0	推荐	0.86	1.45	1.84	2.23	18.1	10.5	7.9	6.5	3.3	2.1	1.6	1.2

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 19：可比公司估值表

公司名称	交易货币	现价 10-12-14	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
海螺水泥	CNY	30.8	30.7	19.3	13.4	11.0	3.8	3.2	2.6	2.2	18.7	10.9	7.9	6.7
青松建化	CNY	23.3	41.6	41.0	41.0	27.8	5.7	4.8	4.4	4.0	27.8	26.2	16.6	13.4
冀东水泥	CNY	24.6	30.4	19.8	13.9	11.7	4.5	3.0	2.4	2.0	20.7	14.5	11.2	9.3
华新水泥	CNY	32.0	26.1	40.0	14.5	12.5	2.8	2.7	2.3	2.0	13.5	16.7	8.5	7.4
祁连山	CNY	18.6	21.6	17.7	11.6	10.1	4.2	3.5	2.7	2.1	14.1	12.7	8.1	8.1
赛马实业	CNY	36.3	15.9	14.6	14.1	10.9	3.4	2.8	2.2	1.8	11.5	11.1	8.3	6.2
天山股份	CNY	29.6	32.8	18.9	12.3	9.7	6.7	2.8	2.3	1.9	21.5	12.8	8.9	6.8
覆盖A股平均值			28.4	24.5	17.3	13.4	4.4	3.2	2.7	2.3	18.2	15.0	9.9	8.3
覆盖A股中位数			30.4	19.3	13.9	11.0	4.2	3.0	2.4	2.0	18.7	12.8	8.5	7.4
江西水泥	CNY	13.1	78.4	39.2	18.1	14.5	4.9	4.3	3.6	3.2	16.4	13.3	7.8	6.8
塔牌集团	CNY	17.4	32.3	23.2	17.3	14.5	3.6	3.2	2.7	2.5	13.1	11.6	9.2	8.2
太行水泥	CNY	10.6	54.2	3.9	3.0	23.0	4.6	4.1	3.7	3.2	29.0	n.a	n.a	n.a
亚泰集团	CNY	7.3	18.6	13.8	10.6	8.7	2.0	1.7	1.5	1.3	13.5	11.7	9.7	8.4
同力水泥	CNY	13.0	29.0	61.9	46.2	24.1	3.0	2.8	2.6	1.8	10.4	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值			228.2	26.1	20.8	14.9	4.3	3.2	2.6	2.3	25.3	14.1	9.6	8.1
A股市场中位数			31.5	19.5	14.1	12.1	4.2	3.1	2.6	2.1	18.7	12.7	8.7	7.8
海螺水泥	HKD	35.5	31.1	19.1	12.6	10.4	3.8	3.2	2.5	2.1	16.4	9.4	6.5	5.5
中国建材	HKD	17.9	18.2	10.6	7.9	6.6	3.3	2.1	1.6	1.2	12.7	7.8	5.9	5.3
覆盖H股平均值			24.7	14.9	10.3	8.5	3.6	2.6	2.0	1.6	14.6	8.6	6.2	5.4
覆盖H股中位数			24.7	14.9	10.3	8.5	3.6	2.6	2.0	1.6	14.6	8.6	6.2	5.4
华润水泥	HKD	6.3	15.6	22.1	13.8	11.4	3.3	2.9	2.4	2.1	30.2	15.8	10.1	8.1
中材股份	HKD	7.4	32.3	18.7	13.1	10.7	2.8	2.5	2.1	1.8	9.3	6.0	4.4	3.8
金隅集团	HKD	11.0	15.4	13.6	9.5	7.1	2.5	2.0	1.6	1.4	17.0	8.9	6.0	4.8
山水水泥	HKD	6.5	22.7	15.0	11.2	9.5	3.1	2.7	2.2	1.9	10.0	7.3	5.5	4.8
亚洲水泥	HKD	3.8	8.6	12.9	10.3	8.2	0.8	0.7	0.6	0.6	6.0	6.4	5.1	4.5
H股市场平均值			20.6	16.0	11.2	9.1	2.8	2.3	1.9	1.6	14.5	8.8	6.2	5.2
H股市场中位数			18.2	15.0	11.2	9.5	3.1	2.5	2.1	1.8	12.7	7.8	5.9	4.8
豪西蒙水泥	CHF	69.4	14.1	19.2	14.8	11.6	1.2	1.1	1.1	1.0	8.3	8.2	7.5	6.7
海德堡水泥	EUR	46.4	154.5	16.8	11.3	8.9	0.8	0.8	0.7	0.7	9.6	7.9	7.1	6.4
拉法基水泥	EUR	46.7	16.9	15.3	11.7	9.3	0.9	0.9	0.8	0.8	8.6	8.4	7.6	6.9
爱尔兰CRH	EUR	15.2	17.3	21.9	16.8	12.8	1.1	1.1	1.1	1.0	8.8	9.7	8.9	7.7
意大利水泥	EUR	6.4	25.0	45.1	19.6	11.4	0.5	0.5	0.5	0.5	n.a	n.a	n.a	n.a
印度联合水泥	INR	1,055.0	12.7	17.0	16.1	14.5	3.4	3.0	2.7	2.4	6.7	9.9	9.3	8.6
其他市场平均值			40.1	22.5	15.0	11.4	1.3	1.2	1.2	1.1	8.4	8.8	8.1	7.2
其他市场中位数			17.1	18.1	15.4	11.5	1.0	1.0	1.0	0.9	8.6	8.4	7.6	6.9

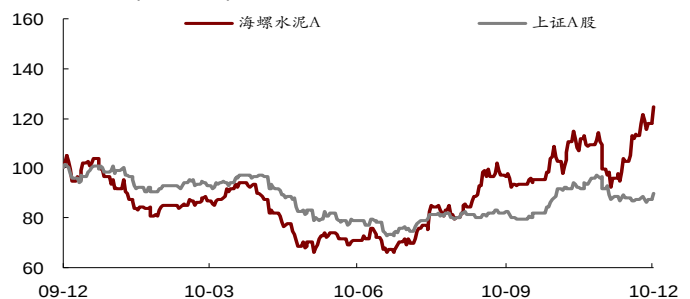
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

海螺水泥 (600585.CH): 推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	24,228	24,998	32,400	42,606	48,648
(+/-)	29.0%	3.2%	29.6%	31.5%	14.2%
主营业务利润	5,888	6,999	9,966	14,471	17,064
(+/-)	3.0%	18.9%	42.4%	45.2%	17.9%
净利润	2,607	3,544	5,638	8,128	9,898
(+/-)	4.5%	36.0%	59.1%	44.2%	21.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.74	1.00	1.60	2.30	2.80
(+/-)	4.5%	36.0%	59.1%	44.2%	21.8%
市盈率	41.7	30.7	19.3	13.4	11.0
市净率	4.4	3.8	3.2	2.6	2.2
净资产回报率(%)	10.5%	12.3%	16.7%	19.8%	19.9%
投入资本回报率(%)	7.2%	9.0%	12.7%	16.0%	17.4%
股息收益率(%)	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.4%
每股经营现金流	2.98	3.98	2.74	3.33	4.62
股价/经营性现金流	10.3	7.7	11.2	9.2	6.7

	A股	H股
股票代码	600585.CH	914.HK
当前股价(元)	人民币30.77	港币35.5
目标价格		港币45
日成交量(百万股)	48.20	10.84
52周最高价/最低价	人民币31.03/14.5	港币37.9/21.45
总市值(百万元)	108,366	126,640
发行股数(百万股)	3,533	3,533
其中:流通股(百万股)	2,666	866
主要股东(持股比例)	安徽海螺集团有限公司(36.2%)	



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

上调盈利预测

上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.60 元, 2.3 元和 2.8 元。预计海螺水泥 2011 年吨毛利、吨净利和 ROE 分别达到 91 元、50 元和 19.8%, 2012 年分别达到 98 元、56 元和 19.9%。

主要假设

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 1.62 亿吨和 1.77 亿吨, 同比分别增长 20%和 9.2%。假设 2011 年和 2012 年水泥不含税出厂平均价 263 元和 275 元, 同比增长 9.6%和 4.6%, 煤炭不含税采购均价分别为 686 元和 721 元, 同比增长 8%和 5%, 毛利率分别达到 34.5%和 35.6%, 净利率分别为 19.1%和 20.3%。

估值与投资建议

重申推荐。A 股当前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 13.4x 和 11x, H 股 2011 和 2012 年市盈率分别为 12.6x 和 10.4x, 我们认为 2011 年 15x-20x 为合理估值区间。上调 H 股目标价至 45 元, 对应 2011 年 16x 市盈率。

短期催化剂: 1) 1 月淡季价格回调, 但回调幅度小于我们预期; 2) 一季度业绩大幅超出预期。

主要风险

淡季价格回调幅度超出预期。

图表 20：海螺水泥盈利预测及其主要假设调整

	2009A	2010E			2011E			2012E
		调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)	
产品销量(万吨)	11,838	14,200	13,500	↓ 4.9%	16,800	16,200	↓ 3.6%	17,690
平均价格 (元/吨)	211	232	240	↑ 3.4%	242	263	↑ 8.7%	275
单位成本 (元/吨)	151	165	165	-	170	172	↑ 1.5%	177
吨水泥毛利 (元/吨)	60	67	75	↑ 11.9%	72	91	↑ 25.4%	98
毛利率(%)	28.5%	28.9%	31.3%	↑ 2.4%	29.9%	34.5%	↑ 4.6%	35.6%
吨水泥净利 (元)	30	37	42	↑ 11.6%	39	50	↑ 28.1%	56
营业收入(百万元)	24,998	32,944	32,400	↓ 1.7%	40,656	42,606	↑ 4.8%	48,648
毛利润(百万元)	6,999	9,397	9,966	↑ 6.0%	11,991	14,471	↑ 20.7%	17,064
EBIT(百万元)	4,603	6,696	7,179	↑ 7.2%	8,372	10,594	↑ 26.5%	12,637
税前利润(百万元)	4,477	6,819	7,228	↑ 6.0%	8,487	10,492	↑ 23.6%	12,811
净利润(百万元)	3,544	5,312	5,638	↑ 6.1%	6,579	8,128	↑ 23.6%	9,898
每股收益 (元)	1.00	1.50	1.60	↑ 6.1%	1.86	2.30	↑ 23.6%	2.80

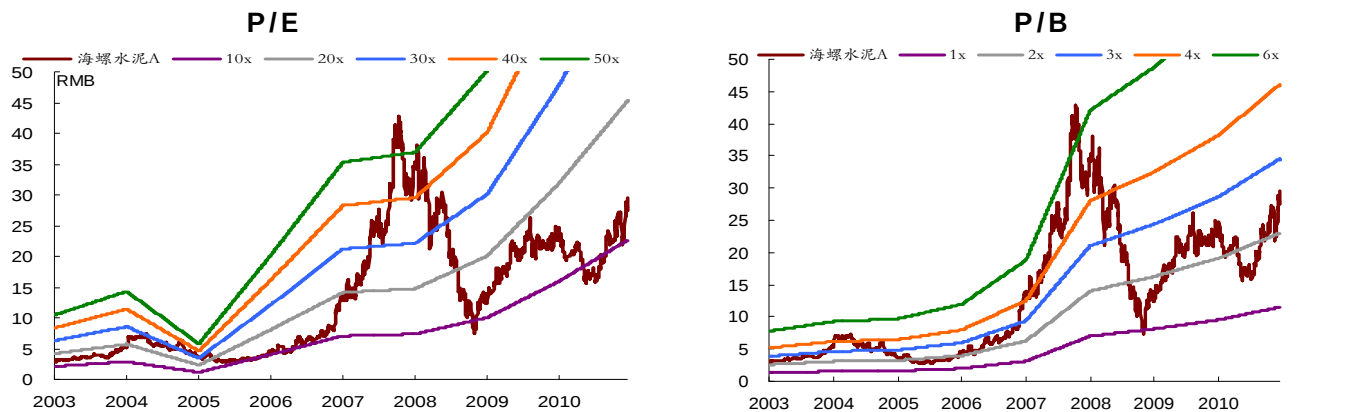
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21：海螺水泥财务指标摘要

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24,228	24,998	32,400	42,606	48,648	流动资产	13,533	10,097	10,216	14,799	25,052
营业成本	18,192	17,865	22,261	27,907	31,323	长期投资	323	481	481	481	481
主营利润	5,888	6,999	9,966	14,471	17,064	固定资产	25,506	31,954	38,069	41,334	38,931
营业费用	1,366	1,420	1,620	2,258	2,530	无形资产和其他资产	1,968	2,273	2,215	2,152	2,091
管理费用	841	976	1,166	1,619	1,897	总资产	42,532	47,148	53,326	61,110	68,898
息税折旧前利润	3,681	4,603	7,179	10,594	12,637	流动负债	11,174	12,073	12,466	14,151	15,888
财务费用	751	356	382	403	127	长期负债	6,090	5,772	6,279	4,785	1,785
营业利润	2,929	4,246	6,797	10,191	12,510	少数股东权益	472	543	802	1,112	1,485
税前利润	3,246	4,477	7,228	10,492	12,811	母公司股东权益	24,797	28,760	33,779	41,062	49,741
所得税	566	815	1,482	2,203	2,690	负债和权益	42,532	47,148	53,326	61,110	68,898
少数股东损益	73	118	109	160	222	财务指标					
归属母公司股东的净利润	2,607	3,544	5,638	8,128	9,898	综合毛利率	24.3%	28.0%	30.8%	34.0%	35.1%
期末总股本	1,766	1,766	3,532	3,532	3,532	净利润率	10.8%	14.2%	17.4%	19.1%	20.3%
基本每股收益 (元)	1.55	2.01	1.60	2.30	2.80	净资产收益率	10.5%	12.3%	16.7%	19.8%	19.9%
当期现金股利	521	618	846	1,219	1,485	总资产收益率	6.1%	7.5%	10.6%	13.3%	14.4%
每股现金股利 (元)	0.30	0.35	0.24	0.35	0.42	总资产负债率	40.6%	37.8%	35.2%	31.0%	25.7%
						净负债率	43.9%	34.7%	29.2%	21.1%	11.1%
现金流量表(百万元)						流动比率	1.2	0.8	0.8	1.0	1.6
经营活动现金流	5,266	7,029	9,668	11,766	16,302	速动比率	1.0	0.7	0.6	0.8	1.3
投资活动现金流	-6,360	-7,813	-9,970	-7,970	-2,970	利息保障倍数	4.9	12.9	18.8	26.3	99.2
融资活动现金流	6,433	-2,395	-963	-2,292	-4,360	应收款项周转期	66	49	41	48	48
货币资金增加额	5,340	-3,178	-1,265	1,504	8,972	存货周转期	28	32	35	35	34

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22：海螺水泥历史 P/E 和 P/B



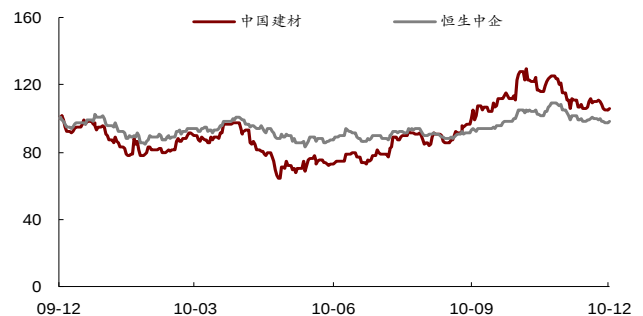
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

中国建材 (3323.HK): 推荐

主要财务, 股票信息

(百万元人民币)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	26,365	33,297	46,760	56,427	63,700
(+/-, %)	150.8%	26.3%	40.4%	20.7%	12.9%
主营利润	4,513	6,499	10,570	13,067	14,856
(+/-, %)	126.2%	44.0%	62.6%	23.6%	13.7%
息税折旧前利润	3379	5249	8691	10830	12332
(+/-, %)	119.9%	55.3%	65.6%	24.6%	13.9%
净利润	1,512	2,352	3,942	5,017	6,065
(+/-, %)	65.7%	55.6%	67.6%	27.3%	20.9%
全面摊薄每股收益	0.56	0.86	1.45	1.84	2.23
市盈率	28.3	18.2	10.6	7.9	6.6
市净率	4.8	3.3	2.1	1.6	1.2
净资产收益率	17.1%	18.2%	19.6%	20.2%	19.9%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

	H股
股票代码	3323.HK
当前股价(元)	港币17.88
目标价(元)	HK\$25
日成交量(百万股)	21.70
52周最高价/最低价	港币21.85/10.4
总市值(百万元)	48,267
发行股数(百万股)	2,481
其中:流通股(百万股)	1,201
主要股东(持股比例)	北新建材集团(40.27%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

上调盈利预测

上调公司 2010-2012 年每股收益至人民币 1.45 元, 1.84 元和 2.23 元。预计中国建材 2011 年净利率和 ROE 分别达到 9.2% 和 21.8%, 2012 年分别达到 9.8% 和 20.9%。

主要假设

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 1.72 亿吨和 1.89 亿吨, 同比分别增长 22% 和 9.9%。假设 2011 年和 2012 年水泥不含税出厂平均价 251 元和 257 元, 同比增长 7.3% 和 2.3%, 煤炭不含税采购均价分别为 712 元和 748 元, 同比增长 8% 和 5%, 水泥业务毛利率分别达到 22% 和 22.2%, 综合毛利率达到 22.6% 和 23.2%。

估值与投资建议

重申推荐。H 股当前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 7.9x 和 6.6x。我们认为公司 10x-14x 为合理估值区间。公司 2011 年和 2012 年净负债率将逐步下降, 预计 2012 年降至 66%。未来两年, 公司盈利能力提升和负债率下降同时发生, 而后者将利用公司估值提升。上调中国建材目标价至 25 元, 对应 2011 年市盈率 11x。

短期催化剂: 1) 1 月淡季价格回调, 但回调幅度小于我们预期。

主要风险

淡季价格回调幅度超出预期。

图表 23：中国建材盈利预测及其主要假设调整

	2009A			+/- %	2010E			+/- %	2011E			+/- %	2012E
	Before	After			Before	After			Before	After			
水泥业务收入	23,396	35,737	35,053	↓ 1.9 %	46,309	43,116	↓ 6.9 %						48,486
均价 (元/吨)													
中联水泥													
水泥平均价格 (元/吨)	217	228	245	↑ 7.6 %	236	265	↑ 12.4 %						270
熟料平均价格 (元/吨)	182	201	205	↑ 2.2 %	211	220	↑ 4.5 %						225
南方水泥													
水泥平均价格 (元/吨)	212	233	245	↑ 5.3 %	242	260	↑ 7.5 %						265
熟料平均价格 (元/吨)	180	198	205	↑ 3.5 %	208	225	↑ 8.2 %						230
销量 (百万吨)	113	160	150	↓ 6.3 %	197	172	↓ 12.7 %						189
中联水泥													
水泥销量 (百万吨)	43	49	49	-	49	49	-						49
熟料销量 (百万吨)	29	35	35	-	35	35	-						35
南方水泥													
水泥销量 (百万吨)	70	100	90	↓ 10.0 %	130	105	↓ 19.2 %						115
熟料销量 (百万吨)	49	70	65	↓ 7.1 %	100	80	↓ 20.0 %						90
熟料销量 (百万吨)	21	30	25	↓ 16.7 %	30	25	↓ 16.7 %						25
水泥业务成本	19,452	29,594	27,701	↓ 6.4 %	38,016	33,628	↓ 11.5 %						37,729
单位成本 (元/吨)													
	172	185	185	↓ 0.2 %	193	196	↑ 1.3 %						200
盈利预测 (百万元)													
营业收入	33,297	47,445	46,760	↓ 1.4 %	59,620	56,427	↓ 5.4 %						63,700
综合毛利率	19.5 %	19.7 %	22.6 %	↑ 2.9 %	19.9 %	23.2 %	↑ 3.2 %						23.3 %
净利润	2,352	3,391	3,942	↑ 16.3 %	4,252	5,017	↑ 18.0 %						6,065
每股收益 (元)	0.96	1.25	1.45	↑ 16.3 %	1.56	1.84	↑ 18.0 %						2.23

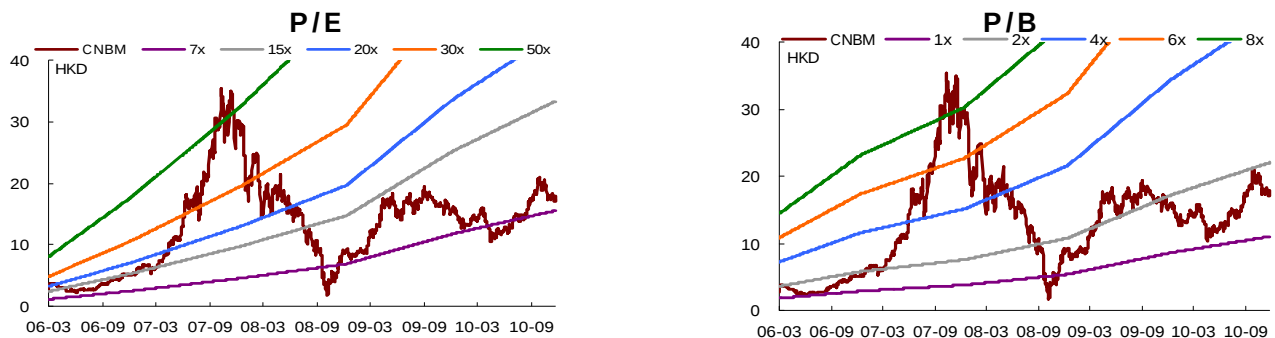
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 24：中国建材财务指标摘要

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	26,365	33,297	46,760	56,427	63,700	流动资产	18,467	20,854	32,123	44,766	63,890
营业成本	-21,852	-26,798	-36,189	-43,361	-48,844	固定资产	26,901	36,590	45,352	49,303	49,103
主营利润	4,513	6,499	10,570	13,067	14,856	无形资产和土地使用权	9,132	12,734	12,734	12,734	12,734
其他收入	1,187	2,037	2,737	3,334	3,764	其他非流动资产	4,405	6,832	6,832	6,832	6,832
营业费用	-884	-1,267	-1,780	-2,148	-2,425	总资产	58,904	77,009	97,040	113,634	132,558
管理费用	-1,349	-1,872	-2,628	-3,172	-3,581	流动负债	38,218	38,320	46,763	53,919	58,098
息税折旧前利润	3,379	5,249	8,691	10,830	12,332	非流动负债	8,553	21,174	24,225	27,264	34,293
财务费用	-1,368	-1,516	-2,468	-2,955	-2,788	少数股东权益	3,303	4,621	5,935	7,607	9,629
税前利润	2,166	3,742	6,410	8,158	9,862	母公司股东权益	8,830	12,895	20,118	24,844	30,538
所得税	-293	-664	-1,154	-1,468	-1,775	负债和权益	58,904	77,009	97,040	113,634	132,558
减：少数股东损益	362	725	1,314	1,672	2,022	财务指标					
归属母公司股东的净利润	1,512	2,352	3,942	5,017	6,065	毛利率	17.1 %	19.5 %	22.6 %	23.2 %	23.3 %
期末总股本	2,208	2,481	2,720	2,720	2,720	净利率	5.7 %	7.1 %	8.4 %	8.9 %	9.5 %
基本每股收益 (元)	0.68	0.96	1.45	1.84	2.23	净资产收益率	17.1 %	18.2 %	19.6 %	20.2 %	19.9 %
当期现金股利	112	174	291	370	448	总资产收益率	8.7 %	7.8 %	10.6 %	11.3 %	10.7 %
每股现金股利 (元)	0.05	0.07	0.11	0.14	0.16	总资产负债率	3.2 %	4.0 %	5.4 %	5.9 %	6.1 %
现金流量表(百万元)						净负债率	178 %	219 %	151 %	115 %	74 %
经营活动现金流	4,587	4,210	6,073	8,103	9,738	流动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.1
投资活动现金流	-10,644	-13,882	-10,487	-6,009	-2,052	速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	1.0
融资活动现金流	6,636	9,790	9,454	6,000	8,000	利息保障倍数	2.5	3.5	3.5	3.7	4.4
货币资金增加额	579	118	5,040	8,094	15,686	应付款项周转期	120	110	110	110	110
						存货周转期	56	65	65	65	65

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25：中国建材历史 P/E 和 P/B



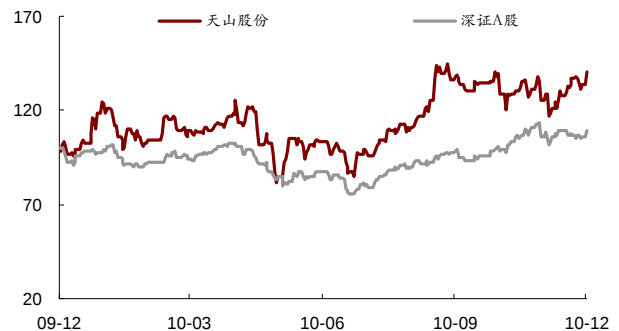
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

天山股份 (000877.CH): 推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,494	4,115	5,802	8,042	10,260
(+/-)	38.8%	17.8%	41.0%	38.6%	27.6%
主营业务利润	902	1,060	1,715	2,494	3,272
(+/-)	46.5%	17.6%	61.8%	45.4%	31.2%
净利润	192	351	609	934	1,184
(+/-)	83.2%	82.8%	73.5%	53.4%	26.7%
每股收益	0.62	1.12	1.57	2.40	3.04
(+/-)	83.2%	82.8%	39.2%	53.4%	26.7%
市盈率	60.0	32.8	18.9	12.3	9.7
市净率	10.9	6.7	2.8	2.3	1.9
净资产回报率	14.9%	18.5%	15.3%	19.4%	20.2%
投入资本回报率	4.8%	6.2%	8.6%	12.0%	12.8%
股息收益率	0.6%	1.0%	1.3%	2.0%	2.6%
每股经营现金流	2.01	2.03	5.14	4.69	6.24
股价/经营性现金流	14.76	14.62	5.76	6.32	4.74

A股	
股票代码	000877.CH
当前股价(元)	人民币29.62
日成交量(百万股)	14.44
52周最高价/最低价	人民币30.83/16.8
总市值(百万元)	11,521
发行股数(百万股)	389
其中:流通股(百万股)	309
主要股东(持股比例)	中材股份有限公司(41.95%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

上调盈利预测

上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.57 元, 2.4 元和 3.04 元。预计天山股份 2011 年吨毛利、吨净利和 ROE 分别达到 120 元、44 元和 19.4%, 2012 年分别达到 127 元、45 元和 20.2%。

主要假设

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 2136 万吨和 2637 万吨, 同比分别增长 33%和 23.5%。假设 2011 年和 2012 年水泥不含税出厂平均价同比增长 4.2%和 3.3%, 单位成本同比上升 2%和 2%。毛利率分别达到 31.8%和 32.7%, 净利率分别为 11.6%和 11.5%。

估值与投资建议

重申推荐。A 股当前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 12.3x 和 9.7x, 我们认为公司 2011 年 14x-18x 为合理估值区间。

公司 2011 年销量中, 1278 万吨位于新疆, 858 万吨位于江苏。我们认为目前市场 1.8-2 元 EPS 预期隐含的假设为新疆每吨净利 65 元, 而江苏产能无盈利。当前江苏产能吨毛利已经达到近 100 元, 即便明年回落, 江苏无盈利的假设仍然过于保守。

短期催化剂: 1) 1 月淡季价格回调, 但回调幅度小于我们预期; 2) 一季度业绩大幅超出预期。

主要风险

淡季价格回调幅度超出预期。

图表 26：天山股份盈利预测及其主要假设

	09A	2010E			2011E			2012E		
		调整前	调整后	变化%	调整前	调整后	变化%	调整前	调整后	变化%
产品销量(万吨)	1,221	1,605	1,605	-	2,136	2,136	-	2,576	2,637	↑ 2.4%
平均价格 (元/吨)	337	353	361	↑ 2.5%	365	377	↑ 3.3%	382	389	↑ 1.9%
单位成本 (元/吨)	248	251	252	↑ 0.3%	254	257	↑ 1.0%	262	262	↑ 0.0%
吨水泥毛利 (元/吨)	89	101	110	↑ 8.7%	110	120	↑ 8.6%	120	127	↑ 5.9%
毛利率(%)	26%	29%	30%	↑ 1.7%	30%	32%	↑ 1.6%	31%	33%	↑ 1.2%
销售收入 (百万元)	4,115	5,661	5,802	↑ 2.5%	7,786	8,042	↑ 3.3%	10,074	10,260	↑ 1.9%
净利润 (百万元)	351	525	609	↑ 16.1%	807	934	↑ 15.7%	1,055	1,184	↑ 12.2%
净利润率(%)	8.5%	9.3%	10.5%	↑ 1.2%	10.4%	11.6%	↑ 1.2%	10.4%	11.6%	↑ 1.2%
每股收益 (元)	1.12	1.35	1.57	↑ 16.1%	2.08	2.40	↑ 15.7%	2.71	3.04	↑ 12.2%
吨水泥净利 (元)	29	33	38	↑ 16.1%	38	44	↑ 15.7%	40	45	↑ 12.2%

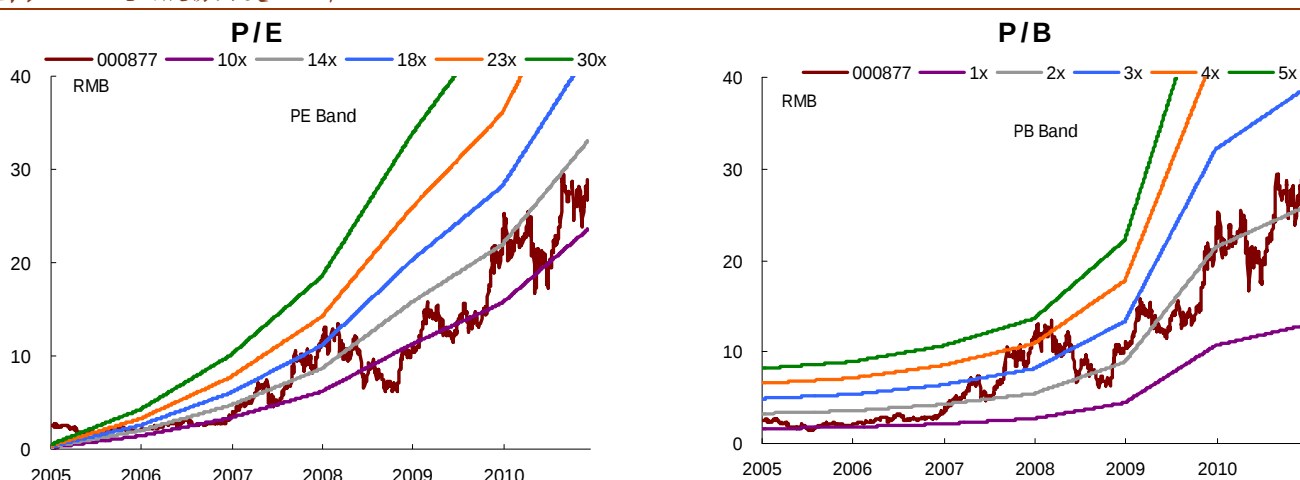
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：天山股份财务指标摘要

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,494	4,115	5,802	8,042	10,260	综合毛利率	25.8%	25.8%	29.6%	31.0%	31.9%
主营利润	902	1,060	1,715	2,494	3,272	息税前利润率	11.1%	11.4%	15.0%	16.1%	16.7%
营业费用	258	304	429	594	758	净利率	5.5%	8.5%	10.5%	11.6%	11.5%
管理费用	253	323	455	631	805	净资产收益率	14.9%	18.5%	15.3%	19.4%	20.2%
财务费用	178	151	151	182	266	总资产收益率	4.8%	6.2%	8.6%	12.0%	12.8%
营业利润	175	319	720	1,111	1,443	总资产负债率	78.6%	75.8%	61.2%	60.3%	60.0%
税前利润	337	484	870	1,246	1,578	净负债率	159.7%	153.7%	35.0%	72.1%	61.6%
所得税	31	48	130	187	237	利息保障倍数	2.17	3.11	5.76	7.09	6.43
少数股东权益	114	86	130	125	158	流动比率	52.5%	54.4%	71.1%	31.4%	39.3%
净利润	192	351	609	934	1,184	速动比率	37.9%	40.9%	55.1%	13.8%	20.7%
资产负债表(百万元)						应收账款周转期	19	19	19	19	19
流动资产	1,554	2,003	3,180	1,773	2,679	存货周转期	45	45	45	45	45
长期投资	215	213	213	213	213	每股净资产(元)	2.7	4.4	10.7	13.0	15.8
固定资产	4,007	5,041	6,311	9,510	11,102	现金流量表(百万元)					
无形资产和其他资产	194	286	249	296	343	经营活动现金流	626	632	2,000	1,824	2,429
总资产	6,006	7,871	10,282	12,121	14,666	投资活动现金流	-961	-982	-1,579	-3,595	-2,121
流动负债	2,959	3,684	4,473	5,652	6,816	融资活动现金流	177	570	609	-403	-49
长期负债	1,680	2,151	1,651	1,451	1,751	货币资金增加额	-157	220	1,030	-2,175	259
少数股东权益	437	515	645	770	928						
股东权益	850	1,387	3,344	4,045	4,932						
负债和权益	6,006	7,871	10,282	12,121	14,666						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

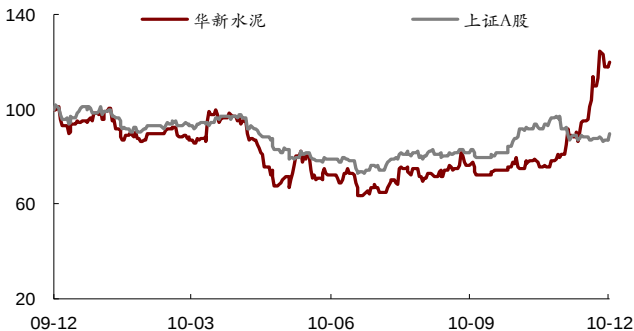
图表 28：天山股份历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

华新水泥 (600801.CH): 上调至推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A股	
主营业务收入	6,349	6,906	7,770	11,413	12,838	股票代码	600801.CH
(+/-)	33%	9%	13%	47%	12%	当前股价(元)	人民币31.98
主营业务利润	1,239	1,531	1,446	2,753	3,190	日成交量(百万股)	6.31
(+/-)	16%	24%	-6%	90%	16%	52周最高价/最低价	人民币32.2/14.88
净利润	460	501	323	889	1,030	总市值(百万元)	11,844
(+/-)	58%	9%	-35%	175%	16%	发行股数(百万股)	404
全面摊薄每股收益	1.13	1.23	0.80	2.20	2.55	其中:流通股(百万股)	175
(+/-)	58%	9%	-35%	175%	16%	主要股东(持股比例)	HOLCHIN B.V.(39.88%)
市盈率	28.4	26.1	40.0	14.5	12.5		
市净率	3.2	2.8	2.7	2.3	2.0		
净资产回报率	11.3%	11.0%	6.7%	15.9%	15.7%		
投入资本回报率	8.2%	6.6%	5.2%	11.0%	10.2%		
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%		
每股经营现金流	2.86	3.66	2.80	6.03	6.23		
股价/经营性现金流	11.2	8.7	11.4	5.3	5.1		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

上调盈利预测

上调公司 2010-2012 年每股收益至 0.8 元, 2.2 元和 2.55 元。预计华新水泥 2011 年吨毛利、吨净利和 ROE 分别达到 63 元、19 元和 15.9%, 2012 年分别达到 68 元、21 元和 15.7%。

主要假设

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 4584 万吨和 4900 万吨, 同比分别增长 31%和 6.9%。假设 2011 年和 2012 年水泥不含税出厂平均价 249 元和 262 元, 同比增长 12.2%和 5.2%, 煤炭不含税采购均价分别为 651 元和 684 元, 同比增长 8%和 5%, 毛利率分别达到 25.4%和 26.1%, 净利率分别为 7.8%和 8%。

上调评级至推荐

公司非公开发行方案决议有效期延长至 2011 年 12 月 16 日, 方案调整为不超过 1.02 亿股、募集资金不超过 19.06 亿元。考虑到增发方案的不确定性, 我们认为现在还不宜对公司盈利摊薄。

A 股当前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 14.5x 和 12.5x, 我们认为 2011 年 15x-20x 为合理估值区间。

短期催化剂: 1) 1 月淡季价格回调, 但回调幅度小于我们预期; 2) 一季度业绩大幅超出预期。

主要风险

淡季价格回调幅度超出预期。

图表 29：华新水泥盈利预测及其主要假设

	2009	2010E			2011E			2012E
		调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%	
产品销量(万吨)	3,092	3,600	3,500	↓2.8%	4,584	4,584	-	4,900
平均价格(元/吨)	223	218	222	↑1.8%	223	249	↑11.7%	262
单位成本(元/吨)	171	178	178	-	182	186	↑2.4%	194
吨水泥毛利(元/吨)	53	40	44	↑10.0%	41	63	↑52.4%	68
毛利率(%)	23.5%	18.4%	19.8%	↑8.0%	18.6%	25.4%	↑36.5%	26.1%
销售收入(百万元)	6,906	7,848	7,770	↓1.0%	10,221	11,413	↑11.7%	12,838
净利润(百万元)	501	299	323	↑8.1%	390	889	↑128.1%	1,030
净利润率(%)	7.2%	3.8%	4.2%	↑9.2%	3.8%	7.8%	↑104.3%	8.0%
每股收益(元)	1.24	0.74	0.80	↑8.1%	0.97	2.20	↑128.1%	2.55
吨水泥净利(元)	16.2	8.3	9.2	↑11.2%	8.5	19.4	↑128.1%	21.0

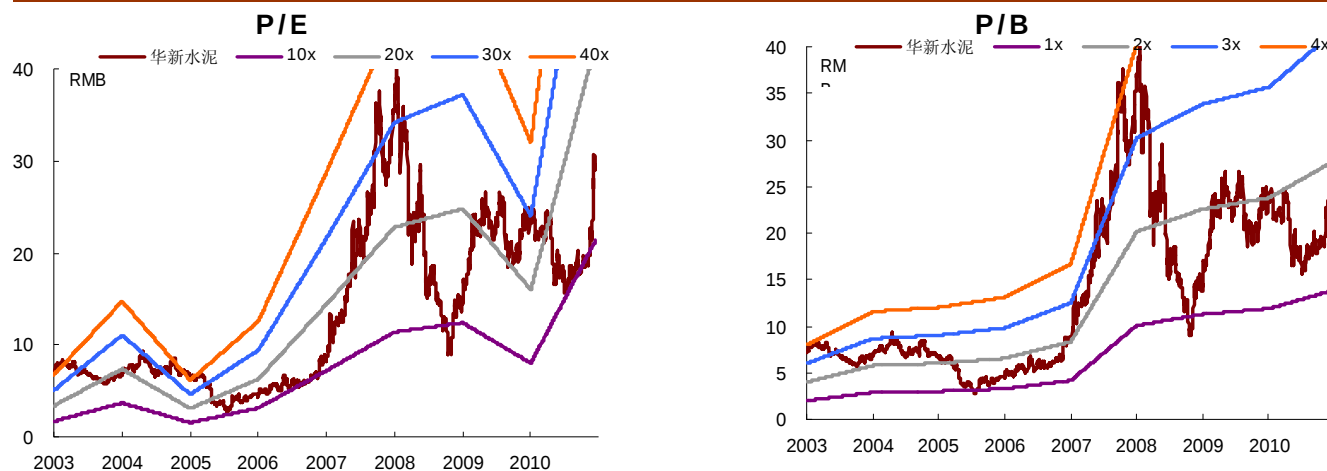
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 30：华新水泥财务指标摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	6,349	6,906	7,770	11,413	12,838	流动资产	1,952	2,544	2,367	1,555	4,534
营业成本	-5,031	-5,281	-6,228	-8,518	-9,489	长期投资	243	201	363	348	329
主营利润	1,239	1,531	1,446	2,753	3,190	固定资产	7,353	10,569	12,105	14,508	14,816
营业费用	-340	-363	-408	-616	-693	无形资产和其他资产	1,168	1,270	1,264	1,254	1,241
管理费用	-252	-335	-377	-468	-580	总资产	10,716	14,584	16,098	17,665	20,921
息税折旧前利润	647	833	660	1,669	1,916	流动负债	3,668	4,277	2,866	2,972	4,345
财务费用	-185	-193	-268	-375	-376	长期负债	2,136	4,919	7,459	7,947	8,686
营业利润	462	641	392	1,295	1,540	少数股东权益	845	833	975	1,141	1,335
税前利润	577	717	497	1,389	1,635	母公司股东权益	4,068	4,555	4,797	5,606	6,555
所得税	-42	-151	-109	-320	-392	负债和权益	10,716	14,584	16,098	17,665	20,921
减：少数股东损益	75	65	65	181	212	财务指标					
归属母公司股东的净利润	460	501	323	889	1,030	综合毛利率	19.5%	22.2%	18.6%	24.1%	24.8%
期末总股本	404	404	404	404	404	净利润率	7.2%	7.2%	4.2%	7.8%	8.0%
基本每股收益(元)	1.14	1.24	0.80	2.20	2.55	净资产收益率	11.3%	11.0%	6.7%	15.9%	15.7%
当期现金股利	61	81	81	81	81	总资产收益率	4.3%	3.4%	2.0%	5.0%	4.9%
每股现金股利	0.15	0.20	0.20	0.20	0.20	总资产负债率	54%	63%	64%	62%	62%
现金流量表(百万元)						净负债率	101%	138%	146%	118%	126%
经营活动现金流	1,165	1,494	1,129	2,434	2,514	流动比率	0.5	0.6	0.8	0.5	1.0
投资活动现金流	-2,198	-3,486	-2,041	-3,041	-1,041	速动比率	0.4	0.4	0.4	0.0	0.7
融资活动现金流	1,443	2,311	382	-863	1,235	利息保障倍数	3.5	4.3	2.5	4.5	5.1
货币资金增加额	409	320	-531	-1,470	2,708	应收款项周转期	19	26	23	23	23
						存货周转期	43	43	65	65	65

资料来源：公司数据，中金公司研究部

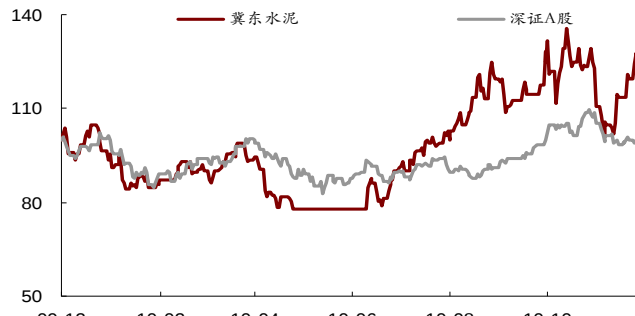
图表 31：华新水泥历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

冀东水泥 (000401.CH): 上调至推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A股
主营业务收入	4,569	6,938	12,791	18,124	20,156	股票代码 000401.CH
(+/-)	18.4%	51.9%	84.4%	41.7%	11.2%	当前股价(元) 人民币24.63
主营业务利润	1,267	2,152	3,956	5,834	6,721	日成交量(百万股) 22.41
(+/-)	26.4%	69.8%	83.8%	47.5%	15.2%	52周最高价/最低价 人民币25.36/14.12
净利润	446	984	1,510	2,143	2,548	总市值(百万元) 29,871
(+/-)	21.1%	120.6%	53.5%	41.9%	18.9%	发行股数(百万股) 1,213
每股收益	0.37	0.81	1.25	1.77	2.10	其中:流通股(百万股) 1,212
(+/-)	21.1%	120.6%	53.5%	41.9%	18.9%	主要股东(持股比例) 河北省冀东水泥集团(41.42%)
市盈率	67.0	30.4	19.8	13.9	11.7	
市净率	5.0	4.5	3.0	2.4	2.0	
净资产回报率	7.5%	14.7%	14.9%	17.5%	17.2%	
投入资本回报率	3.9%	5.4%	6.4%	7.9%	8.3%	
股息收益率	0.4%	0.0%	1.0%	1.4%	1.7%	
每股经营现金流	0.52	1.62	2.14	2.84	7.21	
股价/经营性现金流	47.5	15.2	11.5	8.7	3.4	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

上调盈利预测

上调公司 2011-2012 年每股收益 15%和 17%至 1.77 元和 2.1 元。预计冀东水泥 2011 年吨毛利、吨净利和 ROE 分别达到 89 元、32 元和 17.5%，2012 年分别达到 96 元、36 元和 17.2%。

主要假设

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 6684 万吨和 7113 万吨，同比分别增长 33.7%和 6.4%。假设 2011 年和 2012 年水泥不含税出厂平均价 271 元和 283 元，同比增长 6%和 4.5%，煤炭不含税采购均价分别为 770 元和 808 元，同比增长 8%和 5%，毛利率分别达到 32.9%和 34%，净利率分别为 11.8%和 12.6%。

上调评级至推荐

京津冀当前水泥价格为 300 元，四季度平均预计为 280 元。陕西地区 2011 年和 2012 年供需情况也将转好，预计当前高盈利能力可以维持。当前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 13.9x 和 11.7x，我们认为 2011 年 15x-20x 为合理估值区间。

短期催化剂: 1) 1 月淡季价格回调，但回调幅度小于我们预期; 2) 一季度业绩大幅超出预期。

主要风险

淡季价格回调幅度超出预期。

图表 32：冀东水泥盈利预测及其主要假设

(人民币百万元)	2009	2010E	2011E			2012E
			调整前	调整后	调整幅度	
产品销量(万吨)	2956	5000	6619	6684	↑ 1.0%	7113
平均价格(元/吨)	235	256	266	271	↑ 1.9%	283
单位成本(元/吨)	160	175	182	182	↑ 0.3%	187
吨水泥毛利(元/吨)	74	81	85	89	↑ 5.4%	96
毛利率(%)	31.7%	31.6%	31.8%	32.9%	↑ 3.5%	34.0%
销售收入(百万元)	6938	12791	17611	18124	↑ 2.9%	20156
净利润(百万元)	984	1510	1893	2143	↑ 13.2%	2548
净利润率(%)	14.2%	11.8%	10.7%	11.8%	↑ 10.0%	12.6%
每股收益(元)	0.81	1.25	1.56	1.77	↑ 13.2%	2.10
吨水泥净利(元)	33	30	29	32	↑ 12.1%	36

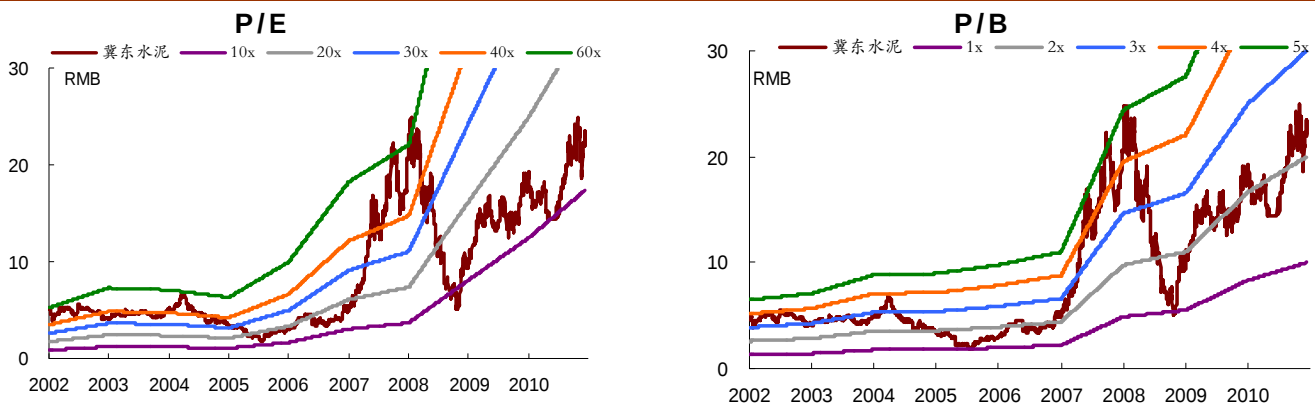
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 33：冀东水泥财务指标摘要

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,569	6,938	12,791	18,124	20,156	流动资产	4,531	6,422	3,864	6,917	15,076
营业成本	-3,261	-4,738	-8,747	-12,165	-13,296	长期投资	838	1,161	1,680	3,133	3,285
主营利润	1,267	2,152	3,956	5,834	6,721	固定资产	6,911	13,197	21,061	20,277	16,758
营业费用	-200	-264	-448	-634	-705	无形资产和其他资产	457	838	1,133	1,487	1,829
管理费用	-526	-848	-1,535	-1,994	-2,217	总资产	12,737	21,617	27,737	31,815	36,947
息税折旧前利润	542	1,040	1,974	3,206	3,798	流动负债	3,488	6,617	7,905	9,417	11,562
财务费用	-251	-272	-438	-646	-584	长期负债	2,938	7,288	8,571	8,855	9,138
营业利润	291	768	1,536	2,560	3,214	少数股东权益	385	1,026	1,150	1,289	1,446
税前利润	586	1,280	1,994	3,018	3,692	母公司股东权益	5,925	6,688	10,112	12,254	14,802
所得税	-64	-216	-359	-573	-738	负债和权益	12,737	21,618	27,737	31,815	36,947
减：少数股东损益	76	81	125	302	406	财务指标					
归属母公司股东的净利润	446	984	1,510	2,143	2,548	综合毛利率	27.7%	31.0%	30.9%	32.2%	33.3%
期末总股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	净利润率	9.8%	14.2%	11.8%	11.8%	12.6%
基本每股收益(元)	0.41	0.81	1.25	1.77	2.10	净资产收益率	7.5%	14.7%	14.9%	17.5%	17.2%
当期现金股利	121	-	302	429	510	总资产收益率	3.5%	4.6%	5.4%	6.7%	6.9%
每股现金股利(元)	0.10	-	0.25	0.35	0.42	总资产负债率	50%	64%	59%	57%	56%
						净负债率	86%	157%	123%	109%	97%
现金流量表(百万元)						流动比率	1.3	1.0	0.5	0.7	1.3
经营活动现金流	629	1,970	2,592	3,445	8,749	速动比率	1.1	0.8	0.2	0.4	1.0
投资活动现金流	-2,743	-5,243	-10,388	-4,388	-1,388	利息保障倍数	0.9	0.4	0.3	0.3	0.2
融资活动现金流	3,332	3,607	3,423	-1	275	应收款项周转期	37	54	56	70	70
货币资金增加额	1,218	334	-4,373	-944	7,637	存货周转期	65	47	63	70	60

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 34：冀东水泥历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED