

水泥行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

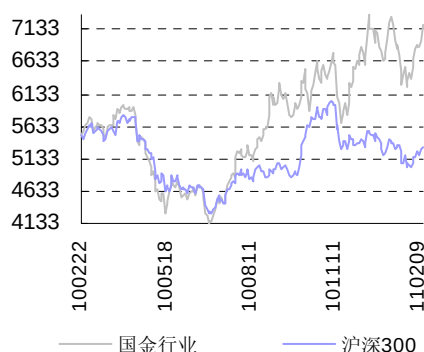
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

穿越水泥价格的季节性看待水泥资产之价值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	50.09
市场优化平均市盈率	29.70
国金水泥指数	7221.74
沪深 300 指数	3120.96
上证指数	2827.33
深证成指	12292.49
中小板指数	7010.22



相关报告

1. 《供给减法逻辑将发力》，2010.12.1
2. 《《水泥行业准入条件》政策点评》，2010.12.1
3. 《东部水泥面临 EPS 与 PE 同时提升的契机》，2010.11.9

主要观点

- 本报告是对前期“供给面减法逻辑”的进一步深化，建议投资者穿越水泥价格的季节性变化，将视角放在水泥资产不断增强的盈利能力之上。
- “物以稀为贵”，我们认为在严控产能政策和落后产能政策严格执行的情况下，也就是在“供给面减法”逻辑下，从中期的角度来看，水泥资产相对于不断增长的需求而言，将呈现短缺的特征，水泥资产的盈利能力将不断增强，已经并将持续得到数据的验证（过去六年水泥的盈利能力逐年提升，显著区别于其他周期性行业，原因在于执行较好的落后淘汰，水泥的区域性等）。
- 需求层面：虽然纠结在于紧缩的货币政策会对实体经济，尤其固定资产投资，最终对水泥需求产生影响，但我们也需要看到积极的财政政策对实体经济的正面拉动作用，而且我们坚信作为十二五的开局之年，2011 年的固定资产投资增速不会太低（我们认为在 20% 以上），维持之前的水泥需求增速预测 9.23%，而作为水泥需求的保障房建设，水利建设这两块则增强了水泥需求最终的不确定性。
- 我们维持对水泥行业的观点：震荡向上，且存在战略性投资机会。我们认为水泥资产的盈利能力将在未来呈现不断上升的趋势，这一特征使得水泥资产在周期类投资标的中有非常明显的比较优势，建议投资者穿越水泥价格的季节性，增加水泥资产的配置，买入水泥股。
- 对于一类未来盈利将不断提升的资产而言，12~13 倍的估值水平显然具备明显的投资机会，而且这个估值水平尚处于水泥股估值的中等偏低水平，我们重点推荐：大水泥——海螺水泥、冀东水泥、华新水泥；小水泥——巢东股份、江西水泥、太行水泥、同力水泥、塔牌集团等等。

风险提示

- 国家放开产能审批的政策风险。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

水泥价格的季节性每年都有，与水泥股机会并无明显关系

- 目前时点水泥行业几乎处于一年中最清淡的季节（需求面），而且目前时点华东大部分水泥企业处于停窑检修的时间段（供给面），供需双方都比较清淡，考察目前时点水泥成交的价和量的意义不大。
- 从理论上来看，淡旺季正常的价格变化不会影响股价，因为股价 $PRI C E = E P S \times P E$ ，而决定 $P E$ 的因素是宏观面的预期，以及未来供需预期的变化；当然淡季降价会影响 $E P S$ ，但我们在给全年盈利做预期的时候，已经充分考虑淡季降价因素。——这个观点已经在过去论证过很多次。
- 而且从实证来看，分析过去五年一季度淡季海螺水泥的股价变化来看，水泥股与水泥价格的季节性变化并无明显关系，而决定水泥股某个时间段走势的是那个时点宏观面的预期，以及对后续供求关系变化预期的判断。

图表1：海螺水泥过去五年在1Q的走势与大盘的比较

	2006	2007	2008	2009	2010
1Q淡季	跑赢大盘	跑输大盘	跑赢大盘	跑赢大盘	跑输大盘

来源：国金证券研究所

- 而对于后续价格的判断，我们更建议投资者将视角放在一个更加长期的角度来考虑，而且在与季节性环比变化比较来看，更加重视同比变化趋势。而对于短期价格的判断：我们认为目前华东地区 $PO42.5$ 的价格维持在 450 元以上超出我们之前的预期，对于停窑结束后，我们认为价格还将在这个位置震荡，并逐步企稳，而就上半年同比来看，水泥价格都将维持在 50% 到 80% 以上的涨幅，从而使得华东水泥企业上半年业绩将大幅度增长（很多企业将达到 100% 以上增长幅度）。

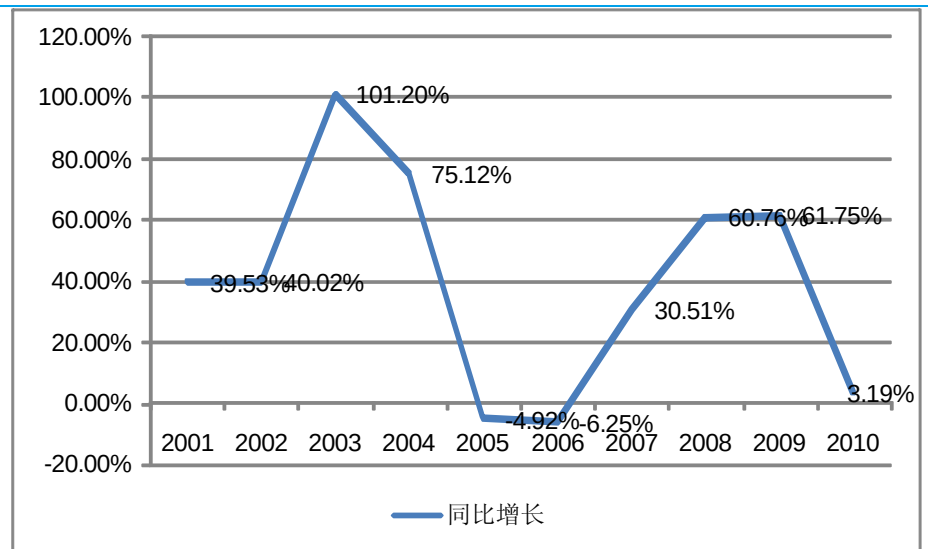
穿越价格的季节性，将视角放在水泥资产不断增强的盈利能力之上

- “买股票即买资产”，尤其应该买盈利能力在未来不断增强的资产，我们建议投资者穿越水泥价格的季节性变化，将水泥股票作为水泥资产来看，我们认为在目前时点往后预期，水泥资产的盈利能力将不断增强——这是目前 A 股各类资产中盈利能力确定性提升的一类资产。
- “物以稀为贵”，背后的逻辑还是在于供需关系，虽然我们短期还看不到短缺的水泥产品，但从中期的角度出发，水泥供需关系的确在不断好转，未来盈利能力提升是值得期待的。
- 从需求层面来看，目前的纠结在于不断紧缩的货币政策（加息、上调准备金率等等），尤其担忧紧缩的货币政策最终对实体经济，尤其是投资产生负面影响，从而影响水泥需求。但也需要看到积极的财政政策对实体经济的正面拉动作用，虽然我们无法精确两者相抵对实体经济尤其对于水泥需求产生多大的影响，但我们坚信作为十二五的开局之年，2011 年的固定资产投资增速不会太低（我们认为在 20% 以上），维持之前的水泥需求增速预测 9.23%（水泥业类权威人士预测 21 亿吨，增速超过 12%），而作为水泥需求的保障房建设，水利建设这两块则增强了水泥需求最终的确定性。
 - 作为保障房建设的需求量，我们沿用 2011 年策略报告中的观点，按照每套保障房建筑面积为 60 平方米，每平米消耗水泥 0.2 吨，则 1000 万套保障房建设带来的水泥需求量大约在 1.2 亿吨。
 - 而水利设施这块：按照今年的一号文件，未来十年政府将投资约 4 万亿人民币用于水利建设，每年的投资将达到 4,000 亿人民币，这个数字比 2010 年翻了一番，水利建设对水泥的需求将在 2~3 年内进入高

峰。如果按照每亿元投资消耗水泥大约 2 万吨计算（经验数字），则 4000 亿元带来的水泥需求量也有接近 8000 万吨。

- 除以上两块之外，还有建材下乡等需求正面因素的影响，当然，目前时点我们能看得到的负面因素也比较确定，即商品房新开工面积在不断打压的房地产政策影响下也将出现下滑，但我们认为如果考虑保障房建设面积，整体房地产行业对水泥需求的拉动还将体现为正增长。
- 在需求总体相对平稳的情况下，未来“物以稀为贵”的核心元素在于供给面。从水泥行业投资数据来看，全年实现 1755 亿元的投资额，同比增长 3.19%，虽然略微低于我们之前零增长的判断，但从 2009 年 38 号文以来，已经开始明显下降了。这里需要强调的是：虽然自 2009 年 9 月 30 日有少数区域还存在违规建设的现象，但从严控制仍是主流。而且据我们了解的情况，政策基本不会在今年放开，而且未来即使放开也是逐步的。

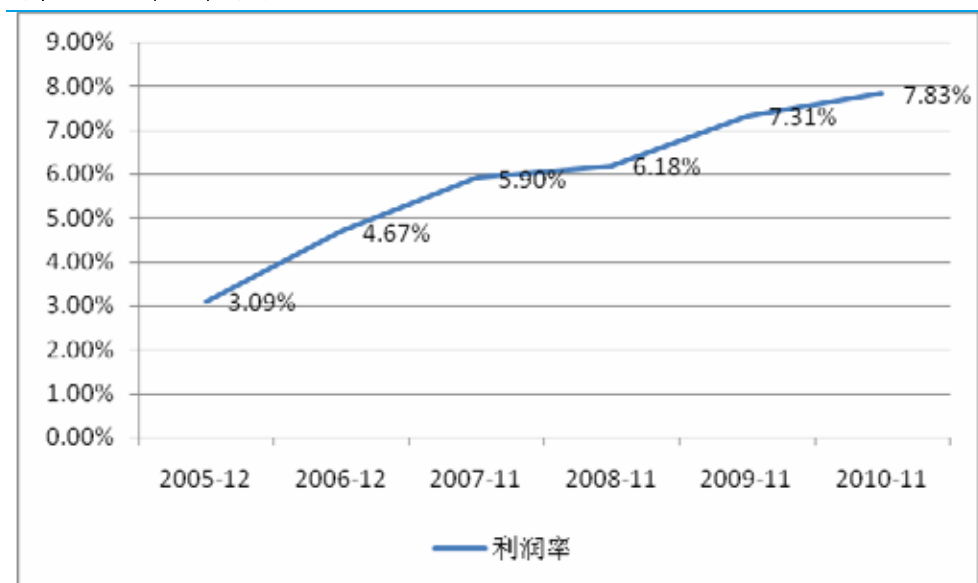
图表2：过去水泥行业投资增速



来源：国金证券研究所

- 不断掉头向下的水泥行业投资增速曲线在说明：未来新增产能将非常少了！也就是如果严控产能政策持续得到执行，未来产能将呈现零增长局面，即使根据中国水泥协会的最新统计：2010 年全国新投产新型干法水泥生产线 203 条，年新增设计水泥熟料产能 2.43 亿吨。而且 2011 年还将超过 1 亿产能投放（对于的水泥产能大约 1.5 亿吨左右）。而分区域来看，华东等区域在 2011 年开始就只有少量新增产能投放了。
- 落后产能淘汰政策在 2011 年仍将很严。按照工信部《关于印发淘汰落后产能工作考核实施方案的通知》，2011 年 2 月底前，各地区要将本地区 2011 年度淘汰落后产能目标任务和计划淘汰落后产能的企业名单（申请中央财政奖励资金企业必须为列入该计划名单的企业），一并报工业和信息化部、财政部、能源局，而且对于未执行的惩罚措施非常严格，我们认为从时间上看，2011 年进度比 2010 年更加提前，而且淘汰企业的水分将大幅度减少。对于未来两年的淘汰量，我们仍维持每年 1 亿吨的判断。
- 鉴于以上分析，我们认为在严控产能政策和落后产能政策严格执行的情况下，也就是我们之前强调的“供给面减法”逻辑，从中期的角度来看，水泥资产相对于不断增长的需求而言，将呈现短缺的特征，水泥资产的盈利能力将不断增强，已经并将持续得到数据的验证。——从过去六年的利润率数据来看，水泥行业显著区别其他周期性行业，其盈利能力维持稳定向上的趋势，即使在金融危机影响需求很严重的 2008 年。呈现这一特征的重要原因在于供给面的特点，比如落后产能淘汰、区域性较强等等，我们认为在目前时点增加了严控产能这一政策后，水泥资产盈利能力不断提升的逻辑更为清晰！

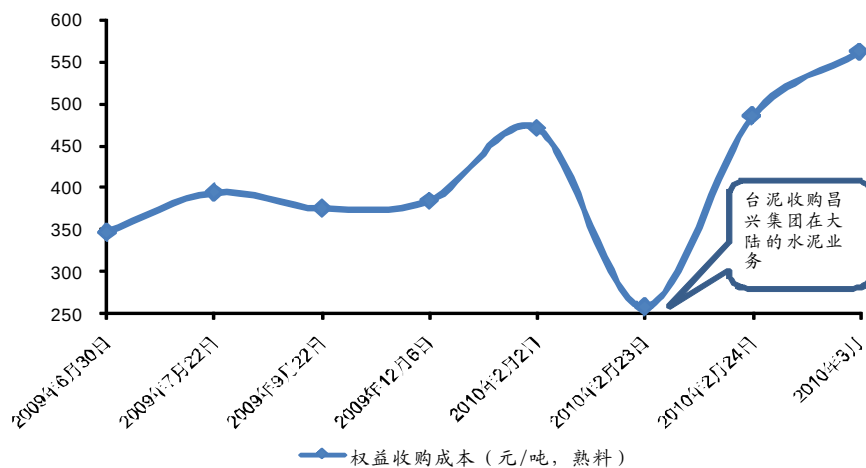
图表3：不断提升的行业盈利能力



来源：国金证券研究所

- 而从水泥业界的收购行为来看，在产能控制的背景下，收购成本不断上升，下图是我们去年《吨 EV 上升条件充分》中所做的研究分析，水泥资产的价格在不断上升。

图表4：键入图表的标题XXXX



来源：国金证券研究所

目前估值较便宜，建议买入水泥股

- 我们维持对水泥行业的观点：震荡向上，且存在战略性投资机会。我们认为水泥资产的盈利能力将在未来呈现不断上升的趋势，这一特征使得水泥资产在周期类投资标的中有非常明显的比较优势，建议投资者穿越水泥价格的季节性，增加水泥资产的配置，买入水泥股。
- 对于一类未来盈利将不断提升的资产而言，12~13 倍的估值水平显然具备明显的投资机会，而且这个估值水平尚处于水泥股估值的中等偏低的水平，我们重点推荐：大水泥——海螺水泥、冀东水泥、华新水泥；小水泥——巢东股份、江西水泥、太行水泥、同力水泥、塔牌集团等等。

图表5：重点公司估值表

公司	02月11日 股价	EPS		PE		最新报 告期每	最新PB	备注
		2010E	2011E	2010	2011			
海螺水泥	31.20	1.763	2.734	17.70	11.41	8.950	3.49	
冀东水泥	23.55	1.248	1.890	18.87	12.46	6.42	3.67	未摊薄
华新水泥	33.03	1.000	2.000	33.03	16.52	11.210	2.95	未摊薄
巢东股份	16.32	0.300	1.250	54.40	13.06	1.860	8.77	
江西水泥	13.05	0.430	0.950	30.35	13.74	2.650	4.92	
天山股份	33.81	1.500	2.200	22.54	15.37	8.668	3.90	
塔牌集团	14.83	0.800	1.000	18.54	14.83	5.490	2.70	
赛马实业	34.80	2.560	3.200	13.59	10.88	12.480	2.79	
祁连山	16.56	1.050	1.567	15.77	10.57	5.140	3.22	
青松建化	18.61	0.602	0.854	30.91	21.79	4.910	3.79	

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室