

水泥行业

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

紧盯供给端 行业机会提升

—水泥行业跟踪分析报告 2010.2.21

建筑建材行业投资策略报告系列二

投资策略：

- 我们非常坚定的看好水泥股在 2011 年的表现，特别是淘汰落后产能预期强的东部水泥，如海螺水泥、塔牌集团、江西水泥、冀东水泥、华新水泥。
- 水泥板块由于年前超跌，估值曾为 10 倍动态市盈率左右，现在估值为 2011 年动态市盈率 15 倍左右，处于历史中位水平，我们认为短期内虽然还有部分公司有上涨空间，但由于前期涨幅已经比较大，建议投资者波段操作。由于供应缺口导致景气度提高，预计行业估值水平在年末达到 20 倍，板块市盈率回调时都是建仓机会，给予行业“强于大势”评级。

投资要点：

- 供应缺口出现，行业机会提高。预计从2011年下半年开始，水泥行业新增产能少于淘汰落后产能，净增产能为负，按供需状况改善排序——华北、华东、中南区域。
- 政策淘“旧”限“新”执行力度是供给端的决定性因素，2011年预计淘汰落后产能还将达到1亿吨，占2010年水泥产量18.8亿吨的5%。
- 水泥需求2011年预计增长12%，达到21亿吨——保障房大幅增加+水利+建材下乡全国推开的期待。供需合力导致供给缺口的出现，将支撑水泥价格维持高位。
- 抑制通胀措施将对水泥板块、股市整体估值造成压力，但属于表现性的指标，一般提前 4-5 个月反应政策预期。2004 年/2008 年通胀时期，水泥行业能否跑赢大盘主要受第二年行业景气运行预期影响。站在 2011 年初的时点，如果新建产能不放开，我们预计 2012 年全年行业景气度将稳步提升，虽然可能受到控通胀措施影响，但我们认为水泥行业全年看将跑赢大盘。
- 风险提示：淘汰落后产能、限制新增产能政策放开是最大的风险。

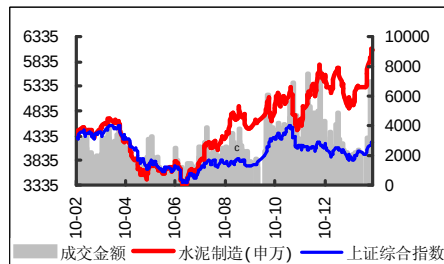
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

强于大势

静态市盈率：33.15
动态市盈率：15.45

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	25.52	45.58	41.53
相对表现(%)	17.15	35.09	38.01

资料来源:WIND

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	10EPS	11EPS	12EPS
海螺水泥	买入	1.81	2.76	3.1
塔牌集团	买入	0.78	1.12	1.35
江西水泥	买入	0.42	1.02	1.13
冀东水泥	增持	1.2	1.6	1.85
华新水泥	增持	1.03	2.05	2.4

研究员：左红英

执业证书 S0820209120023

联系人：谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告 净利润同比增长 8 倍 淮河
治理增加水泥需求—巢东股份业绩预
增 800%公告点评 2011-2-10

目 录

一、	淘“旧”限“新”，净增产能为负，供应缺口出现。.....	3
1.1.	淘“旧”执行坚决，是行业供需改善的最重要因素.....	3
1.2.	限“新”致使水泥投资增速、总额都大幅下降.....	4
1.3.	区域竞争格局改变，价格控制力强，大型水泥企业盈利提升最大，其次是有新增产能的小企业。.....	6
二、	需求端：2011年预计增长12%——保障房大幅增加+水利+建材下乡全国推开的期待。.....	8
2.1	地产投资下滑较快——我们预计2011年房地产开发投资增速将下降到20%左右，上千万套保障性住房对平抑地产投资下滑有明显作用。.....	9
2.2	基建特别是水利投资，将弥补地产投资下滑对固定资产投资的影响，带来水泥增量需求。.....	9
2.3	建材下乡全国推开有望超预期提升水泥需求.....	10
三、	控通胀措施对2011年水泥行业影响：上半年压制，下半年释放。.....	11
3.1	加息对上市公司影响较小，大部分对净利润影响都在1%左右。.....	11
3.2	两次加息对基建和房地产的水泥需求影响不明显.....	12
3.3	水泥板块对加息一般提前反应.....	13
四、	我们强烈看好海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、冀东水泥、江西水泥.....	13
4.1	海螺水泥行业霸主地位无可撼动.....	13
4.2	塔牌集团，受益淘汰落后产能的粤东区域龙头企业.....	13
4.3	江西水泥、华新水泥业绩弹性大+谋求定向增发的区域龙头企业.....	14
4.4	冀东水泥，还在成长的水泥业界探花.....	14

一、 淘“旧”限“新”，净增产能为负，供应缺口出现。

水泥行业过去比较看重需求，而从最近一年的国家政策和行业景气提升来分析，供给减少对于行业的影响超过之前预期。我们的判断是，未来供给格局，将决定行业走势。

供给端：淘“旧”限“新” < 需求端：保障房大幅增加+水利+建材下乡全国推开预期。因为水泥行业过去总体供过于求，政策淘“旧”限“新”执行力度是供给端的决定性因素，更将在未来“十二五”期间及更长远的时期影响行业基本面。我们认为目前是行业难得的历史性机会，因为我国未来转变经济发展方式，固定资产投资下滑是长期趋势，而在2011—2012年固定资产投资将维持在20%左右的较高的位置，从而保证水泥的需求，但另一方面则是水泥供给减少，从而产生供给缺口。

1.1. 淘“旧”执行坚决，是行业供需改善的最重要因素

“十一五”期间国家整顿高耗能行业，累计淘汰水泥落后产能4亿吨，仅2010年就淘汰落后产能近亿吨（工信部公布截至2010年9月底，各地完成了水泥9155万吨落后产能关停任务，全年统计数据暂时未出），而2009年淘汰落后产能7400万吨，可以看出淘汰步伐在加快。我国水泥产量2010年再创历史新高，达18.68亿吨，淘汰落后产能约占比5%。

2011年落后产能淘汰还将达亿吨。当前我国还有3.2亿吨落后产能没有淘汰，根据《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的若干意见》，我国要在2012年完成对所有落后产能的淘汰，预计2011年要淘汰落后产能1亿吨，新建产能1.2亿吨，净增产能只有2000万吨左右，而需求预计增长近1.7亿吨，则会出现1.5亿吨的供给缺口。

表 1：净增产能与新增需求情况（万吨）

项目	2008	2009	2010E	2011E
新建产能	14334	26311	26420	12013
淘汰产能	5000	7400	10728	10000
净增产能	9334	18911	15692	2013
需求增长	2683	24098	20828	16950
供给缺口	(6652)	5187	5136	14937

来源：爱建证券

虽然11年受需求减缓的影响，但由于水泥行业投资减速、淘汰落后产能的因素的存在，整体水泥行业相比今年有着更好的景气程度。我们测算了全国各个区域的供需差，以直观预测2011年的区域景气度，大致由高到低为：华北、中南、华东。对于处在这些区域的龙头企业，由于市场控制力强，有理由水泥价格和盈利都看高一线。

表 2：2010-2011 分区域净增产能预测

区域	2009年产量	2010年 新增水 泥产能	2010年 淘汰水 泥产能	2010年 净增水 泥产能 /2009年 产量	2010年预 计产量	2011年 新增水 泥产能	2011年 淘汰水 泥产能	2011年 净增水 泥产能 /2010年 产量
全国	162897.83	26420	10727.7	9.63%	183726.19	12013	10000	1.10%
华北	19137.06	3277	2564.3	3.72%	21624.88	851	2191.37	-6.20%
东北	11280.89	732	916.6	-1.64%	12070.55	969	699.96	2.23%
华东	58677.29	4465	2134.6	3.97%	62197.93	1085	1630.09	-0.88%
中南	43599.23	4457	2643.8	4.16%	48831.14	2306	3517.22	-2.48%
西南	20218.77	6809	1286.6	27.31%	26520.95	3383	1058.88	8.76%
西北	9984.59	6679	1181.8	55.06%	12480.74	3419	902.48	20.16%

来源：爱建证券

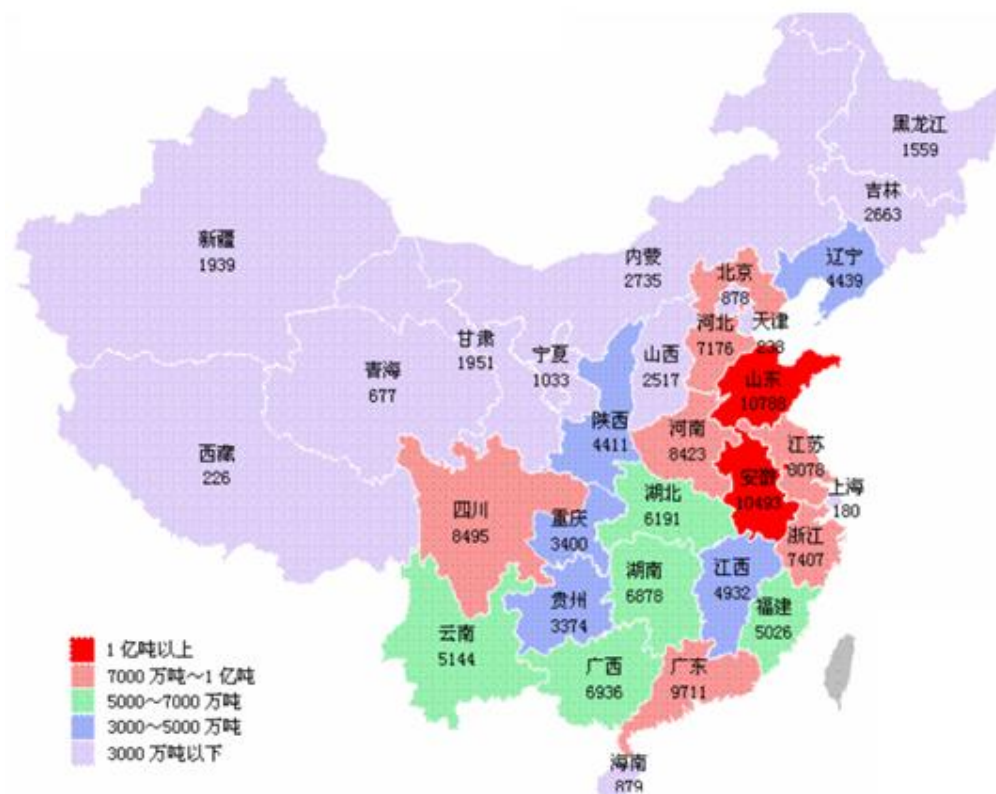
国家政策执行坚决，华东限电、水泥价格大涨也是表现形式之一。2010年间业内对于统计口径有过争论，但国家采取淘汰落后产能生产线公式等方式，接受社会监督，提高了后续淘汰产能的透明度。而华东地区限电，致使水泥价格大幅攀升超出预期，一方面是迫于节能减排的压力，另一方面也是支持水泥吨产能电耗低、余热发电比例高的水泥生产企业，对它们形成直接利好。

1.2. 限“新”致使水泥投资增速、总额都大幅下降

2011年《水泥行业准入条件》正式实施，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。

全国大部分省份水泥产能都超过人均900公斤，如果不批准新线，可以预见未来两年内主要为在建的水泥线投产形成的产能，新增产能增加非常有限。如上文的估算，2011年约有1.2亿吨水泥产能投放，主要在西部地区，2011年下半年以后将进入新增产能空档期，行业也会在产能释放之后走出比较稳定的上升行情。

图 1：2009 年全国水泥熟料生产能力地区分布（万吨）



数据来源：中国建材信息总网

水泥行业的产能增长比较直观的指标是水泥行业投资额及增速。预计2010年水泥投资完成总额将接近2000亿元，为历史最高值。水泥固定资产投资增速开始逐步下滑，截至2010年底，累计增速已经降至 10%左右，单月增速今年一季度末可能下降为负数。

图 2：累计水泥固定资产投资大幅下滑、同比已经开始负增长



数据来源：数字水泥网、爱建证券

1.3. 区域竞争格局改变，价格控制力强，大型水泥企业盈利提升最大，其次是有新增产能的小企业。

水泥总体上属于技术门槛不高的行业，且上游的石灰石矿我国资源丰富。如果一个区域内企业众多，产能过剩，往往会陷入恶性竞争中。

目前全国水泥行业集中度大幅提高，部分区域竞争格局改变，区域龙头企业价格控制力强，有利于区域价格稳定、盈利提升。国内前十家水泥企业市场占有率总和在 35%左右，近三年通过大企业并购当地的小企业以及落后产能的逐步退出，单个区域的集中度大大提高，区域内大企业之间的协同定价能力大大提高、从而有望盈利步上新台阶。

结合上文分析结论，2011 年的区域景气度，大致由高到低为：华北、中南、华东，则区域内受益最大的龙头企业分别为，华东：海螺水泥（50%产能在华东，20%产能在华南），华北：冀东水泥、太行水泥（金隅股份），华中：华新水泥，再就是关注龙头企业参股提高经营效率的企业，如海螺参股公司：江西水泥、巢东股份、同力股份，中国建材资产重组平台：狮头股份。

表 3：全国各区域水泥龙头企业

区域	省份	龙头企业
华北	河北、山西、陕西、内蒙	冀东水泥、金隅集团
华东	江苏、浙江、山东、安徽	中国建材、海螺水泥
华中	湖北、湖南、江西、河南	华新水泥、海螺水泥、中国建材
华南	广东、广西、福建	台泥集团、华润水泥、海螺水泥
西北	新疆、甘肃、宁夏、青海	中材股份
东北	黑龙江、吉林、辽宁	亚泰集团、天瑞集团、山水集团
西南	四川、重庆、贵州、西藏、云南	集中度较低，企业较多

资料来源：爱建证券

区域景气提高趋势下，如果水泥价格维持高位，则水泥产能最大的企业，无疑将是盈利最多的。而在量价配合下，盈利提高幅度最大的企业，也将在 EPS/PE 上充分体现。就目前我们的分析，投资梯队为：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、太行水泥（金隅股份）。

表 4：全国水泥行业 2010 、 2012 年前十家龙头企业及变动

2010 年

2012 年

所属大集团	新型干法水泥熟料 产能（万吨）	所属大集团	新型干法水泥熟料产 能（万吨）
全国	125252	全国	138821
中国建材	15609	中国建材	16374
海螺水泥	12794	海螺水泥	13398
冀东水泥	4777	中材股份	5264
中材股份	4762	冀东水泥	5155
华润水泥	3410	华新水泥	4900
华新水泥	3159	华润水泥	3984
山水集团	3019	山水集团	3872
天瑞集团	2542	台泥集团	2589
北京金隅	2213	红狮水泥	2548
台泥集团	2186	天瑞集团	2542

资料来源：中国水泥协会、数字水泥网

二、需求端：2011年预计增长12%——保障房大幅增加+水利+建材下乡全国推开的期待。

2010 年全年水泥产量达到 18.8 亿吨，而 2011 年预计在保障房、水利、建材下乡全国推开三项的拉动下，水泥的需求还将维持高位，将达到 21 亿吨，增速达 12%。

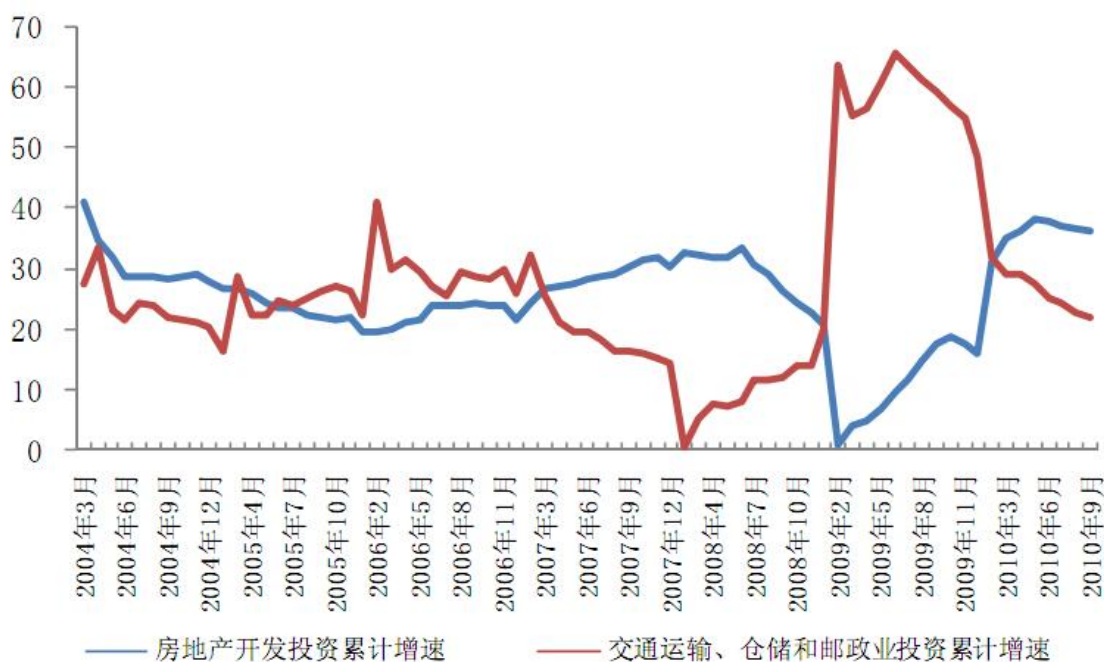
2.1 地产投资下滑较快——我们预计2011年房地产开发投资增速将下降到20%左右，上千万套保障性住房对平抑地产投资下滑有明显作用。

保障性住房原来预计 2011 年为 500-600 万套，住建部公布的则为 1000 万套，大大超出市场预期。相比 2010 年新增 420 万套，同比增长 72.4%，以此计算，2011 年保障性安居工程投资将达 1.4 万亿元人民币。我们假设 2011 年建设 1000 万套保障房，对房地产投资的拉动将有非常明显作用，按照每套 60 平米的建筑面积计算，每平米耗用水泥 0.2 吨，则耗用水泥达到 1.2 亿吨，相比 2010 年的增量也有近 7000 万吨，能有效弥补房地产投资下滑对水泥需求量下降的影响。

2.2 基建特别是水利投资，将弥补地产投资下滑对固定资产投资的影响，带来水泥增量需求。

基建投资与地产投资有此消彼长的关系，特别是作为可控性强的宏观调控手段，对于平抑经济波动有重要作用。2011 年地产投资下滑已成为共识，预计基建投资审批、推进将加快（此处以交通运输、仓储和邮政业投资累计增速近似替代基建投资）。

图 3：房地产投资增速与基建投资增速变动趋势（%）



来源：华通数据 爱建证券研究所

水利方面，预计未来十年，年均水利投资额将达到 4000-5000 亿，较“十一五”期间年均 1174 亿的规模增长 240%，对于水泥需求产生更为直接的拉动。假设每百亿元固定资产支出拉动约 150 万吨的水泥需求，我们预计水利投资将转化为每年 6000—7500 万吨的水泥需求（约 2010 年水泥产量的 3%——4%）。

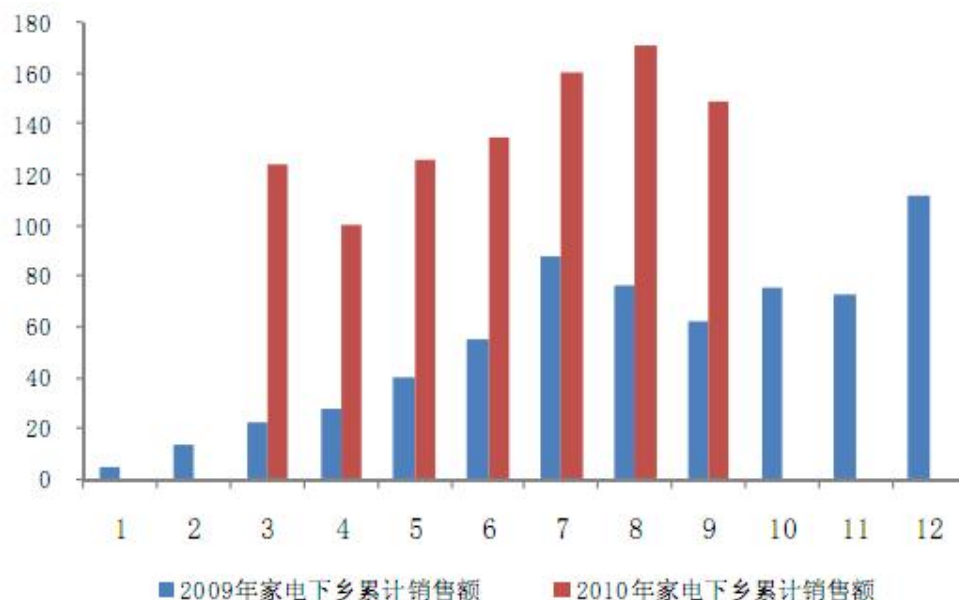
按受益于水利建设的程度看，我们覆盖的 A 股上市公司的排序为：海螺水泥、江西水泥、华新水泥。我们相信符合以下两个标准的公司将在兴建水利的大背景下受益，一类是收入中来自旱涝灾害频发、水利工程集中的区域。按照人员伤亡和农作物受灾面积看，2010 年水灾受损失最大的省份为江西、湖南；另一类产能中高标号水泥比例高的，因为兴建水利工程主要使用高标号水泥。综合分析，海螺水泥将最大受益于水利投资增加，其次是江西水泥、华新水泥。

2.3 建材下乡全国推开有望超预期提升水泥需求

建材下乡有助于拉动农村地区的水泥需求。在水泥的销售去向中，农村建设占到 30%左右，是水泥需求的重要增量，由于国家政策限制中标企业资质，将有利于大企业进一步开拓市场，对落后产能企业形成压制。

建材下乡的试点，以及预期的后续稳定推广，预计将构成水泥需求的显著增量，但是具体的增量还要待政策实施数月才可观其效。家电下乡的良好效果打开了建材下乡的想象空间，政策制定与实施过程值得建材下乡借鉴，未来水泥下乡存在超预期的可能。

图 4：2009、2010 家电下乡累计销售额（亿元）



资料来源： Wind 爱建证券

现在我国农民达 9 亿人口，人均建筑面积 32 平米，人均砖木结构面积 15 平米，建材下乡全国推开将促进水泥对传统砖木结构民居的替代。按照水泥建造面积占比 30%-40%，房屋翻修周期在 10—20 年，水泥的年需求量在 1—1.5 亿吨的概率最大。换言之，建材下乡如果全国推开，虽然现在很难预测具体数值，也将带来很大的增量需求。

三、 控通胀措施对2011年水泥行业影响：上半年压制，下半年释放。

加息等控通胀手段对水泥企业最直接的影响——财务费用提高，再就是影响水泥下游的地产、基建减少水泥需求。

而加息不同时段水泥板块的表现差异较大，一般来讲，温和的加息往往不影响板块走势，但严厉的控制通胀措施，进入加息通道或屡次上调准备金，将抑制行业表现。我们对于此次调控的影响判断是：上半年压制水泥板块，整体估值在 2011 年动态市盈率 15 倍 PE 以下；下半年随着政策放开，水泥板块整体估值将上行，将达到在 2011 年动态市盈率 20 倍 PE，且随着企业盈利提高而调高。

3.1 加息对上市公司影响较小，大部分对净利润影响都在1%左右。

加息对于所有企业来讲都面临财务费用的提高，而负债率高的企业，影响则较大。截至 2010 年

三季度，水泥全行业整体负债率 58%，针对已上市的水泥企业我们测算了 10 月 20 日、2 月 9 日加息对 2011 年净利润可能带来的影响。结果显示，大部分水泥企业 2011 年净利润受影响都在 1%-3%，华新水泥受两次加息影响最为严重，2011 年净利润受利率影响将减少 7.09%，如果考虑 2011 年二季度可能再加息 25 个基点的话，华新水泥所受影响将达到 10.64%。但这也必须辩证的看，因为企业负债率高的，基本上都是因为要扩充新增产能，而现在新增产能全国审批暂缓，新增产能带来的净利润提升远超提高财务费用的影响。

表 5:两次加息及未来加息预期对 2010--2011 年净利润可能带来的影响

行业与重点 公司名称	资产负债率 10H3(%)	利息保障倍 数 10H3	两次加息共 50 个基点对 2011 年净利 润影响	假设 2011 年 2 季度再 加息 25 个基点对 2011 年净利润的累计影响
海螺水泥	42.07	12.72	0.90%	1.34%
华新水泥	69.08	1.78	7.09%	10.64%
江西水泥	68.96	1.21	3.61%	5.42%
塔牌集团	55.77	5.23	1.96%	2.93%
冀东水泥	68.90	5.17	3.55%	5.32%
天山股份	62.36	6.21	2.74%	4.10%
祁连山	57.22	10.08	1.78%	2.66%
赛马实业	56.09	11.51	1.86%	2.79%
青松建化	44.09	8.84	1.60%	2.39%
海螺水泥	42.07	12.72	0.90%	1.34%

资料来源：WIND 爱建证券

3.2 两次加息对基建和房地产的水泥需求影响不明显

历次加息对固定资产投资的调节作用不是很好。因为我国利率变动对固定资产投资的调节作用相对有限，当经济景气高时，调高利率也难以抑制投资增长；经济下滑时，央行减低利率，出于对经济下滑的预期，投资也很难被刺激。

如上文分析的，基建投资现在担负着平抑经济波动的任务，加息对其未见显著影响。

加息对房地产供给市场、需求市场、土地市场都有影响，房地产投资增速将下降，对居民按揭成本、企业贷款成本影响都不大，但影响水泥需求。如前文分析，保障房投资受加息影响较小，将在一定程度上平抑加息对地产整体的影响。

3.3 水泥板块对加息一般提前反应

2004 年通胀时期，水泥产能大增是导致行业跑输大盘的主因。2008 年通胀时期，水泥需求量大幅下滑，但淘汰落后产能政策有效的改善了行业供需状况，虽然 2008 年水泥行业也出现了盈利下滑和股价下跌，但相较 2004 年，走势强得多。

2011 年截至 2 月 14 日，累计已经加息两次，上调存款准备金率三次，在两次加息前后，水泥板块探底，曾在 2010 年底行业动态市盈率为 10 倍。现在经过两个月的反弹，行业 2011 年市盈率达到了 15 倍，处于历史中位水平，我们认为短期内虽然还有部分公司有上涨空间，但由于前期涨幅已经比较大，建议投资者波段操作。

水泥行业由于供应缺口导致景气度提高，预计行业估值水平在年末达到 20 倍。预计未来还将加息或者调整存款准备金率，水泥行业回调到 12 倍左右，都是建仓机会，给予行业“强于大势”评级。

四、 我们强烈看好海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、冀东水泥、江西水泥

4.1 海螺水泥行业霸主地位无可撼动

海螺水泥 2010 年水泥销量预计在 1.4 亿吨左右，而已核准的生产线能保证公司产能的进一步扩张，预计 2012 年达到 2 亿吨。由于公司产能 50%集中在华东地区，20%在华南，此次华东水泥价格大涨将使公司 2010 年报靓丽。

而走过多年全国扩张之路的海螺水泥，经过这次水泥价格大涨，也意识到了区域协同的重要性，相信未来会与区域内的其他企业维护水泥市场的平稳运行。

海螺水泥的资产负债率仅为 42%，在水泥行业中是最低的，在此次加息周期中将较同行明显受益。

基于对未来两年东部区域水泥价格走势的良好预期，我们预测海螺水泥 2010 年每股收益为 1.81 元，2011 年和 2012 年的每股收益为 2.76 元和 3.10 元（假设两年的水泥均价比 2010 年上涨 10%），目标价位为 55 元，给与“买入”评级。

4.2 塔牌集团，受益淘汰落后产能的粤东区域龙头企业

塔牌集团覆盖粤东和珠三角的惠州和深圳地区，离广州都有一定距离，在粤东市场占有率为 45%，新型干法水泥市场占有率在 70%以上，区域内的新型干法水泥产能主要为塔牌所有，对该区域具有很强市场控制力。目前粤东区域严格控制新建产能，实行等量淘汰，水泥总产能基本没有增长。该区域立窑比例在 50%以上，淘汰空间巨大，留给塔牌集团极大的发展空间。

公司 2010 年底日产 5000T/D 福塔二线投产，投产后水泥产能达到 1328 万吨，预计 2011 年公司产量增速在 18%左右。

塔牌集团 2010-2012 年盈利预测为 0.78 元, 1.12 元和 1.35 元, 未来三年净利润的复合增长率约 35%, 公司未来发展潜力巨大, 给与公司“买入”的评级和 22.5 元的目标价位。

4.3 江西水泥、华新水泥业绩弹性大+谋求定向增发的区域龙头企业

江西水泥:

江西水泥 2011 年 2 月 16 日公告增发方案, 计划非公开发行不超过 6500 万股, 发行价格不低于 10.64 元/股, 主要用于收购水泥子公司少数股东权益和新建混凝土搅拌站。增发将使公司的权益产能由 993 万吨增加到 1204 万吨, 增幅约为 21.25%。

江西水泥在区域市场占有率约 20%, 省内现在逐渐呈现江西水泥、南方水泥、海螺水泥三足鼎立之势, 三者约占到江西市场的 2/3。与其他区域的比较优势来自于——江西省明后年水泥供给和周边地区供给压力远远低于全国其他地区。因为江西北面临近安徽和浙江, 而这两个区域人均干法孰料产能也超过了 900 公斤, 未来批建新产能的可能性低。

从需求角度看, 江西水泥是新农村建设水泥股的龙头企业。江西水泥 60%收入来自农村市场, 明年乃至整个十二五期间农村需求或者新农村建设都将是重要主题, 不管是水利投资, 还是建材下乡预计 2011 年全国推行, 都意味着重点投资、重点市场的龙头企业优势增强。

我们预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.42、1.02、1.13 元/股, 考虑到公司的产能快速增长、区域水泥价格弹性较大, 给与公司 2011 年 20 倍 PE, 目标价位 20 元, 买入。

华新水泥:

华新水泥区域市场占有率 25%, 价格控制力相对强。华中区域前四大水泥公司为华新水泥、天瑞集团、南方水泥、葛洲坝, 前两大企业市场份额各 25%。湖北、湖南、河南南北接界的地方水泥价格具有相对联动性, 因为水泥可以跨区流动, 如 2010 年第 4 季度湖北水泥价格被拉动。华新在湖北 36%份额计划提高到 50%左右, 2010 年就已经开始收购整合区域内企业, 目前控制力低于华北但未来有提高空间。

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。

预计公司 2011 年和 2012 年水泥销量 4600 万吨和 4900 万吨, 同比分别增长 31%和 7%。假设 2011 年和 2012 年水泥毛利率分别达到 26%和 27%。上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.03 元, 2.05 元和 2.4 元。目前股价对应 2011 年 PE 为 17.3 倍, 目标价位为 40 元, 给与“增持”评级。

4.4 冀东水泥, 还在成长的水泥业界探花

冀东水泥在河北、陕西、内蒙古、山西市场份额第一, 拥有很强的市场控制力, 对于公司取得稳定的盈利有较高的保障。此外, 公司所在的河北、山西等地要淘汰的市场空间很大, 是最受益产能淘汰政策的公司之一。

在建产能项目陆续投产，公司产能迅速扩张。继 09 年 6 条生产线建成投产，2010 年有 14 条生产线在建，其中唐县、涑水等 11 条线有望建成投产，阳泉、平泉、涑水 3 条有望在 2011 年初建成投产。产能方面，08 年 4000 万吨，09 年 6000 万吨，10 年有望达到 9000 万吨以上，11 年 1.2 亿吨左右，为业绩成长奠定基础。

公司 2010 年前三季度实现熟料及水泥产量 3145.45 万吨，同比增长 47.27%。营业收入 80.06 亿元，同比增长 64.30%。由于 2010 年前三季度的良好势头，以及公司的产能扩展能力，我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 1.2 元、1.6 元、1.85 元，给予目标价位 32 元，“推荐”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述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，爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，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、复制件或复制品，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“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。