

水泥行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

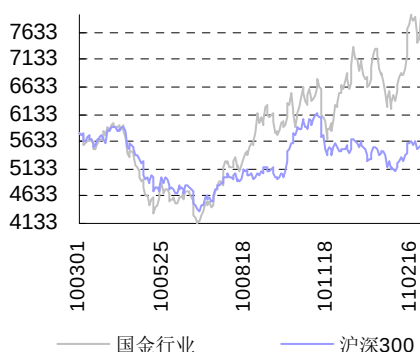
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

进一步增加水泥资产的配置

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	7957.81
沪深 300 指数	3197.62
上证指数	2878.57
深证成指	12633.88
中小板指数	7313.63



事件

- 短期水泥价格出现了一定程度的调整；
- 本周我们在上海部分机构做了路演交流，尤其在水泥价格震荡的时候，有必要重申我们坚决的观点；
- 1000 万套保障性住房签订责任书，且周末总理在与网民交流时又强调：计划在今后五年，新建保障性住房 3600 万套；
- 财政部长 25 日重申强调：2011 年继续实施积极财政政策。

我们的观点：进一步增加水泥资产的配置

关于水泥价格

- 我们在 2 月 13 日《穿越水泥价格的季节性看待水泥资产之价值》报告中强调：淡季水泥价格变化每年都有，与水泥股没有明确的正相关关系。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2：海螺水泥过去五年在 1Q 的走势与大盘的比较

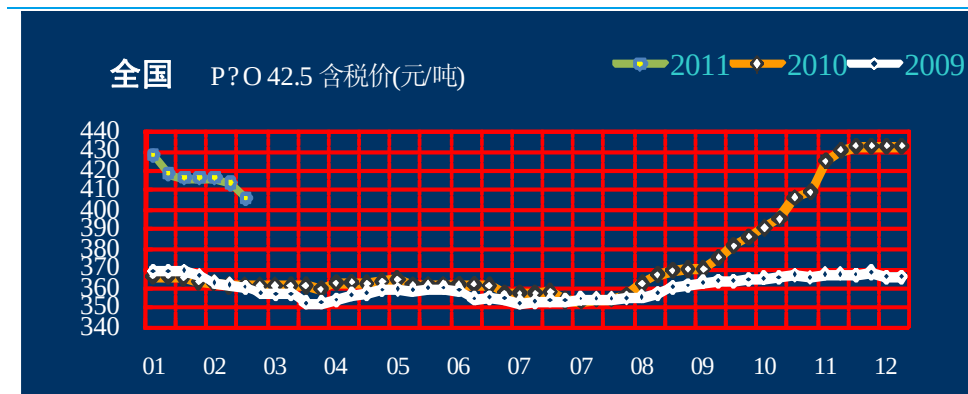
	2006	2007	2008	2009	2010
1Q 淡季	跑赢大盘	跑输大盘	跑赢大盘	跑赢大盘	跑输大盘

来源：国金证券研究所

相关报告

1. 《穿越水泥价格的季节性看待水泥资产之价值》，2011.2.14
2. 《供给减法逻辑将发力》，2010.12.1
3. 《《水泥行业准入条件》政策点评》，2010.12.1

图表2：截止 2 月 25 日的水泥价格变化



来源：国金证券研究所

- 我们维持对于后续价格的判断：由于民工短缺等原因，影响需求的淡季因素短期尚未消除，我们认为短期价格将在目前位置出现小幅度震荡（但同比将大幅度提高，导致华东水泥同比增速或将在 100% 以上），随着旺季真正到来，我们预期价格将企稳（企稳的价格是很高的，是超出市场目前盈利预测对应的价格假设的），而对于下半年价格环比上半年将提升，明年价格趋势将更明朗，将比今年高。-----这是我们对于未来价格短中长期的判断，当然背后的逻辑在于供需的变化，尤其供给面做减法逻辑将逐渐发力。

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

关于宏观面和需求面

- **关于宏观面：**宏观面面临的不利因素未来一段时间将始终存在：高企的 CPI，紧缩的货币环境等等。我们认为这些预期大部分隐含在当期水泥股估值中，就拿水泥股而言，我们认为市场大部分投资者已经认可“供给面将在未来做减法”这个逻辑，也就是下半年比上半年景气更明朗，明年比今年更明朗，而且这种明朗的主导力量是供给面几乎新增很少，而淘汰还在继续加大力度。如此逻辑清晰的行业，目前的估值水平也还在历史的中低端（主流公司在 12~13 倍左右），我们认为就是宏观预期的不明朗导致-----也就是水泥的估值水平还是一个隐含谨慎预期的，比较安全的估值水平。
- **近期我们观察到一些变化：**海外的地缘政治紧张；媒体报道中国财政部进一步重申积极的财政政策。我们认为**为短期没必要对紧缩的预期过于悲观。**

2011 年继续实施积极的财政政策，要着重把握五个方面：一是提高城乡居民收入，扩大居民消费需求。二是着力优化投资结构，加强经济社会发展的薄弱环节。三是调整完善税收政策，促进企业发展和引导居民消费。四是进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。五是大力支持经济结构调整和区域协调发展，推动经济发展方式转变。

- **对于需求面，**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总体需求量大约在 1.2 亿吨，增量大约是 5000 万吨左右。

图表3：保障房建设对水泥的拉动效果

套数	新开工面积	带来的水泥需求量	占2010年需求量的比例
1000万套	6亿平米	1.2亿吨	6.40%

来源：国金证券研究所

- 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，增量大约 4000 万吨左右。
- 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。

关于投资者集中关注的几个问题

问题一，一季度水泥价格在环比下降，为什么我们的观点还如此坚定看好水泥行业？

我们的观点：我们认为决定水泥股投资机会最大的变量是估值，而影响估值最重要的因素是两个：其一，**未来水泥行业供需关系的预期**，而不是当期的供需关系；其二，宏观面的环境，包括流动性、CPI 等因素。而且通过以上的实证研究，在一季度传统淡季，水泥股和水泥价格的变化并没有完全的正相关关系！

问题二，水泥价格目前绝对价格都在历史同期属于较高水平，目前的 ROE、利润率都处在较高水平，未来是否还能通过提价来提高盈利水平？

我们的观点：我们认为类似 ROE 等的各种利润指标都是结果性指标，本质因素还是未来的供需关系，从供需关系来看，我们认为下半年和明年的趋势将更加明朗，这点市场应该没有多少疑虑，也就是供需关系变好，未来的水泥价格就应该上涨，决定价格的是未来的供需关系，而不是过去的盈利高点。一个正常的周期性行业，我们的确需要担心盈利高点，因为盈利变高后，供给会增加，供需关系又会被打破，盈利会向下-----这是一个正常周期性行业的周期性特征。但是，水泥行业盈利能力变高后，产能增加被政策限制了，在未来供需不断好转的情形下，未来的价格为什么不能更高呢？！

问题三，今年下半年和明年的趋势会更明朗，为什么在时点的选择上不等到下半年呢或者明年呢？

我们的观点：供给面做减法的逻辑将在下半年和明年会逐渐体现在水泥价格上，对这点持怀疑观点的投资者并不多，但我们认为，在未来趋势明朗的情形下，投资时点选择的标准最重要即估值！我们联想到 2008 年 11 月份四万亿出台之际，当时的水泥价格还在跌，基本面很差，但在 2008 年年底到 2009 年 1 季度这段基本面还没有明确的改善情形下，水泥股却出现了极大地涨幅，而反而在 2009 年四季度，由于 4 万亿的刺激效果在水泥行业显现出来的时候，即水泥价格上涨的时候，水泥股却没什么大机会了，原因也是一样的，2009 年四季度只是验证前期的逻辑是否正确。

关于水泥股的机会：增加水泥类资产的配置

- 我们将水泥股看成一类资产，持续向投资者予以推荐，主要原因在于这类资产的盈利能力未来将不断增强，而且随着时间的推进，这个预期将更加明显，这是一类在未来 1~2 年盈利能力能不断增强的资产，而且现在估值水平还处于历史估值中等偏下的水平（主流公司大约 13 倍左右的估值）。
- 我们建议目前者在目前估值水平进一步增加水泥资产的配置，买入水泥股，维持“震荡向上”的四个字走势判断，我们给予水泥资产的目标估值区间大约为 2011 年 15~20 倍之间。我们还是维持之前的推荐：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（金隅股份）、同力水泥、塔牌集团、天山股份等等。
- 我们之前对标的的推荐是基于供给面做减法逻辑将在未来逐渐由东中部向西部过度，这个在股价的分化上已经得到验证，随着时间的不断推进，西部的赛马实业、祁连山、四川双马的逻辑也将比较顺利（2012 年的需求受西部大开发将持续不错，而产能虽然今年将承受的一定压力，但 2012 年供给面同样做减法，供需逻辑同样很清晰），我们建议投资者可以关注西部的赛马实业、祁连山和四川双马。

图表4：主要水泥类公司估值表

公司	02月25日 股价	EPS		PE		最新报告期 每股净资产	最新PB	备注
		2010E	2011E	2010	2011			
海螺水泥	34.48	1.763	2.734	19.56	12.61	8.950	3.85	
冀东水泥	25.52	1.248	1.890	20.45	13.50	6.42	3.98	未摊薄
华新水泥	39.03	1.500	2.800	26.02	13.94	11.210	3.48	未摊薄
巢东股份	17.29	0.260	1.250	66.50	13.83	1.860	9.30	
江西水泥	16.52	0.430	0.950	38.42	17.39	2.650	6.23	
天山股份	37.35	1.500	2.200	24.90	16.98	8.668	4.31	
塔牌集团	16.97	0.770	1.000	22.04	16.97	5.490	3.09	
赛马实业	39.26	2.880	3.500	13.63	11.22	12.480	3.15	
祁连山	18.13	1.050	1.567	17.27	11.57	5.140	3.53	
四川双马	11.69	0.110	0.750	106.27	15.59	1.500	7.79	
青松建化	19.58	0.602	0.854	32.52	22.93	4.910	3.99	

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室