



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

业绩预览

证券研究报告

2011年4月11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:
S0080511010035

guanxue@cicc.com.cn

水泥行业一季度业绩预览

刚入旺季, 东部和中部部分地区价格已近去年高点

投资建议:

东部和中部水泥股, 调整都是买入机会。3月底4月初, 浙江、安徽、江苏水泥或熟料价格小幅上调, 湖南大幅上调。截至目前, 杭州 PC325 价格已经与去年 12 月最高点持平, PC425 价格也仅差距 20 元, 长沙 PC425 价格已经与去年 12 月最高点持平, PC325 价格仅差距 30 元。4月 1-10 号, 苏南所有熟料线已经成功实施停产 10 日, 预计库存消化一段时间后, 价格将上升。我们预计 4-5 月华东华中水泥企业的盈利情况有望再次超出市场预期。二季度, 华东地区因涨价催化剂较强, 业绩弹性较大, 预计较西部水泥股表现更好。华东重点推荐海螺水泥和华新水泥。

西部水泥股高盈利高成长, 中长期坚定持有。近期新疆水泥价格启动, 南疆价格上调 40 元左右, 北疆随后也将上升, 新疆龙头企业天山股份和青松建化今年业绩存在超出市场预期的可能。2012 年, 甘肃市场有望成为全国供需最好的市场, 祁连山作为快速成长的当地龙头, 将充分受益于供需好转。

水泥股估值安全, 盈利上调后估值仍具较大吸引力。按照我们当前盈利预测, 板块估值 13.9x, 由于价格和销量不断好于预期, 目前时点判断盈利预测还有 10%-20% 的上调空间, 因此估值仍有吸引力。**建议投资者在配置上东西兼顾, 重点推荐组合“海螺水泥、华新水泥、天山股份、祁连山和青松建化”, 长期关注冀东水泥和赛马实业。**

一季度业绩预览 (图 9)

东部地区受益于一季度价格同比高出 50% 以上, 预计海螺水泥、华新水泥、江西水泥等东中部公司一季度业绩同比大幅增长。近期海螺水泥和江西水泥已经发布业绩预增公告。新疆地区受益于量价齐升, 预计天山股份、青松建化等经营性业绩同比将有较大增长, 但由于一季度计提较多固定成本和费用, 净利润增长不大。祁连山 1-2 月份因冷冬以及公司销售策略调整原因产销量受到一定影响, 但是 3 月日出货量已经达到满产规模。

预计海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山、青松建化一季度业绩分别为 0.56 元、0.42 元、0.05 元、0.14 元和 0.04 元, 天山股份和赛马实业一季度业绩盈亏平衡。其中海螺水泥和华新水泥同比分别增长 154% 和 245%, 其他西部、北部公司一季度业绩由于季节性原因不具有很强的指导意义。

行业近况:

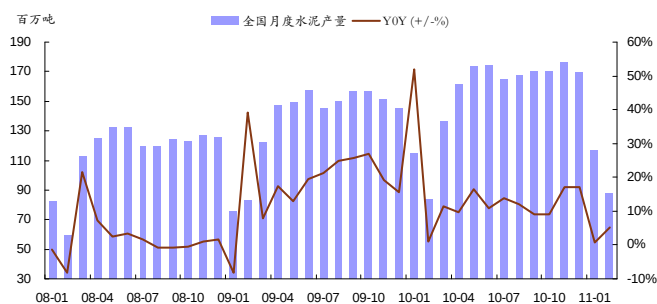
价格: 近两周, 水泥市场开始进入旺季, 全国各区域价格出现不同程度的上升, 主要体现在华东、华北、东北和西北。华东地区, 浙江杭州水泥上调 20 元, 安徽北部和江苏南京熟料上调 10-20 元。华北地区, 石家庄唐山两地上调 30-50 元, 这个上调上一期周报中已经提示。东北地区需求恢复, 冬储结束, 价格上调 10-30 元。西北地区, 新疆南疆价格开春上调 40 元左右, 北疆暂时稳定但未来也将上升, 甘肃兰州三月底上调 10 元。

产量: 3 月份, 从企业反映看, 东部、中部和西部的出货量都明显增加。海螺水泥日出货量 50 万吨以上, 3 月销量同比增长 15%-20%, 华新水泥日出货量 10 万吨以上, 3 月同比增长 20%, 祁连山 3 月销量同比增长 30% 以上。2011 年 1-2 月份, 全国水泥产量同比增长 9.1%。我们预计 2011 年全年水泥产量增长 7.1%, 增速前高后低。

成本: 截至 4 月 11 日, 秦皇岛港口大同优混 810 元/吨, 与上周上涨 10 元。

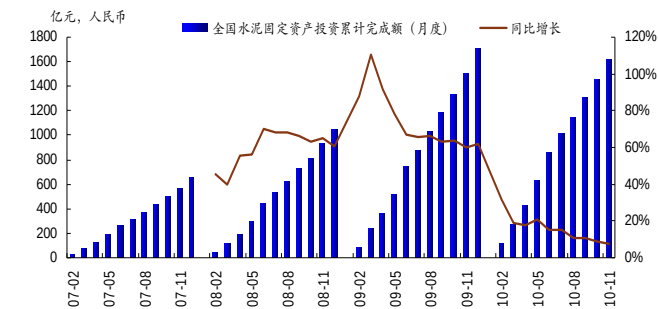
风险提示: 持续加息对投资的负面影响, 房地产调控导致房产投资出现超出预期的下降。

图表 1：全国水泥月度产量



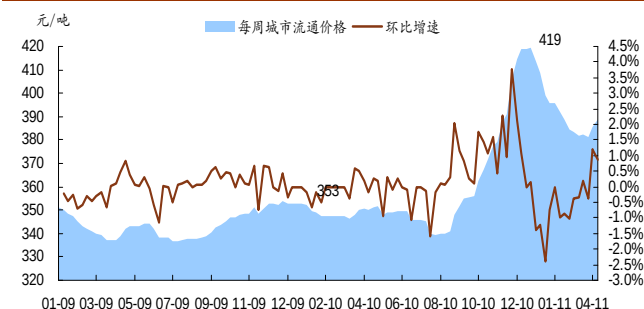
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 2：水泥行业固定资产投资



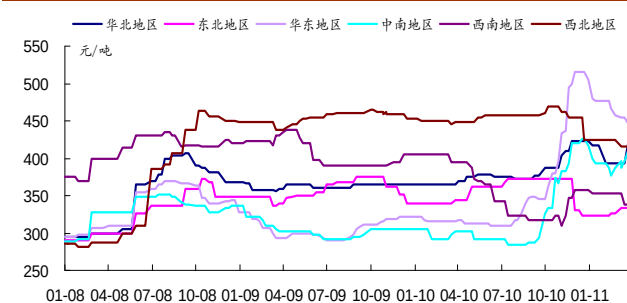
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 3：水泥每周城市流通价格



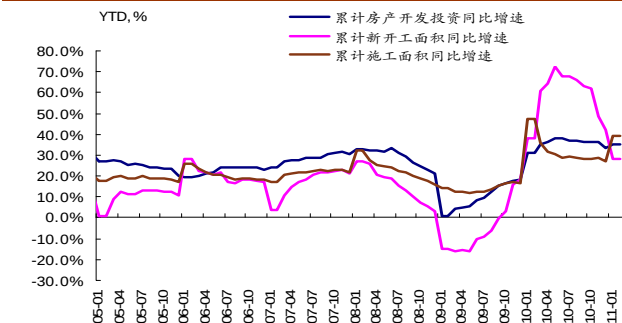
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 4：水泥分地区价格



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 5：房地产开发投资



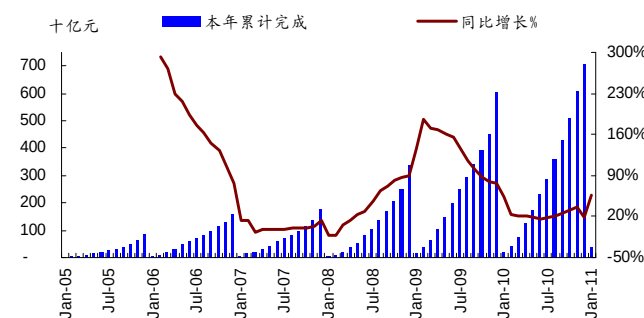
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 6：城镇固定资产投资增速



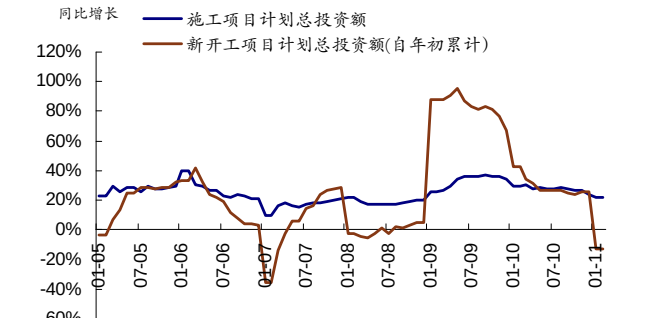
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 7：铁路投资完成额



资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 8：施工项目计划总投资额同比增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 9：一季度业绩预览

Rmb	1Q2011	2011E	1Q2010	同比%	一季度占全年
海螺水泥	0.56	3.01	0.22	150%	19%
华新水泥	0.42	3.99	0.12	245%	11%
冀东水泥	0.05	1.77	0.02	101%	3%
天山股份	-	2.59	-0.13	n.a	0%
祁连山	0.14	1.80	0.15	-9%	8%
青松建化	0.04	0.84	0.04	0%	4%
赛马实业	-	3.30	-0.04	n.a	0%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-4-11	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	41.7	41.6	23.9	13.9	10.4	5.1	4.2	3.3	2.6	24.6	15.8	9.7	7.5
000401.SZ	冀东水泥	CNY	26.0	32.0	20.9	14.7	12.4	4.7	3.1	2.6	2.1	23.6	10.5	7.0	5.9
600801.SH	华新水泥	CNY	53.7	43.3	36.7	13.5	10.3	4.8	4.3	3.3	2.5	17.5	16.2	7.5	6.0
600720.SH	祁连山	CNY	22.8	26.6	22.1	12.7	8.8	5.1	4.2	3.1	2.4	19.0	17.2	10.0	6.9
600449.SH	赛马实业	CNY	41.1	18.0	14.3	12.4	9.9	3.9	3.1	2.8	2.2	13.8	12.1	8.3	6.4
000877.SZ	天山股份	CNY	41.7	46.2	32.1	16.1	11.7	9.4	3.6	3.0	2.5	28.9	19.1	10.6	8.1
600425.SH	青松建化	CNY	26.0	60.2	40.6	30.9	22.9	8.3	5.1	4.8	4.3	31.6	29.8	18.9	15.3
中金覆盖A股平均值				38.3	27.2	16.3	12.4	5.9	4.0	3.3	2.7	22.7	17.2	10.3	8.0
中金覆盖A股中位数				41.6	23.9	13.9	10.4	5.1	4.2	3.1	2.5	23.6	16.2	9.7	6.9
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.6	111.4	48.9	19.0	16.3	6.9	6.1	4.6	3.6	20.0	15.6	7.4	6.9
002233.SZ	塔牌集团	CNY	19.7	37.1	26.8	18.7	15.7	4.2	3.6	3.2	2.9	14.6	12.6	9.8	8.6
601992.SH	金隅股份	CNY	16.3	25.8	24.3	17.3	13.8	4.2	3.3	2.9	2.3	24.6	22.2	16.3	12.5
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.2	20.8	22.7	12.2	9.2	2.2	2.1	1.8	1.5	14.4	16.7	10.3	7.9
000885.SZ	同力水泥	CNY	17.1	38.1	81.4	57.2	24.5	4.0	3.7	n.a	n.a	12.2	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				303.0	38.4	23.7	14.3	5.5	4.7	3.5	2.9	30.7	19.2	11.3	8.9
A股市场中位数				39.9	29.4	16.7	12.4	4.7	4.0	3.1	2.5	23.6	16.7	9.9	7.7
914.HK	海螺水泥	HKD	49.6	43.5	24.4	13.5	10.2	5.4	4.3	3.2	2.5	21.7	13.6	8.0	6.2
3323.HK	中国建材	HKD	28.3	28.7	19.5	10.3	8.4	5.2	3.4	2.5	1.8	16.4	10.8	6.6	5.8
中金覆盖H股平均值				36.1	21.9	11.9	9.3	5.3	3.9	2.9	2.2	19.1	12.2	7.3	6.0
中金覆盖H股中位数				36.1	21.9	11.9	9.3	5.3	3.9	2.9	2.2	19.1	12.2	7.3	6.0
1313.HK	华润水泥	HKD	7.8	19.6	26.5	14.6	11.6	4.2	3.6	2.9	2.4	37.9	19.1	10.8	8.3
1893.HK	中材股份	HKD	8.3	36.1	20.8	14.8	12.4	3.1	2.7	2.2	1.9	10.3	6.5	4.7	4.0
2009.HK	金隅集团	HKD	12.3	17.2	15.0	10.6	8.1	2.8	2.3	1.9	1.6	26.8	14.2	9.6	7.2
691.HK	山水水泥	HKD	7.5	26.4	17.2	10.4	8.6	3.6	3.0	2.5	2.1	11.4	8.4	5.5	4.6
743.HK	亚洲水泥	HKD	5.0	11.2	15.3	11.1	9.3	1.0	0.9	0.8	0.8	8.2	8.3	6.2	5.5
2233.HK	西部水泥	HKD	3.4	0.6	12.7	9.0	7.7	0.2	3.6	2.5	1.9	16.1	9.4	5.9	4.9
H股市场平均值				26.1	19.8	12.2	9.8	3.6	2.9	2.3	1.9	19.0	11.5	7.3	5.9
H股市场中位数				26.4	19.5	11.1	9.3	3.6	3.0	2.5	1.9	16.4	10.8	6.6	5.8
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	72.0	14.6	21.4	17.2	13.5	1.2	1.2	1.2	1.1	8.2	8.3	7.9	7.0
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	50.5	168.2	22.6	13.3	9.8	0.9	0.8	0.8	0.7	9.4	7.9	7.1	6.3
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	45.5	16.4	14.9	12.6	10.0	0.9	0.8	0.8	0.8	8.3	8.2	7.5	6.8
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.3	18.6	23.5	17.9	13.4	1.2	1.2	1.1	1.1	8.6	9.5	8.6	7.4
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.2	28.2	50.2	25.4	15.5	0.6	0.6	0.6	0.6	5.3	6.9	6.5	5.7
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,097.1	13.2	18.3	19.3	17.0	3.5	3.1	3.0	2.7	7.1	10.2	10.8	9.3
其他市场平均值				43.2	25.1	17.6	13.2	1.4	1.3	1.2	1.2	7.8	8.5	8.1	7.1
其他市场中位数				17.5	22.0	17.5	13.5	1.1	1.0	0.9	0.9	8.2	8.2	7.7	6.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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