



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年5月6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

水泥行业景气度料下半年继续向好

行业近况:

近期水泥股走势较弱,但基本面情况向好。上周,全国水泥平均价格继续上行,环比上升 0.46%,上涨比较明显的地区是福建和东北地区。全国 4 月单月环比 3 月上升 4%,其中涨幅较大的地区是新疆、京津冀、东北、湖南、福建和江浙沪皖。4 月从主要上市公司出货量来看,同比增长均在 15%以上,产能增加较快的公司出货量增速达到 30%以上。预计 4 月全国水泥需求增速仍为两位数(一季度 10%)。

从具体上市公司 4 月经营情况来看,价格和量的趋势均略好于预期。预计海螺水泥 4 月产销量约 1480 万吨,水泥出厂价格约 330 元,华新水泥 4 月产销量约 370 万吨,水泥出厂价 300 元。海螺水泥吨毛利 136-138 元,华新水泥 80-90 元。其中,海螺水泥好于预期,华新水泥略低于预期(主要因成本高于预期)。我们今年对海螺 2011 年的盈利预测中,假设吨毛利 137 元(EPS3.8 元),华新水泥吨毛利 90 元(EPS4 元)。由于下半年尤其是四季度是水泥需求旺季,按照正常季节性趋势,海螺水泥盈利仍有上调空间,华新水泥也将符合预期。

评论:

近期股价调整 15%。市场对股票的担心主要集中在两个方面,在宏观经济不确定性的背景下,估值和盈利的“双杀”。对此,我们的看法如下:

估值:按照我们盈利预测,海螺水泥估值 9.1x,按照市场一致预期,估值 10x。这个估值已经是水泥行业历史最低点,面对供需向好,盈利向好,兼并收购将打开更大增长空间的行业,我们认为 10x 市盈率具有较强的底部支撑。估值再往下“杀”的空间很有限。

盈利:由于从去年四季度水泥价格大涨之后,企业盈利不断攀升,就盈利而言,我们本着审慎原则,按照一季度或略高的盈利进行年化预测。目前市场一致预期 3.5 元,就是一季度年化的盈利,我们预测 3.8 元,是按照 4 月年化的盈利。事实上,如果今年是一个正常的年份,吨毛利一季度必然是最低点,全年平均吨毛利将显著高于一季度。因此,海螺 3.5 元的盈利预测是一个底。那么,这个盈利到底有多大的风险?这取决于未来 8 个月,水泥行业供需是向好还是恶化,水泥价格是不是呈现“高开低走”的态势,从而使得吨毛利“高开低走”?我们分析了过去 7 年的价格和海螺水泥季度吨毛利情况,发现只有 2004 年和 2008 年出现过类似情况。

1) 2002-2003 年,由于宏观经济过热(FAI 增速一度达到 50%),水泥行业需求和成本均上升,致使水泥价格和吨毛利快速攀升,2003 年全年吨毛利 93 元,2004 年一季度达到 146 元。与此同时,水泥行业固定资产投资也疯狂增长,2002 和 2003 年分别增长 40%和 101%,2004 年上半年增速仍然很快,但下半年急转直下,全年仍增 35%。从 2004 年二季度开始,国家开始严厉的宏观紧缩,同时伴随水泥供给的大量释放,在供严重过于求且市场高度分散的情况下,水泥价格和吨毛利逐季回落,吨毛利从一季度的 146 元降至四季度的 38 元,2005 年一季度见底 31 元。总结 2004 年的“高开低走”,有 3 个特点:1) 前面两年供给大幅增加并释放;2) 市场高度分散,企业毫无话语权;3) 前面两年宏观经济严重过热和恶性通胀导致严重宏观紧缩。

2) 2008 年,严格的说,水泥价格和盈利能力是低开-冲高-回落。2006-2008 年上半年,宏观经济增长高歌猛进,CPI 也同步上升。与此同时,水泥行业固定资产投资 2007-2008 年分别增长 60%。2007 年 4 季度开始宏观调控。2008 年 4 季度,在国内宏观调控效果显现与海外金融危机的双重打击下,水泥行业需求单季同比增长不到 1%,水泥价格从 9 月开始滑落,海螺水泥 4 季度价格环比 3 季度下降 15 元,吨毛利仅为 50 元,低于一季度的 57 元。总结 2008 年的“高开低走”,有 3 个特点:1) 在国内宏观调控和海外金融危机的双重打击下,4 季度水泥需求极差;2) 市场分散,企业毫无协同意识;3) 前一年产能增加较多并释放。

2011 年，我们认为在大概率下，仍是一个正常的年份，水泥价格将实现“高开高走”。理由如下：1) 2010 年，水泥行业固定资产投资增长仅为 3%，预计 2011 年为下降 40%以上，供应快速缩减，完全不同于前两次；2) 区域市场高度集中，企业协同意识很强，这一点在没有新增产能的前提下，将显的更为牢固；3) 宏观经济并没有过热，CPI 偏高但目前还没有出现恶性通胀的趋势，国家在紧缩的货币政策下同时保持着积极的财政政策，下半年尤其是 4 季度保障房和水利对水泥需求的拉动仍然值得期待；4) 作为高耗能高排放行业的代表，水泥行业在用电旺季被限电减产将成为常态，进一步控制了供给。我们认为，分析周期性行业，应该从供和需两个方面来分析，需求与宏观波动相关，但是供给缩减集中度提高等因素不能忽视。

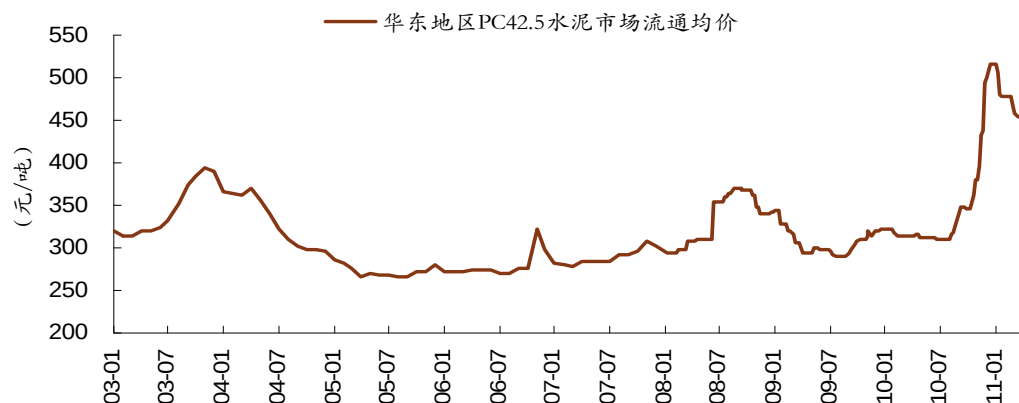
投资建议：

结论：水泥价格和盈利能力在大概率下将实现“高开高走”，海螺水泥 3.5 元的盈利预测几乎没有下调空间，3.8 元的盈利预测实现的概率很大。我们认为，股价在近期调整后已经进入筑底阶段，等宏观经济担忧减弱后重拾升势。建议投资者继续吸纳，坚定持有。

重点推荐海螺水泥，华新水泥，天山股份，祁连山和青松建化。未来 3-6 个月的股价催化剂：1) 华东、华中和华北缺电形势日益严峻，存在夏季出现大范围拉闸限电的可能性，水泥供给将受限，有利于旺季价格提升；2) 9 月之后，保障房和水利建设大规模启动，且下半年水泥供给投放将更少，供不应求，价格上升。

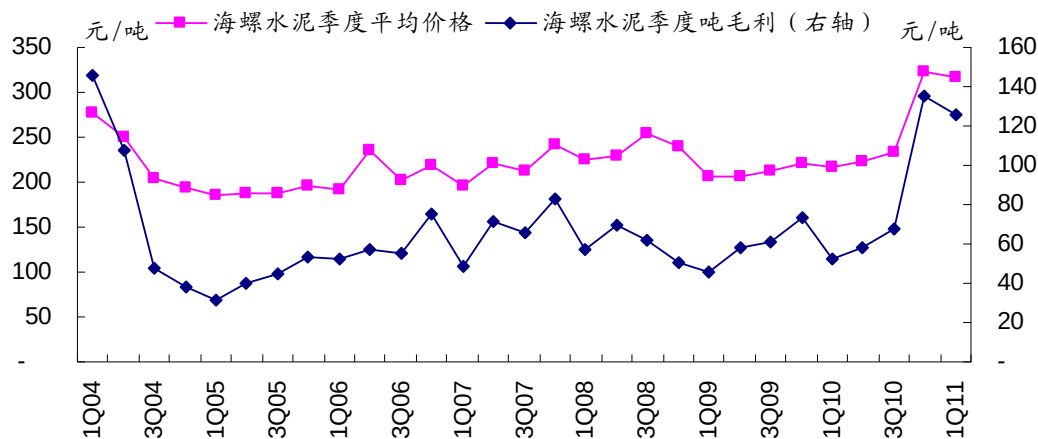
风险提示：持续加息对投资的负面影响，房地产调控导致房产投资出现超出预期的下降。

图表 1: 华东地区水泥价格走势



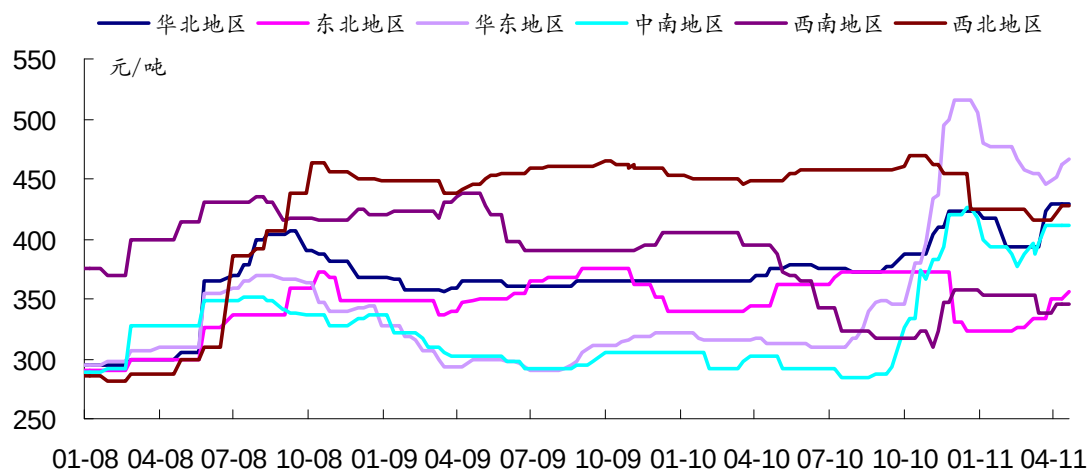
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 2: 海螺水泥 2004 年以来平均价格和吨毛利走势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 水泥分地区流通价格



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-5-5	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	36.9	21.1	9.7	7.8	3.7	2.7	2.1	14.4	7.0	5.7
000401.SZ	冀东水泥	CNY	25.7	22.3	14.5	12.2	3.9	3.0	2.5	10.1	6.8	5.7
600801.SH	华新水泥	CNY	47.5	33.5	11.9	9.2	3.8	2.9	2.2	15.8	7.3	5.9
600720.SH	祁连山	CNY	19.6	18.9	10.8	7.5	3.6	2.7	2.0	15.6	9.1	6.3
600449.SH	赛马实业	CNY	36.3	12.7	11.0	8.8	2.7	2.5	2.0	11.3	7.8	6.0
000877.SZ	天山股份	CNY	40.9	31.5	15.8	11.5	3.5	3.0	2.4	19.3	10.8	8.2
600425.SH	青松建化	CNY	25.6	39.9	30.4	22.6	5.1	4.7	4.3	29.9	19.0	15.3
中金覆盖A股平均值				25.7	14.9	11.4	3.8	3.1	2.5	16.6	9.7	7.6
中金覆盖A股中位数				22.3	11.9	9.2	3.7	2.9	2.2	15.6	7.8	6.0
000789.SZ	江西水泥	CNY	16.8	43.3	17.2	14.7	5.5	4.1	3.2	18.5	6.9	6.3
002233.SZ	塔牌集团	CNY	21.3	28.0	17.9	14.4	3.7	3.3	2.9	15.0	9.5	8.0
601992.SH	金隅股份	CNY	14.4	22.9	15.3	11.5	3.8	2.6	2.2	22.8	15.1	11.6
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.6	33.2	13.2	9.7	2.2	1.9	1.6	16.7	11.9	9.4
000885.SZ	同力水泥	CNY	14.7	28.8	49.2	21.0	3.0	n.a	n.a	10.7	n.a	n.a
A股市场平均值				198.3	19.3	13.9	5.2	3.4	2.7	28.0	10.5	8.4
A股市场中位数				32.3	16.5	12.9	3.7	2.9	2.4	18.5	9.3	7.5
914.HK	海螺水泥	HKD	33.0	24.3	11.1	8.9	4.3	3.1	2.4	12.4	6.0	4.9
3323.HK	中国建材	HKD	15.3	21.1	9.1	7.5	3.7	2.7	1.9	11.2	5.9	5.1
中金覆盖H股平均值				22.7	10.1	8.2	4.0	2.9	2.1	11.8	6.0	5.0
中金覆盖H股中位数				22.7	10.1	8.2	4.0	2.9	2.1	11.8	6.0	5.0
1313.HK	华润水泥	HKD	7.4	23.6	13.8	10.9	3.3	2.7	2.2	17.5	10.3	7.9
1893.HK	中材股份	HKD	7.4	20.8	13.4	11.0	2.3	1.9	1.6	5.2	4.5	3.7
2009.HK	金隅集团	HKD	12.2	15.0	10.6	8.3	2.5	1.9	1.6	15.4	9.0	7.1
691.HK	山水水泥	HKD	8.4	20.6	10.8	8.8	3.6	2.8	2.3	8.9	5.7	4.8
743.HK	亚洲水泥	HKD	6.1	15.8	10.6	9.2	1.1	1.0	0.9	8.3	6.3	5.7
2233.HK	西部水泥	HKD	3.2	10.7	8.8	7.4	3.3	2.4	1.9	7.3	5.6	4.6
H股市场平均值				20.2	11.3	9.2	3.0	2.3	1.9	11.3	6.8	5.6
H股市场中位数				20.8	10.8	8.9	3.3	2.7	1.9	11.2	6.0	5.1
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	70.5	19.1	17.4	13.5	1.2	1.2	1.1	8.3	7.9	7.0
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	49.7	27.1	13.2	9.7	0.8	0.7	0.7	9.0	7.2	6.4
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	45.7	15.8	13.0	10.2	0.8	0.8	0.8	8.5	7.6	6.9
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.1	26.3	17.7	13.2	1.1	1.1	1.0	9.5	8.4	7.3
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.0	42.8	25.5	15.1	0.6	0.6	0.5	6.5	6.6	5.7
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	982.3	17.2	16.4	13.9	2.9	2.6	2.4	9.2	8.8	7.6
其他市场平均值				24.7	17.2	12.6	1.2	1.2	1.1	8.5	7.7	6.8
其他市场中位数				22.7	16.9	13.4	1.0	0.9	0.9	8.7	7.8	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