



汇聚财智 共享成长

不确定性环境中寻找确定性机会

长江证券建材邹戈

投资框架

- 本轮上涨有别于历史：低估值反应悲观预期
- 市场的担忧
- 多因素支撑当前行业盈利，仍看区域分化
- 投资策略：不确定环境中寻找确定性

本轮上涨有别于历史：低估值反应宏观经济的悲观预期

- 历史上指数总是同步于估值变化，估值提升是股价的主要驱动
- 本轮上涨来自业绩驱动，估值处于底部

图1：本轮上涨与历史不同，估值处于底部



资料来源：WIND，长江证券研究部

本轮上涨有别于历史：低估值反应宏观经济的悲观预期

- 以海螺水泥为例，按照市场的预期，目前估值都处在**05年、08年、10年**最悲观水平
- 目前估值已被杀到历史低位，预示着对后市宏观经济的悲观预期已经得到部分释放
- 目前如果看空的理由：业绩预期有水分，未来业绩要下调

表1：海螺水泥目前估值水平处于历史低位

	最低点股价	EPS	PE
2005	5.42	0.32	17
2008	14.45	2.01	7
2010	14.50	1.75	8
2011	35.07	3.25（wind一致预期）	10

资料来源：WIND，长江证券研究部

投资框架

➤ 本轮上涨有别于历史：低估值反应悲观预期

➤ 市场的担忧

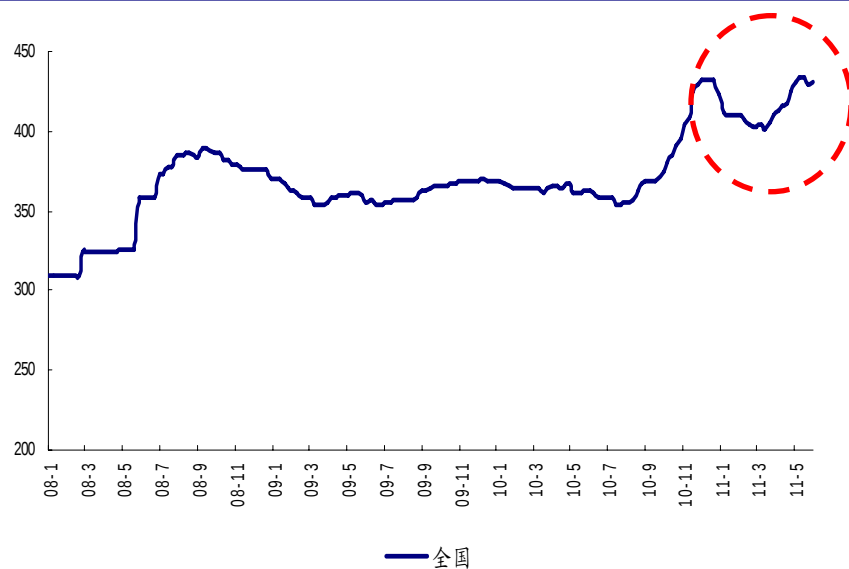
➤ 多因素支撑当前行业盈利，仍看区域分化

➤ 投资策略：不确定环境中寻找确定性

市场的担忧

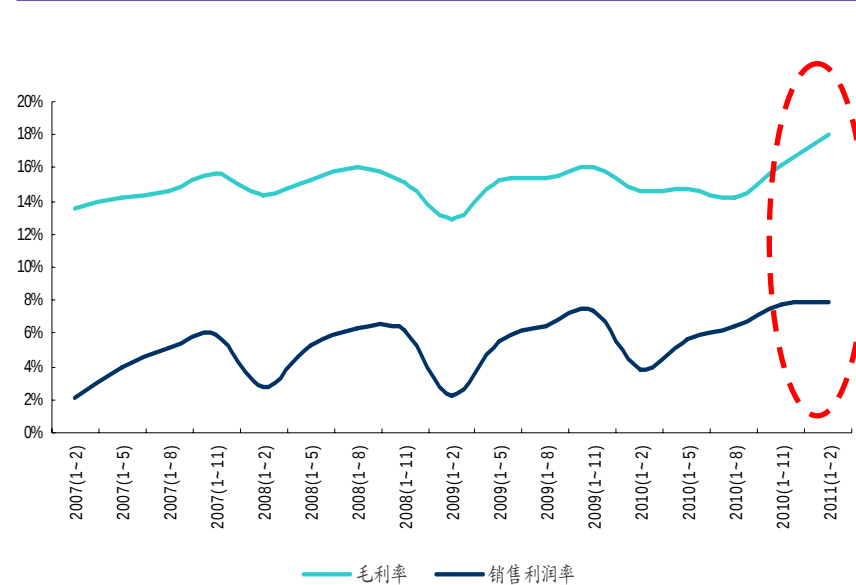
► 行业盈利已处在较高位置

图2：全国水泥均价处于历史新高



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

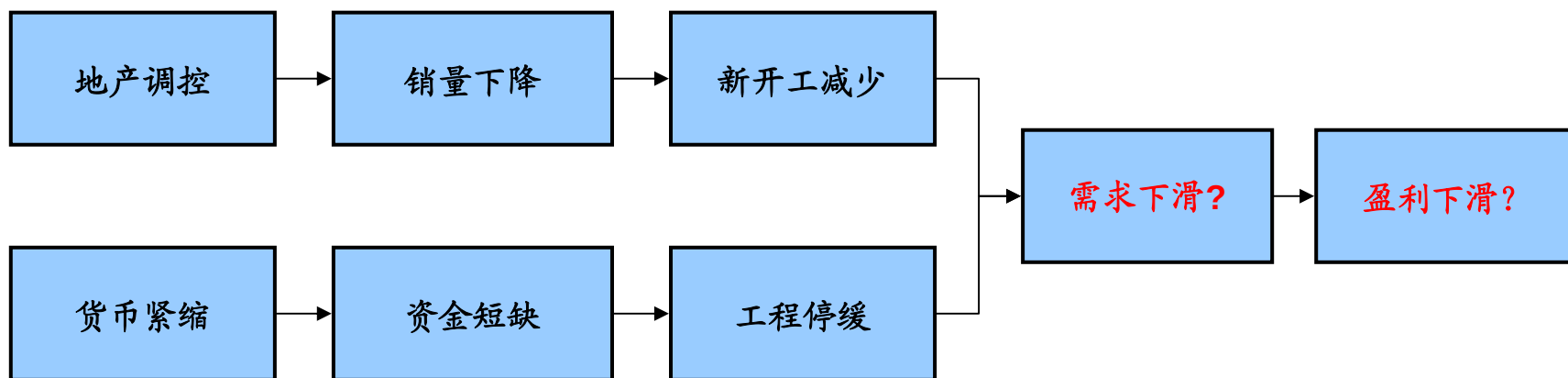
图3：行业毛利率处于历史高位



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

市场的担忧

➤ 地产调控和货币紧缩



市场的担忧

表2：2010年来，持续紧缩的货币政策

时间	货币政策
2010.1.18	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，农村信用社等小型金融机构暂不上调。
2010.2.12	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，农村信用社等小型金融机构暂不上调。
2010.5.2	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调。
2010.10.20	金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。
2010.12.10	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2010.12.25	金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2011.1.14	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2011.2.8	金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2011.2.18	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2011.3.18	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2011.4.5	金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。
2011.4.17	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2011.5.12	上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2011.5.12	拟发行三十一期央票期限3个月(91天)，发行量500亿元；三十二期央票期限3年，发行量400亿元 上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，至此央行准备金率达到新高，为21.5%。

资料来源：长江证券研究部

市场的担忧

表3：2010年来，频繁的地产调控政策

时间	主要地产调控政策
2010/1/10	国务院出台“国十一条”，严格二套房贷款管理，首付不得低于40%。
2010/3/10	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》要求“开发商竞买保证金最少两成”、“1月内付清地价50%”等19条土地调控政策。
2010/3/18	国资委要求，78家不以房地产为主业的中央企业退出房地产业务，并在15个工作日内制订有序退出的方案。
2010/4/15	国务院要求对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%。
2010/4/18	国务院发布通知指出，商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放三套及以上贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放贷款。
2010/6/4	住房和城乡建设部等三部委通知称，商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应以拟购房家庭(含借款人、配偶及未成年子女)成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定。
2010/9/27	中国国土资源部称，将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股东将被禁止拿地。
2010/11/3	严禁使用住房公积金个人住房贷款进行投机性购房，并停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。
2011/1/26	新“国八条”出台
2011/1/28	上海对在沪新购第二套及以上的住房和非在沪居民新购征收房产税，税率按房价高低暂定为0.6%和0.4%。重庆税率施行累进税率。
2011/2/25	广州、海口等楼市“国八条”细则出台
2011/4/6	五年期以上公积金贷款利率上调0.2个百分点

资料来源：长江证券研究部

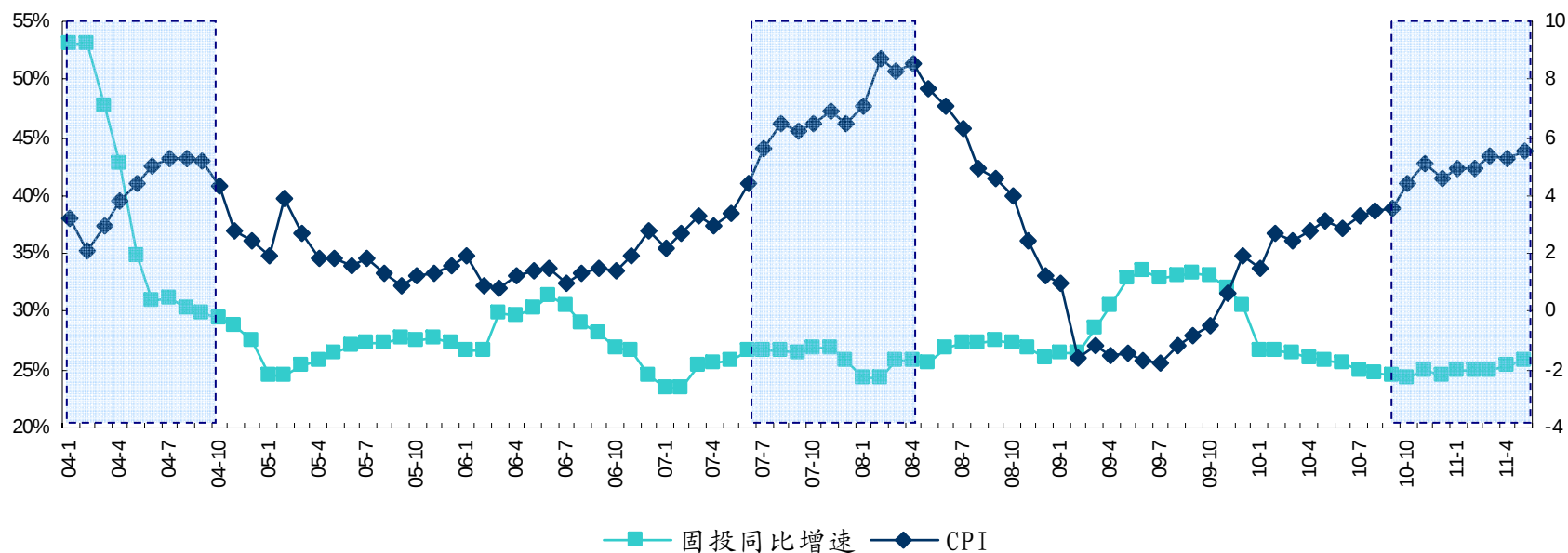
投资框架

- 本轮上涨有别于历史：低估值反应悲观预期
- 市场的担忧
- 多因素支撑当前行业盈利，仍看区域分化
- 投资策略：不确定环境中寻找确定性

历史的经验：紧缩下水泥行业的表现

➤ 高CPI → 货币紧缩 → 资金紧张导致投资回落

图4：05、08年是两轮宏观紧缩周期，现在我们在次进入紧缩

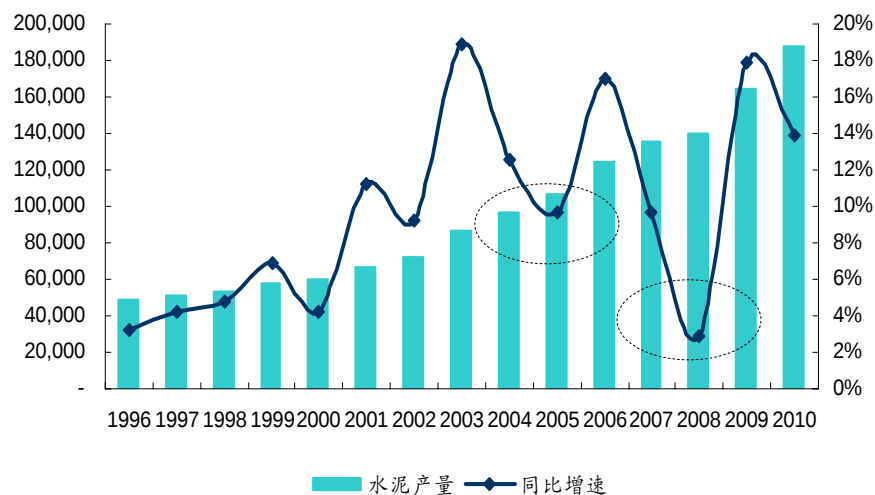


资料来源：CEIC，长江证券研究部

历史的经验：紧缩下水泥行业的表现

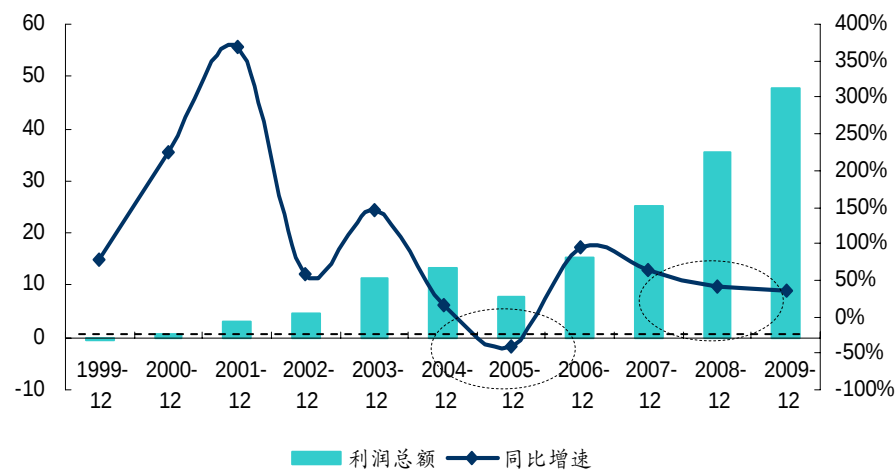
➤需求回落 ➡ 盈利回落

图5：紧缩周期中，水泥产量增速明显下滑



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图6：紧缩周期中，行业利润增速下滑但程度不同

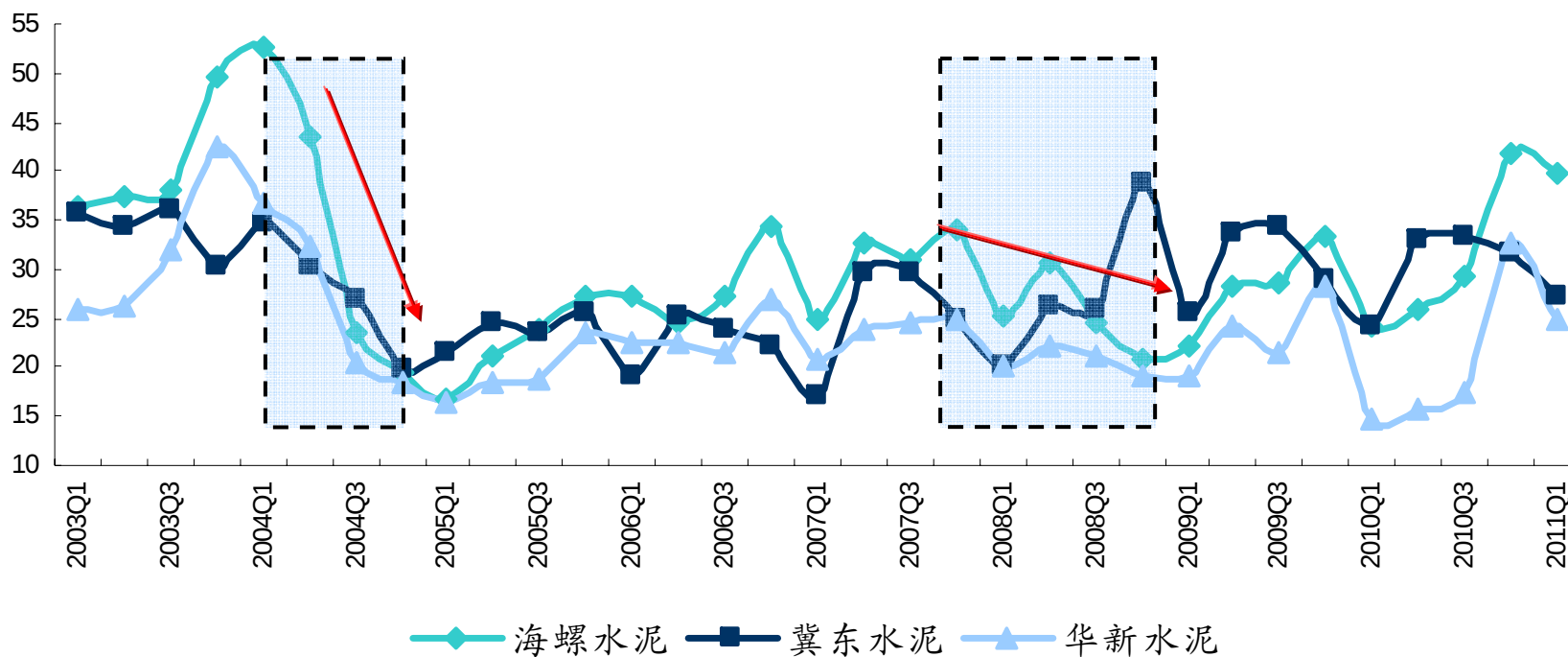


资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

历史的经验：紧缩下水泥行业的表现

➤05年盈利回调更厉害（宏观+行业双杀），08年回调比较平缓（杀宏观）

图7：水泥行业在上两轮下行周期中的盈利表现并不一致



资料来源：WIND，长江证券研究部

历史的经验：紧缩下水泥行业的表现

► 紧缩下水泥行业的异同

表4：与历史相比，水泥行业在本轮周期下表现的存在异同

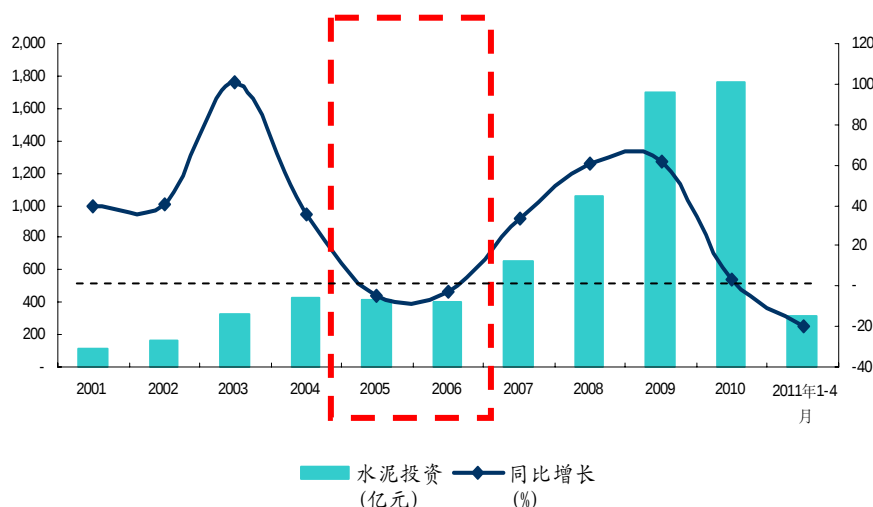
	宏观环境	宏观政策	水泥行业供需格局	盈利表现	估值（历史，TTM）
2004-2005	CPI高企；经济过热	货币政策121文件；三次上调准备金率；提高投资自有资金比率；地产调控	固投急剧大幅下滑（55%到25%）； 产能大幅投放，市场集中度低，华东现象出现；	大幅下滑	从40倍杀到17倍
2007-2008	CPI高企；经济过热	6次加息，10次提高准备金率；从双稳向一稳（财政）一紧（货币）转变；地产调控	固投变化平缓（25%左右），区域差异大 供给较快增长，淘汰落后，大企业忙着新增扩张	稳步下滑	从65倍杀到19倍
2011-	CPI高企；经济局部过热	2010年来12次上调准备金率，4次加息；鼓励和引导民间投资；地产调控	固投维持稳定增长（25%左右） 新增产能大幅减少，落后产能淘汰，大企业整合协同	高位运行	目前20倍

资料来源：长江证券研究部

历史的经验：紧缩后盈利回转的驱动因素

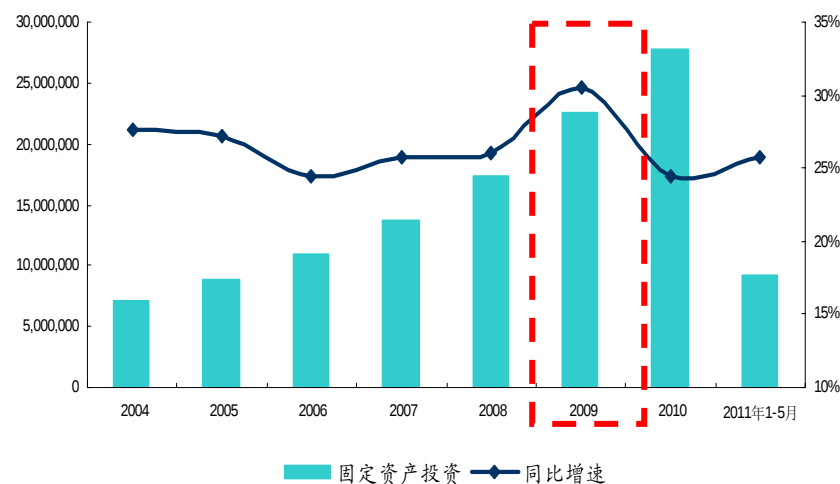
- **2005：Q2股价见底，Q3盈利见底；盈利反转因素：货币政策放松，新增供给大幅下滑。**
- **2008：Q4股价见底，2009Q1，盈利见底；盈利反转因素：4万亿。**

图8：05年，新增供给下降后，盈利回转



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图9：08年，需求拉动年盈利好转



资料来源：CEIC，长江证券研究部

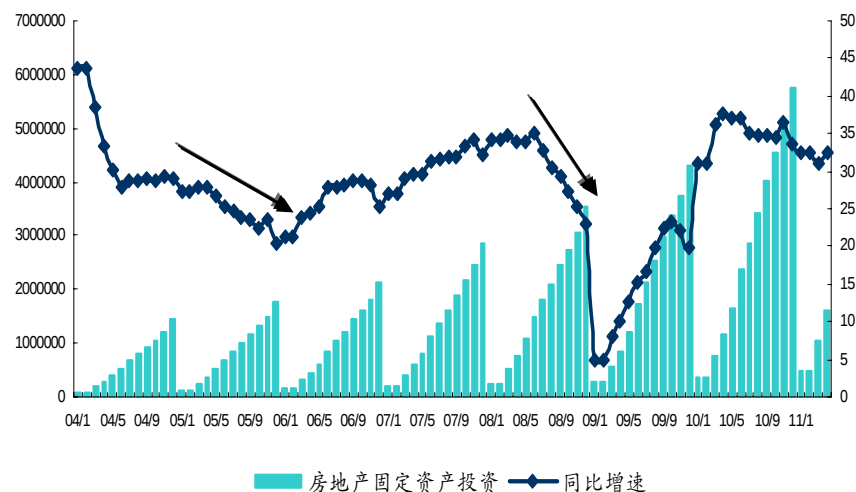
历史的经验

- 与**05**年比，本轮紧缩周期的基本面不会大起大落（需求下滑有限、新增供给在调控前已开始控制、企业控制力和盈利模式改变、区域分化）；
- 与**08**年比，杀估值空间有限（紧缩和地产调控初期，估值已反应）；
- 股价回转因素：**CPI**和经济的回落带来政策的放松

区别于历史的因素：保障房

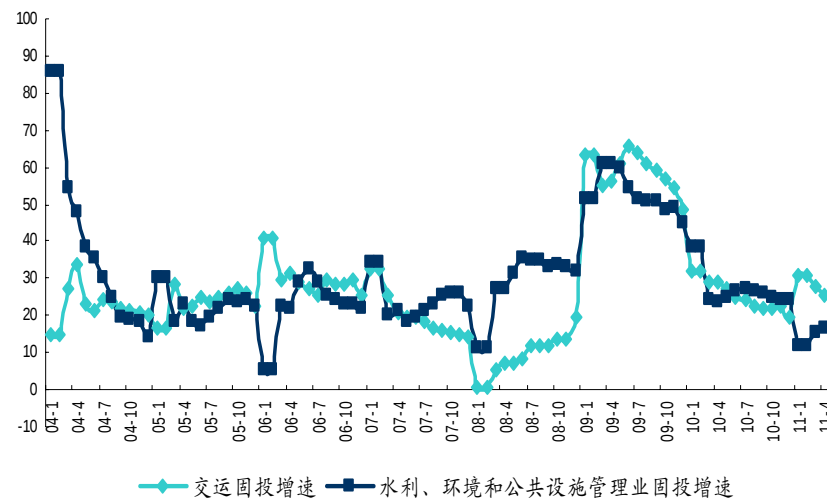
- 05、08年的紧缩伴随着地产调控，地产、基建的全面下滑
- 今年下半年保障房有望形成对冲

图10：05、08年房地产固投增速大幅下滑



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图11：05、08年基建增速位于历史底部



资料来源：CEIC，长江证券研究部

区别于历史的因素：保障房

➤保障房的对冲效应：1000万套保障房的水泥用量约为1亿吨，占比约5%

表5：保障房拉动效应

	钢铁	水泥	平板玻璃
单位建筑面积使用量	0.03吨	0.15吨	0.197立方
单位建筑面积	62平方米	62平方米	62平方米
2011年保障房计划开工	1000万套	1000万套	1000万套
2011年保障房预计使用量	1860万吨	9300万吨	12214万立方
2010年实际产量	62700万吨	186796万吨	63026万立方
保障房拉动的产量增长(%)	2.97	4.98	19.38

资料来源：长江证券研究部

区别于历史的因素：保障房

► 市场对保障房的预期很低：上半年开工率低；资金和激励

表6：资金问题

问题	政府作出的努力
至少需要投入1.3万亿，其中政府要投资5000亿	◆ 中央政府：中央财政将进一步加大对地方的补助力度，财政资金一直在持续追加，初步安排的资金为1030亿，前期已追加280亿，下一阶段，随着各地开工进度的加快，中央财政仍将进一步追加，特别对财政状况不佳的省份追加力度将会较大； ◆ 地方政府：1、财政部要求地方政府将今年地方政府债券资金优先用于保障性安居工程，根据今年的财政预算，财政部将代理发行地方政府债券2000亿元；2、允许部分省市提高使用土地出让收益比重至20%；3、公积金增值收益作为改善城镇低收入家庭住房困难的廉租房和公租房专项资金，两部门要求地方财政部门严格按照相关规定拨付给住建部门；4、拟允许地方发行企业债筹款，如北京经央行批准，将通过发行私募债券方式，筹集资金用于保障房建设，重庆今年的地方债规模为50亿元，其中15亿元将用于保障性住房领域，其中用于廉租房7.5亿元，公租房项目7.5亿元。
另外8000亿要自民间筹集	98年来，政府一直鼓励社会资金介入，但社会资金对这一领域始终保持“远观”的态度。近年情况有了很大改善，主要是地方政府在土地、税收、资金上提供优惠使得保障房不再无利可图。 ◆ 保险资金已先行一步进入保障房项目。去年末，北京保障房项目引来太保、国寿、平安、人保、华泰、泰康、太平等7家保险公司。今年3月9日，中国太保募资40亿元参与投资上海地产（集团）有限公司在上海市建设的约50万平方米公共租赁住房项目，预期收益率在5%以上； ◆ 2月26日，全国社保基金理事会宣布，向南京保障房建设发展有限公司发放30亿元的信托贷款，用于该市4个保障房项目的建设；投资南京保障房仅是开端，目前理事会已在多地调研，将陆续投资更多的保障房建设项目。 ◆ 受地产调控和货币紧缩影响，商业银行大幅限制了给予房地产的贷款，不过保障房将曾为例外，在得到地方政府的担保或资金注入后，商业银行会投放一定的贷款，且不占据银行贷款指标； ◆ 国开行将进一步加大对保障性住房支持力度，确保信贷资金优先用于保障性建设，目前年初承诺的1000亿贷款已逐步到位；并且国开行还将完善、优化融资模式，引导各类资金支持保障性建设。 ◆ 目前，发改委与有关部门正在研究保障性安居工程融资机制，保障房专项融资有望放松。如：首开股份6月3日公告称，公司拟在银行间市场发行不超过43亿元的中期票据，所募集资金将用于保障性住房项目的建设。 ◆ 设立省级融资平台的试点已经在部分省份启动，便宜统筹规划多渠道融资。

资料来源：长江证券研究部

区别于历史的因素：保障房

► 市场对保障房的预期很低：上半年开工率低；资金和执行

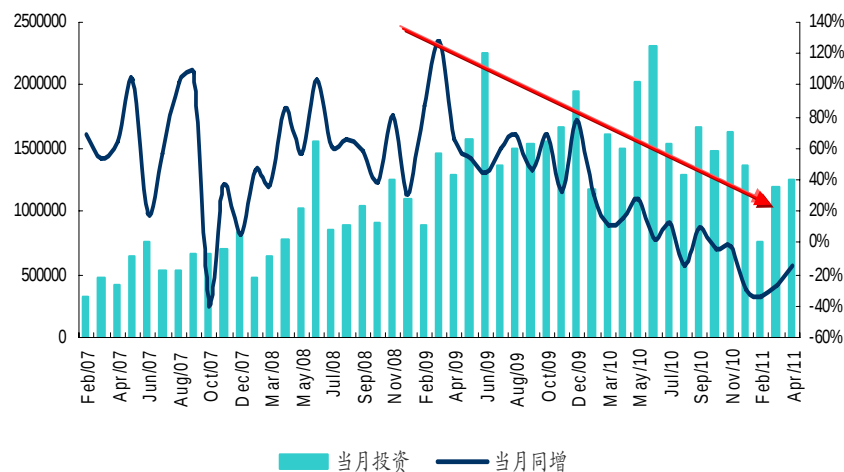
表7：执行问题

问题	政府作出的努力
土地如何解决？	以前，政府出让土地时没有限制其做保障房的用途，开放商追求高盈利纷纷开工商品房，使得保障房目标难以达成。或者土地转让时价高者得，进一步降低了开发商建保障房的动力。现在： ◆ 在新增建设用地年度计划中，要单列保障性住房用地，做到应保尽保。 ◆ 包括2011年在内的整个“十二五”期间，国土资源部将确保保障性住房、棚户区改造和自住性中小套型商品房用地不低于住房建设用地供应总量的70%。土地出让要求配建不低于10%保障房；兰州市发改部门在新建商品房开发项目备案时，按照住宅总建筑面积不小于10%的比例明确无偿配套建设廉租住房或公共租赁住房的建设规模指标。 ◆ 对于土地出让中连续出现楼面地价超过同类地块历史最高价的，有关部门将约谈省级及有关城市人民政府负责人。 ◆ 土地竞买不再价高者得
钱、地都有了，如何落实	以前缺乏奖惩和监管措施，使得地方政府官员没有紧迫意识，没能力的开发商不能做，有能力的开发商不愿做，现在： ◆ 惩罚措施明确出台。约谈；对于新建住房价格出现过快上涨势头、土地出让中连续出现楼面地价超过同类地块历史最高价，以及保障性安居工程建设进度缓慢、租售管理和后期使用监管不力的，有关部门要约谈省级及有关城市人民政府负责人。其次是报告和问责。对未如期确定并公布本地区年度新建住房价格控制目标、新建住房价格上涨幅度超过年度控制目标、没有完成保障性安居工程目标任务的省（区、市）人民政府，要向国务院作出报告；有关部门要视情况，根据有关规定对相关负责人进行问责。 ◆ 奖励措施。多省市明确表示：谁建保障房多，谁优先拿地； ◆ 强化监管，财政部、住建部联合下发通知要求各地严格落实各类保障房资金安排，定期报送工作进展状况；住建部将组成保障房专项巡查工作组对各地的建设情况、实际进度、竣工信息进行及时跟踪；要求央企积极参与保障房建设；明确保障房税收优惠政策； ◆ 引入有能力的开发商。要求央企参与保障房建设。目前，16家以房地产为主业的央企中，中冶科工、保利等都已涉足保障房建设。保利地产计划在2011年新增保障房项目5个以上。中国铁建地产目前正在积极进入保障房领域，比如北京已经有多个保障房配建项目，目前也在关注杭州土地市场中配建保障房的地块。

区别于历史的因素：经济转型下的供给端控制

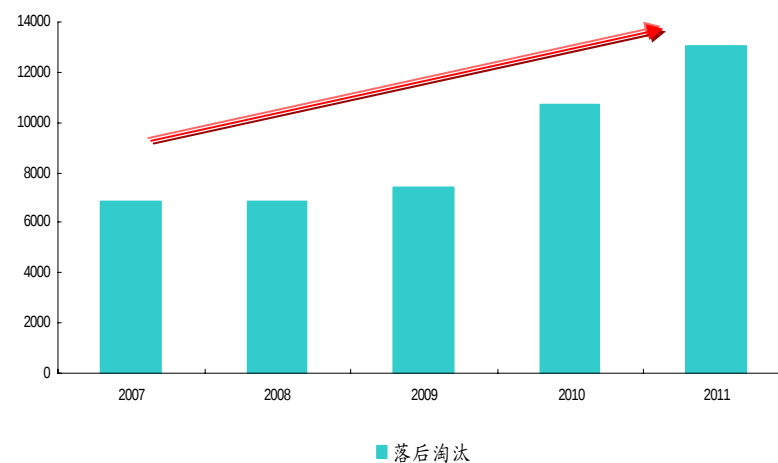
- 供给端控制符合经济结构转型
- 供需关系持续改善
- 行业盈利模式随之改变：中国建材模式获国家鼓励

图12：产能限制作用明显，明年将更少



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图13：落后产能淘汰逐年增加



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

区别于历史的因素：经济转型下的供给端控制

- 供给端控制符合经济结构转型
- 供需关系持续改善
- 行业盈利模式随之改变：中国建材模式获国家鼓励

表8：新增大幅下降，淘汰大幅增加

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
累计产能	56313	67565	79570	99797	125259	158054	173158	183158
年度新增	14134	11252	12006	20227	25462	32241	15104	10000
增速(%)	33.51%	19.98%	17.77%	25.42%	25.51%	25.74%	9.56%	5.78%
淘汰落后产能			6820	6820	7405	10728	13355	11000

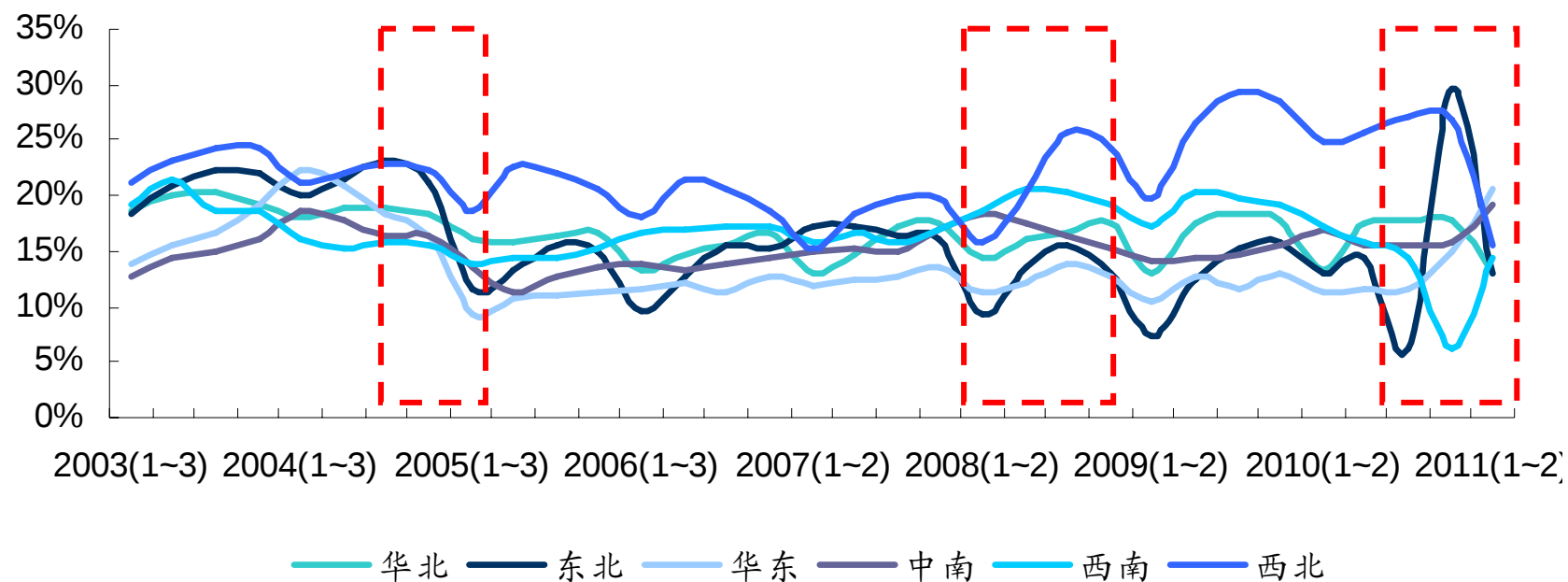
资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

上涨和下跌中的区域分化

➤ 2005年集体被杀，2008年存在明显的区域分化

➤ 本轮上涨也属于“结构性繁荣”

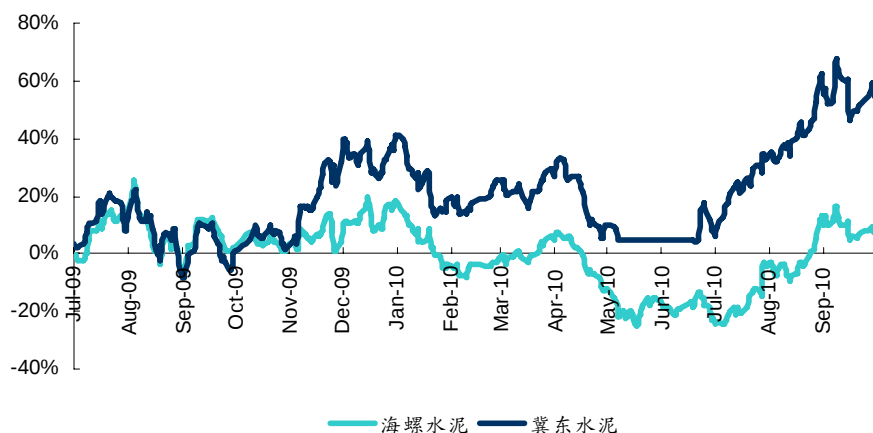
图14：在上两轮紧缩周期时，区域间行业毛利率走势分化



为什么关注区域分化

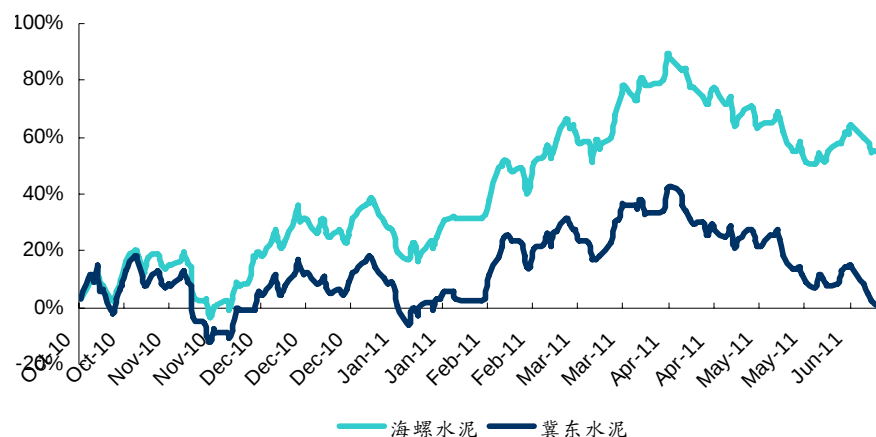
►为什么关注区域分化：基本面分化带来股价分化

图15：海螺水泥股价走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

图16：冀东水泥股价走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

表9：海螺和冀东财务表现迥异

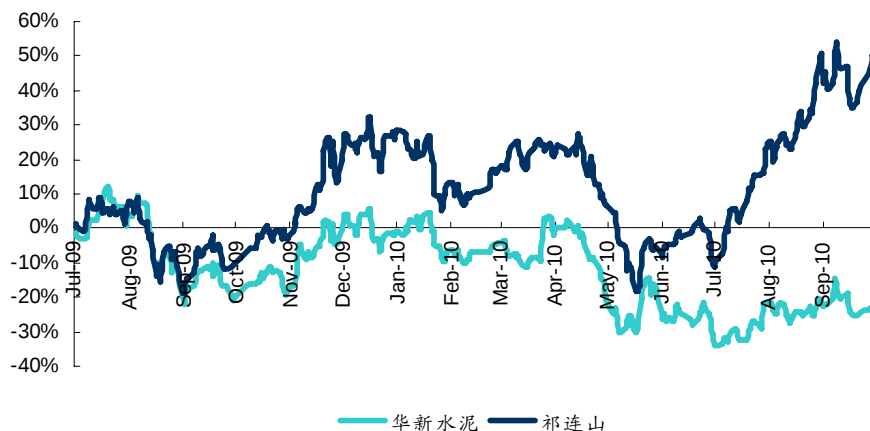
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
净利润率-海螺	7.9%	14.6%	14.6%	17.9%	13.1%	12.9%	16.0%	24.8%	23.8%
净利增速-海螺	-9%	3%	33%	122%	94%	13%	45%	130%	180%
净利润率-冀东	-2.8%	16.9%	18.5%	11.9%	2.4%	15.4%	16.2%	9.8%	-0.5%
净利增速-冀东	13%	86%	131%	135%	277%	59%	30%	20%	-367%

资料来源：WIND，长江证券研究部

为什么关注区域分化

►为什么关注区域分化：基本面分化带来股价分化

图17：华新水泥股价走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

图18：祁连山股价走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

表10：华新和祁连山财务表现迥异

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
净利率-华新	2.4%	9.1%	5.3%	10.9%	3.8%	1.4%	0.6%	15.2%	4.8%
净利增速-华新	6%	4%	-30%	61%	62%	-84%	-88%	143%	106%
净利率-祁连山	10.6%	15.3%	21.4%	17.0%	13.8%	19.5%	17.5%	13.3%	7.1%
净利增速-祁连山	4248%	130%	54%	220%	55%	53%	0%	-3%	-45%

资料来源：WIND，长江证券研究部

区域分化更加明显

- 未来看半年，哪些区域供需关系更确定？
- 假设今年固定资产投资增速从**25%**下滑至**20%**，对应水泥需求增速约为**12%**
- 华东、中南供给端控制，东北需求端好于预期，**2011年**边际改善确定性大

表11：各区域压力测试

	2010年 新增	2011年 预计新增	2011年 新增有效供给	2010年 产量	不考虑淘汰， 边际平衡的需求 增速	考虑淘汰，边 际平衡的需求 增速	备注
华东	4579	1798	3188	61753	5.2%	1.7%	边际改善
中南	6001	3508	4754	49966	9.5%	4.2%	边际改善
西南	9991	2700	6345	26995	23.5%	18.7%	存在压力
东北	1472	1000	1236	12414	10.0%	2.6%	边际改善
华北	5840	2798	4319	23142	18.7%	7.6%	边际取决于淘汰
西北	4360	3300	3830	12367	31.0%	21.4%	部分省市存在压力

区域分化更加明显

- 未来半年，哪些区域格局更稳定？
- 关注：新进入者、集中度、竞争协同

表12：各区域集中度表现

CR3			CR5			CR3			CR5		
华东市场			华北市场			中南市场					
上海	CR2:51.27%		北京	CR2:78.1%		湖南	33.72%	41.36%			
江苏	33.16%	41.19%	天津	55.07%		广东	25.75%	34.78%			
浙江	47.61%	52.92%	河北	23.53%	27.20%	广西	48.86%	53.50%			
安徽	48.23%		山西	27.72%	34.62%	海南	80.84%				
福建	16.59%	23.38%	内蒙古	28.52%	33.70%	河南	25.01%	31.98%			
江西	55.06%	66.51%				湖北	44.28%				
山东	36.78%	41.42%	西北市场			西南市场					
东北市场			甘肃	44.82%	53.59%	重庆	38.76%	50.10%			
辽宁	20.72%	29.24%	陕西	35.01%	44.10%	四川	15.89%	21.95%			
吉林	68.10%		宁夏	60.11%		贵州	20.23%	27.60%			
黑龙江	27.34%	35.80%	青海	53.20%	70.19%	云南	21.91%	29.00%			
			新疆	CR2:60%							

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

投资框架

- 本轮上涨有别于历史：低估值反应悲观预期
- 市场的担忧
- 多因素支撑当前行业盈利，仍看区域分化
- 投资策略：不确定环境中寻找确定性

投资策略

- 在目前宏观经济不确定情况下，确定性（安全边际）比弹性更加重要
- 区域分化，寻找下半年超预期的区域

投资标的：天山股份和青松建化

➤新疆跨越式发展第一年：不受宏观调控影响

➤新疆区域水泥行业2011-2012年处在上升趋势

➤中性预期下估值足够便宜，业绩超预期是大概率事件

青松：销量720万吨，价390，对应EPS1.63，PE13倍（只考虑水泥业务）

天山：销量1880万吨，价410，对应EPS3.37，PE10倍

投资标的：海螺水泥

- 华东区域新增产能少，供需平衡的安全边际高
- 华东区域集中度高、协同度领先
- 估值底部，业绩预期已近反应经济下滑，业绩高增长确定性强
销量15777（增长15%），吨毛利140，对应EPS3.84，PE9倍

其它建材：中国玻纤

- 需求持续增长（替代需求、应用领域拓展），产能投资冲动小，未来两年处在上升趋势
- 重组后，大股东和外部股东利益一致，公司发展步入新阶段
- 业绩向上弹性大，涨价和业绩仍有望超预期
销量90万吨，均价上涨17.7%，对应EPS1.66，PE15倍

其它建材：建研集团

- 替代加速、市场份额非常低：需求受宏观调控影响小
- 信贷紧缩：公司扩张受益
- 今年业绩拐点（量价齐升），风险充分释放，预期很低
2011年EPS0.83，对应PE20倍；2012年EPS1.3，对应PE13倍

分析师介绍

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

重要申明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



汇聚财智 共享成长

邹戈

Tel: 8621 6875 1757

Email: zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040002