



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

行业动态
证券研究报告

2011年7月27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

当宏观担忧遇上消费淡季

对近期股价下跌的评论

宏观预期有什么新的变化:

宏观担忧又起。近期,宏观层面有三个事件引起市场预期变化:1)债券市场剧烈波动,显示资金面紧张超出预期,下半年投资的资金来源堪忧;2)6月CPI创新高后,宏观政策的微调放松没有如期出现,下半年控制物价仍然是宏观调控的重中之重;3)高铁事故引发市场深度思考,认为铁路基建、保障房、水利水电建设等投资有可能放慢步伐。

基本面有什么新的变化:

7月水泥消费淡季,量价平淡。7月由于高温和雨水的关系,华东、华中和华南均是水泥消费淡季,并将持续至8月底。根据我们最新的了解,7月至今,东中部主要公司量价情况如下:

海螺水泥:7月前半月,雨水较多,市场需求不好,价格在局部地区有所回落,幅度大的有30-40元,幅度小的有10-20元。最近一周,因为安徽、浙江、江苏、湖南等部分地区停窑限产,价格已经稳住,日出货量较上半月略回升。预计7月出货量与6月持平,但平均价格略低于6月。

中国建材(3323.HK):近期浙江、江苏、湖南局部地区均开始停窑。大企业均积极配合,个别小企业还没有完全停,不过不影响大局。价格方面,中联水泥(山东和江苏)、南方水泥(浙江、江苏、湖南和江西)、北方水泥(黑龙江和吉林)的价格与6月基本持平,平均价格变化很小。今年淡季与去年相比,停窑范围和天数较去年扩大,价格回落的幅度也较去年小,得益于企业协同意识的增强。预计南方水泥的价格经过前期的一次调整之后,未来继续下调的可能性较小。7月上半月,南方水泥的日出货量较6月提升。

华新水泥:6月销量308万吨,7月较6月略有回升。平均价格与6月相比变化不大。**亚洲水泥(743.HK):**江西(主要在南昌和九江)7月和6月价格持平,42.5水泥价格为475元,湖北武汉7月较6月价格略有下滑,从475元调整至455元。四川成都价格7月和6月持平,为350元,但较5月的385元有较大调整。6月,销量仅为160万吨,正常应当是200-220万吨,主要是天气原因。7月,预计销量将接近正常水平。

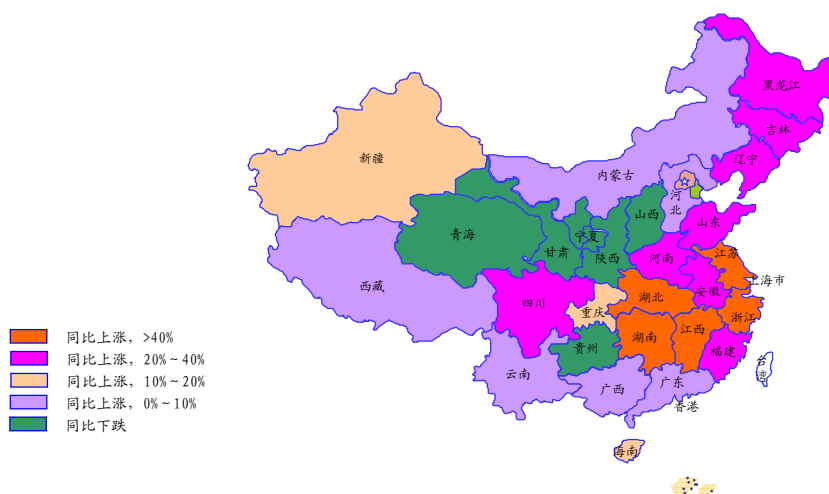
江西水泥:7月中上旬日出货量较6月变化不大,中旬之后,由于进入农忙季节,下游需求减弱,日出货量有所下降。目前每天出货量4万多,5月最高时的日出货量5万多。价格方面,前期微调了10-20元。江西地区目前还没有停窑限产的情况。下游需求目前看来仍然是淡季正常的情况。由于公司的水泥都是销往民用市场,农村比较多,预计受到基建等放缓的影响不大。

我们的看法:

近期A股水泥板块从高点调整10-15%,海螺水泥即将再次跌破10x,其他水泥股估值也调整至12x-13x。我们认为主要是由于1)宏观预期出现负面变化,市场再次对投资信心不足;2)水泥行业目前处于淡季,价格在9月之前基本平稳,对股价难以形成催化;3)股价前期创了新高,获利盘较大。就基本面而言,目前淡季的量价情况并没有超出正常范围,未来一个月价格继续下跌的可能性不大,企业对9月以后价格上升仍然持正面看法。因此,中东部企业业绩今年符合预期仍然是大概率事件。水泥股作为与宏观密切相关的周期性品种,其股价尤其是估值短期会随着宏观预期变好或变坏而波动。**我们认为,水泥板块经调整后,估值再次具备吸引力,建议投资者逢低买入。A股推荐海螺水泥和华新水泥,江西水泥,巢东股份和福建水泥,H股推荐中国建材和海螺水泥,亚洲水泥。**

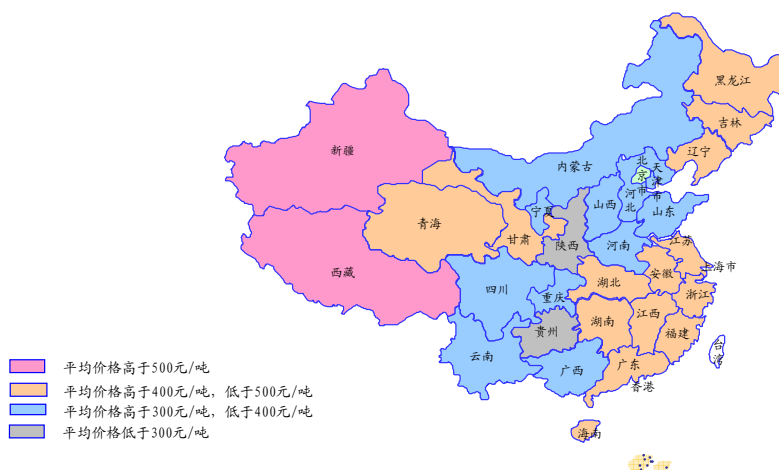
风险提示:持续加息对投资的负面影响,房地产调控导致房产投资出现超出预期的下降。

图表1：分地区涨幅区间



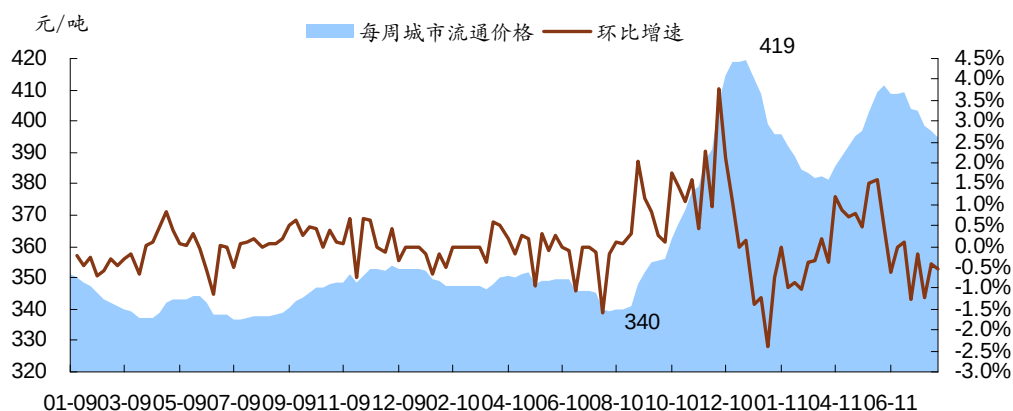
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表2：分地区价格区间



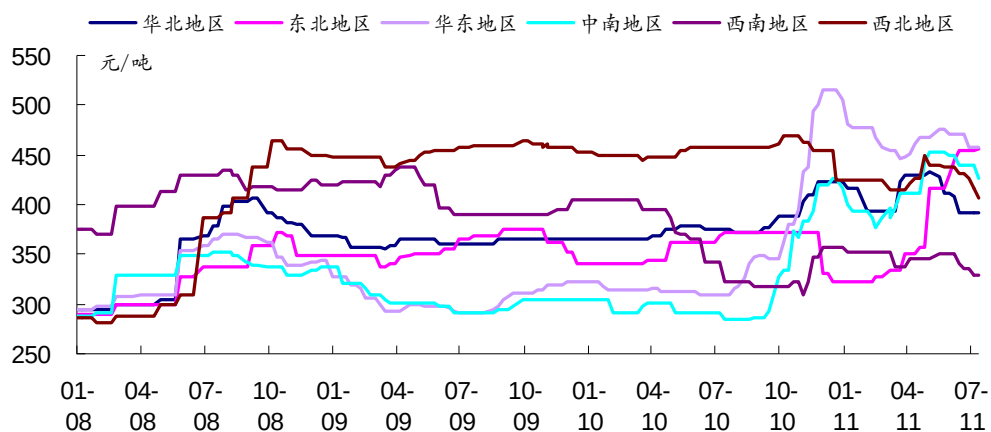
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

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：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-7-26	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	25.9	22.2	10.2	8.2	3.9	2.9	2.2	15.6	7.6	6.2
000401.SZ	冀东水泥	CNY	22.9	19.9	13.0	10.9	3.4	2.7	2.3	9.4	6.3	5.3
600801.SH	华新水泥	CNY	26.1	36.8	13.1	10.1	4.2	3.2	2.5	16.9	7.9	6.3
600720.SH	祁连山	CNY	16.4	15.9	9.1	6.3	3.0	2.2	1.7	13.7	8.0	5.5
600449.SH	赛马实业	CNY	31.0	10.8	9.4	7.5	2.3	2.1	1.7	10.0	6.9	5.3
000877.SZ	天山股份	CNY	32.1	24.7	12.4	9.0	2.8	2.3	1.9	16.1	9.0	6.8
600425.SH	青松建化	CNY	19.7	30.8	19.5	13.8	3.9	3.5	3.0	22.5	13.7	9.7
average	中金覆盖A股平均值			23.0	12.4	9.4	3.4	2.7	2.2	14.9	8.5	6.4
median	中金覆盖A股中位数			22.2	12.4	9.0	3.4	2.7	2.2	15.6	7.9	6.2
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.5	47.8	16.7	14.7	6.0	4.5	3.6	19.9	6.3	5.8
002233.SZ	塔牌集团	CNY	15.2	44.2	24.3	20.2	5.9	2.5	2.1	23.1	13.6	11.9
601992.SH	金隅股份	CNY	13.6	21.5	13.9	10.7	3.5	2.5	2.0	21.8	13.8	10.6
600881.SH	亚泰集团	CNY	7.8	29.8	11.6	8.7	2.0	1.7	1.4	15.7	10.4	8.5
000885.SZ	同力水泥	CNY	15.2	30.0	51.2	21.9	3.2	n.a	n.a	11.0	n.a	n.a
	A股市场平均值			192.7	18.5	13.4	5.4	3.0	2.4	29.8	9.7	7.7
	A股市场中位数			33.8	15.0	12.0	3.9	2.7	2.2	19.9	9.0	6.8
914.HK	海螺水泥	HKD	38.8	28.6	13.0	10.5	5.1	3.7	2.8	13.4	6.4	5.3
3323.HK	中国建材	HKD	16.8	23.1	9.9	8.2	4.1	2.6	2.1	11.7	6.2	5.3
average	中金覆盖H股平均值			25.9	11.5	9.3	4.6	3.2	2.4	12.5	6.3	5.3
median	中金覆盖H股中位数			25.9	11.5	9.3	4.6	3.2	2.4	12.5	6.3	5.3
1313.HK	华润水泥	HKD	8.0	25.4	13.6	10.7	3.5	2.8	2.3	18.6	10.2	7.8
1893.HK	中材股份	HKD	5.8	16.4	10.5	8.5	1.8	1.6	1.4	4.6	3.7	3.1
2009.HK	金隅股份	HKD	11.7	14.3	9.6	7.5	2.4	2.0	1.7	14.7	7.8	6.1
691.HK	山水水泥	HKD	9.7	23.7	9.3	7.6	4.1	3.0	2.3	9.8	5.2	4.3
743.HK	亚洲水泥	HKD	7.2	18.9	8.5	7.4	1.3	1.2	1.0	9.2	5.4	4.8
2233.HK	西部水泥	HKD	2.6	8.8	8.3	6.8	2.7	2.1	1.7	6.0	5.0	4.0
	H股市场平均值			21.5	10.7	8.6	3.2	2.4	1.9	11.7	6.4	5.2
	H股市场中位数			23.1	9.9	8.2	3.5	2.6	2.1	11.7	6.2	5.3
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	56.7	15.4	14.7	11.4	1.0	1.0	0.9	7.5	7.5	6.7
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	41.0	22.4	11.5	8.3	0.6	0.6	0.6	8.2	6.7	5.9
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	39.9	13.8	12.4	9.6	0.7	0.7	0.7	8.0	7.5	6.7
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	14.2	23.1	16.0	12.1	1.0	0.9	0.9	8.6	7.7	6.7
IT IM equity	意大利水泥	EUR	5.7	35.0	21.7	11.9	0.5	0.4	0.4	6.1	6.3	5.5
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	994.7	17.4	16.9	14.3	3.0	2.7	2.4	9.3	9.0	7.8
	其他市场平均值			21.2	15.5	11.3	1.1	1.1	1.0	7.9	7.5	6.5
	其他市场中位数			19.9	15.4	11.7	0.8	0.8	0.8	8.1	7.5	6.7

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/或机构投资者提供。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。

截至报告发布日前十二个月之内，中金公司为中国建材提供过投资银行服务。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

