



水泥制造业

2011.08.08

华新水泥对比豪西蒙成长、盈利与估值变迁

国际水泥系列专题之六



韩其成



021-38676162



hanqicheng@gjjas.com



编号 S0880511010022

本报告导读：

分析了豪西蒙的成长历程，盈利变迁和估值变迁，以及和华新水泥的对比

摘要：

- 发展中国家的水泥公司净利率与净资产收益率（ROE）高于发达国家公司，成熟的国际水泥公司的净利率水平接近，且随经济周期波动，逐步成熟市场的水泥公司的净利率水平都有一个非常高的阶段，以 Cemex、Cimentos De Portugal SGPS SA 为例，在 1988~1996 年间，净利率达到 24~26%。
- 豪西蒙核心业务包括水泥制造与销售以及骨料、混凝土和沥青的生产加工与销售。豪西蒙的业务遍布全球 70 多个国家，拥有 8 万余名员工，2010 年公司实现营业收入约 1500 亿元，共有 157 条水泥生产线，水泥产能达 2.11 亿吨，销量 1.37 亿吨，水泥销售收入 984 亿元居世界第二仅次于拉法基。
- 豪西蒙 2010 年的收入结构中，水泥业务占比近 60%，而利润占比超过 80%，综合公司的扩张策略来看，成熟市场的垂直整合还未完成，在新兴市场还是基本以水泥销售为主，未来的趋势将重点放在新兴市场的水泥销售和市场扩张。在成本结构中，原材料和其他加工费用是影响成本变化的主要因素，分别占比 28%与 25%，能源成本占 20%。华新水泥成本中能源成本占 60%，垃圾处理等新技术对成本降低华新仍有更多空间。
- 华新水泥规模远小于豪西蒙水泥，近十年华新水泥的成长性高于豪西蒙水泥，2010 年华新水泥营业收入同比增长 22.6%，净利润同比增长 16.6%；相比 2010 年豪西蒙水泥收入同比增长 1%，而净利润同比下降 17.2%，在 2007 年以来国际整体水泥市场处于低迷状态的时期，华新水泥在需求旺盛的国内市场中仍然保持营业收入和利润的增长且呈明显上升趋势。
- 国内水泥价格与国外相比有较大差距，豪西蒙水泥平均销售价格在 600-800 元，而华新水泥平均销售价格在 200 元左右，价格的差距导致华新水泥的毛利率比豪西蒙水泥低 10 个百分点左右。于此形成反差的是，进几年华新水泥的净资产收益率呈上升趋势，而豪西蒙水泥净资产收益率呈下降趋势。明年湖北省供需关系更好于今年，华新水泥盈利水平仍有提升空间。
- 从豪西蒙与华新水泥的估值来看，豪西蒙市盈率底部为 8，华新水泥为 16。2010 年豪西蒙的吨市值为 1166.82 元，华新水泥的吨市值为 323.72 元，仅为豪西蒙吨市值的 27.74%。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

水泥制造业

增持

相关报告

水泥制造业：《8 月中旬淡季进入尾声，上旬股价未来 3 月底部》

2011.08.03

水泥制造业：《与水泥专家交流淘汰落后、产能政策等》

2011.07.13

水泥制造业：《淘汰落后夯实边际为正，股价震荡向上》

2011.07.12

水泥制造业：《水泥 7 月估值拐点，中报业绩行情预演》

2011.07.05

水泥制造业：《华东水泥销售老总就价格和供需交流纪要》

2011.06.30

目录

1. 豪西蒙业务地位及发展路径	5
1.1. 全球领先的水泥提供商，遍布 70 多个国家	5
1.2. 成长变迁：自西向东扩张，不断拓展新兴市场	6
1.3. 水泥业务占比 60%以上	7
1.4. 全球各区域分析-新兴市场是主要驱动力	8
1.4.1. 欧洲：经济复苏缓慢，建材需求减弱	8
1.4.2. 北美洲：未见持续性恢复，成本控制保增长	10
1.4.3. 拉丁美洲：需求持续增长，受美国影响自北向南逐渐减弱	11
1.4.4. 非洲中东：经济上升通道，建材需求稳定	12
1.4.5. 亚太：经济强劲增长，建材需求旺盛	13
2. 豪西蒙的价值创造模式与扩张策略	15
2.1. 可持续发展不断提升公司价值	15
2.1.1. 承诺工作安全，保障人均收益	15
2.1.2. 不断创新提高能源使用效率降低成本	15
2.1.3. 替代燃料和废料回收进一步提升营运效率	16
2.1.4. 坚持履行社会责任树立长期品牌价值	17
2.2. 从成熟市场到成长中市场的全球发展策略	17
2.2.1. 成长中市场与成熟市场的产品定位不同	17
2.2.2. 全球多样化平衡周期性波动	18
2.2.3. 全球标准化管理与本土化管理并存	19
3. 豪西蒙的成长周期与经营效率	19
3.1. 业绩呈周期性波动	19
3.2. 以水泥为核心，辅以骨料、混凝土	20
3.3. 产能扩张提速，但利用率不高	20
3.4. 水泥价格波动对长期业绩影响较小	21
3.5. 销售费用率缓慢增长，管理费用率逐年降低	22
4. 豪西蒙与华新水泥对比	22
4.1. 豪西蒙是华新水泥第一大股东	23
4.2. 华新水泥立足湖北，辐射全国	23
4.3. 华新水泥规模远小于豪西蒙，但成长更快	25
4.4. 水泥价格的差异导致华新水泥的盈利水平低于豪西蒙	26
4.5. 豪西蒙控股华新后公司费用率下降明显	27
4.6. 华新水泥吨市值远低于豪西蒙水泥	28
4.7. 华新水泥区域供求关系和未来盈利判断	30

图表目录

图 1: 豪西蒙的业务遍布世界 70 多个国家	5
图 2: 豪西蒙、拉法基、海德堡净利率水平	6
图 3: 国际水泥公司净利率水平	6
图 4: 豪西蒙产品价值链	7
图 5: 2000-2010 年豪西蒙收入结构	8
图 6: 2000-2010 年豪西蒙水泥销量（百万吨）	8
图 7: 2000-2010 年豪西蒙骨料销量（百万吨）	8
图 8: 2000-2010 年豪西蒙混凝土销量（百万方）	8

图 9: 2010 年豪西蒙欧洲生产线分布	9
图 10: 2000-2010 年豪西蒙欧洲产能销量 (百万吨)	9
图 11: 2002-2010 年豪西蒙欧洲生产线 (条)	9
图 12: 2010 年豪西蒙北美洲生产线分布	10
图 13: 2000-2010 年豪西蒙北美产能销量 (百万吨)	10
图 14: 2002-2010 年豪西蒙北美生产线 (条)	10
图 15: 2010 年豪西蒙北美洲生产线分布	11
图 16: 2000-2010 年豪西蒙南美产能销量 (百万吨)	12
图 17: 2002-2010 年豪西蒙南美生产线 (条)	12
图 18: 2000-2010 年豪西蒙非洲产能销量 (百万吨)	12
图 19: 2002-2010 年豪西蒙非洲生产线 (条)	12
图 20: 2010 年豪西蒙北美洲生产线分布	13
图 21: 2000-2010 年豪西蒙亚太产能销量 (百万吨)	14
图 22: 2002-2010 年豪西蒙亚太生产线 (条)	14
图 23: 2010 年豪西蒙北美洲生产线分布	14
图 24: 2006-2010 年豪西蒙失时工伤率	15
图 25: 2000-2010 年豪西蒙人均净利 (万瑞士法郎)	15
图 26: 豪西蒙 1990-2010 年熟料占水泥比例	16
图 27: 豪西蒙 1990-2010 年二氧化碳排放逐渐减少	16
图 28: 豪西蒙近十年综合毛利率	16
图 29: 豪西蒙近十年综合净利率	16
图 30: 1990-2010 年豪西蒙热替代率	17
图 31: 2010 年豪西蒙成本结构	17
图 32: 豪西蒙跨区域投资策略	18
图 33: 豪西蒙水泥: 捕捉成长中市场的机会	18
图 34: 豪西蒙骨料: 侧重于成熟市场	18
图 35: 豪西蒙 2010 年全球各地区收入占比	19
图 36: 豪西蒙 2010 年成熟市场与成长市场收入比	19
图 37: 豪西蒙近十年销售收入及增速	19
图 38: 豪西蒙近十年净利润及增速	19
图 39: 豪西蒙 2010 年收入按产品构成	20
图 40: 豪西蒙 2010 年成本结构	20
图 41: 豪西蒙近十年水泥产能变化	20
图 42: 豪西蒙近十年水泥产能利用率	20
图 43: 豪西蒙近十年综合毛利率	21
图 44: 豪西蒙近十年综合净利率	21
图 45: 豪西蒙近十年水泥平均销售价格 (元/吨)	22
图 46: 豪西蒙近十年吨营业利润 (元)	22
图 47: 豪西蒙近十年销售费用率	22
图 48: 豪西蒙近十年管理费用率	22
图 49: 2008-2010 年华新水泥全国占有率	23
图 50: 华新水泥全国产能分布	23
图 51: 2010 年华新水泥产能区域分布	23
图 52: 华新水泥湖北产能分布	23
图 53: 华新水泥河南产能分布	24
图 54: 华新水泥湖南产能分布	24
图 55: 华新水泥四川产能分布	24

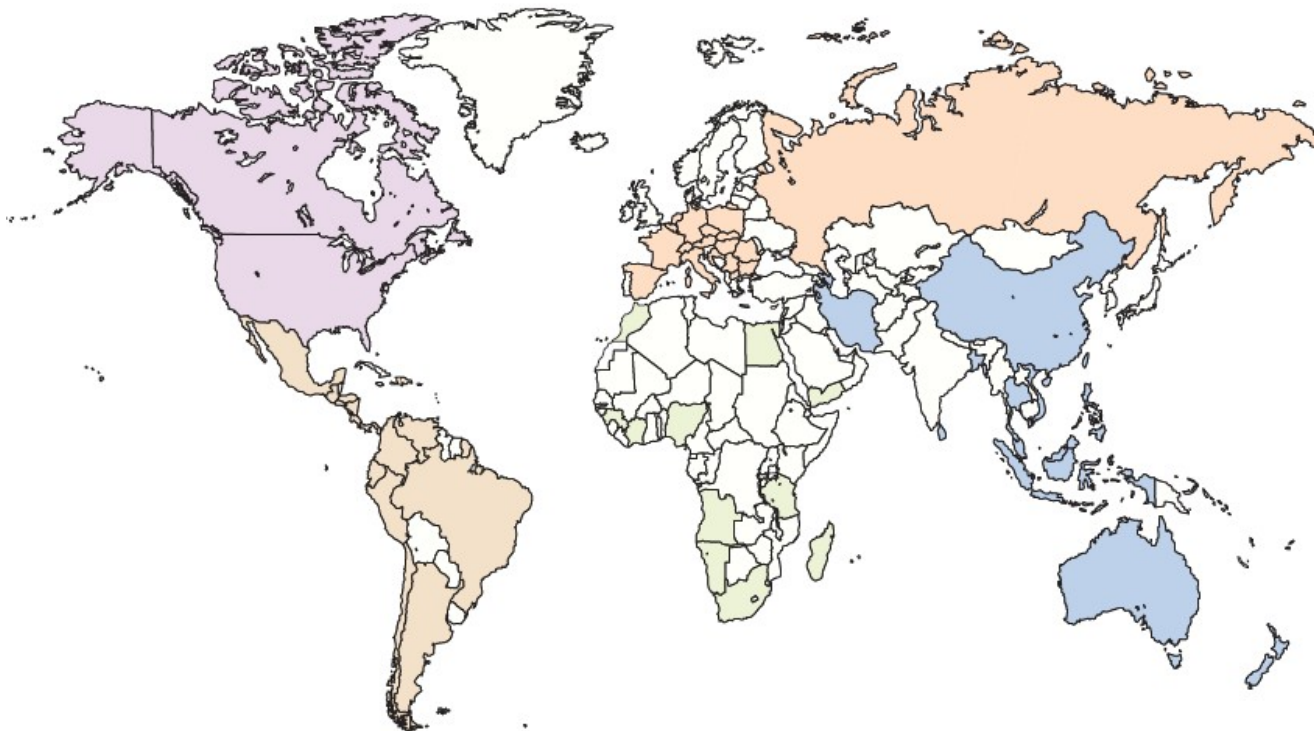
图 56: 华新水泥重庆产能分布	24
图 57: 华新水泥云南产能分布	25
图 58: 华新水泥西藏产能分布	25
图 59: 2008-2010 年华新水泥产能	25
图 60: 2008-2010 年华新水泥产能利用率	25
图 61: 豪西蒙水泥与华新水泥收入增速	26
图 62: 豪西蒙水泥与华新水泥净利润增速	26
图 63: 2005-2010 年华新水泥产品价格	26
图 64: 2005-2010 年华新水泥产品毛利率	26
图 65: 豪西蒙水泥与华新水泥毛利率	27
图 66: 豪西蒙水泥与华新水泥净资产收益率	27
图 67: 豪西蒙水泥与华新水泥销量增速	27
图 68: 豪西蒙水泥与华新水泥销售价格	27
图 69: 2010 年豪西蒙成本结构	28
图 70: 2010 年华新水泥成本结构	28
图 71: 豪西蒙水泥与华新水泥销售费用率	28
图 72: 豪西蒙水泥与华新水泥管理费用率	28
图 73: 豪西蒙水泥吨市值	29
图 74: 华新水泥吨市值	29
图 75: 豪西蒙近十年 PE 估值	29
图 76: 豪西蒙近十年 EV/EBITDA	29
图 77: 华新水泥近十年 PE 估值	29
图 78: 华新水泥近十年 EV/EBITDA	29
图 79: 四川省年度新增熟料产能 (万吨)	30
图 80: 云南省年度新增熟料产能 (万吨)	30
图 81: 湖北省年度新增熟料产能 (万吨)	30
图 82: 湖南省年度新增熟料产能 (万吨)	30
图 83: 中南区地市周水泥价格	31
图 84: 中南区地市周煤炭价格	31
表 1: 全球主要水泥生产商	5
表 2: 豪西蒙百年发展历程简述	6
表 3: 豪西蒙 2010 年社会责任支出 4,200 万瑞士法郎	17
表 4: 豪西蒙 2011-2013 年水泥产能扩充计划 (百万吨)	21
表 5: 华新水泥历史及未来盈利	31
表 6: 湖北省月度经济数据	31

1. 豪西蒙业务地位及发展路径

1.1. 全球领先的水泥提供商，遍布 70 多个国家

豪西蒙的核心业务包括水泥制造与销售以及骨料、混凝土和沥青的生产加工与销售。豪西蒙的业务遍布全球 70 多个国家，拥有 80,000 余名员工，2010 年公司实现营业收入超过 210 亿瑞士法郎（约 1500 亿元），共有 157 条水泥生产线，水泥产能达 2.1 亿吨，水泥销量 1.37 亿吨，居世界第二仅次于拉法基实现水泥销售收入 984 亿元。

图 1：豪西蒙的业务遍布世界 70 多个国家



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

选取 10 个全球主要水泥生产商可以发现如下规律：

- 1) 发展中国家的水泥公司净利率与净资产收益率（ROE）高于发达国家公司。
- 2) 成熟的国际水泥公司的净利率水平接近，且随经济周期波动。
- 3) 逐步成熟市场的水泥公司的净利率水平都有一个非常高的阶段，以墨西哥的 Cemex 公司、葡萄牙的 Cimentos De Portugal SGPS SA 为例，在 1988~1996 年间，净利率达到 24~26%。

表 1：全球主要水泥生产商

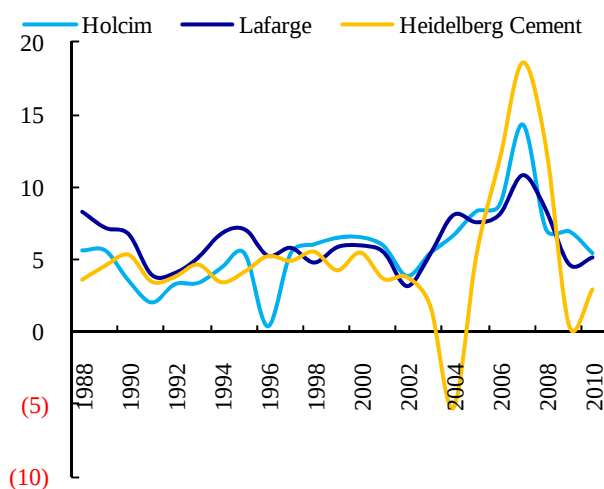
公司名称	国家	收入规模 (百万美元)	利润规模 (百万美元)	净利率	毛利率	ROE	2010 销量 (百万吨)
Holcim	瑞士	20,831.51	1,137.16	5.46	42.83	6.37	136.70
Lafarge	法国	21,450.04	1,097.11	5.11	25.69	5.31	135.70
海螺水泥	中国	5,099.07	910.74	17.86	31.71	19.64	137.00
Heidelberg Cement	德国	15,603.38	454.63	2.91		3.05	78.40

Cimentos De Portugal SGPS SA	葡萄牙	2,970.86	320.82	10.80	12.20	14.18
ACC	印度	1,806.78	235.73	13.05	17.74	21.30
Italcementi	意大利	6,355.74	60.73	0.96	1.33	54.40
Taiheiyo	日本	8,500.33	60.40	0.71	18.77	3.53
Buzzi	意大利	3,513.46	-84.19	-2.40	-2.51	26.60
Cemex	墨西哥	14,121.05	-1,308.33	-9.27	28.02	-8.10
						67.83

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

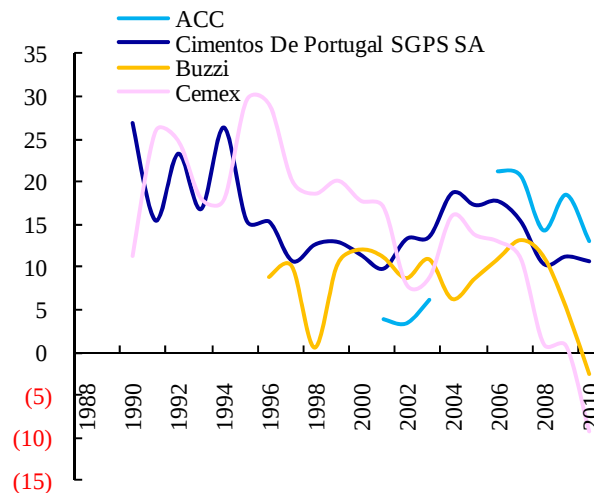
注: 1) 国外公司会计报表与国内有所差异, 并非所有公司都有毛利率指标。2) Cemex 的销量为估算数。

图 2: 豪西蒙、拉法基、海德堡净利率水平



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 3: 国际水泥公司净利率水平



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

1.2. 成长变迁: 自西向东扩张, 不断拓展新兴市场

1912 年, 公司成立于瑞士一个小村庄(Holderbank), 主要生产水泥与混凝土, 2001 年重新整合以后, 公司改名为豪西蒙(Holcim), 现已成长为世界水泥、骨料、混凝土及建筑工程相关服务领域的最大供应厂商之一。

公司成立初就确立了全球发展的战略, 业务从欧洲、非洲、中东地区发展到北美、中美和南美洲, 近十年来扩展到亚洲和太平洋地区, 目前以 39.88% 的持股份额成为中国华新水泥的大股东。

表 2: 豪西蒙百年发展历程简述

时间	事件	说明
1912	公司成立于瑞士一个村庄	在早期豪西蒙就认识到本土市场的机会很有限
1920's	开始在欧洲其他国家投资水泥业务	这个投资趋势很快应用到埃及, 黎巴嫩和南美国国家
1945-1970	拓展美洲市场	1945 年以后, 尤其在 50 和 60 年代, 北美和拉丁美洲的建设网络逐渐形成
1970's	向东面扩张	70 年代豪西蒙开始探索亚洲新兴市场
1980's	继续探索新兴市场	80 年代豪西蒙继续扩张东欧等新兴市场, 骨料和混凝土业务的发展使豪西蒙成为具

有垂直整合实力的市场领军者

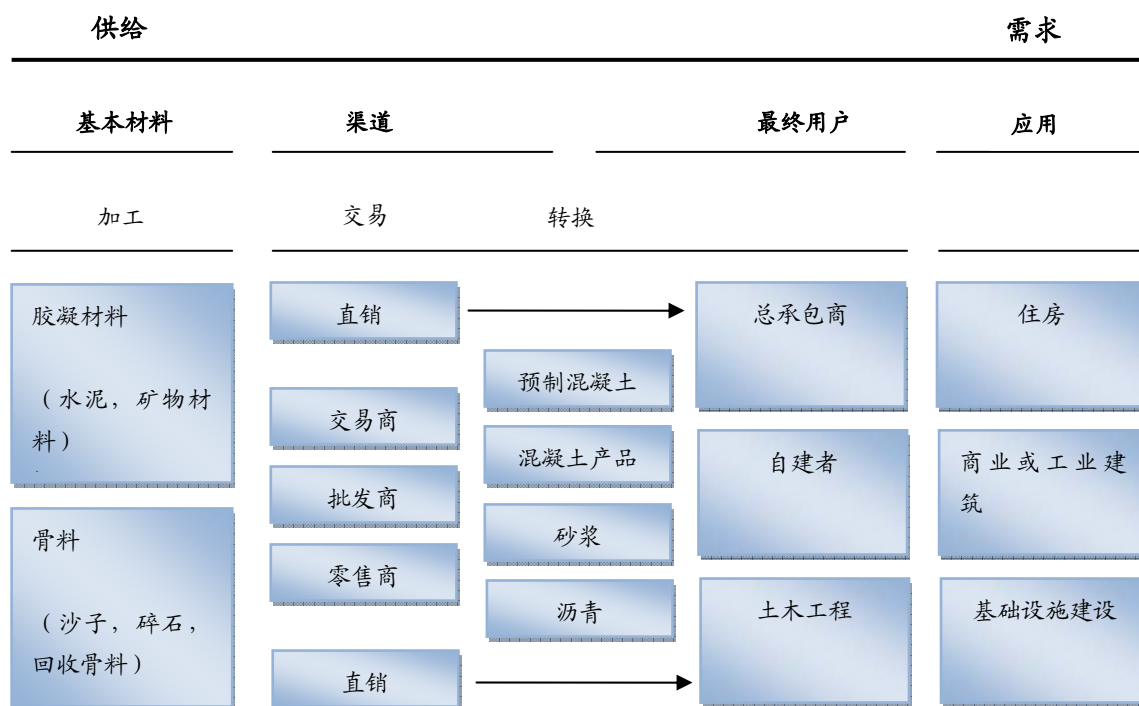
1990's	人力资源是最重要的资本	豪西蒙对员工专业的发展计划和实用政策保障挑战与创新并存，公司实力不断增强
2001	更名	正式更名为豪西蒙股份有限公司
2005	涉足印度市场	与印度本土企业形成战略同盟，共同参与印度水泥市场，同年，豪西蒙收购骨料公司，进军英国市场同时加强了北美骨料和混凝土业务
2008	收购华新水泥	豪西蒙成为华新水泥的大股东，成为华新集团的中国战略合作伙伴
2009	拓展澳洲市场	收购澳大利亚水泥公司，实现豪西蒙在成熟市场拓展骨料和混凝土业务的策略

数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

1.3. 水泥业务占比 60%以上

创新、应用驱动、高质量的产品使得豪西蒙成为首选的供应商，公司持续多年成功的原因之一就是专注于水泥和骨料的生产和销售，这两种产品是建筑行业的重要基础材料。

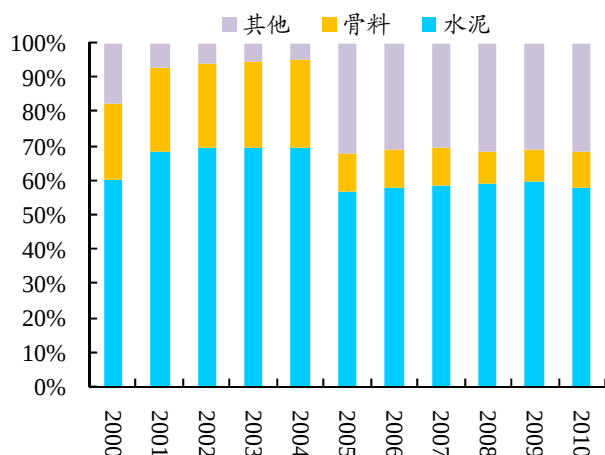
图 4：豪西蒙产品价值链



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

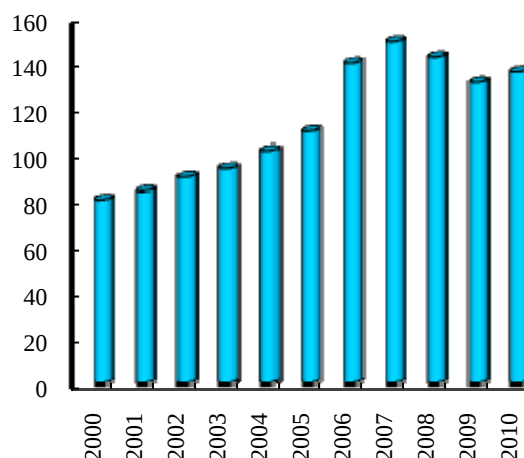
豪西蒙的收入结构中，水泥占比在 60%左右，其余 30%-40%的收入来自于骨料、混凝土、其他建材以及技术服务。2005 年以来由于服务收入大幅增长，占比提高，之后保持着水泥：骨料：混凝土及其他 6：1：3 的稳定结构。

图 5：2000-2010 年豪西蒙收入结构



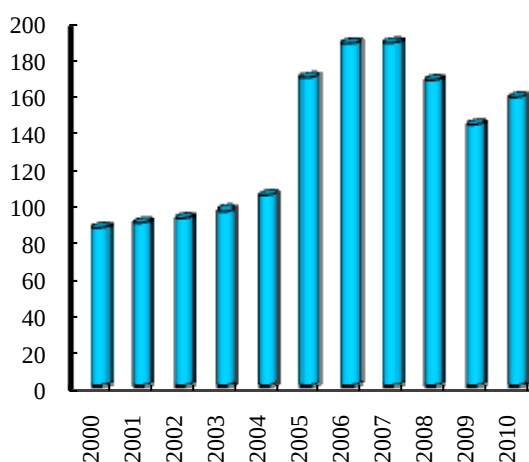
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 6：2000-2010 年豪西蒙水泥销量（百万吨）



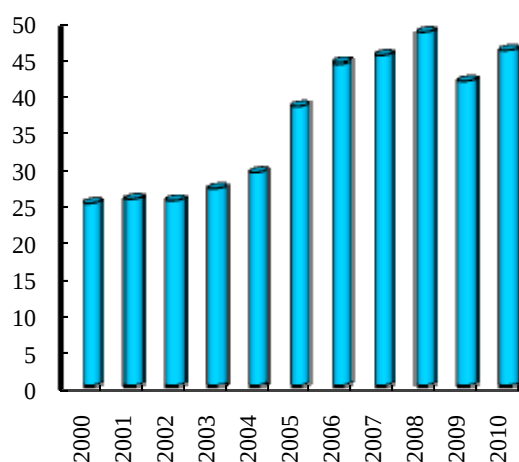
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 7：2000-2010 年豪西蒙骨料销量（百万吨）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 8：2000-2010 年豪西蒙混凝土销量（百万方）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

1.4. 全球各区域分析-新兴市场是主要驱动力

1.4.1. 欧洲：经济复苏缓慢，建材需求减弱

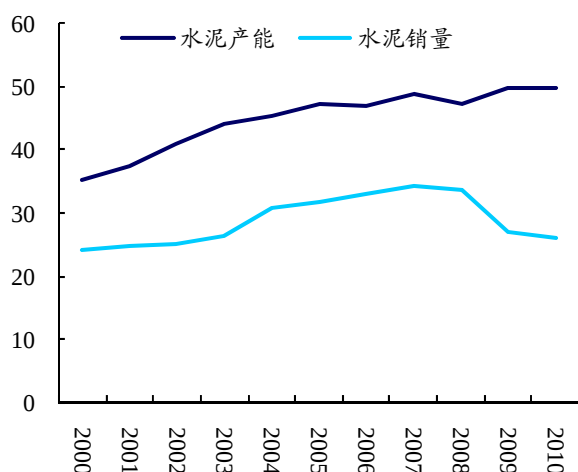
受经济危机影响，欧洲建筑工业长期处于低谷，建材需求持续减弱，虽然政府的积极政策在德国、英国等西欧地区支持订单的增长，但东欧和南欧经济情况在高债务负担下仍然困难。2010 年豪西蒙在欧洲的水泥销量减少 2.6%，骨料销量下降 1.0%，混凝土销量下降 5.9%，整体营业利润下降 15.2%。

图 9：2010 年豪西蒙欧洲生产线分布



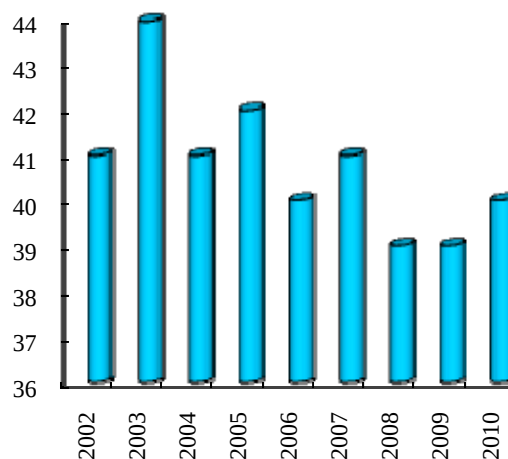
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 10：2000-2010 年豪西蒙欧洲产能销量（百万吨）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 11：2002-2010 年豪西蒙欧洲生产线（条）

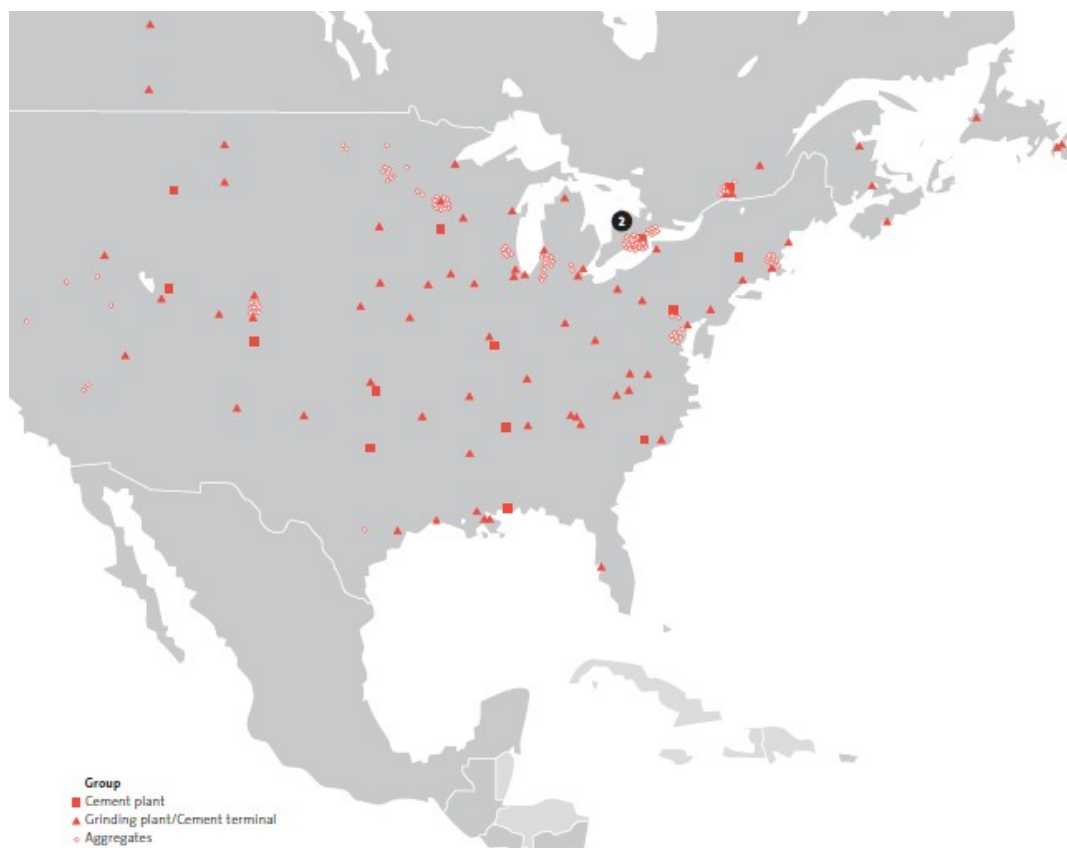


数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

1.4.2. 北美洲：未见持续性恢复，成本控制保增长

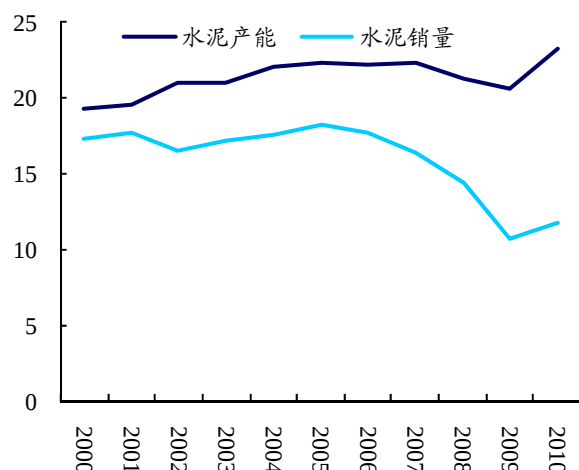
2009 年中期美国经济受到政府刺激政策显示出良好增长势头，但来自公众的信心持续性仍然不足，建设投资依然低迷。加拿大进去水泥需求提升，主要来自于政府住房建设投资以及公路、石油、天然气、电力、钢铁等基础设施建设的投资。2010 年北美整体水泥销量保持 3.7% 的增长，骨料销量同比减少 2.5%，混凝土销量同比增长 1.8%。由于良好的成本控制和新建水泥生产线营运效率的提高，2010 年豪西蒙北美的营业利润实现 15% 的增长。

图 12：2010 年豪西蒙北美洲生产线分布



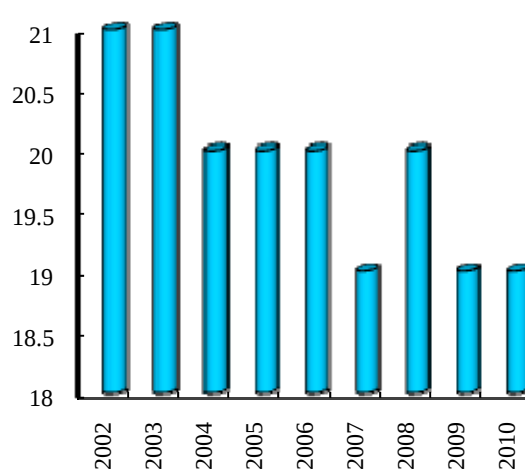
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 13：2000-2010 年豪西蒙北美产能销量（百万吨）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 14：2002-2010 年豪西蒙北美生产线（条）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

1.4.3. 拉丁美洲：需求持续增长，受美国影响自北向南逐渐减弱

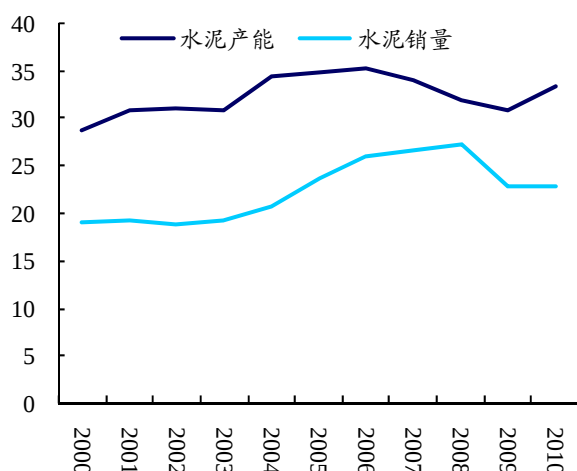
大部分南美国家保持了经济持续增长，受美国需求减弱影响，墨西哥等中美地区需求依然萎靡，而巴西、阿根廷、智利等南美国家经济增长强劲。2010 年拉丁美洲水泥销量同比减少 0.4%，骨料销量增加 3.4%，混凝土销量增加 4.0%。由于巴西、阿根廷等国家的增长不及墨西哥等市场的大幅减少，2010 年拉丁美洲整体营业利润同比下滑 7.2%。

图 15：2010 年豪西蒙北美洲生产线分布



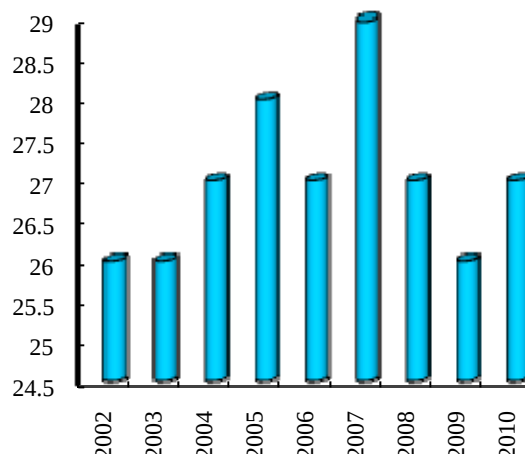
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 16: 2000-2010 年豪西蒙南美产能销量 (百万吨)



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 17: 2002-2010 年豪西蒙南美生产线 (条)

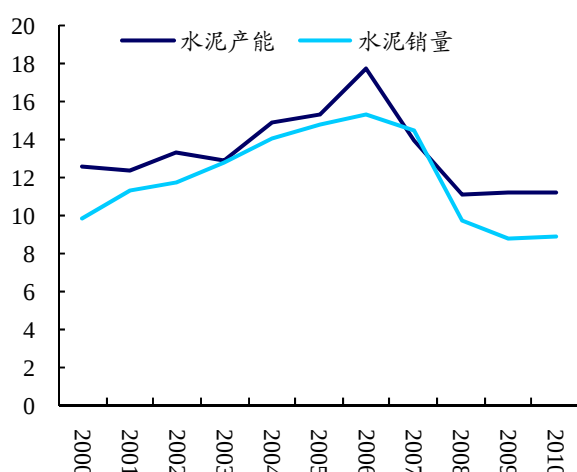


数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

1.4.4. 非洲中东: 经济上升通道, 建材需求稳定

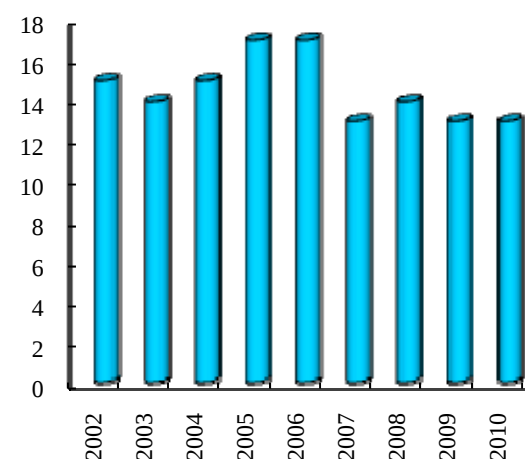
非洲中东大部分地区的建设需求保持稳定增长, 摩洛哥地区的基础设施建设和私人投资项目支持建材需求增长, 黎巴嫩地区的投资活动活跃, 而总统选举对西非建设的需求带来正面影响。近期该地区政治风险大幅上升, 预计 2011 年非洲中东地区经济建设将明显减弱。2010 年非洲中东地区水泥销量同增 1.1%, 骨料销量同比减少 3.8%, 混凝土销量持平, 营业利润同比减少 3.8%。

图 18: 2000-2010 年豪西蒙非洲产能销量 (百万吨)



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 19: 2002-2010 年豪西蒙非洲生产线 (条)



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 20：2010 年豪西蒙北美洲生产线分布



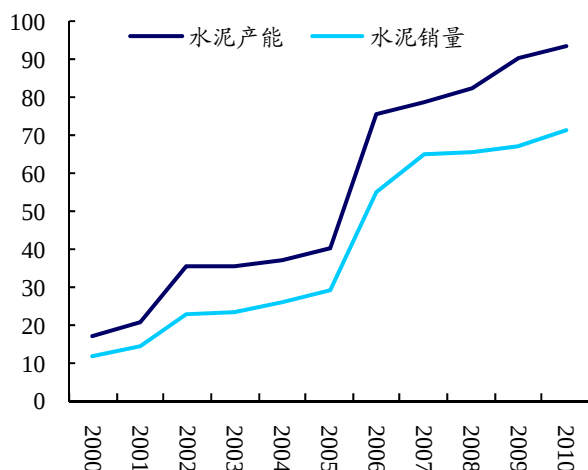
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

1.4.5. 亚太：经济强劲增长，建材需求旺盛

基础设施建设的高投入和消费需求大幅增长使得亚太地区的投资气氛活跃，经济增长迅猛，尤其在印度、泰国、越南、马来西亚和菲律宾等地。在中国，豪西蒙对华新水泥的控制不断增强，华新水泥对湖北金龙等水泥生产线的收购使华新对湖北水泥市场的控制能力大大加强。2010 年豪西蒙各产品在亚太地区的销量均有提升，其中水泥销量同增 6.1%，

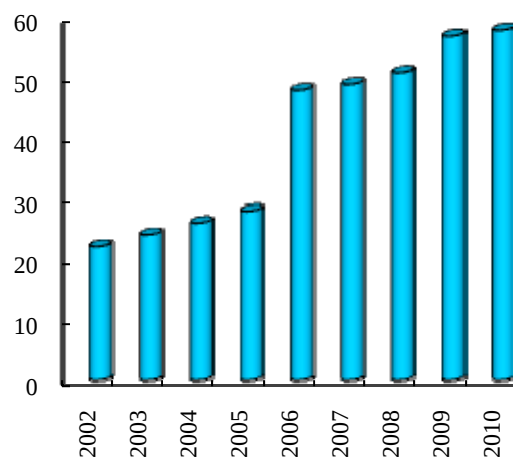
骨料销量同增 153.8%，混凝土销量同增 56.8%。尽管印度地区水泥价格压力较大，但由于其他地区成本控制和经营效率的提高，公司整体营业利润同增 3.4%。

图 21：2000-2010 年豪西蒙亚太产能销量（百万吨）



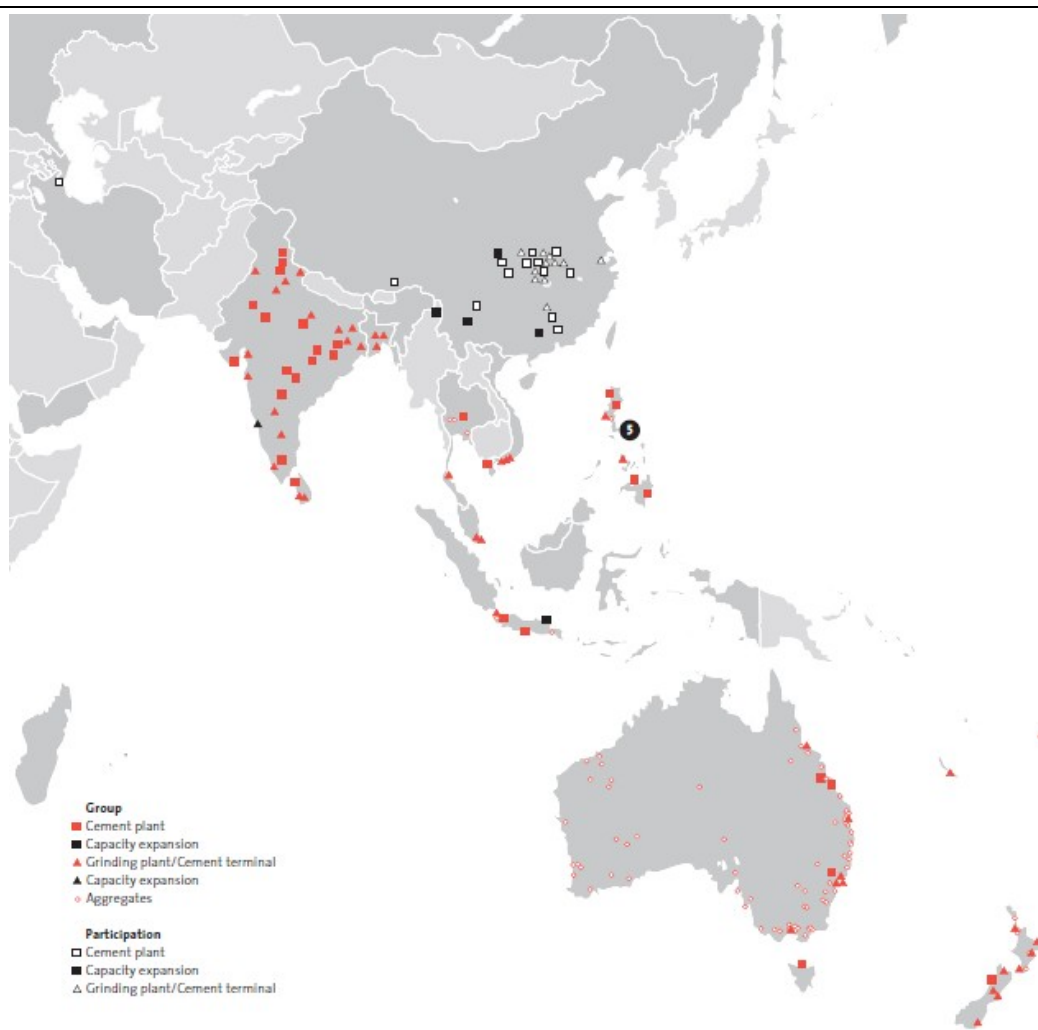
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 22：2002-2010 年豪西蒙亚太生产线（条）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 23：2010 年豪西蒙北美洲生产线分布



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

2. 豪西蒙的价值创造模式与扩张策略

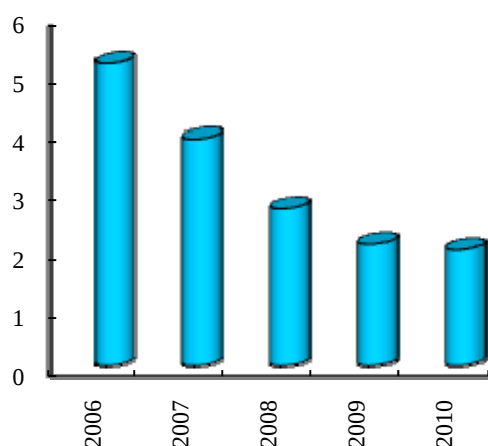
2.1. 可持续发展不断提升公司价值

创造股东价值与可持续性发展是豪西蒙的核心战略。尽管在金融危机等困难时刻，公司依然坚持对可持续发展的承诺。

2.1.1. 承诺工作安全，保障人均收益

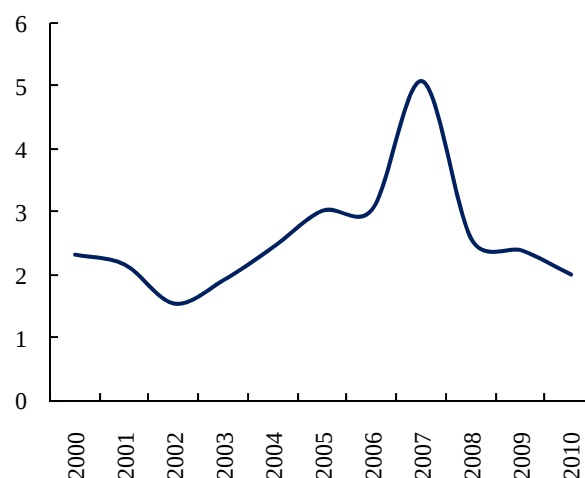
豪西蒙把员工的健康与安全放在绝对优先的位置，长期以来已经拥有系统性的培训和保障措施，使得安全已成为企业文化的重要元素之一。作为水泥行业可持续发展理念的创始者，公司员工的健康与安全数据一直被单独审计，2010 年公司的失时工伤率已降至 2.0。

图 24：2006-2010 年豪西蒙失时工伤率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 25：2000-2010 年豪西蒙人均净利（万瑞士法郎）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

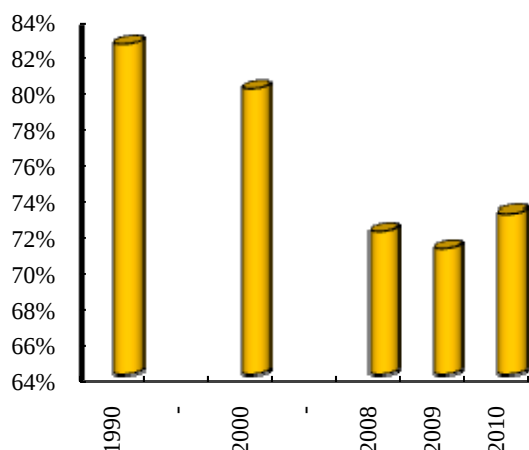
2.1.2. 不断创新提高能源使用效率降低成本

随着人口与经济的增长，建材的需求不断提升，而建筑消耗能源约占全球主要能源的 40%，在保证环境不被破坏的前提下，要满足日益增长的建材需求，提高能源使用效率是解决之一矛盾的唯一途径。

豪西蒙对产品和技术的革新做出了巨大的贡献，目前提高能源使用效率的主要方法是在复合水泥的组成中增加炉渣、粉煤灰以及天然火山灰等材料以减少水泥熟料的成份。豪西蒙研发的“Holcim Optimo”使用石油页岩与波兰水泥熟料、高纯度石灰石和石膏混合搅匀，这样的产品可以在更低的温度燃烧以节省燃料。“Holcim Optimo”减少了熟料使用量因而本质上减少了二氧化碳的排放和能源的消耗。

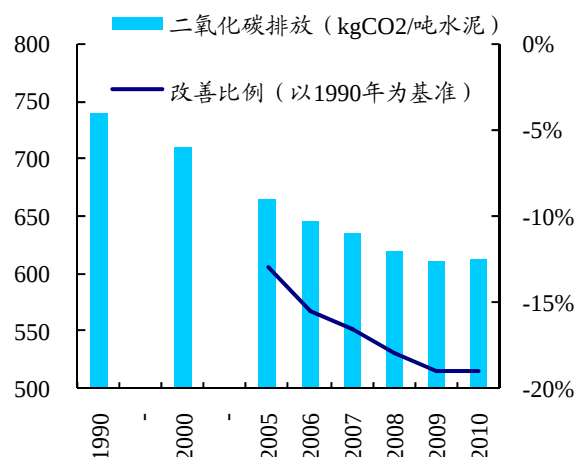
2009 年，豪西蒙的水泥吨二氧化碳排放量比 1990 年减少了 20%，公司的目标在 2015 年水泥吨二氧化碳排放量要比 1990 年减少 25%。另外以 2004 年为基准，2010 年公司的氮氧化物排放已减少 16%，二氧化硫排放已减少 60%，远超计划目标。

图 26: 豪西蒙 1990-2010 年熟料占水泥比例



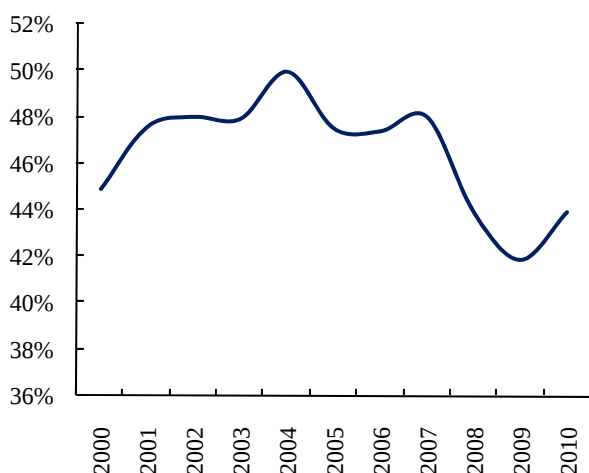
数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 27: 豪西蒙 1990-2010 年二氧化碳排放逐渐减少



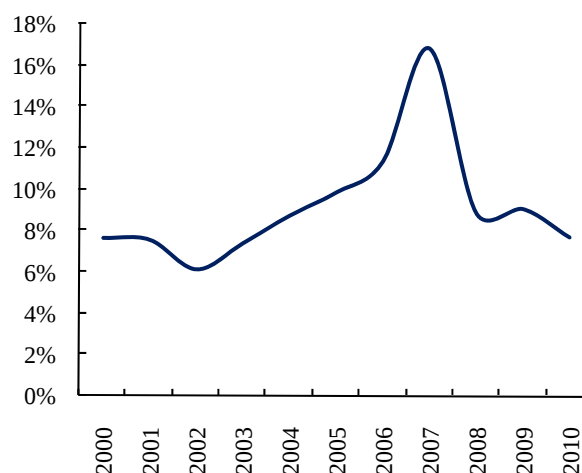
数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 28: 豪西蒙近十年综合毛利率



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 29: 豪西蒙近十年综合净利率



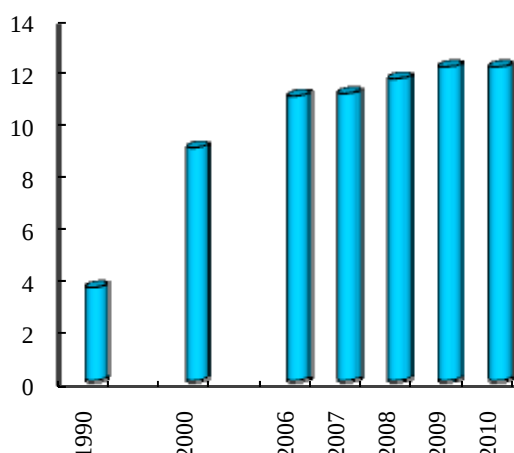
数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

2.1.3. 替代燃料和废料回收进一步提升营运效率

豪西蒙具有最先进的技术利用替代燃料和回收的废料,一方面可以降低二氧化碳排放,另一方面也可以降低产品的成本也解决废料处理问题。2010 年豪西蒙的热替代率达 12.1,总计处理 3 百万吨废料。

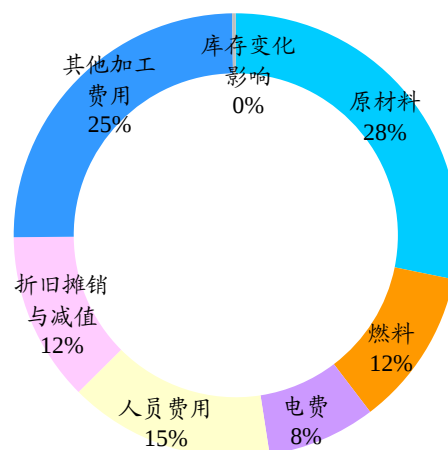
豪西蒙与德国 GTZ 合作引进 ACert 认证系统,所有替代型燃料以及废料处理的过程都依据 ACert 系统通过来自内部和外部的审核。截至 2010 年底,超过一半的豪西蒙产品加工设施已通过内部审核。

图 30：1990-2010 年豪西蒙热替代率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 31：2010 年豪西蒙成本结构



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

2.1.4. 坚持履行社会责任树立长期品牌价值

为了可持续发展的目标和保持稳定的商业环境，豪西蒙长期坚持参与社会活动，主要包括住房、小型企业发展和职业培训，紧密与当地利益相关者合作建立相互信任。豪西蒙建立了社会活动评分系统帮助决策项目是否满足当地社会的需要。2010 年豪西蒙支出总计 4,200 万瑞士法郎参与社会活动，约 3 百万人从中收益。

表 3：豪西蒙 2010 年社会责任支出 4,200 万瑞士法郎

类型	占比
社会发展项目	25%
教育项目	14%
社会基础设施建设项目	18%
慈善捐款	20%
企业社会责任支出	16%
其他	7%
总计（百万瑞士法郎）	42

数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

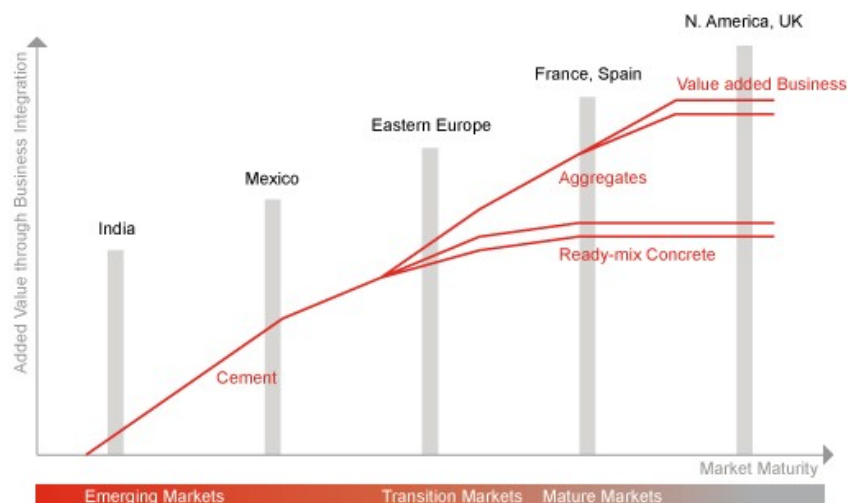
2.2. 从成熟市场到成长中市场的全球发展策略

2.2.1. 成长中市场与成熟市场的产品定位不同

水泥与骨料的生产是技术密集型的过​​程，也是高度资本密集型的过​​程，绑定资产的周期较长，由于新生产线建设需求和建造成本的上升，水泥生产的资本支出不断提高。

豪西蒙的投资策略依据当地市场的成熟度和客户需求各不相同，水泥和骨料是公司最基础的产品，其他产品则用于拉近最终用户与公司的距离，所以当市场逐渐成熟客户需求将更广泛，公司加大预拌混凝土、混凝土产品、沥青以及相关服务的销售。

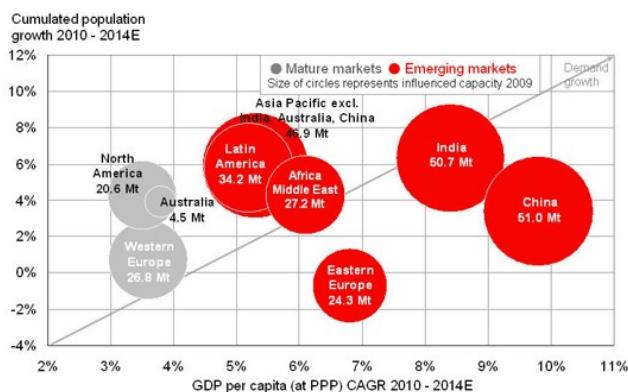
图 32：豪西蒙跨区域投资策略



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

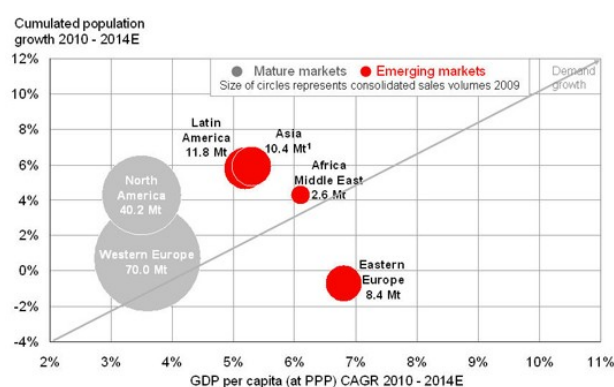
在新兴市场，豪西蒙专注于水泥的生产与扩张；而在成熟的经济体，垂直整合显得更加重要，公司在主要的区域建立预拌混凝土搅拌中心；在发达市场，公司产品的系列更加广泛，包括骨料、沥青和混凝土产品。照此逻辑，豪西蒙在新兴市场建立了强大的水泥体系，而大量的骨料生产线则建立在成熟市场以及一些新型市场的中心城市地区。

图 33：豪西蒙水泥：捕捉成长中市场的机会



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 34：豪西蒙骨料：侧重于成熟市场



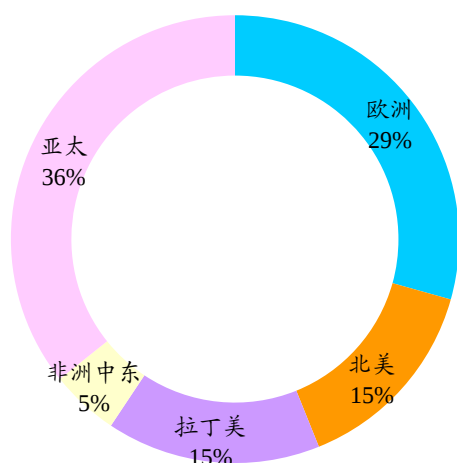
数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

2.2.2. 全球多样化平衡周期性波动

豪西蒙业务遍及全球 70 多个国家，员工超过 80,000 人，地域上的多样化使得收入较为稳定，也使得公司受单独市场的周期性波动影响较小。

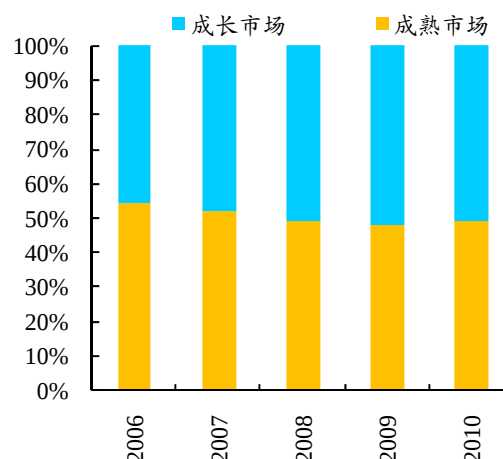
2010 年来自东欧、南欧、拉丁美洲、中东和亚洲的新兴市场的营业收入占公司总收入的 50.8%，虽然今年成熟市场的需求有所复苏，建材销售增加，但未来持续增长的人口和城镇化的不断推进将继续提升新兴市场的基础设施建设和房地产需求。

图 35: 豪西蒙 2010 年全球各地区收入占比



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 36: 豪西蒙 2010 年成熟市场与成长市场收入比



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

2.2.3. 全球标准化管理与本土化管理并存

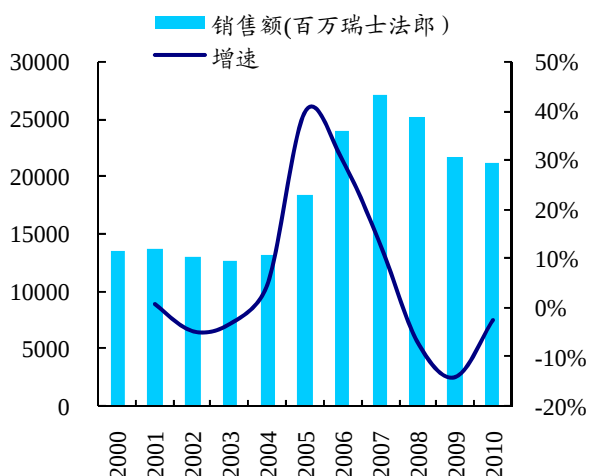
豪西蒙有全球标准化的管理模式保证经营效率,使区域部门更多关注当地市场的拓展,费用控制,职业培训以及社会关系活动等,同时豪西蒙重视本土文化在企业发展中的作用,视分布在各个国家的集团所属个公司为当地公司,而不是集团子公司,并且在集团标准和制度框架下给予各公司最大限度的自主权;着重培养本土人才,鼓励职员创新进取精神,实现企业文化的多元化,在 Holcim 约 1000 人的高级管理层里就有 56 个国籍的人,而且没有哪个国籍是占据主导地位。这就是 Holcim 作为一个世界级的水泥龙头企业能在世界各国站住脚跟的原因之一。

3. 豪西蒙的成长周期与经营效率

3.1. 业绩呈周期性波动

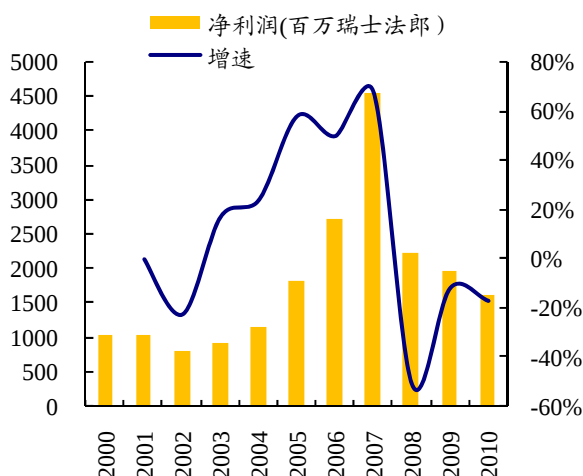
豪西蒙近十年业绩呈现明显周期性波动的特征,由于产品结构和区域性等因素,公司成长的周期性基本反应了全球经济的景气变化。

图 37: 豪西蒙近十年销售收入及增速



数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

图 38: 豪西蒙近十年净利润及增速



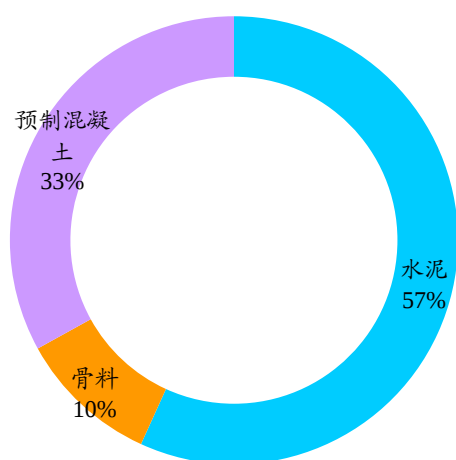
数据来源: Holcim、国泰君安证券研究

从 2003 年的全面复苏至 2007 年的景气高峰，公司 5 年营业收入复合增长率 17%，净利润复合增长率 37%。2010 年公司实现营业收入 211 亿瑞士法郎（约 1540 亿元），同比下降 2.4%，净利润 16 亿瑞士法郎（约 118 亿元），同比下降 17%。

3.2. 以水泥为核心，辅以骨料、混凝土

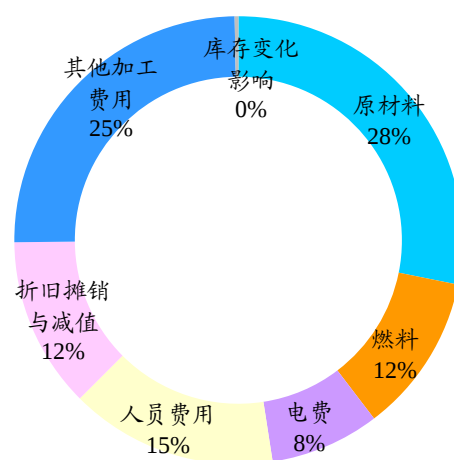
豪西蒙 2010 年的收入结构中，水泥占比近 60%，而利润占比超过 80%，综合公司的扩张策略来看，成熟市场的垂直整合还未完成，在新兴市场还是基本以水泥销售为主，未来的趋势将重点放在新兴市场的水泥销售和市场扩张，而期待成熟市场的进一步复苏。在成本结构中，原材料和其他加工费用是影响成本变化的主要因素，分别占比 28% 与 25%。

图 39：豪西蒙 2010 年收入按产品构成



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 40：豪西蒙 2010 年成本结构

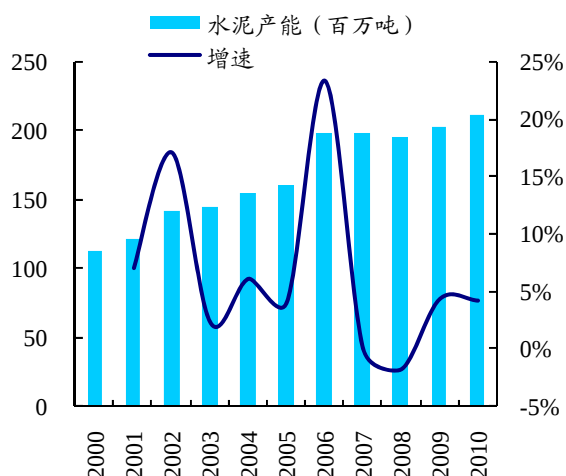


数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

3.3. 产能扩张提速，但利用率不高

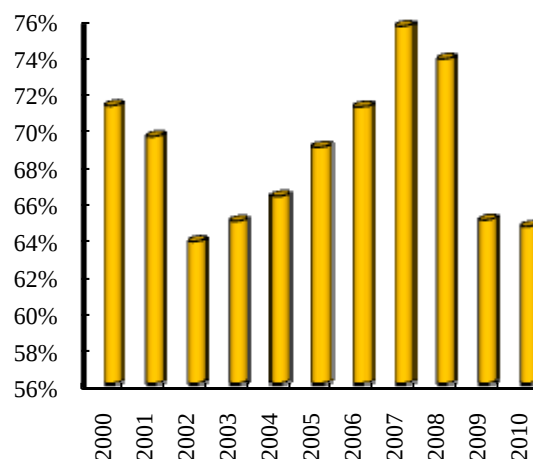
近年来豪西蒙的水泥产能扩张明显，2009 年已超过 2 亿吨，2010 年达到 2.12 亿吨。

图 41：豪西蒙近十年水泥产能变化



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 42：豪西蒙近十年水泥产能利用率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

未来仍计划在全球范围扩充产能，计划于 2013 年达到 2.22 亿吨水泥产能。公司近两年的产能利用率较低，2009 与 2010 年的水泥产能利用率约 65%，随着全球经济的复苏，新兴市场的需求持续旺盛，预计未来几年将逐渐提高至 70% 左右的水平。

表 4：豪西蒙 2011-2013 年水泥产能扩充计划（百万吨）

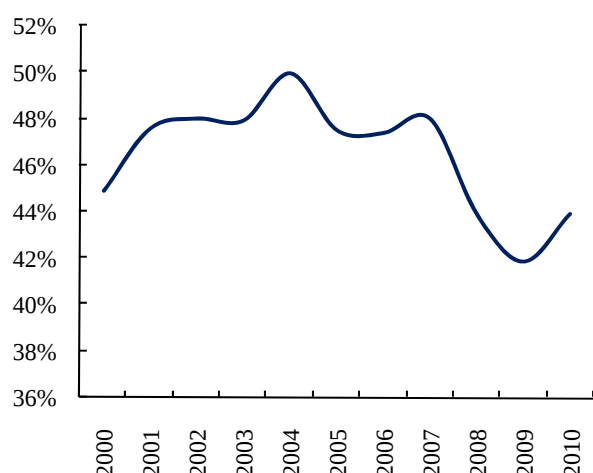
公司	2011	2012	2013	总计
Alpha Cement (Russia)	2.1			2.1
Garadagh Cement (Azerbaijan)	1.7			1.7
Holcim France			0.6	0.6
欧洲地区总计	3.8		0.6	4.4
Holcim Ecuador		1.8		1.8
拉丁美洲地区总计		1.8		1.8
Holcim Morocco		0.0		0.0
非洲中东地区总计		0.0		0.0
ACC (India)	2.1			2.1
Ambuja Cements (India)	1.5			1.5
PT Holcim Indonesia			1.6	1.6
亚太地区总计	3.6		1.6	5.2
总计	7.4	1.8	2.2	11.4

数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

3.4. 水泥价格波动对长期业绩影响较小

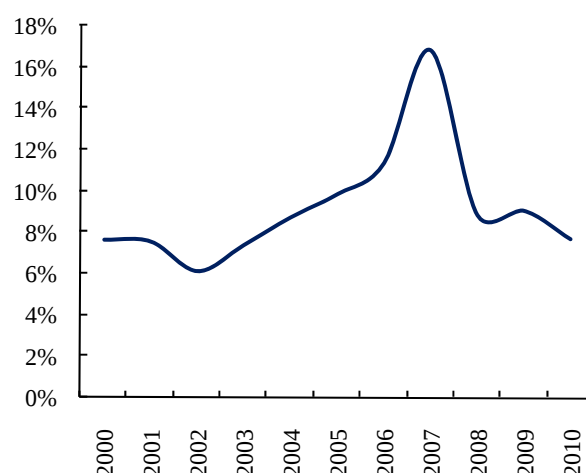
豪西蒙的水泥业务遍布全球，各地区水泥价格的波动对当地公司的业绩影响较大，但公司整体的扩张速度和规模使价格因素被缩小，公司 2007 年营业收入是 2000 年的 2 倍，2007 年净利润是 2000 年的 4.4 倍，但公司 2007 年的水泥销售价格为 2000 年的 97%。价格反应的是水泥供给与需求的矛盾，而公司作为全球最大的水泥生产商之一，产能和销量的变化对水泥价格具有重大的影响。

图 43：豪西蒙近十年综合毛利率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

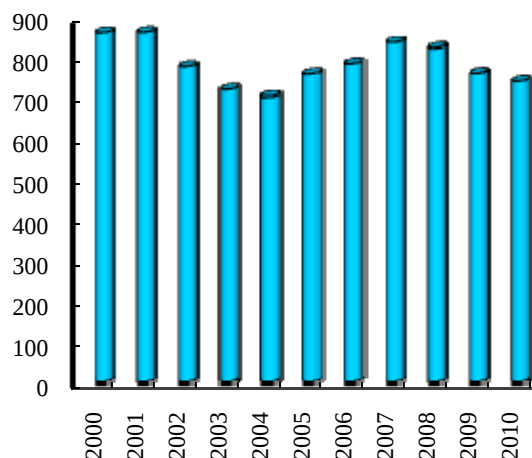
图 44：豪西蒙近十年综合净利率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

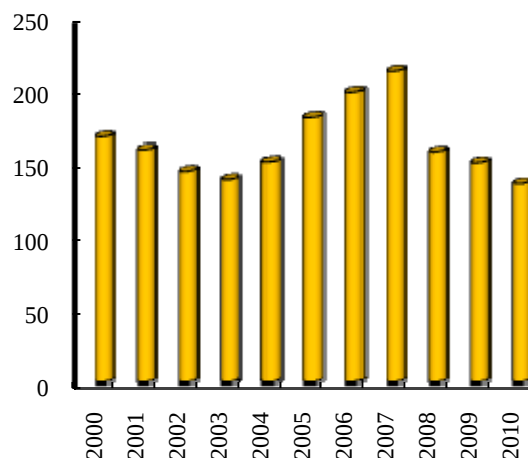
由于水泥业务的利润占比达 80%，因此水泥的吨利润变动与公司净利润的波动趋势基本一致。公司综合毛利率波动明显，如果说公司 2003-2007 年收入和利润的快速增长是由于产能的迅速扩张所致，那么自 2008 年经济危机以来业绩下降则是因为毛利率明显下降，下降的原因一是由于水泥价格回落，二是原材料、燃料等成本上升。

图 45：豪西蒙近十年水泥平均销售价格（元/吨）



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 46：豪西蒙近十年吨营业利润（元）

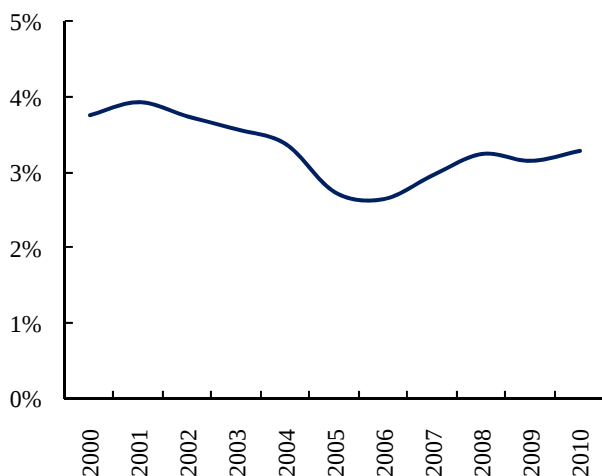


数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

3.5. 销售费用率缓慢增长，管理费用率逐年降低

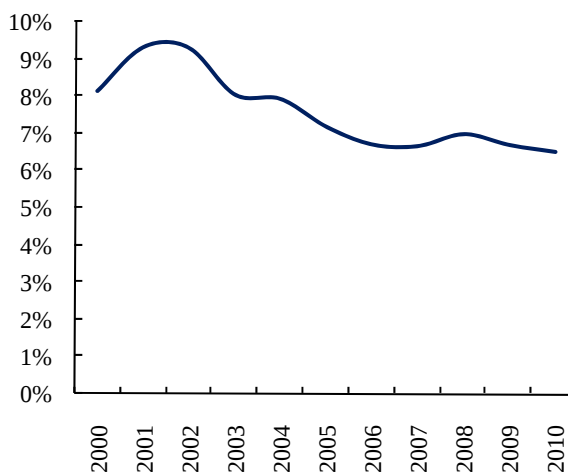
豪西蒙多年沉淀的高效管理使公司的费用率一直保持较低水平。公司 2010 年销售费用率 3.3%，近十年销售费用率一直保持在 3%-4% 的水平。公司 2010 年管理费用率 6.5%，为十年最低，公司成为华新水泥大股东后注入了先进的管理历年，华新水泥的费用率下降明显。

图 47：豪西蒙近十年销售费用率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

图 48：豪西蒙近十年管理费用率



数据来源：Holcim、国泰君安证券研究

4. 豪西蒙与华新水泥对比

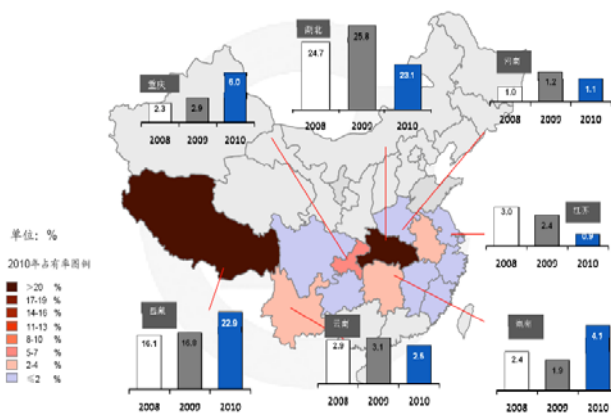
4.1. 豪西蒙是华新水泥第一大股东

1999 年豪西蒙投资 3000 万美元成为华新水泥的第二大股东，2006 年豪西蒙通过其全资子公司增资 1.25 亿美元控股华新并成为华新水泥第一大股东。与国际其他两家水泥巨头拉法基、海德堡以并购的方式大肆在中国水泥市场扩张不同，豪西蒙以华新水泥为核心，逐步完成长江和京广线的十字战略布局。

4.2. 华新水泥立足湖北，辐射全国

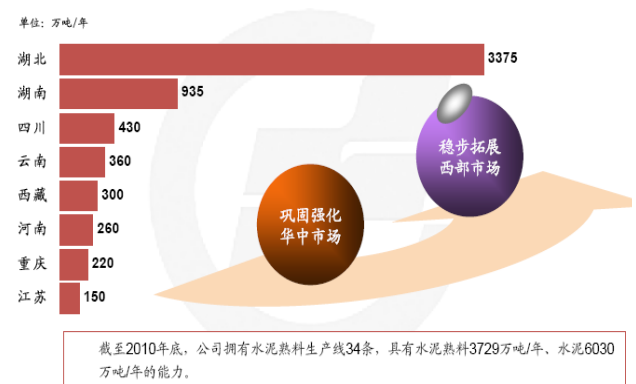
截至 2010 年底，华新水泥拥有水泥熟料生产线 34 条，具有水泥熟料 3729 万吨/年、水泥 6030 万吨/年的能力。2010 年华新水泥在湖北的占有率达 23.1%。

图 49：2008-2010 年华新水泥全国占有率



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

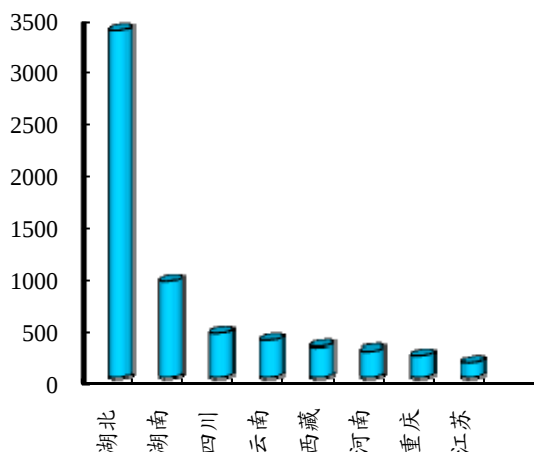
图 50：华新水泥全国产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

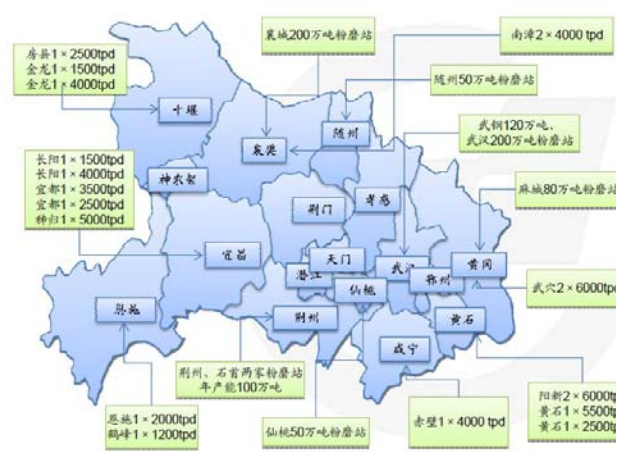
2010 年，全年新投产混凝土项目 6 条，在建项目 7 条，新增产能 150 万方，公司混凝土总产能已达 760 万方。公司水泥业务在湖北省拥有水泥熟料生产线 19 条，水泥熟料年产能规模 2180 万吨，水泥年产能规模 3375 万吨；

图 51：2010 年华新水泥产能区域分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

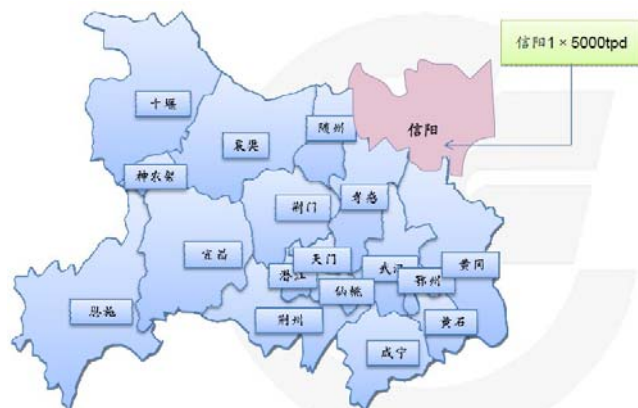
图 52：华新水泥湖北产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

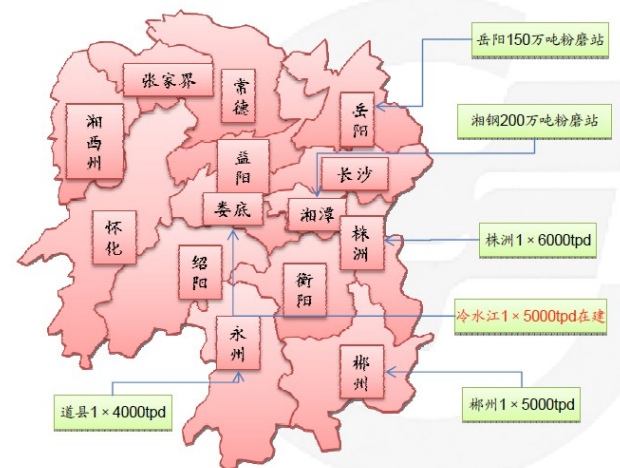
在河南省拥有水泥熟料生产线 1 条，水泥熟料年产能规模 155 万吨，水泥年产能规模 260 万吨。在湖南已建成熟料生产线 3 条，水泥熟料年产能规模 465 万吨，水泥年产能规模 935 万吨；

图 53：华新水泥河南产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

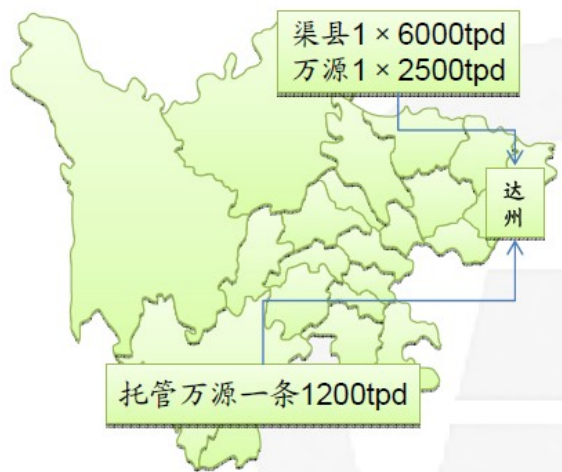
图 54：华新水泥湖南产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

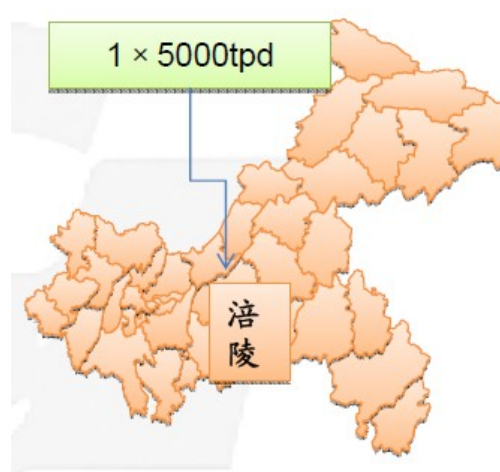
在四川省已建成水泥熟料生产线 2 条。水泥熟料年产能规模 306 万吨，水泥年产能规模 430 万吨；在重庆拥有水泥熟料生产线 1 条。水泥熟料年产能规模 155 万吨，水泥年产能规模 220 万吨；

图 55：华新水泥四川产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

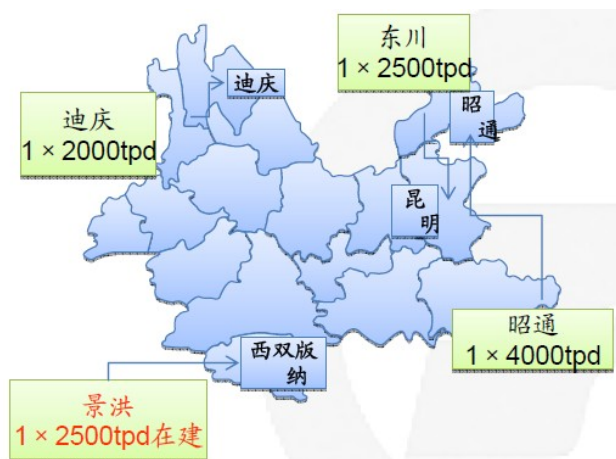
图 56：华新水泥重庆产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

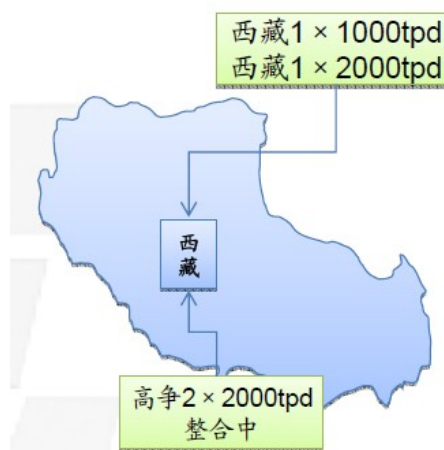
在云南省已建成水泥熟料生产线 3 条，水泥熟料年产能规模 255 万吨，水泥年产能规模 360 万吨，在建水泥熟料生产线 1 条。建成后可新增水泥熟料年产能规模 77 万吨，水泥年产能规模 108 万吨；在西藏已建成水泥熟料生产线 2 条，水泥熟料年产能规模为 213 万吨，水泥年产能规模为 300 万吨。

图 57：华新水泥云南产能分布



数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

图 58：华新水泥西藏产能分布

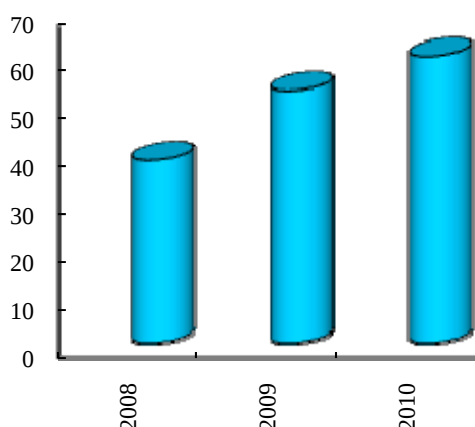


数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

4.3. 华新水泥规模远小于豪西蒙，但成长更快

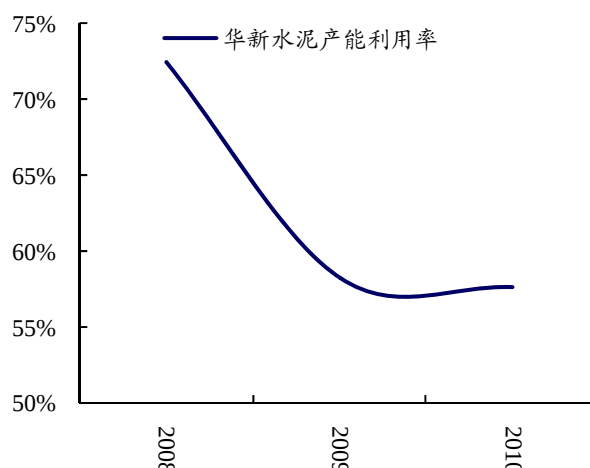
2010 年华新水泥实现营业收入 84.7 亿元，水泥销量 3476 万吨；而豪西蒙 2010 年收入规模达 211.3 亿瑞士法郎（约 1500 亿元），水泥销量 1.37 亿吨。华新水泥规模远小于豪西蒙，但近十年华新水泥成长性高于豪西蒙水泥，2010 年华新水泥收入同比增长 22.6%，净利润同比增长 16.6%；2010 年豪西蒙水泥收入同比增长 1%，净利润同比下降 17.2%，在 2007 年以来国际整体水泥市场处于低迷状态的时期，华新水泥仍然保持收入和利润的增长且呈明显上升趋势。

图 59：2008-2010 年华新水泥产能



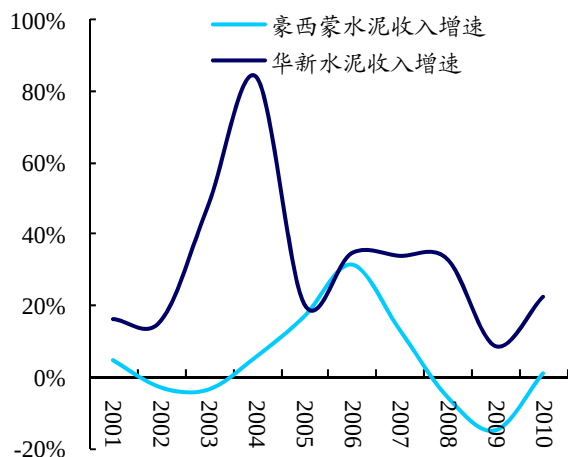
数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

图 60：2008-2010 年华新水泥产能利用率



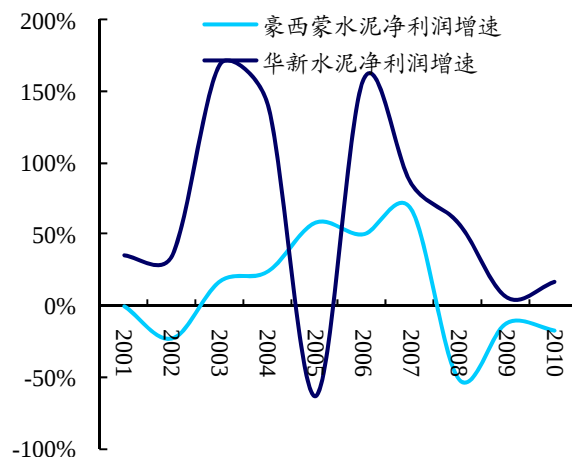
数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

图 61: 豪西蒙水泥与华新水泥收入增速



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 62: 豪西蒙水泥与华新水泥净利润增速

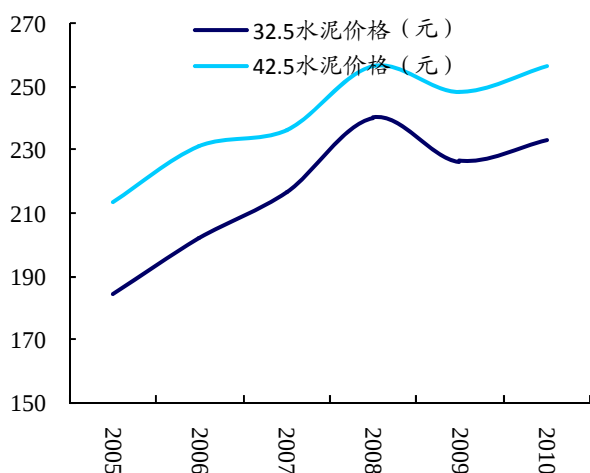


数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

4.4. 水泥价格的差异导致华新水泥的盈利水平低于豪西蒙

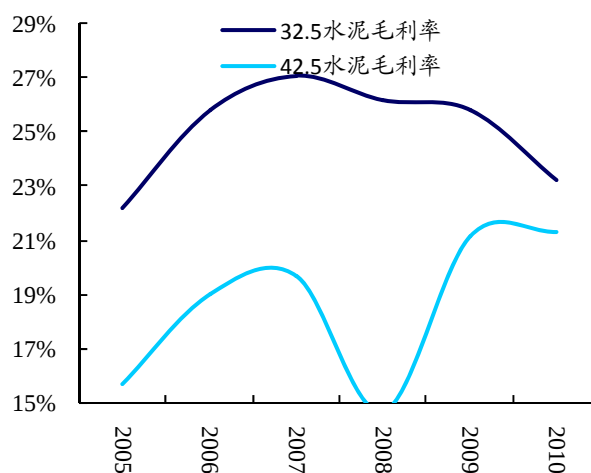
国际水泥由于经过了群雄割据的无序竞争时代, 豪西蒙、拉法基、海德堡等几家国际水泥巨头市场份额比较稳定, 公司盈利水平的起伏是全球各地区需求的体现。由于国内水泥市场竞争激烈, 水泥价格与国外相比还有很大差距, 豪西蒙水泥平均销售价格在 600-800 元, 而华新水泥的平均销售价格在 200 元左右, 价格的差距导致华新水泥的毛利率比豪西蒙水泥低 10 个百分点左右。于此形成反差的是, 进几年华新水泥的净资产收益率呈上升趋势, 而豪西蒙水泥的净资产收益率呈下降趋势。

图 63: 2005-2010 年华新水泥产品价格



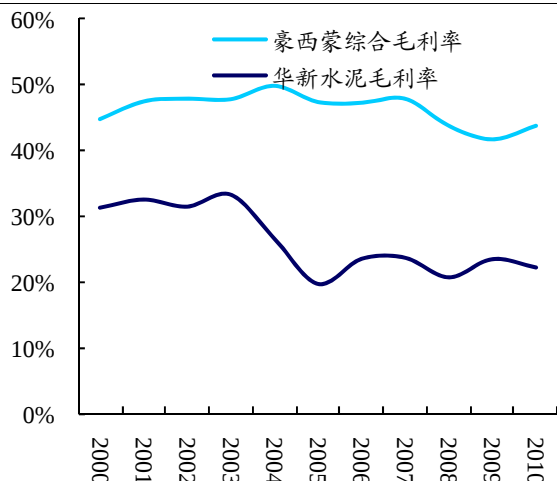
数据来源: 华新水泥、国泰君安证券研究

图 64: 2005-2010 年华新水泥产品毛利率



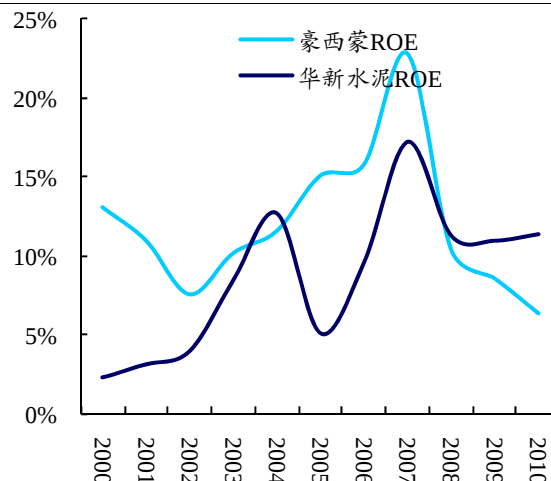
数据来源: 华新水泥、国泰君安证券研究

图 65: 豪西蒙水泥与华新水泥毛利率



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

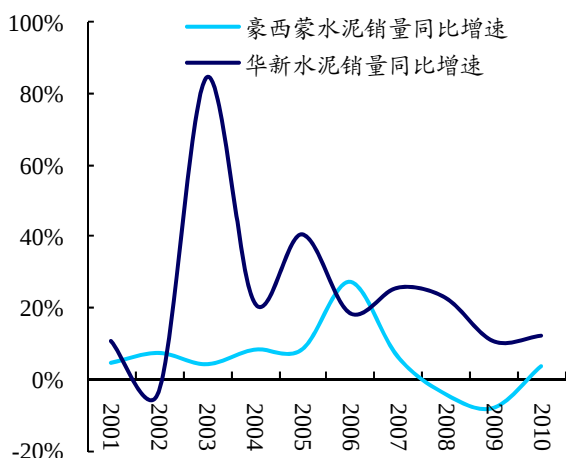
图 66: 豪西蒙水泥与华新水泥净资产收益率



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

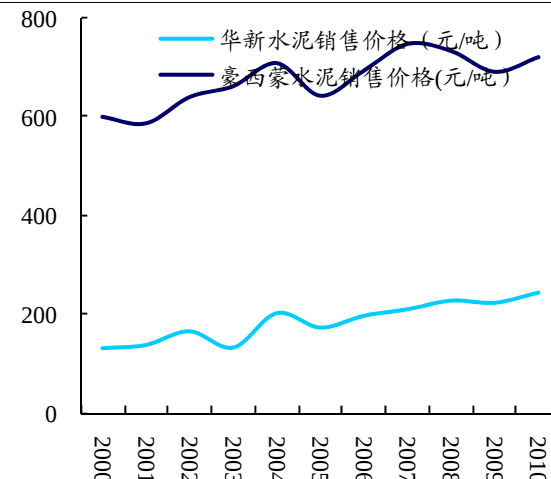
我们认为 1) 2009 年以来国家限批水泥生产线的政策使得水泥资产的资源属性增强, 新增供求边际为正, 水泥价格攀升。2) 国内水泥企业的盈利能力还有提升空间。高通胀预期导致政策紧缩, 资金面的紧张以及土地、矿山资源的匮乏将使水泥限批政策的影响随着时间的推移逐渐放大。3) 国内水泥价格仍有上涨空间。国内水泥价格是国外的三分之一, 限批, 限电、淘汰将使国内水泥产能区域集中, 各区域龙头企业对水泥价格的控制力逐渐增强。

图 67: 豪西蒙水泥与华新水泥销量增速



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 68: 豪西蒙水泥与华新水泥销售价格

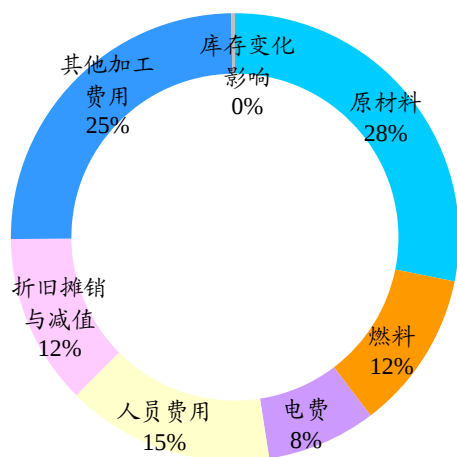


数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

4.5. 豪西蒙控股华新后公司费用率下降明显

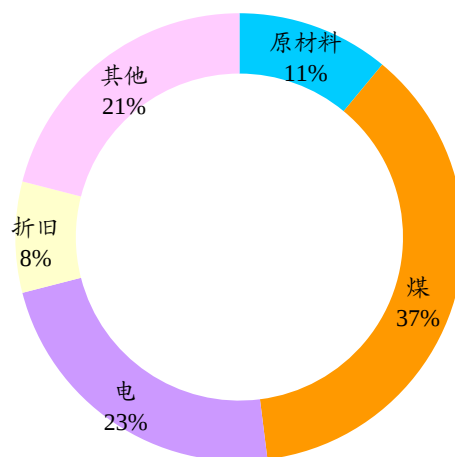
豪西蒙水泥一直以成本控制和低费用而著名, 高效的管理理念注入到华新水泥之后使华新水泥的费用率有明显的下降。华新水泥十年间销售费用率下降 13 个百分点, 管理费用下降了 8 个百分点。随着华新集团对华新水泥不断减持, 豪西蒙对华新水泥的控制进一步集中, 华新水泥的营运效率有望进一步提高。

图 69：2010 年豪西蒙成本结构



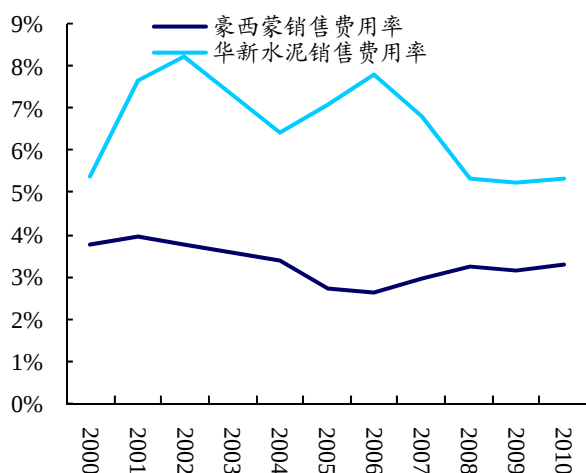
数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

图 70：2010 年华新水泥成本结构



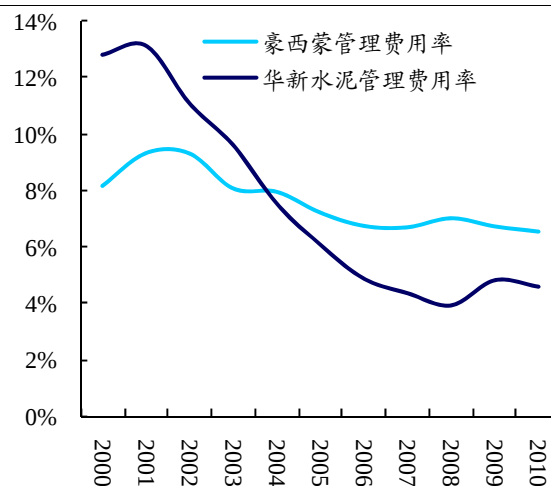
数据来源：华新水泥、国泰君安证券研究

图 71：豪西蒙水泥与华新水泥销售费用率



数据来源：Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 72：豪西蒙水泥与华新水泥管理费用率

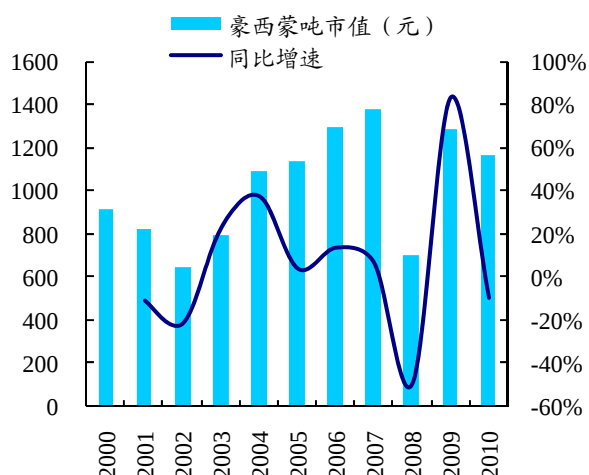


数据来源：Holcim、华新、国泰君安证券研究

4.6. 华新水泥吨市值远低于豪西蒙水泥

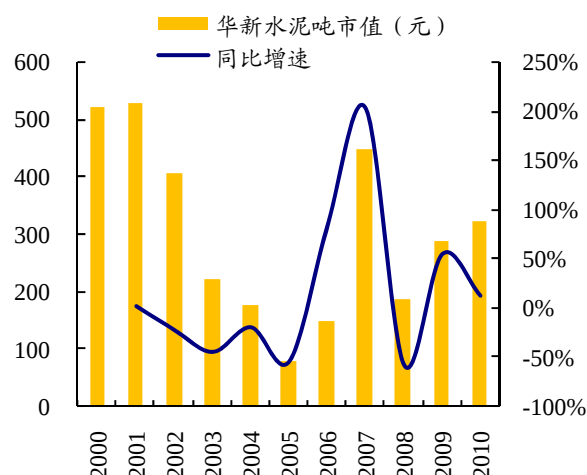
从豪西蒙与华新水泥的估值来看，豪西蒙市盈率底部为 8，华新水泥为 16。2010 年豪西蒙的吨市值为 1166.82 元，华新水泥的吨市值为 323.72 元，仅为豪西蒙吨市值的 27.74%。

图 73: 豪西蒙水泥吨市值



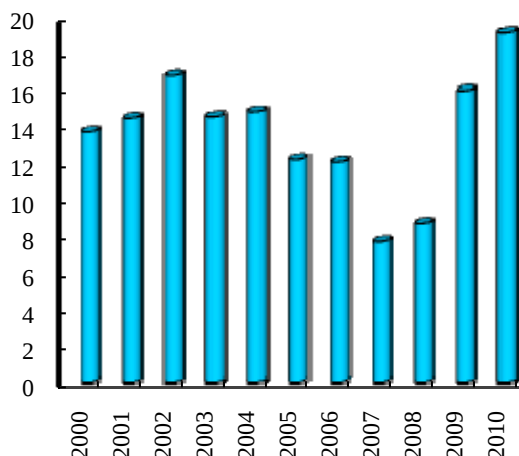
数据来源: Holcim、华新。国泰君安证券研究

图 74: 华新水泥吨市值



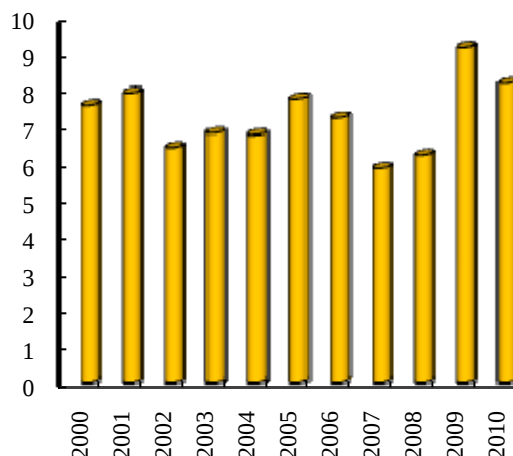
数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 75: 豪西蒙近十年 PE 估值



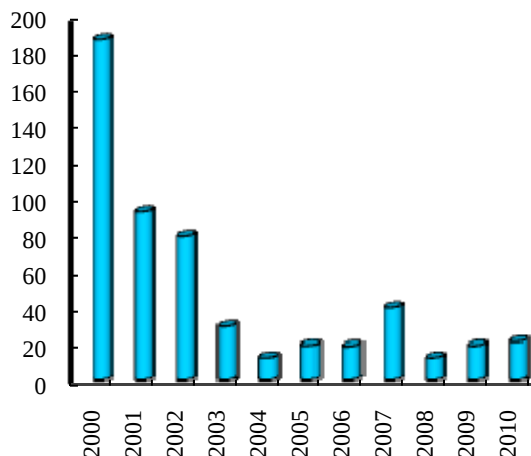
数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 76: 豪西蒙近十年 EV/EBITDA



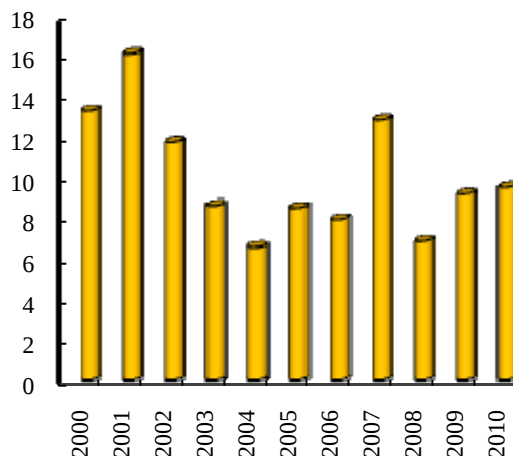
数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 77: 华新水泥近十年 PE 估值



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 78: 华新水泥近十年 EV/EBITDA

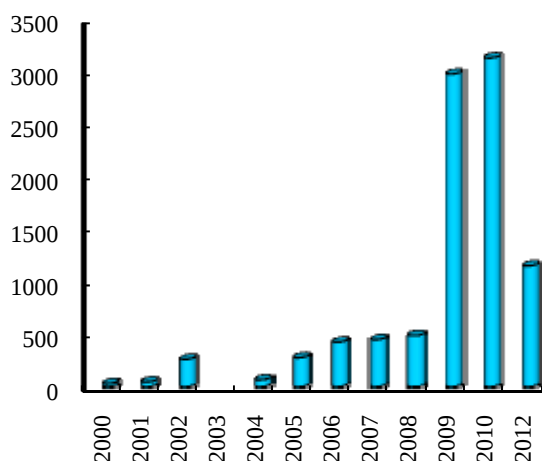


数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

4.7. 华新水泥区域供求关系和未来盈利判断

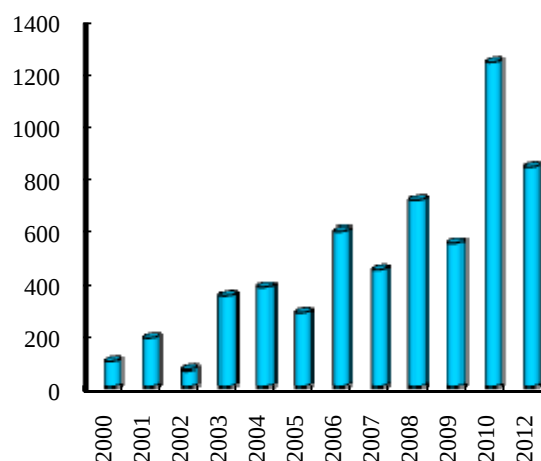
华新水泥所处的区域在 2009 和 2010 年均较大幅度地投放产能。西南地区的水泥熟料产能投放主要集中在 2010 年，其中四川地区 2010 年新增熟料产能 3143 万吨，云南地区 2010 年新增熟料产能 1240 万吨。中南部地区的水泥产能投放高峰在 2009 年，其中湖北省 2009 年新增熟料产能 1835 万吨，湖南省 2009 年新增熟料产能 1671 万吨。

图 79: 四川省年度新增熟料产能 (万吨)



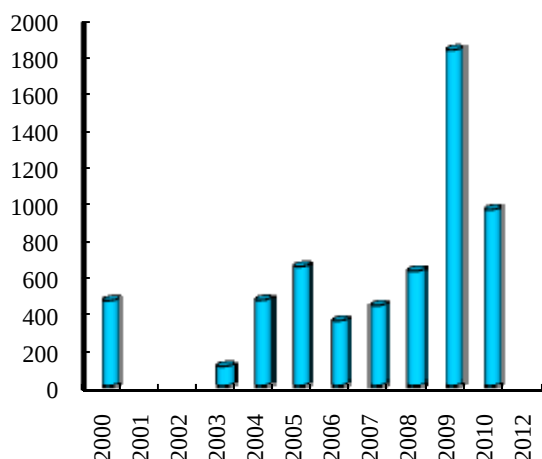
数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 80: 云南省年度新增熟料产能 (万吨)



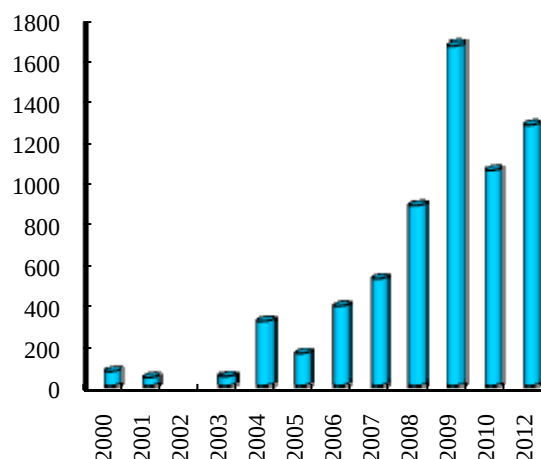
数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

图 81: 湖北省年度新增熟料产能 (万吨)



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

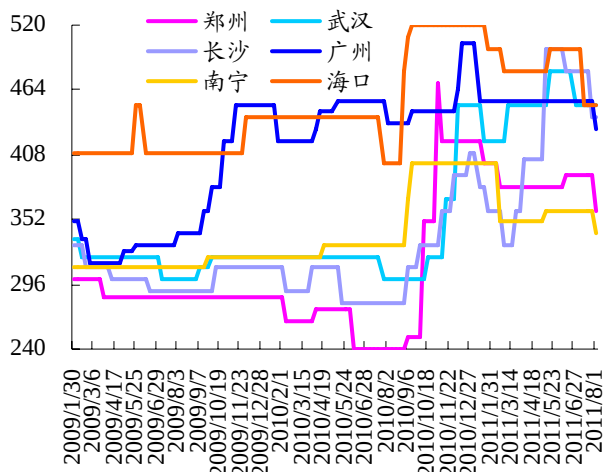
图 82: 湖南省年度新增熟料产能 (万吨)



数据来源: Holcim、华新、国泰君安证券研究

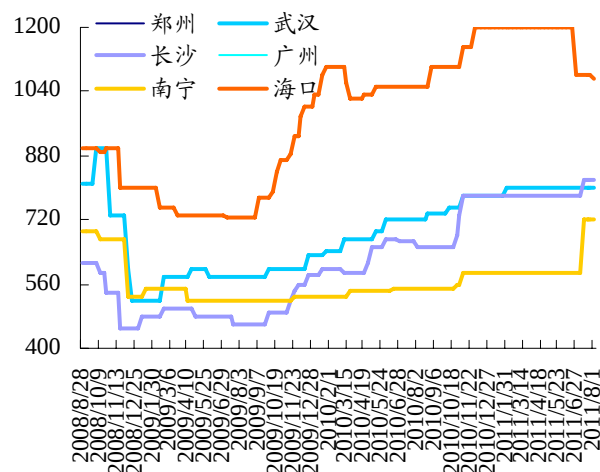
中南地区水泥价格整体呈上升趋势，近期中南地区广西、湖南两省出现限电情况。7 月 26 日，广西贵港、兴业、玉林、北流等部分地区被政府强制执行限电，28 日贵港台泥和华润水泥价格已上调 20-30 元/吨，熟料价格上调 50 元/吨后期广西限电如进一步加重，将会直接带动广东水泥价格走高。从 7 月 25 日起，湖南开始第二次限电，从目前执行情况看没有第一次严重，但仍影响企业产能发挥。现常德地区粉磨企业产能影响发挥 50%，长株潭相对较轻，影响产能发挥减少 20%左右。

图 83: 中南区地市周水泥价格



数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 84: 中南区地市周煤炭价格



数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安

我们坚持策略报告中华新水泥的供给端逻辑龙头地位的判断, 湖北人均干法熟料产能超过 900 公斤, 生产线的限批意味着至少今明两年没有新的生产线投产, 而湖北地区城镇化率仍未到 80% 需求将保持增长, 因此该区域将保持高盈利水平, 在产能角度华新水泥仍将保持行情的龙头地位。我们判断 2011-2013 年华新水泥的每股收益为: 1.87、2.38、2.97 元。

表 5: 华新水泥历史及未来盈利

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥及熟料销量	639	1079	1518	1802	2016	2431	2692	3200	4000	4506	5109
水泥销售价格	178	199	170	190	225	247	234	241	318	334	351
煤炭价格			331	336	349	507	441	485	582	599	617
毛利率	33.5%	26.3%	19.3%	22.6%	23.7%	20.2%	22.7%	21.7%	30.9%	32.0%	33.1%
吨毛利	60	52	33	43	53	50	53	52	98	107	116
吨净利润	11	14	4	8	14	19	19	18	43	49	54
净利润	68	149	62	153	290	460	501	573	1736	2209	2760
净利润率	5.7%	6.8%	2.4%	4.3%	6.1%	7.2%	7.2%	6.8%	12.3%	13.2%	14.0%
净利润增速		118%	-58%	146%	90%	58%	9%	14%	203%	27%	25%
每股收益	0.21	0.45	0.19	0.47	0.88	1.14	1.24	1.42	1.87	2.38	2.97

数据来源: 国泰君安证券

表 6: 湖北省月度经济数据

	2010 年 12 月	2011 年 1 月	2011 年 2 月	2011 年 3 月	2011 年 4 月	2011 年 5 月	2011 年 6 月
水泥累计产量 (万吨)	8982.87	473.23	817.37	1694.24	2498.29	3334.88	4145.44
水泥累计产量增速	32.9	1.25	4.5	22.3	23.67	17.45	14.7
水泥当月产量 (万吨)	975.29	473.23	344.14	808.53	823.14	868.18	795.85
水泥当月产量增速	52.95	1.25	9.32	35.24	33.71	16.04	5.66
水泥熟料累计产量 (万吨)	4672.71	219.01	412.78	872.54	1378.28	1825.3	2269.34
水泥熟料累计产量增速	20.24	13.17	-1.02	10.58	14.92	19.34	15.64
水泥熟料当月产量 (万吨)	513.15	219.01	193.77	387.19	485.27	447.02	444.03

水泥熟料当月产量增速	39.35	13.17	-13.3	28.78	35.74	24.2	21.43
管桩累计产量(米)	10700778	872486	1505913	3123682	4547345	6020774	7002133
管桩累计产量增速	46.02	21.64	27.13	18.95	84.37	40.49	38.47
管桩当月产量(米)	818894	872486	633427	1617966	1423663	1473429	981359
管桩当月产量增速	20.69	21.64	35.57	12.54	122.31	82.1	27.24
商品混凝土累计产量(万立方米)	1213.64	123.49	224.95	230.15	297.91	383.86	485.33
商品混凝土累计产量增速	41.37	58.12	87.98	96.54	81.02	55.05	47.21
商品混凝土当月产量(万立方米)	148.74	123.49	101.46	76.87	67.75	80.21	101.47
商品混凝土当月产量增速	119.9	58.12	144.07	98.78	36.76	20.54	23.58
发电量累计产量(亿千瓦时)	2028.67	153.79	270.5	413.56	558.98	715.8	899.48
发电量累计产量增速	14.15	25.17	14.33	16.18	18.1	11.86	8.82
发电量当月产量(亿千瓦时)	149.87	153.79	116.7	144.45	145.56	156.11	183.79
发电量当月产量增速	26.59	25.17	2.61	18.45	23.57	-1.69	-1.53
固定资产投资完成额_累计(亿元)	9405.63	-	572.52	1753.17	2731.69	3851.59	5614.16
固定资产投资完成增速_累计	30.9	-	33.3	33.2	32.2	33.1	32
房地产开发投资总额_累计(亿元)	1618.24	-	117.09	330.8	488.14	633.36	934.26
房地产开发投资总额增速_累计	34.8	-	48.7	43.7	45.1	41.7	41.5
经济适用房开发投资总额_累计(亿元)	40.34	-	1.96	4.9	6.93	8.84	13.82
经济适用房开发投资总额增速_累计	-45.8	-	-2.7	16.1	14.6	-7.4	-16.7
本年购置土地面积_累计(万平方米)	1529.68	-	194.9	288.78	377.24	461	801.41
本年购置土地面积增速_累计	53	-	108.6	0.1	12.7	21.5	33.1
商品房新开工面积_累计(万平方米)	5765.52	-	460.56	1032.66	1500.06	2055.59	2885.82
商品房放新开工面积增速_累计	45	-	20.9	19.9	22.7	22.5	24.6
居民消费价格指数_累计	36.8	-	74.5	50.1	48.7	31.7	27.9
居民消费价格指数_当月	104.5	105	105.7	105.7	105.7	105.8	106.8

数据来源: CEI, 国泰君安

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		