



水泥制造业

2011.10.17

三八理论 (2): 水泥 PE 估值时间序列变动逻辑

水泥寻底系列 5

 **韩其成**
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 编号 S0880511010022

本报告导读:

具体行文逻辑和数据框架请参考图 1-30。

摘要:

- 我们前期开始撰写“水泥三八理论”文字版本理论一水泥煤炭价格差逻辑: (1) 跟踪水泥盈利变化 (2) 对水泥股价具有指向作用 (3) 识别公司股价涨幅排序 (4) 衡量公司对股价的意图。并在《“水泥煤炭价格差”推演 3 季报业绩》预判水泥 3 季度业绩, 根据近期水泥预增情况效果相当显著。市场对三八理论文字反映相当积极并希望我们尽快撰写完成, 这期撰写市场较为关注的水泥估值部分, 分为两篇写: 这篇为水泥动态 PE, 下篇为重置成本。
- 我们把水泥动态 PE 理解为 3 个透视角度: (1) 水泥行业动态 PE 的时间序列和相关指标的拟合; (2) 水泥重点公司时间序列动态 PE 的波动范围和趋势; (3) 重点公司动态 PE 的横向对比。首先, 水泥 PE 与水泥价格、水泥煤炭价格差的关系: 2004 年到 2010 年 7 月大部分时间保持了同方向变化 (除 2005 年水泥盈利底部估值顶部外), 即盈利趋势向上 PE 向上; 去年 7 月开始水泥价格和盈利趋势向上, 但动态 PE 趋势向下, 开始等同理论高盈利低估值。
- 水泥动态 PE 与货币宏观政策的关联性: 从 2004 年以来水泥动态 PE 与 M1 增速、贷款增速等货币政策指标, 在大部分时间保持了同方向的变化, 即货币放松估值提升、货币紧缩估值下降; 这个告诉我们水泥的动态 PE 不仅与水泥自身盈利水平相关, 更多也受市场动态 PE 的节制, 这有助于如果知道今年贷款增量与去年的关系, 大体可以判断今年的动态 PE 波动范围 (通过 EPS 框定股价范围)。水泥动态 PE 与 CPI、PPI 的关系有点像与水泥价格的关系。
- 水泥动态 PE 与地产销售面积增速、开工面积增速过往几年大体保持了同方向变化, 即打压地产销售和开工面积回落 PE 回落。这告诉我们在同样的货币政策背景下, 需求越好的地方 PE 相对越高。市场更倾向于给旺盛的需求或更稳定的盈利相对更高 PE, 如近几年冀东水泥动态 PE 总是大部分时间高于海螺水泥, 2005-2010 年冀东水泥产量符合增速 34% (平均 24 倍)、海螺水泥 19% (22 倍)。
- 以海螺和冀东水泥为例观察过往调控周期动态 PE 的变化: (1) 海螺水泥 2004 年 PE 平均 14 倍左右, 2005 年行业底部动态 PE 平均 23 倍左右、2006 年 3 月最底部 8 倍左右, 2008 年动态 PE 平均 27 倍、最底部 11 倍, 2010 年 6 月最底部 9 倍左右, 目前 11PE8.2 倍。(2) 冀东水泥 2004 年动态 PE 平均 32 倍, 2005 年 21 倍、最底部 15 倍, 2008 年平均 30 倍左右、最底部 15 倍左右, 2010 年平均 16 倍、当年 6 月份最底部 13 倍左右, 目前 11 年 PE11.6 倍。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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:《华东水泥销售主管谈 4 季度价格走势》

2011.09.07

水泥制造业:《海螺水泥和亚太集团电话会议纪要》

2011.08.29

水泥制造业:《悲观预期无以复加, 旺季将逐步反映利好》

2011.08.16

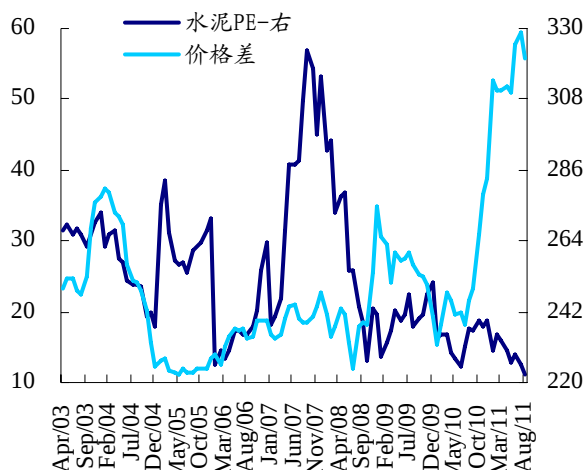
水泥制造业:《确立未来 3 月底部, 临近旺季震荡向上》

2011.08.10

水泥制造业:《华新水泥对比蒙西蒙成长、盈利与估值变迁》

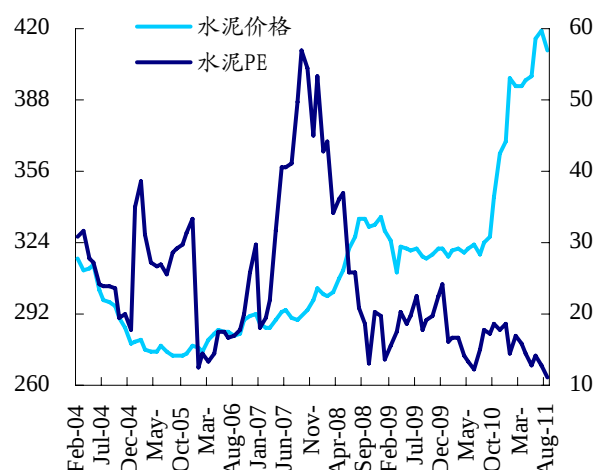
2011.08.07

图 1: 水泥动态 PE 与水泥煤炭价格差



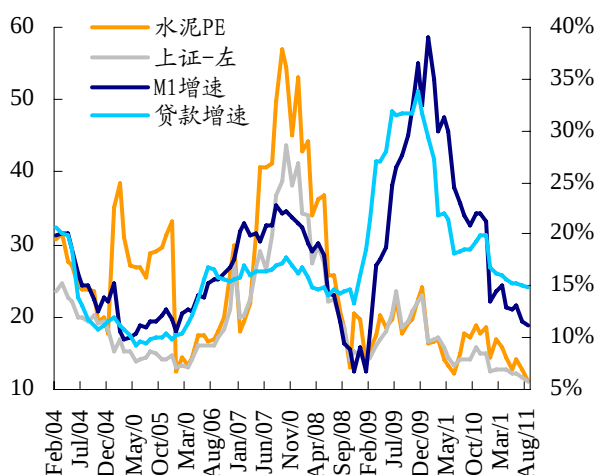
数据来源: CEI, BMI, SXC, 国泰君安证券研究所

图 2: 水泥动态 PE 与水泥价格



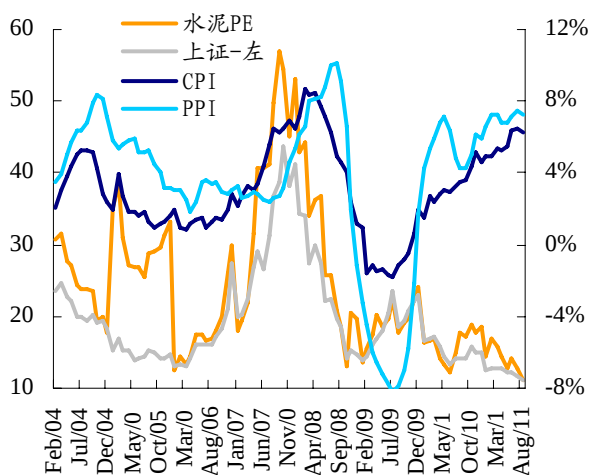
数据来源: CEI, DC, 国泰君安证券研究所

图 3: 水泥动态 PE 与 M1、贷款增速



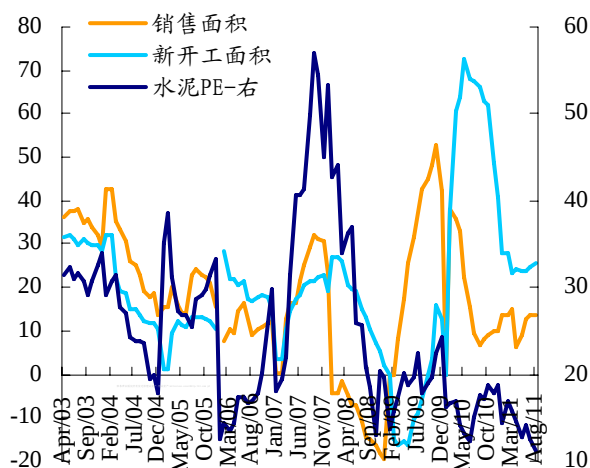
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 水泥动态 PE 与 CPI、PPI



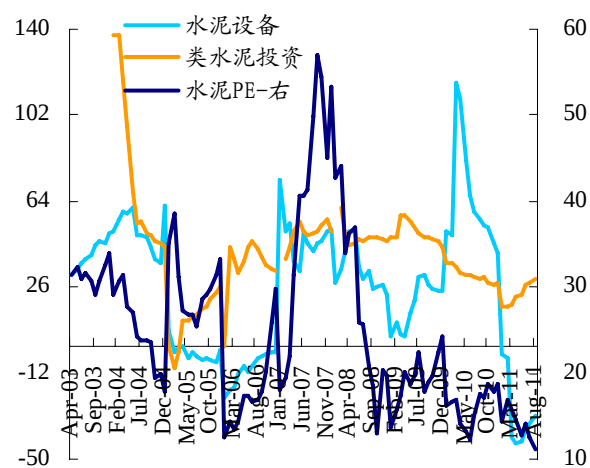
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 水泥动态 PE 与地产销售开工面积增速



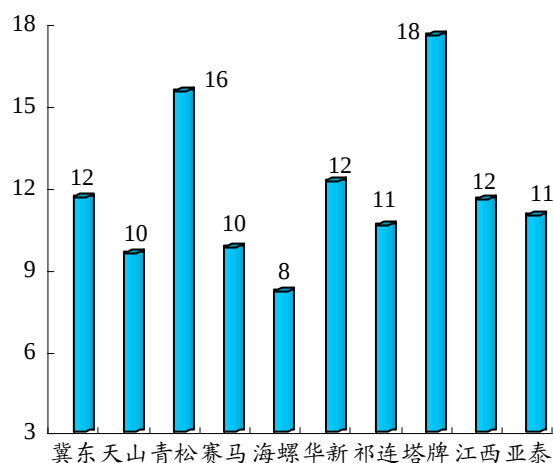
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 6: 水泥动态 PE 与水泥投资增速



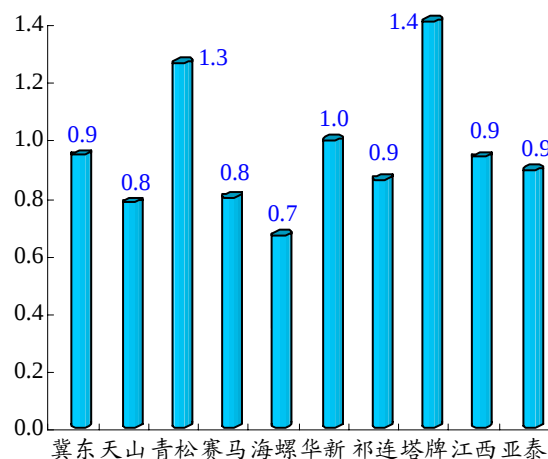
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 7: 2011 年水泥公司动态 PE



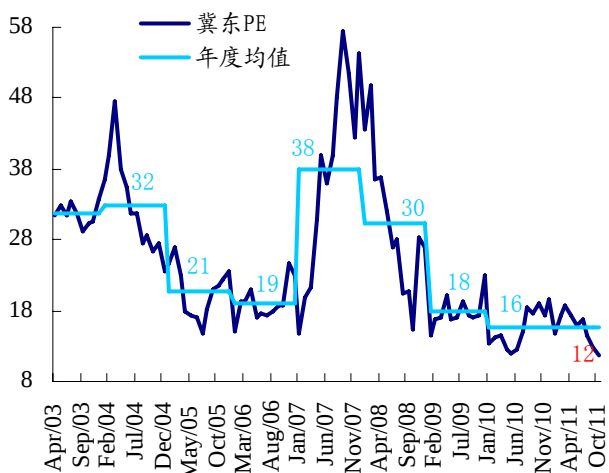
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 8: 2011 年动态 PE 水泥/A 股



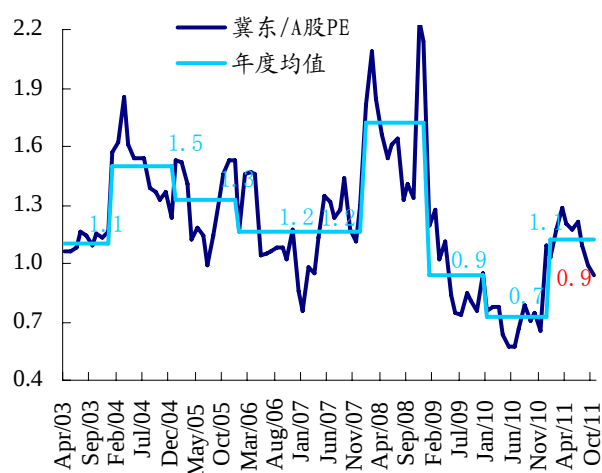
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 9: 冀东水泥动态 PE



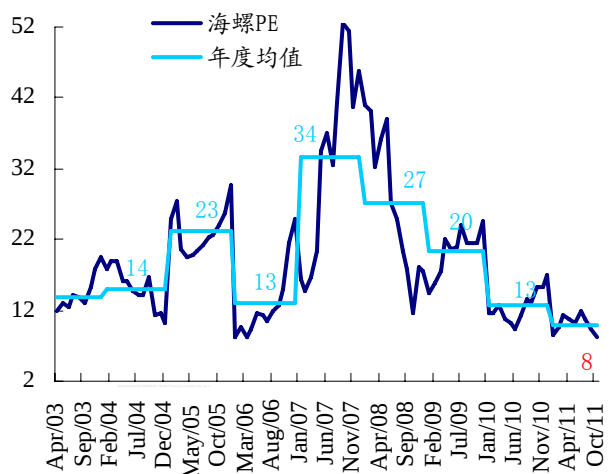
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 10: 冀东水泥动态 PE/A 股



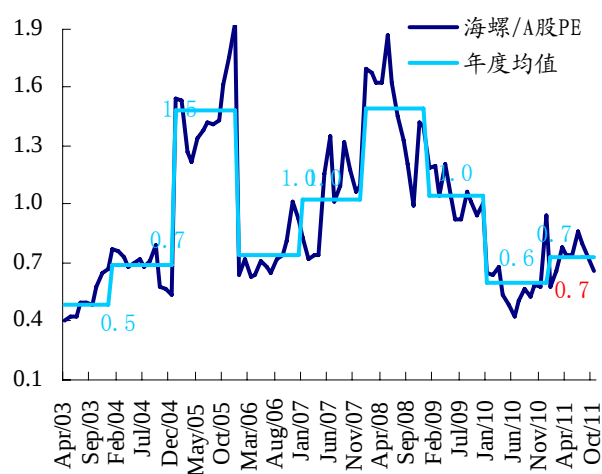
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 11: 海螺水泥动态 PE



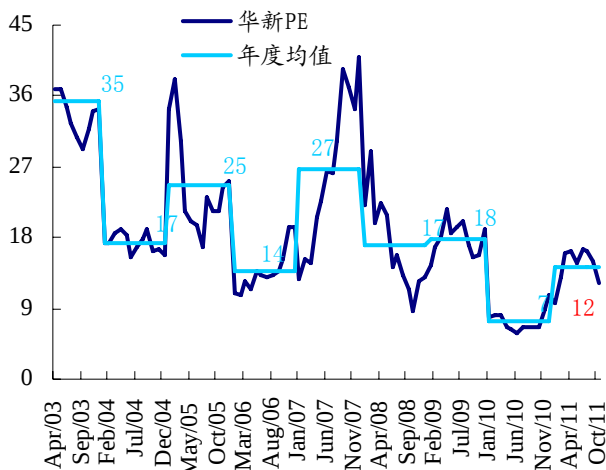
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 12: 海螺水泥动态 PE/A 股



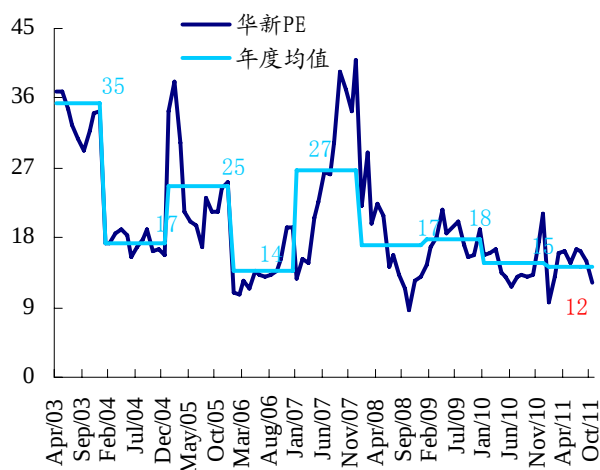
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 13: 华新水泥动态 PE



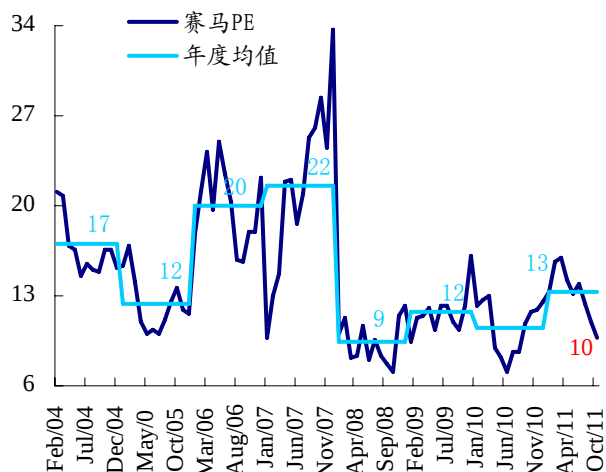
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 14: 华新水泥动态 PE/A 股



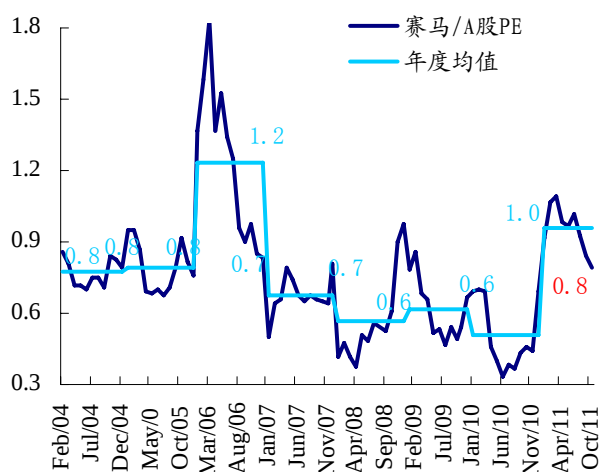
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 15: 赛马实业动态 PE



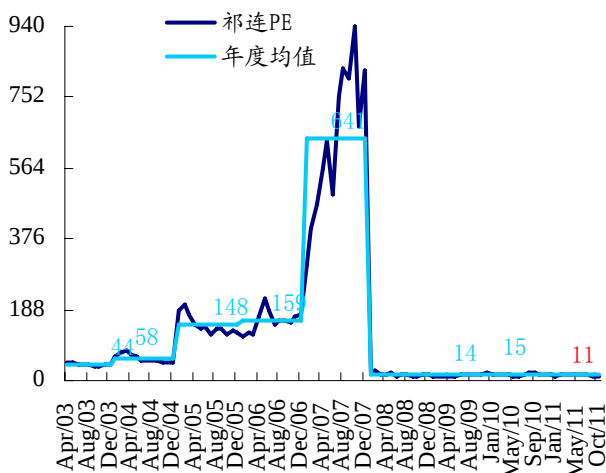
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 16: 赛马实业动态 PE/A 股



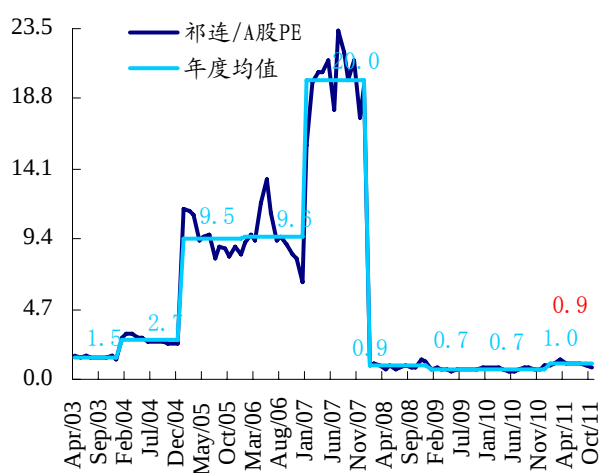
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 17: 祁连山动态 PE



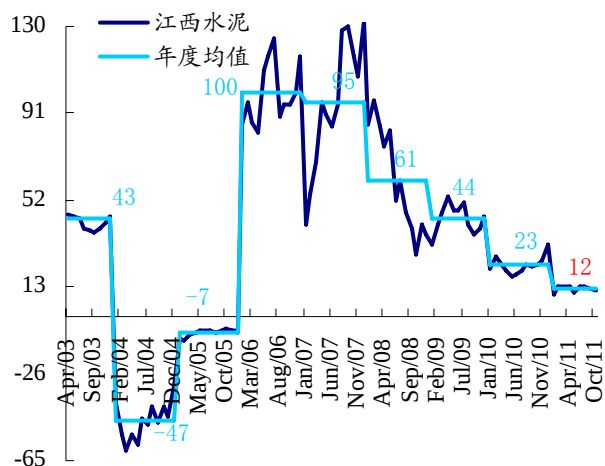
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 18: 祁连山动态 PE/A 股



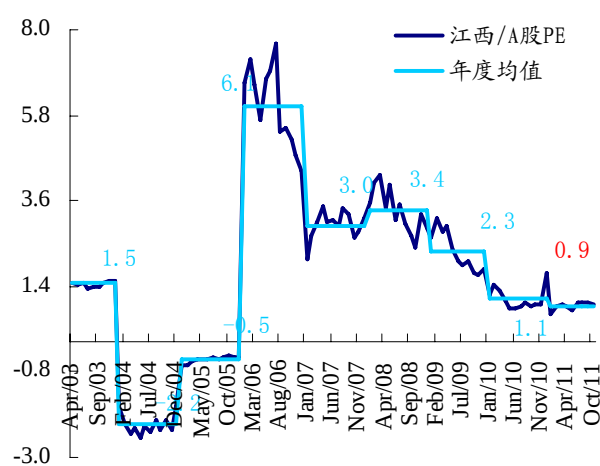
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 19: 江西水泥动态 PE



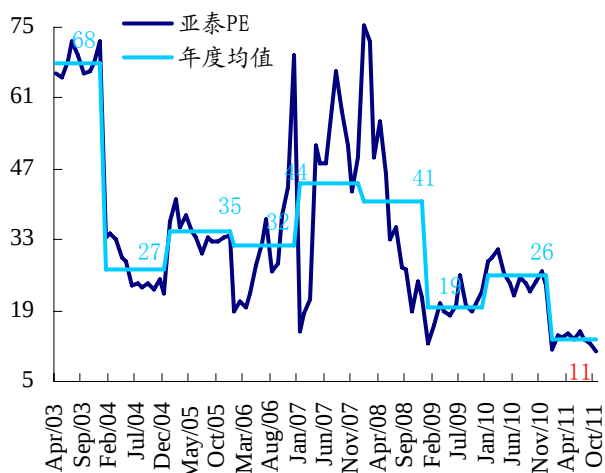
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 20: 江西水泥动态 PE/A 股



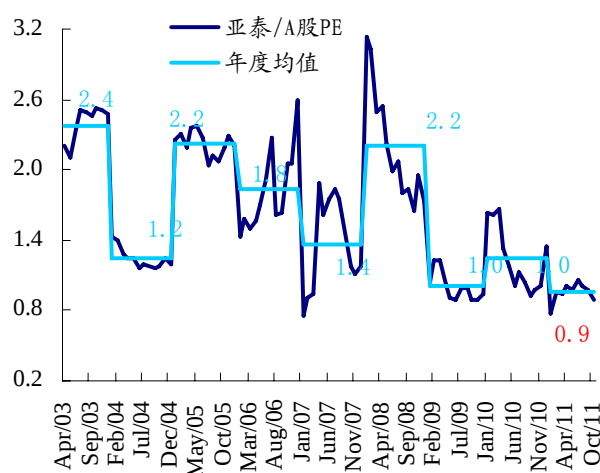
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 21: 亚泰集团动态 PE



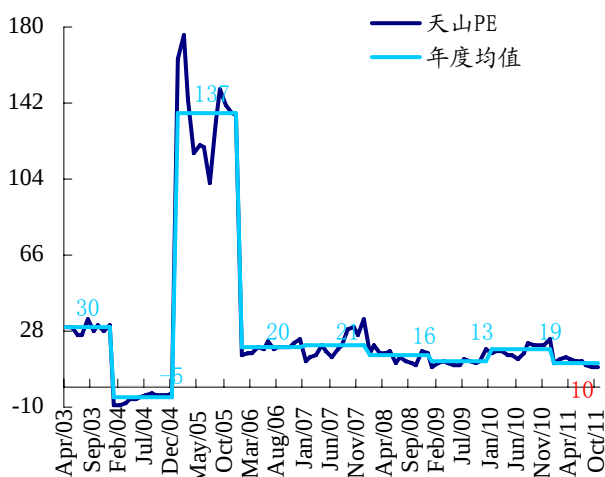
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 22: 亚泰集团动态 PE/A 股



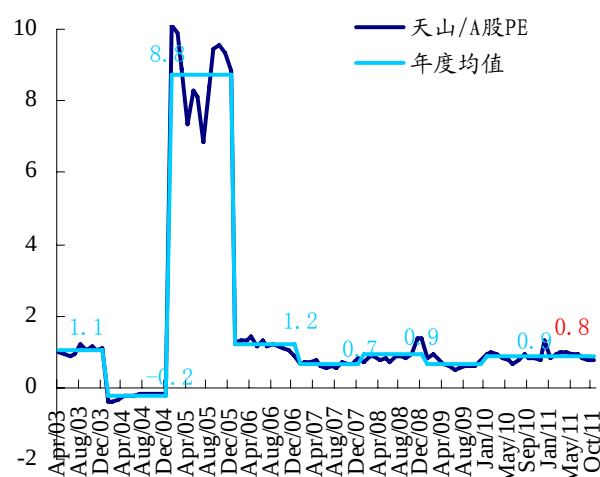
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 23: 天山股份动态 PE



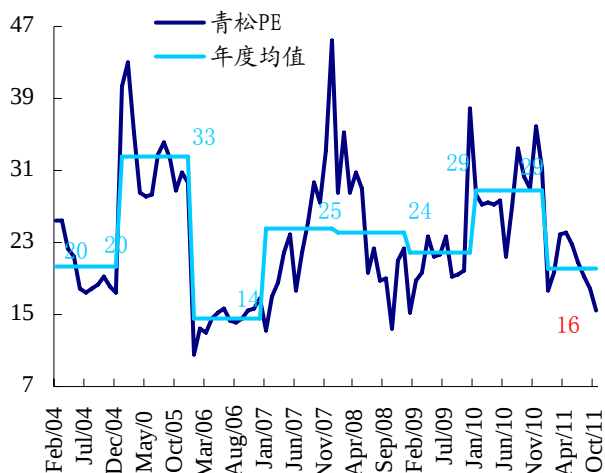
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 24: 天山股份动态 PE/A 股



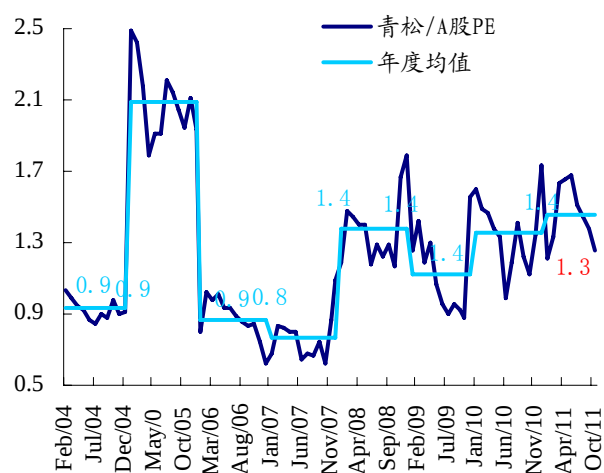
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 25: 青松建化动态 PE



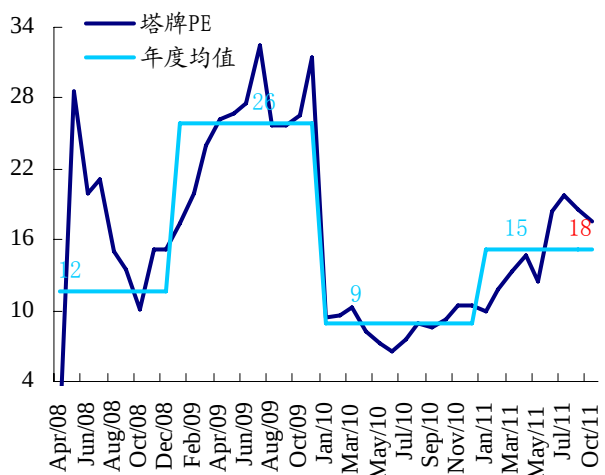
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 26: 青松建化动态 PE/A 股



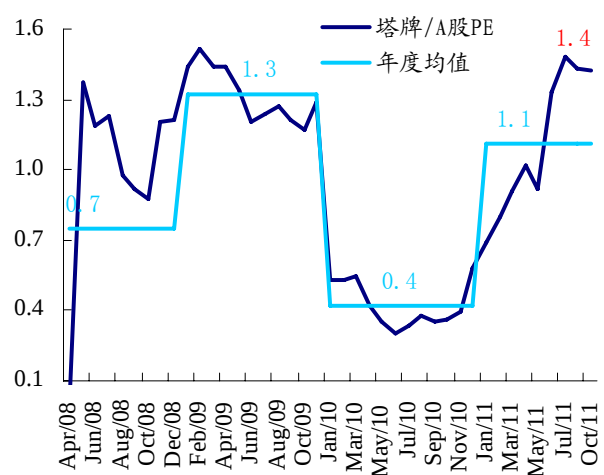
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 27: 塔牌集团动态 PE



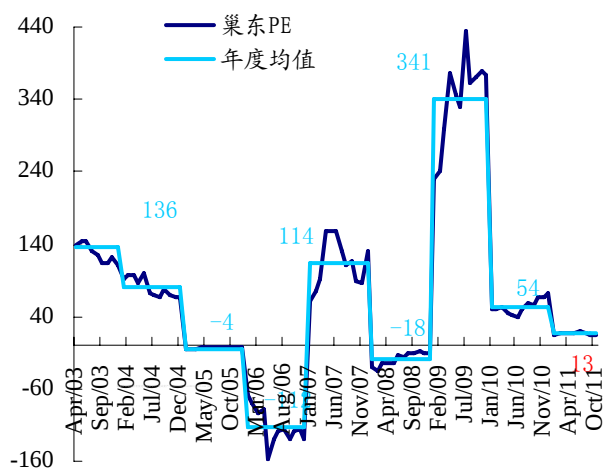
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 28: 塔牌集团动态 PE/A 股



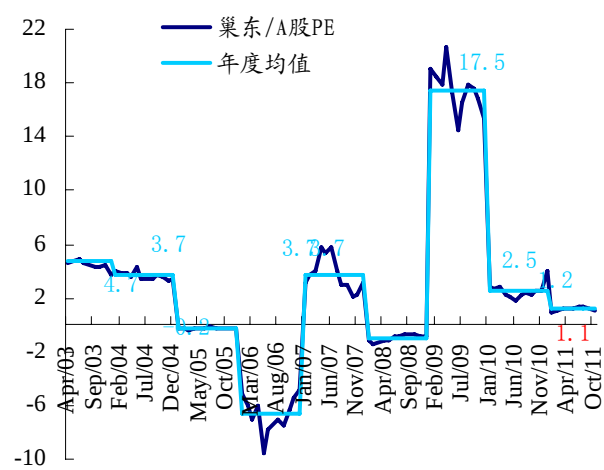
数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 29: 巢东股份动态 PE



数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

图 30: 巢东股份动态 PE/A 股



数据来源: DC, CC, SXC, 国泰君安证券

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

本公司具有中国证监会核准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		