



2008年12月09日

建材行业

中金公司研究部

分析员：罗炜 luowei@cicc.com.cn

联系人：关雪 guanxue@cicc.com

(8621) 5879 6226

把握阶段性机会，反转向需等待

——建材水泥行业 2009 年投资策略

要点：

- ◆ **水泥行业反转向需等待。**今年四季度，水泥行业价跌量缩，1-10月水泥产量同比仅增2.7%，预计四季度和明年一季度行业盈利较差，08年海螺水泥和华新水泥盈利将低于预期。4万亿积极财政政策出台后，09年基建成为拉动水泥需求的主要力量，在房地产需求下降的情况下，水泥行业需求可达6.7%。预计基建最快可于明年4、5月份启动，下半年进入全面建设。09年全行业存在供给压力，产能增速达8.2%。全年来看，水泥价格因需求不旺和成本下降将同比下降约10%，毛利率恐难提升，水泥行业盈利前低后高，全年盈利有望与08年持平，行业反转向需等待。
- ◆ **2009年行业盈利难言乐观，但区域表现将有不同。**西北四省基建需求确定且占比较大，龙头企业市场份额高，四川地区灾后重建，水泥需求旺盛，供给偏紧，两区域水泥企业盈利会有一定增长。两湖和京津唐地区产能增长较快，但落后产能淘汰空间较大且基建需求增长较快，企业盈利可基本持平于08年。华东华南地区受宏观经济和房地产业影响大，企业盈利不容乐观，但龙头企业表现会好于平均水平，盈利不会出现大幅下滑。
- ◆ **97-99年积极财政政策，短期促成反弹，但难改调整趋势。**97-99年行业产量增速3.4%-5.5%，行业盈利三年处于盈亏临界，财政刺激前后没有明显改观，主要水泥企业销量增加，但价格和毛利率持续下跌，99年下半年主要上市公司盈利能力达到谷底，直至2000年，盈利才出现好转。98年7月七项积极财政政策出台后，海螺水泥H股股价在98年和99年出现了两次大幅反弹，幅度均在100%以上，政策效果预期和基本面阶段性反弹是支撑股价反弹的因素，但股价00年再次探底，01年初才进入反转通道。
- ◆ **关注预期变化，把握反弹机会。**1) 基本面最差的时候还未到来，而09年基建拉动的实际执行效果存在不确定性，本轮反弹至今，主要水泥公司估值已经达到合理范围高端，较充分的反映了对政策利好的预期，建议获利了结。2) 09年一季度，股价出现低点是再次介入的时机，09年市盈率合理波动区间12x-18x。基建、房地产等财政刺激政策实施效果是改变市场预期并引发股价反弹的催化剂。总体看，09年4、5月份基建启动，水泥需求会有一次环比恢复，下半年，基建全面投入建设，房地产投资持续大幅下降的情况有所缓解，水泥需求有望进一步恢复。区域看，西北四省和四川地区值得关注，其它地区龙头企业表现将好于行业平均水平。维持对海螺水泥、中国建材、华新水泥及冀东水泥的投资评级及盈利预测。

目录

2009 年行业景气度仍处低点，反转尚需等待	4
08 年四季度价跌量缩	4
09 年基建投资成为拉动水泥需求的主要力量	4
09 年房地产业仍处低谷，水泥用量将下降	4
09 年存在供给压力	4
09 年水泥价格将下降 11%，毛利率恐难提升	5
09 年盈利前低后高，全年盈利有望与 08 年持平	5
2009 年水泥行业景气度较低，但不可忽视行业的有利方面	5
2009 年行业盈利难言乐观，但区域表现将有不同	10
西北四省：基建需求确定，供给集中度高	10
四川：灾后重建，需求旺盛	12
湖北湖南：基建发展较快，盈利有望与 08 年持平	12
京津唐：基建需求稳定，盈利有望与 08 年持平	13
华东南：受宏观经济影响大，需求增长有限，但基建加大，龙头企业受益	14
总结	14
2008 年业绩预览	15
08 年盈利忧多喜少	15
暂不调整盈利预测	15
97-99 积极财政政策：短期促成反弹，但难改调整趋势	16
97-99 年积极财政政策对水泥行业基本面的影响	16
97-99 年积极财政政策对水泥股走势的影响	16
估值及投资建议——关注预期变化，把握反弹机会	19
2009 年 PE12x-18x 是估值的合理波动区间	19
预期最差的时候已经过去，基本面最差的时候还未到来	19
投资建议：关注预期变化，把握反弹机会	19
重点公司简评	23

插图

图 1: 房地产开发投资增速再创新低.....	6
图 2: 主要水泥品种全国平均价格走势.....	6
图 3: 分地区水泥平均价格从 9 月开始回落.....	6
图 4: 全国水泥产量增速逐月下降.....	7
图 5: 水泥下游需求.....	7
图 6: 过去 10 年海螺水泥平均销售价格和成本走势.....	8
图 7: 积极财政政策下, 4 万亿构成.....	8
图 8: 09 年关注的五大区域.....	10
图 9: 2007 年城镇化率.....	13
图 10: 95-02 年水泥半年产量及增速.....	17
图 10: 过去 25 年水泥行业周期性调整.....	17
图 11: 97-99 年海螺水泥和华新水泥价格及盈利能力.....	17
图 12: 98-00 年积极财政政策下海螺水泥 H 股走势: 反弹与下跌.....	18
图 13: 97-99 年海螺水泥 H 股市盈率交易区间.....	18
图 14: 水泥行业上市公司市盈率/市净率区间.....	21

表格

表 1: 水泥行业经济指标.....	7
表 2: 主要基础设施建设投资额假设.....	8
表 3: 09 年水泥行业盈利能力情景分析.....	9
表 4: 水泥供需平衡表.....	9
表 5: 水泥下游需求量细分.....	9
表 6: 西北四省基建水泥需求测算.....	11
表 7: 西北四大企业产能规划.....	11
表 8: 四川地区水泥行业供需分析.....	12
表 9: 湖北湖南地区水泥市场供需分析.....	13
表 10: 京津唐主要建设工程.....	14
表 11: 建材股四季度业绩预览.....	15
表 12: 主要假设.....	15
表 13: 98 年 7 月七项积极财政政策.....	18
表 14: 主要水泥上市公司吨企业价值与重置成本对比.....	20
表 15: 历史市盈率.....	20
表 16: 历年市净率.....	20
表 17: 投资建议.....	20
表 18: 估值比较.....	22

2009年行业景气度仍处低点，反转尚需等待

08年四季度价跌量缩

进入旺季以来，9月和10月城市流通平均价格连续下降，环比分别下降0.9%和0.3%，11月加速下跌1%。9月和10月单月水泥产量增速大幅放缓，呈低个位数增长，1-10月份全国水泥行业完成产量11.3亿吨，同比增长2.7%，水泥行业下半年缩量的程度超出我们预期。

08全年来看，峰顶价格为8月价格，峰顶盈利能力为2季度盈利，水泥市场上下半年“前高后低”。上半年，水泥产量增速8%以上，需求较旺，二季度水泥价格在成本推动下大幅上涨，企业毛利率同比基本持平，毛利持续上升。三季度，煤炭价格加速上扬，水泥价格在煤价支撑下继续上涨，但需求较弱使涨价显出疲态，三季度企业盈利明显下降。9月和10月，水泥市场旺季不旺，价格掉头回落，预计四季度和明年一季度行业盈利能力继续下降。

09年基建投资成为拉动水泥需求的主要力量

近期国家连续出台财政刺激政策，未来两年将投入4万亿扩大内需，**从公布的数字和政府的态度来看，此次政策刺激力度之大前所未有，超出我们之前预期。**4万亿中用于基建、农村建设、保障性安居工程及灾后重建等直接拉动水泥需求的领域的数额分别为18000亿、3700亿、2800亿和10000亿，占比分别为45%、9.2%、7%和25%。如果这些投资能够在09-10年如期如额实现，即使在房地产水泥需求下降的情况下，也可拉动水泥总需求增长6.7%。

基建增长超出预期，农村建设增长符合预期。基建刺激政策主要包括，增加“十一五”规划的铁路投资至2万亿元，未来3-5年公路港口投资达5万亿元，此外，机场、城乡电网、水利水电等基建投资也宣布有所加大或加快。经过我们的测算，基础设施建设占水泥下游需求36%，09年同比增长14.5%，拉动水泥需求5.2个百分点，其中铁路、机场和港口增速较快，达到20%-50%，公路从原先的负增长转为正增长7%。农村建设占需求24%，09年同比增长9%，拉动水泥需求2.2个百分点，其中农村基础设施建设增长8%，农村住宅及建筑增长12%。

09年房地产业仍处低谷，水泥用量将下降

9月和10月，房地产投资额增速加速下降，单月增速分别为12.2%和11%，相比上半年35%大幅回落，房地产新开工面积已呈现负增长，分别为-13%和-18%，08年全年预计为5%。据中金公司最新预测，09年房地产投资下降8%，新开工面积下降20%，房地产行业仍处下行周期中。

2800亿拉动廉租房建设，但效果有限。2800亿中40%用于实物分配，包括新建和购买，粗略测算用于廉租房新建投资不足1000亿，廉租房建设水泥需求增加约2.4倍，可拉动09年水泥需求1个百分点。在商品房水泥需求下滑15%的假设下，城镇房屋建筑水泥用量下降2%。

09年存在供给压力

07-09年在建熟料产能高达2.2亿吨。对落后产能淘汰的预期以及持续两年半的行业景气使得大量水泥固定资产投资抬头，在市场稳定的情形下，08-09年潜在新增水泥产能近3亿吨。考虑到市场对09年普遍预期较差，假设09年产能有80%能够释放，增加水泥产能约1.8亿吨，考虑落后产能淘汰，水泥产能净增量1.3亿吨，同比增长8.2%，高于需求增长。

09 年落后产能淘汰 4500 万吨。通过政府强制淘汰、提高环保标准并严格把关以及严格推行许可证制度等措施，“十一五”淘汰 2.5 亿吨以上落后水泥产能仍在严格执行中。但是，落后产能淘汰给市场让出的空间目前存在高估可能。预计到 08 年底，“十一五”已完成淘汰量 1.75 亿吨，其中约 20%的产能是本身就已处于关停状态、没有生产的落后产能，未来两年也将会有类似情况。但是由于难以细化测算，目前有可能低估了水泥产能净增量。

09 年水泥价格将下降 11%，毛利率恐难提升

预计 09 年全国平均水泥价格下降 11%。分上下半年来看，上半年水泥价格将同比下降 15%，下半年同比下降 10%，环比略有提升。

- 需求不旺，价格难涨。08 年水泥价格达到了 5 年来最高，高出过去 5 年平均价格 8%。08 年四季度水泥价格已进入下降通道，09 年行业景气度仍较低，价格很难再创新高。
- 水泥价格随成本下跌的可能性较大，毛利率将低于 08 年水平。近期，煤炭价格加速下滑。三个月时间，现货动力煤已经从最高点下滑 30%以上。据中金公司最新预测，明年水泥用煤平均价格下跌 20%左右，水泥行业成本压力趋缓。但是，从过去十年海螺水泥平均销售价格和单位成本的走势来看，大多数时间两者保持一致。在水泥需求差的时期，如 98-99 年，价格下跌幅度远高于成本下跌幅度，毛利率大幅下降。

09 年盈利前低后高，全年盈利有望与 08 年持平

上半年，房地产投资进入谷底，新房开发十分低迷，同比环比会持续下降，但从今年年底起开始筹划的基建项目预计最快可于明年 4、5 月份启动，成为带动上半年需求有一定增长的主要力量。下半年，基建将进入全面建设，带动水泥需求环比回升，此外，房地产投资大幅下滑将有所缓解，对水泥需求负贡献情况也会有所减轻。总结来看，09 年上半年水泥行业盈利较差，同比下降的可能性较大，下半年水泥行业盈利将好于上半年，全年盈利有望与 08 年持平。

2009 年水泥行业景气度较低，但不可忽视行业的有利方面

量增伴随价跌，盈利能力难以走出低谷。6.7%的增速从历史来看仍属于偏低水平，并且伴随着 8.2%的产能增加，全行业仍面临着供给过剩的风险。在企业“跑量第一”的经营指导下以及成本下降给企业带来更多价格竞争空间的情况下，我们认为 09 年水泥行业总体呈现“量增价跌”形势，毛利率难以提升。从价格和盈利能力来看，2009 年将是行业景气度较低的一年。

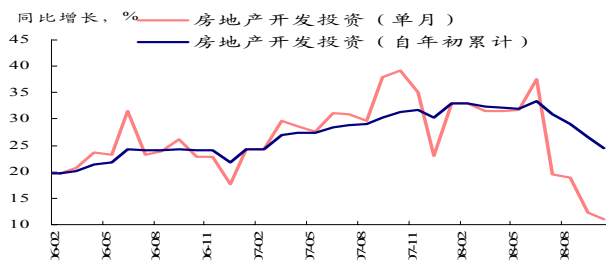
我们认为此次调整时间堪比 97-99 年，但调整幅度相对较小。97-99 年亚洲金融危机，国内出口和投资形势严峻，即便是房地产投资开始启动，水泥行业调整仍达 3 年。04-05 年产能大量集中释放且成本上升，行业自身基本面出现问题，调整 1 年。从宏观大环境来看，08-10 年面临国内外形势的严峻程度甚于 97-99 年，房地产业面临从高点回落的深幅调整，因此水泥行业调整时间不会低于 2-3 年，但国家加大基建投资、水泥行业集中度提高、大企业话语权提升以及成本下降等基本面改善可以平缓行业调整的幅度。

不可忽视行业的有利方面。相比于其它大宗原材料（钢铁、煤炭、玻璃等），我们认为水泥行业基建需求占比大、09 年政府倾力拉动基建以及其它板块需求有利因素逐步积累等特点使得其基本面相对较好。

- 基建占比大：如果加上农村基础设施建设，整个基建占水泥需求 54%，高于钢铁的 12%，基建加快加大投资对水泥行业拉动作用最为显著。

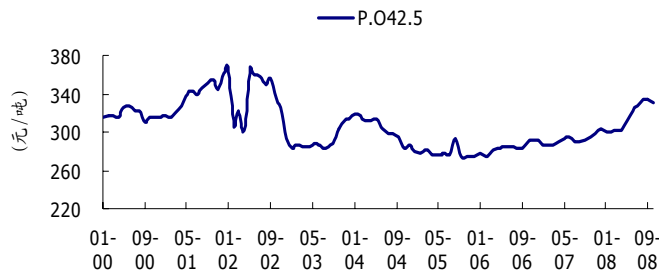
- 政府倾力拉动基建：4万亿财政刺激政策下，6.7%的水泥需求增速已经高于我们之前低个位数的预测，可防止水泥行业出现“硬着陆”。基建投资比较直接，只要资金能够到位，在政府的强势主导下可以很快付诸实施。预计基础设施大规模建设最快可于09年的4、5月份启动，水泥行业将是此次积极财政政策下最先受益的行业之一。对于大企业来讲，维持一定的运转率并保量的基本目标有望实现，因量缩而停窑，成本大幅飙升的可能性减小。
- 其它需求：宏观调控的放松给房地产市场和工业企业投资带来的利好正在积累，但在短期内，降息和减税等利好政策还很难显著改善房地产和工业企业的基本面，其对水泥需求的正贡献仍需等待。

图 1：房地产开发投资增速再创新低



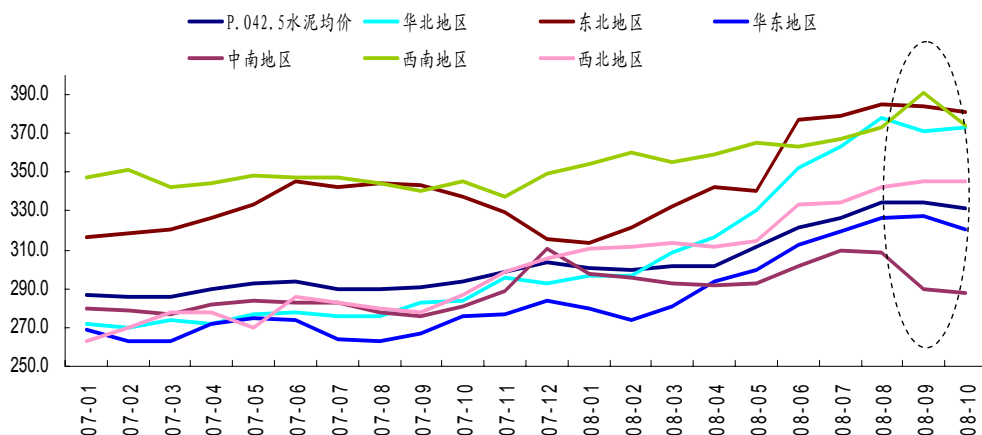
资料来源：国家统计局

图 2：主要水泥品种全国平均价格走势



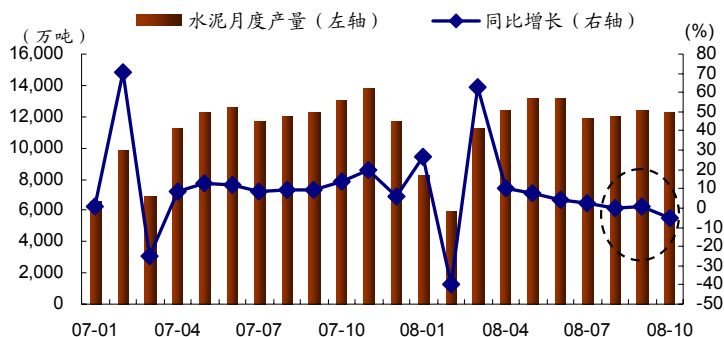
资料来源：中国建材信息网

图 3：分地区水泥平均价格从 9 月开始回落



资料来源：中国建材信息网

图 4: 全国水泥产量增速逐月下降



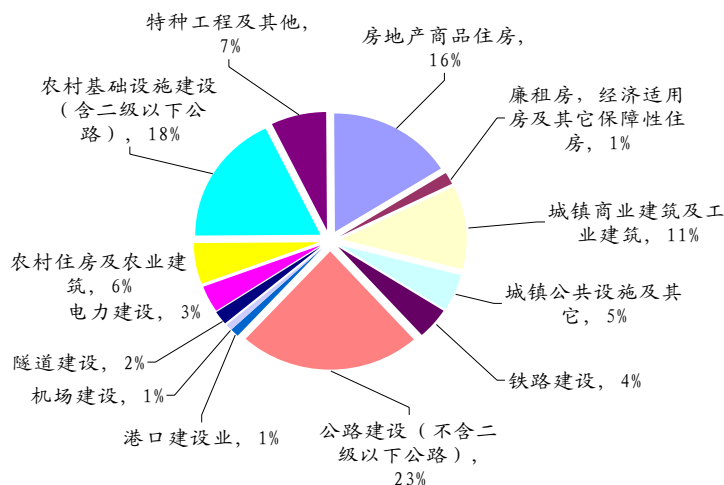
资料来源: WIND, 中金公司研究部

表 1: 水泥行业经济指标

单位: 百万吨	2005A	2006A	2007A	Jan~Oct, FY07	Jan~Oct, FY08
水泥行业固定资产投资 (亿元)	413	403	540	501	817
占城镇固定资产投资比重 (%)	0.56	0.44	0.46	0.56	0.72
yoy(%)		-2.3	34.0		62.9
水泥消费量	1,042	1,199	1,322	1,079	1,116
yoy(%)	8.2	15.1	10.3		3.4
水泥产量	1,064	1,235	1,354	1,108	1,138
yoy(%)	9.7	16.1	9.6		2.7
行业总收入 (亿元)	2,608	3,405	3,857	3,127	3,529
yoy(%)		31	13		12.9
行业利润 (亿元)	81	143	231	181.4	198
yoy(%)		78	62		9.0
行业利润率 (%)	3.1%	4.2%	6.0%	5.8%	5.6%

资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

图 5: 水泥下游需求



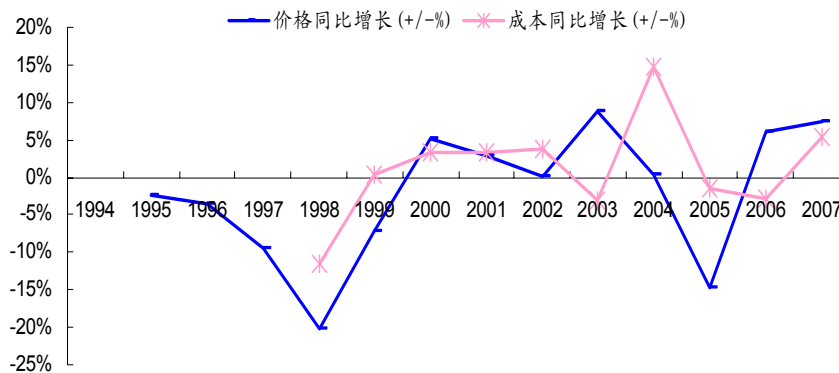
资料来源: 中国建材信息总网, 中金公司研究部

表 2: 主要基础设施建设投资额假设

投资额(亿元)	2007	2008E	2009E	2010E
铁路	1700	3200	5000	6000
		88.2%	56.3%	20.0%
公路	6490	6500	7000	7500
	4.2%	0.2%	7.7%	7.1%
港口	886	1000	1200	1500
	2.0%	12.9%	20.0%	25.0%

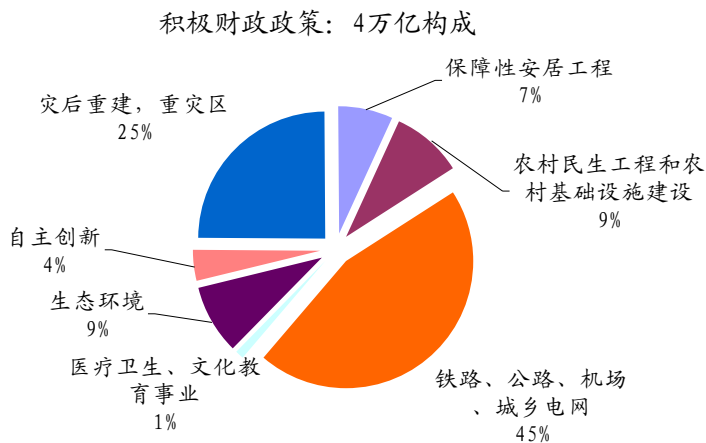
资料来源：交通运输部，铁道部，发改委，中金公司研究部

图 6: 过去 10 年海螺水泥平均销售价格和成本走势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 7: 积极财政政策下，4 万亿构成



资料来源：发改委，中金公司研究部

表 3: 09 年水泥行业盈利能力情景分析

	水泥价格同比 上涨 (%)	水泥产销量 增速 (%)	水泥行业收入 增速 (%)	煤价涨跌 (%)	毛利率变化 (%)
1H09					
悲观情景	-20.0%	1.0%	-19.2%	0.0%	-20.0%
基本情景	-15.0%	2.5%	-12.9%	-10.0%	-11.9%
乐观情景	-10.0%	4.0%	-6.4%	-20.0%	-3.2%
2H09					
悲观情景	-15.0%	7.0%	-9.1%	-20.0%	-8.6%
基本情景	-10.0%	9.0%	-1.9%	-25.0%	-1.4%
乐观情景	-5.0%	11.0%	5.5%	-30.0%	6.1%
2009E					
悲观情景	-16.5%	5.2%	-12.2%	-14.0%	-12.2%
基本情景	-11.5%	7.0%	-5.3%	-20.5%	-1.2%
乐观情景	-6.5%	8.9%	1.8%	-27.0%	3.3%

资料来源: 中金公司研究部

表 4: 水泥供需平衡表

单位: 万吨	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水泥产量	97,000	106,400	123,500	135,412	143,194	152,721	161,920
+/- %	12.5%	9.7%	16.1%	9.6%	5.7%	6.7%	6.0%
水泥国内供给量	96,298	104,184	119,887	132,176	139,958	149,485	158,685
+/- %	12.4%	8.2%	15.1%	10.3%	5.9%	6.8%	6.2%
水泥消费量	96,298	104,184	119,887	132,176	139,050	148,366	158,306
+/- %	12.4%	8.2%	15.1%	10.3%	5.2%	6.7%	6.7%
过剩 (短缺)					909	1,119	378
水泥总产能	125,000	135,055	141,037	150,637	161,537	174,847	185,557
+/- %	13.1%	8.0%	4.4%	6.8%	7.2%	8.2%	6.1%
新增干法熟料产能	12,984	10,205	8,448	12,000	13,000	13,700	11,700
淘汰落后产能	2,680	2,500	4,000	6,000	6,000	4,500	4,500
新型干法产能占比	34.2%	41.51%	47.53%	54.86%	61.62%	67.11%	71.44%
产能利用率	77.6%	78.8%	87.6%	89.9%	88.6%	87.3%	87.3%

资料来源: 中国建材信息总网, 中金公司研究部

表 5: 水泥下游需求量细分

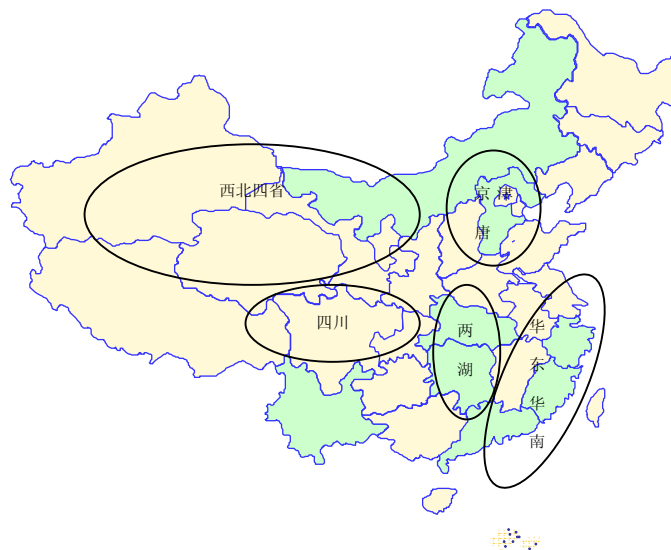
(万吨)	2008E	2009E	2010E	FY08/FY07 (+/-%)	FY09/FY08 (+/-%)	FY10/FY09 (+/-%)	FY07占比
城镇房屋	47,754	46,301	46,658	6.7%	-3.0%	0.8%	31.9%
居住建筑	24,841	23,532	23,532	6.3%	-5.3%	0.0%	16.7%
商品房	22,758	19,344	19,344	6.0%	-15.0%	0.0%	15.3%
经济适用房、廉租房及其他保障性住房	2,084	4,188	4,188	10.0%	101.0%	0.0%	1.4%
城镇商业建筑及工业建筑	16,116	15,633	15,633	6.0%	-3.0%	0.0%	10.8%
城镇公共设施及其它	6,796	7,136	7,492	10.0%	5.0%	5.0%	4.4%
基础设施建设	50,636	57,969	64,087	7.7%	14.5%	10.6%	35.6%
公路 (不含二级以下公路)	32,528	35,031	37,533	0.2%	7.7%	7.1%	23.2%
铁路	6,082	8,892	10,670	59.1%	46.2%	20.0%	2.7%
港口	1,498	1,798	2,247	12.9%	20.0%	25.0%	0.9%
机场	1,200	1,560	1,872	20.0%	30.0%	20.0%	0.7%
电力建设	4,761	5,562	6,224	16.0%	16.8%	11.9%	3.1%
隧道	2,993	3,428	3,757	7.2%	14.5%	9.6%	2.0%
农村建设	33,258	36,312	39,355	3.0%	9.2%	8.4%	24.4%
农村住宅及农业建筑	7,802	8,738	9,612	10.4%	12.0%	10.0%	5.0%
农村基础设施建设 (含二级以下公路)	25,456	27,574	29,743	0.9%	8.3%	7.9%	18.0%
全国水泥需求量合计	140,174	149,534	159,499	6.1%	6.7%	6.7%	100.0%

资料来源: 中金公司研究部

2009年行业盈利难言乐观，但区域表现将有不同

2009年，在“内忧外患”的宏观大环境下，水泥行业难以独善其身，盈利恐难超08年。但是，区域表现将有不同，盈利能力从高到低分别为西北四省和四川并列，再次之为“两湖”地区和京津唐并列，最后为华东华南。

图 8：09年关注的五大区域



资料来源：中金公司研究部

西北四省：基建需求确定，供给集中度高

基建约占70%份额，撑起西北水泥需求。09-10年，西北四省（新疆、宁夏、甘肃和青海）水泥需求容量约为1亿吨，平均每年增速10%，2年新增需求约为980万吨。公路、铁路和机场等基础设施建设是西北水泥需求的主要来源。

- 公路方面，09-10年新建里程6400公里，约耗水泥5100万吨，占总需求49%，高于全国43%的平均占比。
- 铁路方面，根据中金公司建筑研究员测算，09-10年新建里程2866公里，约耗水泥1700万吨，占总需求15%，显著高于全国3%的平均占比。
- 机场方面，09-10年投资近50亿元，新建或扩建机场20个以上，约耗水泥192万吨，占总需求2%，高于全国1%的平均占比。

总体来看，西北四省基建水泥需求占比高于全国54%的平均水平，属于基建主导型水泥市场，基建受宏观经济影响较小且09-10年国家加大基建投资将保障该地区水泥需求的相对稳定增长。

西北四大水泥龙头企业市场占有率40%。西北主要水泥公司有新疆天山股份（000877.CH/10.95，无评级），青松建化（600425.CH/7.17，无评级），宁夏赛马实业（600449.CH/16.7，无评级），甘肃祁连山（600720.CH/7.28，中性），四家水泥企业08年底总产能2500万吨，市场占有率40%，其中天山股份和青松建化在新疆、赛马实业在宁夏占有率均在50%以上，祁连山在甘肃占有率

30%。天山股份在北疆，青松建化在南疆，赛马实业在宁夏均具备较强的市场控制力。

未来两年供给增长较快给市场带来一定不确定性。根据四家水泥企业 08 年底投产及目前在建产能，09-10 年在西北地区至少新增水泥产能 830 万吨，如果按照 70% 的新增产能来自大水泥企业估算，新增水泥产能将达 1200 万吨，考虑到 09-10 年落后产能淘汰 440 万吨，水泥产能净增量 850 万吨，市场供需基本平衡。但是，如果按照大企业“十一五”规划目标，净增产能近 3000 万吨以上，水泥市场将严重供过于求。

西北地区企业盈利有望实现小幅增长。在产能释放保持一定节奏的情形下，西北地区水泥市场供需基本平衡。西北龙头企业在当地的价格控制能力有望使水泥价格保持平稳，盈利增长主要来自产量增加和成本下降。盈利增长风险在于区域产能释放过量，期间费用率上升。

表 6: 西北四省基建水泥需求测算

	“十一五” 规划建设	09-10年建设 (财政刺激后)	水泥需求估算 (万吨)	09-10年四省水泥 需求(万吨)	占各省水泥 需求比重
高速公路新建里程(公里)					
新疆	657	457	457	3,670	12.5%
宁夏	474	300	300	2,016	14.9%
甘肃	2,000	600	600	3,725	16.1%
青海	600	300	300	1,090	27.5%
合计	3,731	1,657	1,657	10,501	15.8%
公路新建里程(公里)					
新疆	4,380	3,047	2,437	3,670	66.4%
宁夏	1,581	1,000	800	2,016	39.7%
甘肃	5,000	1,500	1,200	3,725	32.2%
青海	1,500	750	600	1,090	55.0%
合计	12,461	6,297	5,037	10,501	48.0%
铁路新建里程(公里)					
新疆	500	1,231	677	3,670	18.4%
宁夏	n.a	315	173	2,016	8.6%
甘肃	n.a	941	518	3,725	13.9%
青海	1,500	379	208	1,090	19.1%
合计	500	2,866	1,576	10,501	15.0%
机场投资额(亿元)					
新疆	66	22	88	3,670	2.4%
宁夏	4	6	24	2,016	1.2%
甘肃	15	5	20	3,725	0.5%
青海	40	15	60	1,090	5.5%
合计	125	48	192	10,501	1.8%
基建总计			7,562	10,501	72.0%

资料来源: 各省发改委, 中金公司研究部

表 7: 西北四大企业产能规划

(条/万吨)	09-10年投产 生产线数量	09-10年新增新 型干法产能	“十一五”规划 2010年产能目标	按“十一五”规 划新增产能	所在区域落 后产能淘汰
天山股份	3	240	2000	240	100
青松建化	2	182	370	182	50
赛马实业	3	300	1500	1000	40
祁连山	2	110	1200	600	250
合计	10	832	5070	2022	440

资料来源: 公司公告, 发改委, 中金公司研究部

四川：灾后重建，需求旺盛

09-10年灾后重建增加1.2亿吨水泥需求。按照财政刺激后新的灾后重建投资及进度，追加08年100亿投资，明后两年1万亿元投资测算，四川仅灾后重建新增水泥需求08-10年分别为3600万吨，6500万吨和5700万吨，比财政刺激前均有提高。未来两年四川省水泥总需求分别为1.3亿吨和1.2亿吨，比财政刺激前增加10%。

产能快速增加，但市场仍维持供给偏紧状态。09-10年四川新增水泥产量6000万吨。在财政刺激前，09年供不应求，2010年供给过剩，财政刺激后，09年供不应求加剧，2010年供需基本平衡。财政刺激给四川水泥市场带来利好。

政策限制，涨价不易。虽然09年四川水泥市场供需情况属于全国较好的市场之一，但是由于灾后重建是国家特殊重大项目，水泥价格市场化将受到限制，如今年震后四川水泥价格便受到限价。因此，我们认为未来两年四川地区水泥价格将维持在一个相对较高的水平，但上涨幅度不可预期过高。四川水泥行业盈利可保持一定增长。

表 8：四川地区水泥行业供需分析

	财政刺激前			财政刺激后			变化 (+/-%)		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
(万吨)									
灾后重建投资 (亿元)	2,000	4,500	3,500	2,100	5,500	4,500	5.0%	22.2%	28.6%
灾后重建水泥需求	3,430	5,310	4,470	3,602	6,490	5,747	5.0%	22.2%	28.6%
新增水泥产能	1,760	5,220	1,420	1,760	5,220	1,420	0.0%	0.0%	0.0%
新增水泥产量	346	3,738	2,276	346	3,738	2,276	0.0%	0.0%	0.0%
水泥总需求	9,640	11,520	10,680	9,812	12,700	11,957	1.8%	10.2%	12.0%
水泥总供给	6,560	9,698	11,974	6,560	9,698	11,974	0.0%	0.0%	0.0%
缺口 (过剩)	3,080	1,822	-1,294	3,252	3,002	-17	5.6%	64.8%	-98.7%

资料来源：四川省发改委，中金公司研究部

湖北湖南：基建发展较快，盈利有望与08年持平

财政刺激后，湖北湖南水泥需求增速可达8%。据测算，财政刺激后，湖北和湖南09-10年铁路投资额分别可达1500亿元和1200亿元，水泥消费量达到3000万吨和2400万吨，分别占两省需求的26%和20%，高于全国平均水平。目前两湖地区大水泥企业30%的需求来自于基建和重点工程，预计加大基建投资后，基建占比可达40-50%，大企业水泥流向民用市场的量会相应减少，民用市场的价格竞争会有所缓解。城镇化建设方面，湖北、湖南城镇化率分别为43.8%和38.7%，低于全国平均水平，远低于华东沿海地区平均50%的城镇化水平，发展空间也较大。

湖南湖北供需情况尚可，产能大量过剩的情况出现可能性不大。09年，预计湖南湖北两省新型干法水泥产能分别增加2000万吨和1200万吨，按照年内投产产能平均发挥50%且产能利用率80%-90%计算，新增新型干法产量900万吨和540万吨，考虑到落后产能淘汰，净增量分别为600万吨和220万吨，相对于新增需求量，供需情况尚可，湖北略好于湖南。

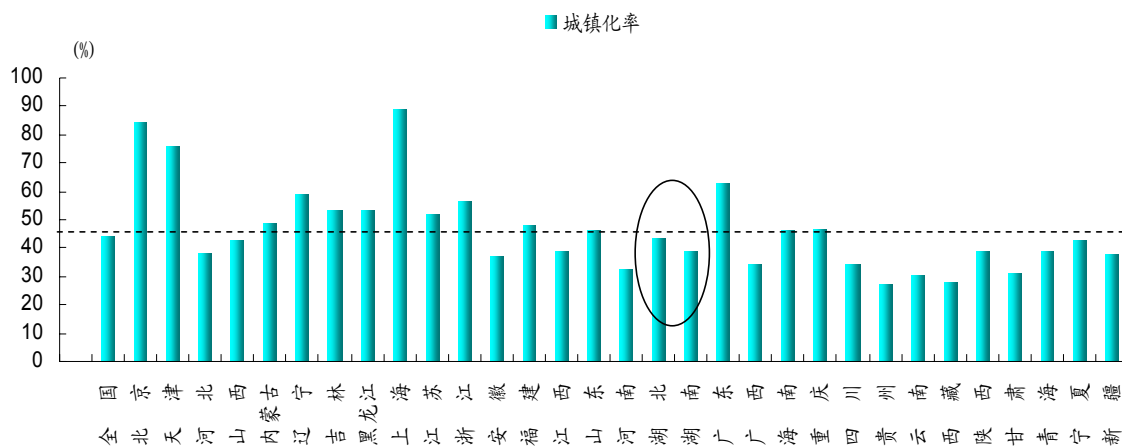
水泥价格随成本下降会有所回落。预计09年两湖地区水泥企业煤炭采购价格平均下跌100元/吨左右，带动水泥价格有一定程度回落，在基建拉动下，企业销量增长得以实现，毛利率有望与08年持平，盈利也可企稳略增。

表 9: 湖北湖南地区水泥市场供需分析

(万吨)	2008E	2009E	2010E
湖北省			
需求	5,200	5,616	6,065
需求新增量		416	449
新型干法产量	3,780	4,320	5,220
新增新型干法产量		540	900
落后产能淘汰量		320	320
净增水泥产量		220	580
湖南省			
需求	5,400	5,832	6,299
需求新增量		432	467
新型干法产量	2,520	3,420	4,240
新增新型干法产量		900	820
落后产能淘汰量		300	300
净增水泥产量		600	520

资料来源: 发改委, 公司数据, 中金公司研究部

图 9: 2007 年城镇化率



资料来源: 国家统计局

京津唐: 基建需求稳定, 盈利有望与 08 年持平

天津滨海新区、北京地铁及唐山曹妃甸工业区支撑京津唐水泥需求。三大重点工程 09-10 年每年需求量 4000 万吨水泥, 占京津唐水泥总需求 50%以上。天津滨海新区建设于近期开始启动, 未来三年投资 7000 亿, 完成基建投资 3000 亿, 成为拉动京津唐水泥需求的主要力量。曹妃甸工业区近期因财政投入放缓、造地困难以及首钢搬迁推迟等原因, 09 年投资能否达到 700 亿还存在不确定性。北京地铁投资 09-10 年将有所加快, 每年水泥需求约 300 万吨。总体看, 考虑到房地产水泥需求明显下降, 09-10 年京津唐地区新增水泥需求约 3000 万吨。

产能方面, 主要水泥企业产能增速较快。根据冀东水泥和北京金隅等大水泥企业在建产能及投产计划, 未来两年新增产量达 2500 万吨, 假设 60%新增产能来自大企业, 新增总产量可达 4200 万吨, 考虑到唐山地区落后产能淘汰, 净增量 3100 万吨。

京津唐水泥企业盈利有望与 08 年持平。北京和天津房地产需求将大幅下降, 但天津滨海新区等基

建有望弥补需求损失并使市场出现一定增长，但较快的产能增加将消化新增水泥需求。总体看，09年京津唐水泥市场量增价跌，盈利持平可能性较大。如果煤炭价格出现超预期的下跌，盈利有可能实现增长。

表 10: 京津唐主要基建工程

天津滨海新区 (亿元)	2008E	2009E	2010E
总投资	500	2,200	2,700
其中: 基础设施建设投资	200	1,000	1,200
水泥需求估计量 (万吨)	600	2,640	3,240
<hr/>			
北京地铁 (公里)	2008E	2009E	2010E
总里程	200	280	360
新建里程	60	80	80
水泥需求估计量 (万吨)	210	280	280
<hr/>			
唐山曹妃甸 (亿元)	2008E	2009E	2010E
曹妃甸工业区	300	700	700
水泥需求估计量 (万吨)	360	840	840

资料来源: 发改委, 中国建材信息网, 中金公司研究部

华东华南: 受宏观经济影响大, 需求增长有限, 但基建加大, 龙头企业受益

09年华东华南水泥需求增长有限。作为全国平均城镇化率最高的地区, 商业房地产水泥需求占比达到30%以上, 高于全国20%的平均水平, 房地产投资大幅下滑将减少水泥需求。此外, 该区域是我国出口企业集中所在地, 国际金融和经济危机将直接威胁出口企业的经营情况, 固定资产投资会大幅缩减。华东华南地区是受国内外宏观经济变化最大的地区, 除浙江外, 多数地区市场集中度较低, 09年将呈现激烈市场竞争, 预计整个水泥市场需求为低个位数增长, 价格下跌。

基建加大, 龙头企业将受益。据测算, 财政刺激后, 09-10年广东和浙江两省铁路投资额均超过1000亿元, 公路(高速公路和农村公路)、港口、机场等建设力度也将加大, 大水泥企业的基建销售占比有望提高至40%-50%。虽然华东华南市场容量大, 水泥企业众多, 但产能在1000万吨以上的企业屈指可数, 而可以给重点工程持续提供高质量产品的企业一般为大水泥企业, 因此加大基建虽然不能使该区域市场整体获得明显改观, 但将使区域内为数不多的龙头企业受益, 其盈利不会出现大幅下滑。

总结

09年, 西北四省和四川地区企业盈利会有一些增长, 两湖和京津唐地区企业盈利可基本持平于08年, 华东华南地区企业盈利不容乐观, 但龙头企业表现会好于平均水平, 盈利不会出现大幅下滑。西北四家龙头企业中, 祁连山区域市场控制力相对较弱, 未来面临海螺等行业龙头的竞争, 届时相对较低的管理水平将使其处于不利境地。另外三家企业我们目前还没有正式覆盖, 但会持续关注其发展并择机纳入覆盖。

2008 年业绩预览

08 年盈利忧多喜少

海螺水泥和华新水泥将低于预期。华东和中南地区无疑成为四季度降价的“重灾区”，10 月价格环比 9 月下降 1.8% 和 6.8%，预计四季度环比三季度下降 3%-8%，价格下跌 15-30 元/吨左右，下跌幅度高于预期。成本方面，煤炭价格虽然近期已经显著回落，但由于企业煤炭库存一般有 2 个月储备，进入 4 季度以后，仍然使用前期购进的高价煤，成本方面还没有出现明显好转。我们认为海螺水泥和华新水泥四季度毛利率将继续三季度的跌势，同比环比均下降。预计两公司 08 年盈利低于我们预期 10%，海螺水泥 08 年每股收益约 1.6 元，华新水泥每股收益约 0.95 元，其中华新水泥管理层中期激励影响 08 年税后利润约 0.05 元/股，未来两年均有此项支出。

奥运及煤炭价格影响，冀东水泥将略超预期。因奥运结束后，北京及其周边水泥市场恢复，10 月，京津唐成为全国为数不多的价格抗跌地区。进入 11 月后，北京和天津地区水泥价格已经开始下跌，但比我们预期晚了一个月。成本方面，公司主要煤源价格出现快速下降，在公司成本中已经有所体现，因此四季度盈利将略超出我们及市场预期，预计全年盈利 0.42 元左右。

表 11: 建材股四季度业绩预览

公司	代码	2007 (每股收益)				2008 (每股收益)				QoQ	YoY
		1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08		
A股 (人民币)											
海螺水泥	600585.SH	0.13	0.38	0.35	0.56	0.25	0.49	0.40	0.46	15%	-18%
冀东水泥	000401.SZ	(0.02)	0.17	0.18	0.05	(0.02)	0.14	0.15	0.14	-8%	212%
华新水泥	600801.SH	0.07	0.26	0.26	0.13	0.07	0.40	0.36	0.12	-68%	-10%
H股 (人民币)											
海螺水泥	914.HK	0.13	0.38	0.35	0.56	0.25	0.49	0.40	0.46	15%	-18%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

暂不调整盈利预测

鉴于 09 年宏观经济及水泥行业变化的较大不确定性, 出于审慎考虑, 我们暂不调整盈利预测。维持 09 年和 2010 年每股收益预测海螺水泥 1.64 元和 1.79 元, 华新水泥 0.76 元和 0.87 元, 冀东水泥 0.33 元和 0.37 元。09 年主要假设为水泥价格下降 6%-8%, 成本下降 4%-8%, 毛利率下降 1.5-3 个百分点。

表 12: 主要假设

	海螺水泥		华新水泥		冀东水泥	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
产品销量(万吨)	12000	13000	3000	3570	2800	3500
产品价格 (元/吨)	20.0%	8.3%	14.9%	19.0%	12.0%	25.0%
平均价格 (元/吨)	210	211	224	221	202	202
+/- %	-8.0%	0.8%	-6.3%	1.0%	-8.5%	0.0%
单位成本 (元/吨)	157	156	177	168	158	153
+/- %	-4.0%	-0.6%	-4.7%	-3.0%	-6.6%	-3.5%
吨水泥毛利 (元/吨)	53	56	47	54	44	50
毛利率 (%)	25.2%	26.3%	20.9%	24.3%	21.8%	24.5%
吨水泥净利 (元)	24	24	10	10	14	13

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

97-99 积极财政政策：短期促成反弹，但难改调整趋势

97-99 年亚洲金融危机，国内投资大幅放缓，外需快速萎缩，水泥行业利润三年处于盈亏临界。98 年 7 月，国家出台七项财政政策保增长，水泥行业 98 年四季度出现需求反弹，但持续不久，99 年再次回落。我们认为，国家财政刺激政策短期可以促成反弹，但是难以改变行业调整趋势。

97-99 年积极财政政策对水泥行业基本面的影响

1982 年至 2007 年，共有三个时期水泥产量增长为个位数。89-90 年经济发展减速，90 年水泥产量负增长，但很快就出现反转，01 年水泥增速达 20% 以上。05 年，水泥行业因自身供给增长过快遭遇国家宏观调控，产量增速下滑，但很快也回升。唯 1996 年至 2001 年调整时间最长，幅度也较深。

- 1997-1999 年产量增速 3.4%-5.5%，低速缓慢爬坡，水泥行业产量增速于 2002 年才重新站到 10% 以上。
- 97 年 10 月，为应对亚洲金融危机，国家开始陆续放松货币政策，98 年 7 月正式推出七项积极财政政策。从 97 年上半年开始，水泥产量增速同比大幅下降，98 年上半年增速仅为 0.1%，下半年，基建加快，增速迅速上升至 9%，积极财政政策短期显现效果。
- 99 年 5 月开始，基建因出现安全质量问题，国家加大督查力度，基建进度明显放缓。99 年上半年产量增速 7.1%，下半年回落至 4.1%。据海螺水泥和华新水泥年报记录，99 年 5 月份起，政府部门加大对工程质量督察，国家投资明显回落，基建增幅放缓。

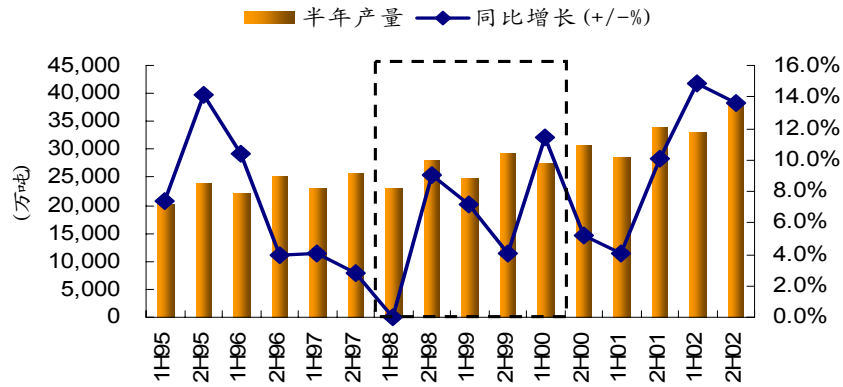
97-99 年，量增价跌，增产不增效。97-99 年行业产量增速缓慢爬坡，行业盈利三年处于盈亏临界，财政刺激前后没有明显改观，主要水泥企业销量增加，但价格和毛利率持续下跌，99 年下半年主要上市公司盈利能力达到谷底。直至 2000 年，行业和企业盈利才出现好转。

97-99 年积极财政政策对水泥股走势的影响

98 年 7 月七项积极财政政策出台后，海螺水泥 H 股股价在 08 年和 09 年出现了两次大幅反弹，幅度均在 100% 以上，政策效果预期和基本面阶段性反弹是支撑股价反弹的因素。在三年下行周期里，股价 70% 的时间市盈率 trading 在 10x-15x。

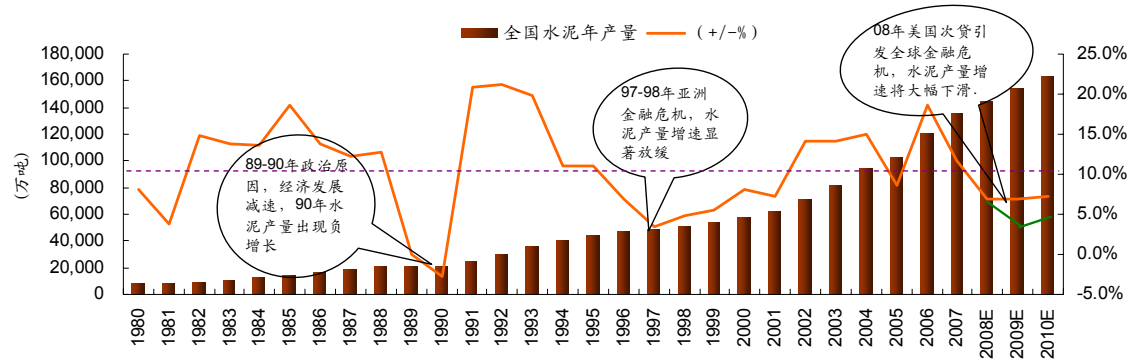
- 98 年 9-11 月，从 0.39 港币反弹 170%。7 月政策出台，7-8 月 98 年特大洪水，水泥需求受到抑制，9 月基建拉动效果显现，需求环比大幅反弹 11%，四季度同比增长 14%，扭转了上半年零增长局面，同时，伴随市场对基建拉动水泥需求的预期，股价大幅反弹。之后，市场意识到企业量增价跌，盈利将同比下降，股价应声回落，并于 99 年 2 月再次探底。
- 99 年 2-7 月，从 0.61 港币反弹 130%。即将进入旺季，市场对基建拉动水泥需求的预期再起，水泥需求 99 年上半年增速达到 7%，好于 08 年同期，股价在基本面转好的支持下持续上涨，但 5 月后，政府加大基建督察而放缓投资，需求逐渐回落，市场预期下半年需求较差且企业全年盈利增长无望，股价再次下跌，并持续 9 个月，于 00 年 4 月再次探底，股价几乎跌回 98 年 9 月水平。

图 10: 95-02 年水泥半年产量及增速



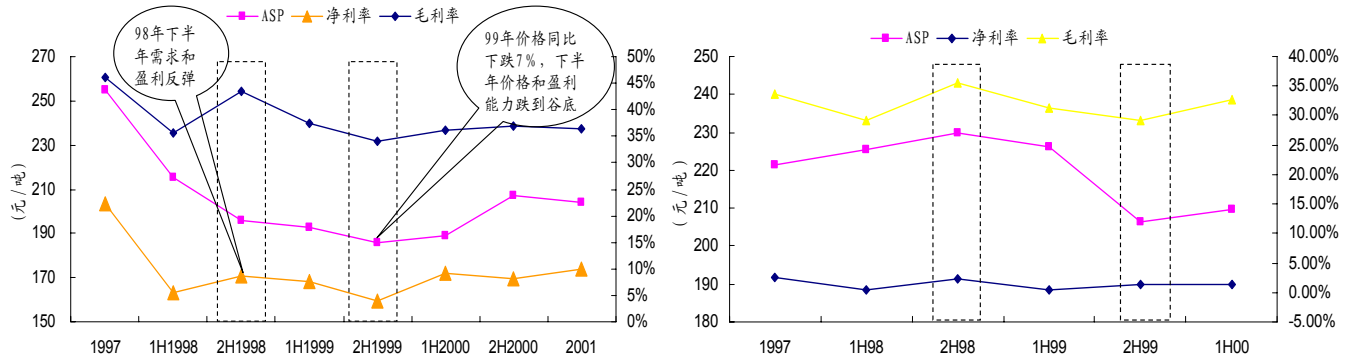
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 10: 过去 25 年水泥行业周期性调整



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 11: 97-99 年海螺水泥和华新水泥价格及盈利能力



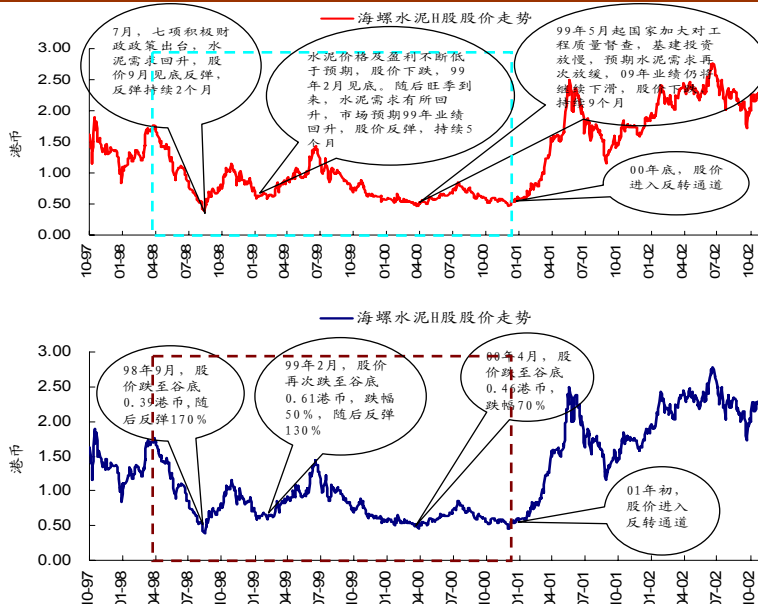
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 13: 98 年 7 月七项积极财政政策

1998年7月七项积极财政政策	具体内容
1 增发国债，加强基础设施建设	国债资金主要投向农林水利，交通通信，城市基础设施，城乡电网改造，国家直属储备粮库建设等方面
2 调整税收政策，支持出口，吸引外资和减轻企业负担	
3 增加社会保障、科教等重点领域的支出	
4 充分发挥调节收入分配的作用，提高城市居民个人消费能力	同时，中央财政大幅增加对“两个确保”和城市“低保”的投入，增加对中西部地区行政事业单位人员工资和建立“三条保障线”的资金补助，加快了社会保障体系建设
5 支持经济结构调整，促进国有企业改革	
6 加大治理乱收费力度，减轻企业和社会负担	
7 实行“债转股”	

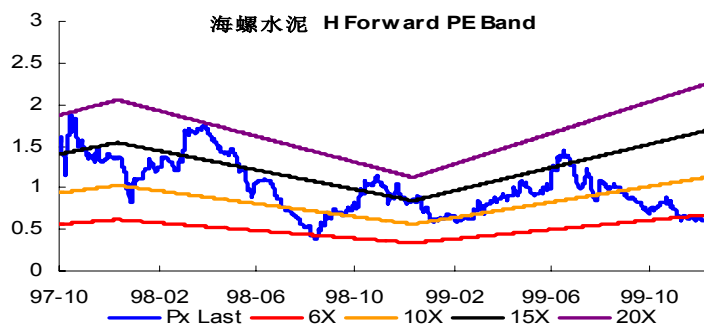
资料来源：中金公司研究部

图 12: 98-00 年积极财政政策下海螺水泥 H 股走势：反弹与下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 13: 97-99 年海螺水泥 H 股市盈率交易区间



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

估值及投资建议——关注预期变化，把握反弹机会

2009 年 PE12x-18x 是估值的合理波动区间

09 年合理波动区间为 PE12x-18x，对应 PB1.2x-1.8x。首先，相比于其它大宗原材料价格的大幅波动，水泥价格波动相对较小且全行业全年出现亏损的可能性很小，09 年水泥行业将是表现相对较好的基础原材料行业，估值应高于其他基础原材料行业。其次，积极财政刺激政策改变了市场预期，水泥行业出现前期预期悲观情况的可能性变小，估值应比前期有所提升。最后，在 97-99 年三年低谷期中，海螺水泥 H 股股价 70% 的时间 trading 在 PE10x-15x，如今水泥行业集中度提高，大企业话语权提升使得企业抗风险能力相比于 10 年前有较大改善，估值相比过去应有提高。

预期最差的时候已经过去，基本面最差的时候还未到来

预期最差的时候已经过去，行业估值整体有所提升。4 万亿积极财政政策出台，将有力拉动水泥需求，市场对水泥行业的预期已经走出了极度悲观，体现为行业估值水平提升，市盈率从最低的 10x 以下提升到 15x 以上。基本面最差的时候还未到来，股价将再次回落。预计明年上半年水泥行业盈利将出现同比较大下降，一季度产销极淡，全行业微利，主要上市公司盈利跌至冰点，我们认为，随着基本面最差时候到来，股价将再次回落。在前期财政刺激政策推出之前，市场预期极其悲观之时，海螺水泥 A 股估值最低跌至 8.4x 市盈率和 1x 市净率，但目前市场预期已有改观，估值再次跌过前期低点的可能性不大。

目前估值偏高，建议获利了结。经过大幅反弹后，海螺水泥 09 年 A 股 PE 和 PB 分别为 17.1x 和 1.8x，H 股分别为 19x 和 2x，中国建材 10.6x 和 1.5x，华新水泥 20.3x 和 1.5x，冀东水泥 31.9x 和 1.9x。我们认为海螺水泥、华新水泥和冀东水泥的 09 年估值都已经超出合理波动区间，股价短期内对政策利好的反映已经比较充分，建议获利了结。中国建材从估值来看可以继续持有，但高达 200% 的净负债率短期内仍使公司面临财务风险，建议逢高获利。

投资建议：关注预期变化，把握反弹机会

基本面方面，09 年下半年行业有望好转，但对全年盈利不能预期过高，在房地产低迷、基建投资实施效果存在不确定性以及大量潜在产能存在的情况下，行业基本面反转仍需时日。

投资策略方面，建议关注预期变化，把握反弹机会，注重结合总体趋势和区域表现。

- 总体来讲，09 年 4、5 月份基建启动，水泥需求会有一次明显的环比恢复，下半年，基建全面投入建设，房地产投资持续大幅下降的情况有所缓解，水泥需求有望进一步恢复。基建、房地产等财政刺激政策实施效果是改变市场预期并引发股价反弹的催化剂，09 年股市机会来自于准确把握基本面和预期的变化并介入反弹。09 年一季度，股价出现低点是再次介入反弹的时机，09 年市盈率合理波动区间 10x-15x。
- 区域来看，西北四省和四川地区水泥市场供需情况相对较好，对龙头企业应当给予关注。两湖和京津唐地区企业盈利基本可以持平于 08 年，煤价和水泥价格调整的不一致有可能阶段性带来基本面超预期的好转。华东南地区总体情况不乐观，但龙头海螺水泥管理能力优越，基建占其销售比重较高，新增产能多集中于中部和西部，盈利有望持平于 08 年。

维持海螺水泥 A 股“审慎推荐”，H 股“HOLD”，中国建材 H 股“HOLD”，华新水泥“中性”和冀东水泥“中性”的投资评级，维持海螺水泥和中国建材 H 股目标价。

表 14: 主要水泥上市公司吨企业价值与重置成本对比

(百万元人民币, 万吨)	海螺水泥 (A股)	海螺水泥 (H股)	中国建材 (H股)	华新水泥	冀东水泥
FY08 EV	51,748	56,106	37,367	10,840	18,583
FY09 EV	59,036	63,395	36,008	13,427	19,407
2008年底产能	11,365	11,365	9,000	2,834	3,153
2009年底产能	13,299	13,299	12,000	4,336	4,526
EV/吨 (FY08)	455	494	415	382	589
EV/吨 (FY09)	444	477	300	310	429
各企业重置成本 (元/吨)	310	310	280	320	280
溢折价 (FY08)	46.9%	59.3%	48.3%	19.5%	110.5%
溢折价 (FY09)	43.2%	53.8%	7.2%	-3.2%	53.1%
市场重置成本 (元/吨)	410	410	410	410	410
溢折价 (FY08)	11.1%	20.4%	1.3%	-6.7%	43.7%
溢折价 (FY09)	8.3%	16.3%	-26.8%	-24.5%	4.6%

资料来源: wind、中金公司研究部

表 15: 历史市盈率

市盈率	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ytd	近5年最低值
海螺水泥 H股	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	26.0	10.3	15.4	5.3	7.3	10.4	9.2	13.5	26.1	12.3	28.6	23.7	7.5
海螺水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	29.8	13.0	15.2	22.7	11.9	32.1	24.0	8.4
冀东水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	21.5	25.6	36.1	45.5	55.9	50.9	44.5	29.4	33.6	21.0	18.6	45.6	34.2	12.7
华新水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	14.5	30.6	89.1	267.8	3116.5	534.0	159.4	111.7	102.1	32.5	14.5	19.9	13.4	31.4	20.1	8.6
拉法基	8.8	14.6	14.0	15.1	15.1	12.8	15.6	14.1	16.1	14.9	12.8	16.9	26.5	11.8	11.2	11.7	12.3	10.7	8.6	3.1
蒙西蒙	13.9	16.9	10.0	13.8	13.9	12.9	151.0	14.1	16.5	16.4	16.2	16.6	24.4	14.8	15.8	11.8	11.5	8.5	9.6	4.7
海德堡	31.9	39.5	27.4	26.6	23.5	17.6	13.3	19.1	16.1	14.0	10.2	46.0	11.7	19.0	N.A.	15.3	11.5	6.5	8.3	N.A.

资料来源: wind、中金公司研究部

表 16: 历年市净率

市净率	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ytd	近5年最低值
海螺水泥 H股	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.9	0.6	0.5	0.3	0.7	0.9	1.6	2.5	1.8	2.6	7.3	2.9	0.9
海螺水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.6	2.3	2.8	1.6	2.5	8.1	2.9	1.0
冀东水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.3	3.3	3.8	3.7	3.6	3.7	3.0	2.5	2.3	1.2	1.6	6.3	2.6	1.0
华新水泥	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.6	2.3	2.5	3.0	2.9	3.0	4.1	4.7	4.1	3.0	2.7	1.3	1.5	5.5	2.1	0.9
拉法基	1.7	1.4	1.3	1.4	1.6	1.3	1.2	1.4	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.2	1.5	1.3	1.6	1.8	1.2	0.5
蒙西蒙	1.0	1.0	0.9	1.2	1.6	1.6	1.4	1.7	2.2	2.1	2.1	1.8	1.9	1.5	1.7	1.6	1.7	1.8	1.1	0.6
海德堡	5.8	3.9	3.1	2.8	2.4	1.9	1.7	2.3	2.1	1.5	1.1	0.9	0.8	0.7	1.1	1.4	2.0	1.9	1.2	0.4

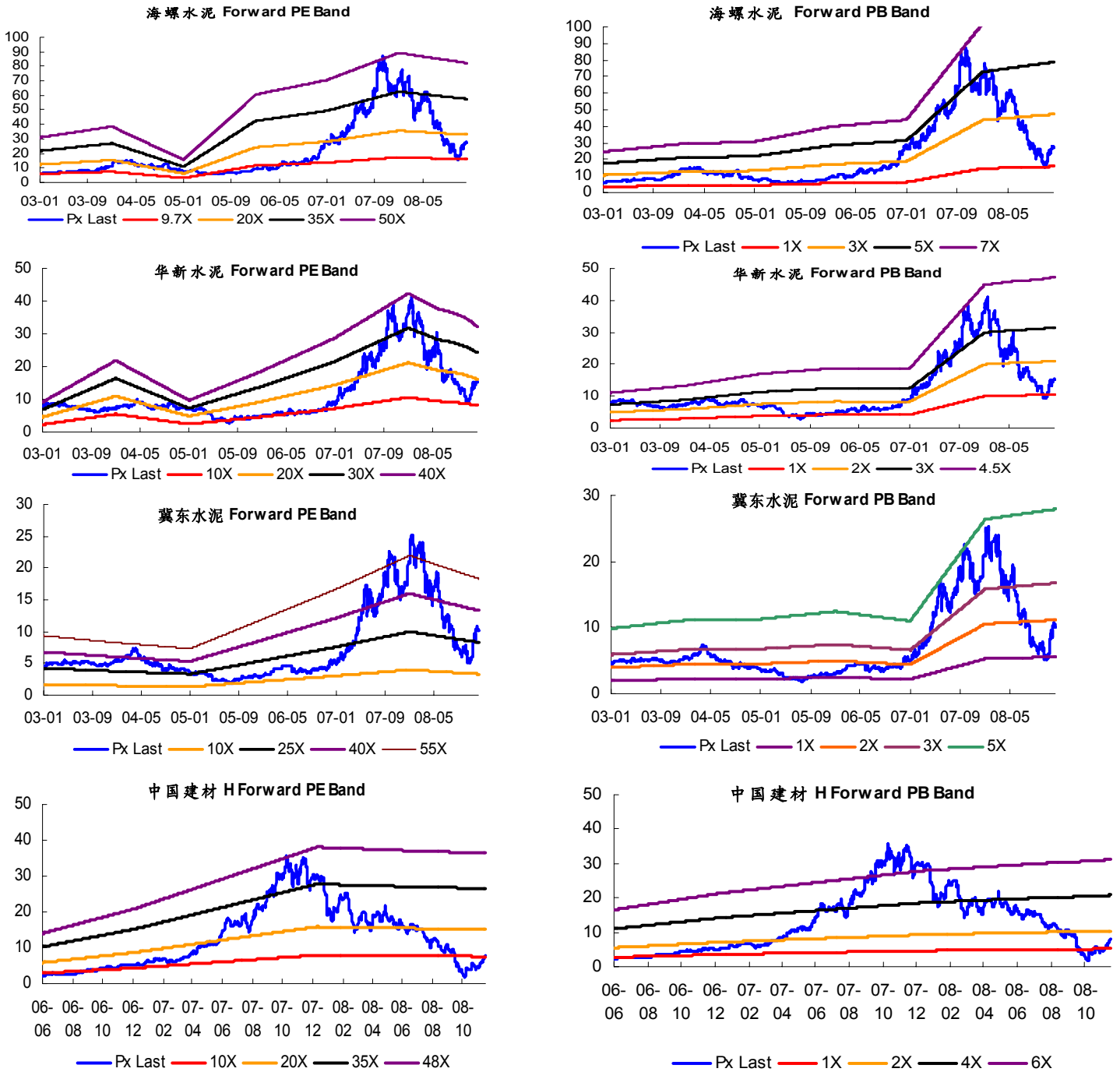
资料来源: wind、中金公司研究部

表 17: 投资建议

	代码	评级	最新股价 12/08/2008	目标价格	每股收益			市盈率			市净率			
					07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	09E	
H股														
	海螺水泥	914 hk	中性	35.30	HK\$ 30	1.41	1.79	1.64	23.5	17.0	19.0	5.3	2.1	2.0
	中国建材	3323 hk	中性	8.00	HK\$ 6.2	0.41	0.68	0.66	18.2	10.1	10.6	2.2	1.7	1.5
A股														
	海螺水泥	600585	审慎推荐	27.89	na	1.41	1.79	1.64	19.7	15.6	17.1	4.4	1.9	1.8
	冀东水泥	000401	中性	10.47	na	0.30	0.40	0.33	34.5	26.2	31.9	4.8	2.0	1.9
	华新水泥	600801	中性	15.52	na	0.72	1.06	0.76	21.6	14.7	20.3	3.8	1.6	1.5

资料来源: wind、中金公司研究部

图 14: 水泥行业上市公司市盈率/市净率区间



资料来源: wind、中金公司研究部

表 18: 估值比较

	交易货币	最近一日收盘价	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
水泥														
A股														
海螺水泥	CNY	27.89	19.7	15.6	17.1	4.4	1.9	1.8	11.8	7.3	8.0	22.5%	12.3%	10.3%
冀东水泥	CNY	10.47	34.5	26.2	31.9	4.8	2.0	1.9	16.7	12.9	12.0	13.8%	7.6%	5.8%
华新水泥	CNY	15.52	21.6	14.7	20.3	3.8	1.6	1.5	9.4	9.5	11.7	17.5%	10.6%	7.2%
祁连山	CNY	7.28	517.1	43.9	20.9	3.3	1.8	1.7	12.7	10.2	10.7	0.6%	4.1%	7.9%
天山股份	CNY	10.95	34.5	15.8	12.4	5.1	2.7	3.3	16.0	8.4	7.6	14.9%	17.3%	26.7%
赛马实业	CNY	16.7	30.0	15.4	13.0	3.5	1.9	2.7	15.3	7.4	6.2	11.6%	12.1%	21.0%
A股平均			32.2	15.7	18.7	4.1	1.9	1.8	14.0	8.9	9.3	14.3%	11.4%	9.1%
H股														
海螺水泥	HKD	35.3	23.5	17.0	19.0	5.3	2.1	2.0	12.6	8.0	8.6	22.5%	12.3%	10.3%
中国建材	HKD	8	18.2	10.1	10.6	2.2	1.7	1.5	14.0	10.3	8.6	12.4%	17.1%	14.3%
中材股份	HKD	3.86	22.3	15.2	9.6	1.9	1.8	1.7	7.6	4.7	2.7	8.7%	12.0%	17.4%
H股平均			22.3	15.2	10.6	2.2	1.8	1.7	12.6	8.0	8.6	12.4%	12.3%	14.3%
欧洲														
Cemex SAB de CV	USD	7.33	2.4	4.8	4.9	0.4	0.5	0.4	n.a	n.a	n.a	15.7%	9.9%	9.1%
Holcim	CHF	57.3	5.8	7.2	8.6	0.8	0.8	0.7	4.7	5.8	6.2	14.0%	10.9%	8.6%
HeidelbergCement AG	EUR	28.77	2.3	3.2	4.0	0.5	0.4	0.4	6.6	5.2	5.4	21.6%	12.9%	9.4%
Lafarge SA	EUR	44.49	4.7	4.7	5.5	0.7	0.6	0.6	6.8	6.0	6.2	15.1%	13.2%	10.7%
欧洲平均			3.6	4.7	5.2	0.6	0.5	0.5	6.6	5.8	6.2	15.4%	11.9%	9.3%
印度														
ACC Ltd	INR	444.3	6.0	7.1	8.8	2.0	1.7	1.5	3.3	4.0	4.6	33.0%	23.7%	17.1%
Grasim Industries	INR	1012.1	5.3	3.8	4.0	1.4	1.0	0.8	4.6	3.2	3.4	26.9%	26.9%	20.0%
India Cements	INR	85.5	4.4	3.3	3.8	1.1	0.9	0.7	5.6	3.3	3.2	24.3%	26.1%	17.5%
Shree Cement	INR	359.9	3.7	n.a	3.1	2.0	n.a	1.2	3.7	n.a	2.4	54.3%	n.a	39.5%
Ultra Tech Cement	INR	299.5	4.8	3.7	4.1	2.3	1.4	1.1	4.0	2.9	3.1	47.3%	37.2%	26.2%
Adelaide Brighton	AUD	1.935	9.4	8.7	7.6	1.6	1.5	1.5	6.6	5.9	5.4	17.0%	17.4%	19.0%
印度平均			5.0	3.8	4.0	1.8	1.4	1.2	4.3	3.3	3.3	29.9%	26.1%	19.5%
亚太地区														
Asia Cement	TWD	26.4	7.1	8.8	9.4	1.1	1.1	1.0	43.9	43.2	45.5	15.2%	12.2%	10.9%
Taiwan Cement	TWD	24.5	9.1	14.1	13.1	1.1	1.0	1.0	21.4	22.3	19.0	11.9%	7.4%	7.7%
Siam City Cement	THB	103	6.8	7.6	7.5	1.5	1.5	1.5	4.6	5.3	5.2	22.3%	19.8%	19.7%
TPI Polene	THB	2.48	2.2	-5.9	2.7	0.1	0.1	0.1	3.6	4.6	3.8	4.5%	-1.5%	3.2%
Indocement TP	IDR	3425	14.3	8.1	7.2	1.9	1.5	1.3	6.9	4.8	4.4	13.0%	18.9%	17.8%
Semen Gresik	IDR	3325	12.2	9.3	8.8	3.0	2.4	2.1	6.3	4.8	4.5	24.5%	26.2%	23.6%
亚太地区平均			8.1	8.5	8.1	1.3	1.3	1.2	6.6	5.1	4.9	14.1%	15.5%	14.4%
石膏板及新型建材														
Saint-Gobain	EUR	32.37	5.6	6.4	7.5	0.8	0.8	0.7	4.5	4.8	5.1	14.3%	12.0%	9.7%
USG Corporation	USD	8.31	7.5	n.a	n.a	0.4	0.4	0.4	5.5	394.9	59.5	5.1%	n.a	n.a
Owens Comings	USD	16.01	14.6	13.5	14.4	n.a	n.a	n.a	6.3	6.8	6.8	n.a	n.a	n.a
Boral Ltd	AUD	4.1	8.1	10.4	12.4	0.8	0.8	0.8	5.2	5.8	6.1	10.3%	7.9%	6.7%
CSR Ltd	AUD	1.41	5.3	7.0	9.4	1.2	0.9	0.9	6.2	6.2	5.9	21.8%	12.9%	9.7%
CRH	EUR	18.85	7.3	8.2	9.7	1.3	1.2	1.1	5.8	6.2	6.8	17.4%	14.7%	11.6%
平均			7.4	8.2	9.7	0.8	0.8	0.8	5.6	6.2	6.5	14.3%	12.5%	9.7%
玻璃纤维														
Asahi Glass	JPY	499	8.0	7.7	7.4	0.6	0.6	0.6	3.6	3.6	4.1	7.4%	8.0%	8.0%
Nitto Boseki	JPY	146	7.9	6.3	10.7	0.5	0.5	0.5	3.2	2.9	3.7	6.2%	7.6%	4.4%
Saint-Gobain	EUR	32.37	5.6	6.4	7.5	0.8	0.8	0.7	4.5	4.8	5.1	14.3%	12.0%	9.7%
平均			7.9	6.4	7.5	0.6	0.6	0.6	3.6	3.6	4.1	7.4%	8.0%	8.0%
建材工程服务														
China Sinoma Intl Engineering	CNY	33.29	22.0	13.8	8.9	5.7	4.6	3.4	-8.5	-6.0	-3.2	25.8%	33.7%	38.0%
FLSmidth	DKK	185.25	7.5	5.7	4.6	2.4	1.8	1.4	4.7	3.4	2.9	32.2%	31.8%	30.1%
平均			14.7	9.7	6.7	4.0	3.2	2.4	-1.9	-1.3	-0.1	29.0%	32.7%	34.1%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

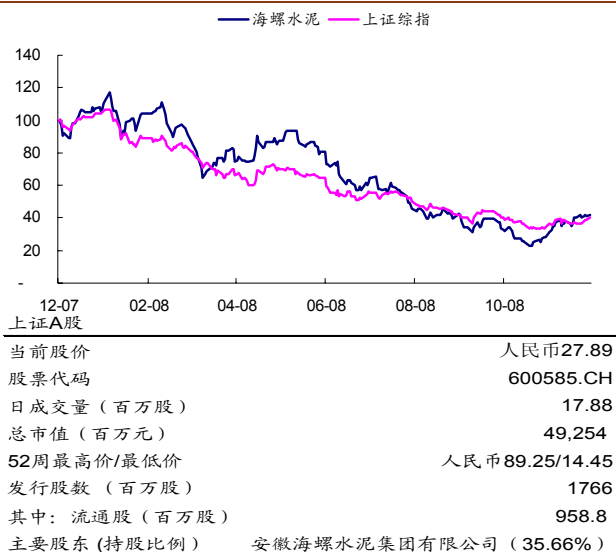
重点公司简评

海螺水泥(600585/27.89 元): 审慎推荐

海螺水泥(914.HK/HK\$35.30): 中性

海螺水泥主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	10,826	15,246	18,776	22,787	25,156	27,471
(+/-)	29.1%	40.8%	23.2%	21.4%	10.4%	9.2%
主营业务利润	2,446	4,407	5,716	6,320	6,193	7,052
(+/-)	-11.1%	80.2%	29.7%	10.6%	-2.0%	13.9%
净利润	407	1,428	2,494	3,154	2,888	3,160
(+/-)	-59.7%	250.9%	74.7%	26.5%	-8.4%	9.4%
每股收益 (RMB)	0.23	0.81	1.41	1.79	1.64	1.79
(+/-)	-59.7%	250.9%	74.7%	26.5%	-8.4%	9.4%
市盈率	121.0	34.5	19.7	15.6	17.1	15.6
市净率	8.6	7.0	4.4	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	22.1	12.3	11.8	7.3	8.0	7.2
净资产回报率 (%)	7.1%	20.2%	22.5%	12.3%	10.3%	10.2%
投入资本回报率 (%)	2.5%	7.4%	9.5%	7.2%	6.1%	6.0%
股息收益率 (%)	0.3%	0.3%	0.0%	1.3%	0.6%	0.6%
每股经营现金流	1.21	2.33	1.70	4.36	3.39	5.07
股价/经营性现金流	23.0	12.0	16.4	6.4	8.2	5.5



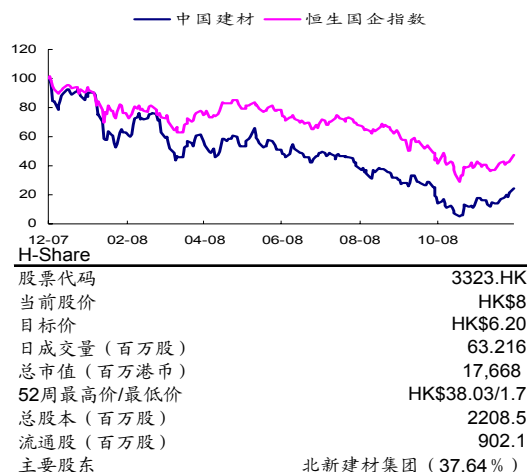
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ▶ 预计公司全年销量近 1 亿吨, 同比增长 10%, 净利润同比增长约 10%达到 27 亿, 全面摊薄每股收益 1.6 元, 同比持平, 低于我们预期 10%。四季度价格同比上升 5%, 环比下降 5%, 毛利率环比基本持平, 同比大幅下降,
- ▶ 维持海螺水泥 09-10 年盈利预测, 09 年净利润 28.9 亿, 2010 年 31.6 亿, 每股收益分别为 1.64 元和 1.79 元。主要假设中, 09 年产量增长 20%, 价格下降 8%, 成本下降 4%, 毛利率 25.2%。
- ▶ 维持海螺水泥的 A 股“审慎推荐”, H 股“中性”。虽然受到整个经济和投资大环境的不利影响, 华东华南地区 09 年将面临激烈市场竞争, 但海螺水泥卓越的管理能力和成本控制力使公司具备一定抗风险能力, 09 年国家拉动基建所需大量高质量水泥供应也将使龙头企业受益, 此外, 海螺水泥 09 年近一半新增产能在中西部地区, 可在一定程度上缓解公司盈利增长的压力。从财务指标来看, 海螺水泥的偿债能力较强、现金流充裕, 在行业下行周期中可能会受益于行业整合。长期来看, 海螺水泥持续较快成长能够给投资者带来稳健回报。

中国建材(3323.HK/HK\$8.00)：中性

中国建材主要财务指标及近期股价表现

(百万元人民币)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,727	6,452	10,514	24,005	30,914	36,535
(+/-,%)	63.1%	36.5%	63.0%	128.3%	28.8%	18.2%
主营业务利润	874	1,297	1,995	4,451	5,015	6,156
(+/-,%)	57.6%	48.4%	53.8%	123.1%	12.7%	22.8%
净利润	351	298	912	1,508	1,464	1,747
(+/-,%)	81.8%	-15.1%	206.0%	65.2%	-2.9%	19.4%
每股收益	0.25	0.14	0.41	0.68	0.66	0.79
市盈率	27.8	48.9	17.0	10.3	10.6	8.9
市净率	4.6	3.2	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/Ebitda (x)	20.2	16.9	14.0	10.3	8.6	7.3
ROCE	8.5%	6.0%	6.9%	8.0%	7.9%	8.5%
股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

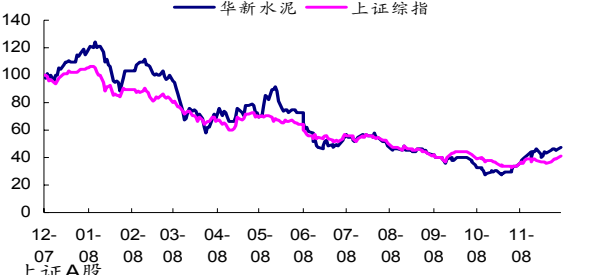


资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- 公司下半年销量稳步增长，预计全年可达到 7000 万吨以上，价格同比上涨约 15%，全年盈利 15-16 亿，符合我们预期。四季度水泥均价环比下跌 10-15 元/吨，预计 09 年一季度价格将继续下降。
- 随着公司前期收购的企业在 09 年纳入合并，公司 09 年销量有望达到 1 亿吨。维持中国建材 09-10 年盈利预测，09 年净利润 14.6 亿元，2010 年净利润 17.5 亿元，每股收益分别为 0.66 元和 0.79 元。主要假设中，09 年的水泥价格下降 7.1%，成本下降 3.2%，水泥业务毛利率为 13.4%。
- 维持中国建材的 H 股“中性”。公司用于收购的资金大部分已支出，也放慢了收购进度，未来资本支出将减少，加上近期贷款利率大幅下降，公司财务负担有望得到缓解，但未来两年公司资产负债率和净负债率仍处于较高水平。09 年，公司所在区域水泥市场总体不旺，中联水泥所在市场略好于南方水泥所在市场，预计 09 年公司水泥业务净利润仍将下降。

华新水泥(600801/15.52 元): 中性

华新水泥主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		
主营业务收入	2,639	3,513	4,770	6,238	6,720	8,061		
(+/-)	21%	33%	36%	31%	8%	20%		
主营业务利润	503	779	1,068	1,318	1,330	1,846		
(+/-)	-12%	55%	37%	23%	1%	39%		
净利润	62	127	290	427	309	352		
(+/-)	-58%	104%	129%	47%	-28%	14%		
每股收益	0.19	0.39	0.72	1.06	0.76	0.87		
(+/-)	-58%	104%	86%	47%	-28%	14%		
市盈率	103.7	50.8	21.6	14.7	20.3	17.8		
市净率	5.3	4.9	3.8	1.6	1.5	1.1		
EV/EBITDA	22.1	15.2	9.4	9.5	11.7	9.6		
净资产回报率	5.1%	9.6%	17.3%	10.5%	7.1%	7.6%	当前股价	人民币 15.52
投入资本回报率	3.6%	5.5%	9.0%	6.2%	5.3%	6.1%	股票代码	600801.CH
股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	日成交量 (百万股)	4.98
每股经营现金流	1.53	2.85	2.93	3.40	2.24	4.26	总市值 (百万元)	6,264
股价/经营现金流	12.8	6.9	5.3	4.6	6.9	3.6	52周最高价/最低价	人民币 41.5/8.75
							发行股数 (百万股)	403.60
							其中: 流通股 (百万股)	153.52
							主要股东 (持股比例)	Holcin B.V. (39.88%)

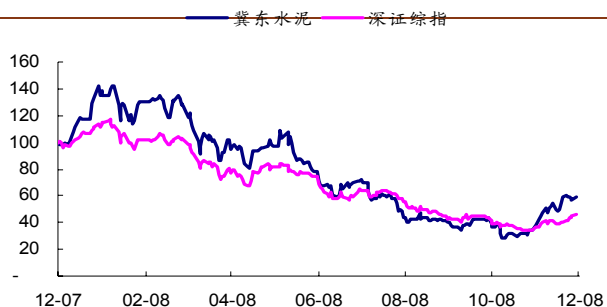
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 预计全年销量 2600 万吨左右, 同比增长 15%, 价格同比增长约 12%, 毛利率同比下降, 净利润 3.8 亿左右, 同比增长 30%, 每股收益 0.95 元, 低于预期 0.11 元, 其中约 0.05 元是由于公司管理层激励花红支出, 未来 2 年也有此项支出。
- 预计华新水泥 09 年销量 3000 万吨, 同比增长 15%, 净利润 3 亿, 每股收益 0.76 元, 2010 年每股收益 0.87 元。主要假设中, 09 年价格下降 6.3%, 成本下降 4.7%, 毛利率为 20.9%。成本的下降考虑了煤炭价格下降和余热发电发挥部分产能。
- 维持华新水泥“中性”评级。华新水泥毛利率和净利率水平较低, 盈利对水泥价格的敏感性较高。公司负债率高, 09 年资本支出 40 亿元以上, 高于 08 年, 在行业低估期中财务风险增加。但是, 华新水泥余热发电即将从 09 年一季度陆续投产, 共有 8 条生产线配备余热发电, 年底余热发电能力将达 91.5 兆瓦。如果余热发电节约成本超出预期或煤炭价格下跌幅度超出预期, 公司盈利存在上调空间。

冀东水泥(000401/10.47元)：中性

冀东水泥主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,309	2,894	3,860	5,527	5,664	7,081
(+/-)	25.9%	25.3%	33.4%	43.2%	2.5%	25.0%
主营业务利润	535	671	1,003	1,246	1,185	1,675
(+/-)	9.6%	25.4%	49.6%	24.1%	-4.9%	41.4%
净利润	128	201	368	484	398	445
(+/-)	-10.7%	57.7%	82.8%	31.5%	-17.9%	12.0%
每股收益	0.13	0.21	0.30	0.40	0.33	0.37
(+/-)	-10.7%	57.7%	45.2%	31.5%	-17.9%	12.0%
市盈率	78.9	50.0	34.5	26.2	31.9	28.5
市净率	4.6	4.2	4.8	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.8	21.5	16.7	12.9	12.0	8.8
净资产回报率	5.9%	8.5%	13.8%	7.6%	5.8%	6.1%
投入资本回报率	2.3%	3.5%	4.7%	3.9%	2.9%	3.1%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	1.2%	0.3%	0.3%
每股经营现金流	0.53	0.88	0.63	1.44	1.33	1.83
股价/经营性现金流	19.8	11.9	16.7	7.3	7.9	5.7



上证A股

当前股价	人民币10.47
股票代码	000401.CH
日成交量(百万股)	17.05
总市值(百万元)	12,698
52周最高价/最低价	人民币26.13/4.9
发行股数(百万股)	1213
其中：流通股(百万股)	563
主要股东(持股比例)	河北冀东水泥集团(51.37%)

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- 预计全年销量2100万吨左右，价格和成本均有明显上涨，毛利率同比下降，净利润同比增长38%，达到5亿左右，全面摊薄每股收益0.42元，略超出我们预期5%。10月份奥运结束后北京市场恢复，公司价格较为抗跌，11月北京和天津地区价格下跌10元/吨，但比我们预期晚了一个月。此外，公司主要煤源价格快速下跌，成本也有了明显缓解，这些情况均好于我们预期，因此四季度盈利超出预期17%。
- 预计09年销量2800万吨。维持冀东水泥09-10年盈利预测，09年净利润4亿，2010年净利润4.45亿，每股收益分别为0.33元和0.37元。主要假设中，09年价格下降8.5%，成本下降6.6%，毛利率为21.8%。
- 维持冀东水泥“中性”投资评级。公司目前有13条生产线带余热发电项目在建，约需资本支出60亿元，加重现金流压力，有可能影响到产能扩张的进度。09年，如果公司余热发电节约成本超出预期或煤炭价格下跌幅度超出预期，公司盈利存在上调空间。目前公司估值过高，考虑到北方地区马上进入淡季，明年上半年业绩将较差，股价存在下调风险，建议获利了结。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。