

# Compani es

## 水泥业景气度续升 价格仍有更大上涨空间

●短期看,水泥受益供需改善,价格仍将继续上升;长期看,目前国内水泥价格是美国的1/3,国际钢铁/水泥价格为3/1,我国为10/1,在50%落后产能逐步淘汰和集中度获得提升背景下,水泥具有更大幅度的提价空间。行业景气度仍高速增长,国民经济的基础原料地位仍未变。  
●因水泥企业业绩增速取决于产能增加和价格上升,因此在行业景气度依旧背景下,具备股票再融资进行产能持续扩张能力的企业,业绩增长就更具倍数效应。特别是在国家淘汰落后产能和优先扶持部分企业扩张产能背景下,该类企业更具有把握历史性市场机遇的能力。而在市场估值高企背景下,该类企业更具有抗周期性和安全边际。

○国泰君安 韩其成

### 水泥价格仍将继续上升

水泥价格取决于行业供需关系、内部竞争格局、同类产品价格等因素。从长期供需结构看:我国城市化率由目前45%将提升到2010年51%,进一步到2020年65%,工业化进程仍将继续扩大对水泥需求,预计人均消费量在2020年达到饱和,我国水泥需求从长期看仍处于快速增长黄金时期。

而在国家日益重视节能环保政策下,占比50%落后产能必将被逐步淘汰,将有效降低水泥供给,为大企业腾出更多市场空间,提升其集中度,增强其价格控制力:

①落后产能单位成本高,在煤电成本逐步上升背景下,其成本优势将逐步消失;

②在新一届政府对绿色GDP节能降耗意识增强背景下,高污染高能耗的落后产能不符合潮流;

③政府目前更有经济实力来淘汰落后产能,应付之后的经济问题。

从短期供需关系看:2007年前8个月城镇固定资产投资增长26.7%,仍处于近20年来周期均值之上,并且东部、中部、西部地区增幅分别为22.6%、35.9%、29.5%;而水泥行业前8个月固定资产投资增速为0.7%,最高的是西北、西南、东北地区,华东地区增速较低,与水泥需求增速区域分布相匹配。

在连续两年水泥固投下降后,今年前8个月呈现快速反弹,主要是因为:①未来4年淘汰的落后产能规模相当于目前产量的23%,提

前布局市场空缺刺激了产能增加;②节能减排政策和新技术低成本驱动企业以旧换新;③新建产能单线规模更大,并更多带有余热发电项目,因此所需投资更多;④更多是国家支持的大型优质企业在增加产能,提升市场份额。

综上所述,驱动行业的关键价格因素仍处于良性轨道,并未有发生向差性变化。从短期看,水泥价格处于第4季度以及2008年仍将处于上升通道当中,行业景气度将继续得到提升。从长期看,国际市场上同为建筑材料的价格/水泥价格是3/1,而我国市场是10/1。目前我国水泥价格是美国的1/3,随着我国淘汰落后产能,特别是国家支持的60家企业集中度大幅提升背景下,需求处于高速增长时期的水泥价格仍有更大提升空间。

### 配置具产能持续扩张能力的企业

先看两组数据:①重点联系企业水泥产量占全国比重逐年增加,由2004年的28%提升到目前的35%,大型企业市场份额在上升,区域价格影响力亦在上升;②水泥行业投资资金来源中自筹比例增加,国内贷款占比下降,具备在股票再融资能力的企业获得更多资金进行产能扩张。

上述两组数据的深刻政策背景是:在国家日益注重节能环保和环保背景下,国家出台了淘汰落后产能和提升行业集中度的政策,特别是出台了扶持12家国家性企业和48家区域性企业的政策,在贷款和批地方面给予优先支持。在此背景

下,大企业获得优先扩张的权力,小企业因贷款受限而呈现出举步维艰的态势,特别是不具备股票市场融资条件的企业,将丧失历史性的发展机遇。

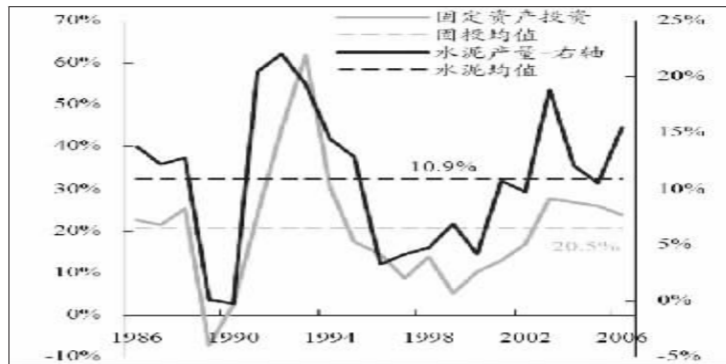
这两组数据的策略性启示意义在于:优先选择规模大和具备持续产能扩张能力的企业,因为企业业绩增幅取决于产能和价格增加,在行业复苏背景下,规模大企业特别是产能持续增加的企业业绩将获得倍数效应。特别是具备再融资能力的企业,将因具有大规模资金可以持续扩张产能,提升自身市场份额和抢占难以再有的历史性机遇,因50%落后产能逐步淘汰腾出的市场空间巨大。

在目前整体市场和水泥行业估值高企背景下,该类企业因是业绩优良的蓝筹股,具备业绩持续增长的潜力和长期发展动力,因而更具有抗周期性和具有更大的安全边际。

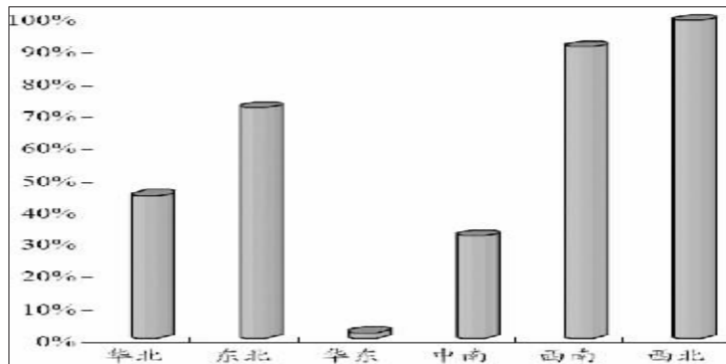
其中具备产能持续扩张能力的企业首先必须具备三个条件:①所处区域有足够的市场空间让企业去开拓,这包括当地淘汰落后产能足够大,新干法占比低从而有大量新建新干法产能的需求;②所处区域固定资产投资增速快,人均水泥消费量低从而可以放大水泥需求;③企业盈利能力优良可以再融资拿到资金建立产能。

而具备优秀的盈利能力又取决于:①所处区域竞争程度,包括企业数量多寡和行业集中度,是否具有价格影响力的利益团体等;②企业本身所处区域市场份额和本身因经营管理能力不同呈现出的盈利能力差异等。

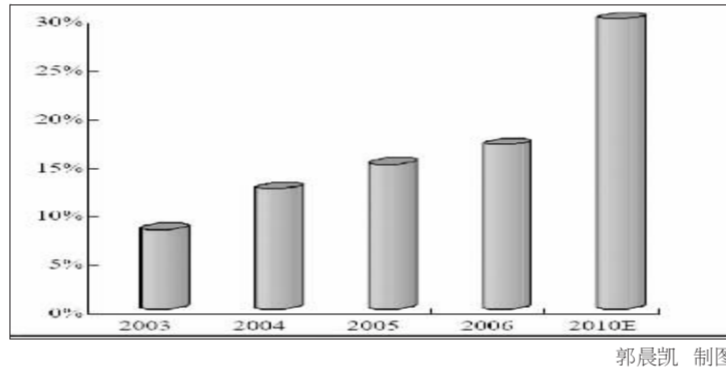
### 固定资产投资与水泥产量增速仍处高位



### 水泥行业固定资产投资增速



### 2010年末前10大企业集中度提升到30%



## 销售旺季渐行渐近

○安信证券 石磊

水泥企业的库存通常反映了短期水泥产品的需求。从今年前8个月我国重点联系水泥企业的库存及增长率来看,雨水天气的增多导致6、7月份水泥企业的库存增长率分别达到16.56%和19.28%。8月份,重点联系水泥企业库存949万吨,同比增长6.21%,库存增长率出现了明显回落,远低于同期水泥产量的增长率,这表明随着天气的好转以及水泥销售旺季的临近,水泥的需求逐步转旺。

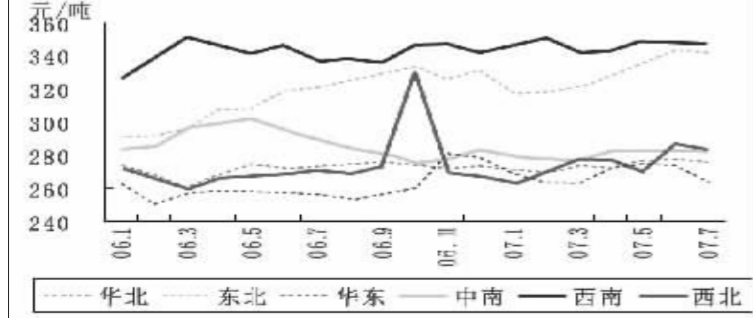
水泥价格受需求的影响最大。水泥的短期需求是与工程量正相关的。通常进入9月份,高温天气已过,同时南方雨水有所减少,水泥需求开始逐渐进入旺季。就北方地区而言,一般进入11月中下旬后,由于气温快速下降,施工量明显下降,水泥的需求也开始转淡。但暖冬因素可能使得施工周期延长,从而导致水泥需求仍然很旺盛,出现淡季不淡。南方地区的销售旺季一般会持续到12月份,华南地区甚至一直会延续至次年的2月份。在水泥销售旺季的背景下,对短期水泥价格有负面影响的因素也是

来自天气情况。随着水泥销售旺季的渐行渐近,台风及雨水天气可能会影响水泥提价的频率及幅度,同时也会影响到水泥的运输。

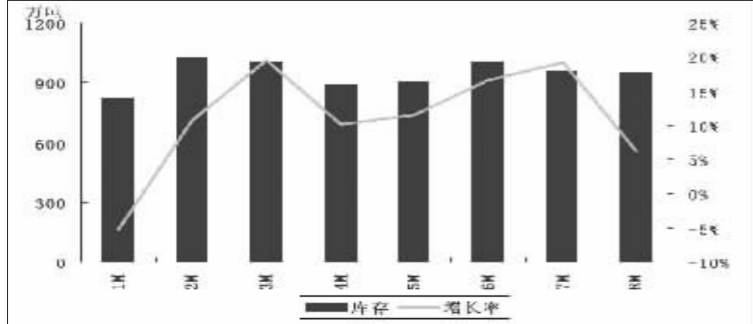
另外一个导致需求旺季来临的因素是,国家及地方的重点工程一般会在冬季来临之前封顶,所以,一般进入8月下旬后水泥的需求会陆续增加,水泥的销售市场出现产销两旺。

从我国六地区重点联系水泥企业价格来看,8月份,部分地区的P.O32.5级水泥价格开始出现环比回升,其中,华北和华东地区价格环比分别上涨1.2元/吨和0.55元/吨,西北地区水泥价格环比上涨2.83元/吨,其它地区水泥价格环比小幅回落。西北地区水泥价格的上涨主要因素是新疆水泥价格的暴涨。由于近年来中亚国家基建规模扩大,对水泥等建材的需求激增,引发中亚水泥价格急剧攀升,中亚国家水泥进口剧增。大量的水泥出口刺激新疆水泥价格出现暴涨,每吨水泥涨价达到100多元。从最新了解的情况来看,随着销售旺季的到来,9月份上海市水泥价格上涨20元/吨。依然看好四季度的水泥价格。

### 六地区重点联系企业 P.O42.5 水泥价格



### 2007年水泥行业重点联系企业各月库存量及增长率



## 水泥行业未来将加速洗牌

○银河证券 洪亮

2006年我国水泥产量达12.36亿吨,占世界水泥产量的50.45%。2007年上半年全国生产水泥61830万吨,同比增幅达到16.0%。在我国水泥产量持续高速增长的同时,水泥行业的供求矛盾却在不断恶化。2006年国内水泥市场需求不到12.5亿吨,而水泥生产产能已达16.94亿吨,产能过剩4.5亿吨,特别是落后产能比重仍占50%。按照目前的经济发展速度,预计2010年国内水泥需求量为13.5亿至14亿吨,比2006年的产能少2.5亿至3亿吨。在总产能中,新型干法水泥的比重将达到70%以上。因此,未来几年,我国水泥行业总量过剩、结构失衡的矛盾依然突出,水泥产业结构调整的任务依然相当艰巨。

### 提高行业集中度仍是当务之急

尽管我国水泥行业的集中度相对前几年来说有所提高,但与国外发达国家相比仍有相当差距。我国排名前10位的大型企业水泥生产总能力也只相当于世界水泥业第一位的法国拉法基集团(Lafarge)一家的产能。从国外水泥发展历史来看,水泥企业的平均生产规模都是60万吨以上;除中国水泥之外的国际前五大水泥集团的集中度达到42%。从水泥行业的发展规律来看,经营区域性特点明显的水泥产品,龙头企业集中在区域市场中的市场份额只有达到60%以上,才能起到稳定区域价格的作用。目前,世界前50家水泥巨头的生产集中度已达到60%以上。我国较低的集中度是强化市场价格波动性、引发低层次价格竞争的主要原因;而平均产能规模过低则会抑制行业规模效应的发挥。要达到稳定区域水泥价格的作用,提高我国水泥行业的集中度,仍是当务之急。因此,我国水泥行业提高集中度还有比较长的

路要走。

国家发改委为落实2006年4月13日发布的《关于加快水泥产业结构调整若干意见》,于2006年10月17日出台《水泥工业产业发展政策》,明确提出到2020年,水泥企业的数量由目前的5000家减少到2000家,生产规模3000万吨以上的达到10家,500万吨以上的达到40家。为此,2006年12月底国家出台了包括十二大全国性内资水泥集团在内的60家重点扶持水泥集团名单,在项目核准、土地审批、贷款投放等具体措施上予以扶持,以进一步推动行业整合,提高产业集中度。2007年2月18日国家推出《2007-2010年全国分省市淘汰落后水泥能力计划表》,量化淘汰落后产能指标,并与各省市自治区政府签署淘汰责任书,以明确淘汰的进度和责任。根据计划表,到2010年全国将累计淘汰落后产能2.5亿吨,企业平均生产规模将由2005年的20万吨提高到40万吨,企业户数将由5000家减少到3500家左右。

### 企业兼并重组将风起云涌

水泥业是一个规模效应明显的行业。要在行业中立足,必须在结构调整中扩大规模,成为区域龙头企业,才能在区域市场中有价格的话语权。目前的状况是:我国水泥企业资本结构不合理,资产负债率低于60%的并不多,即使像海螺、山水、冀东和华新这样的龙头企业,资产负债率也在60%以上。自有资金比例太低,企业的经营风险过高。受资金的制约,国内众多中小水泥企业不仅失去扩张机会,还面临沉重的还贷压力。水泥企业资金的短缺却为有实力的大企业进行收购、兼并提供了难得的市场机遇。包括外资在内的有实力的大集团,敏锐地抓住这一有利时机,加大对国内水泥企业的并购力度,有选择地对区域龙头或有望成为区域龙头的水泥企业进行投资,抢滩布点,占领经营的制高点。近年

来,水泥板块并购浪潮风起云涌:中国非金属材料总公司(中国中材集团公司子公司)入主天山股份,法国拉法基集团(Lafarge)收购四川双马、HOLCHIN B.V.增持华新水泥A股,德国海德堡(Heidelberg AG)入股冀东水泥的子公司,海螺水泥牵手昌兴矿业投资有限公司入股东股份,徐州海螺以9.61亿元现金,并承担2.3亿元银行借款担保的代价易主中国建材集团。北京金隅集团有限责任公司拟以2.40亿元受让太行水泥50.84%的股权,爱尔兰CRH公司拟购买亚泰集团所属全部水泥企业26%的股权。中国中材集团公司控股赛马实业,中材国际合并天津水泥设计院。海螺水泥参股祁连山。中国建材联手江西水泥、尖峰集团、虎山集团、浙江水泥有限公司等企业组建南方水泥有限公司。特别是拉法基全资控股四川双马获得批准,标志着外资入主国内龙头企业进入了倒计时。

这些并购方式多种多样,既有内资并购,也有外资并购;既有大企业并购小企业,也有大企业之间的转让;还有联合设立新公司。并购的案例不断涌现,并购的案值越来越高。随着政府加大对重点水泥集团的扶持力度,将有助于解决一直困扰国内水泥龙头企业发展的融资瓶颈,进一步推动水泥行业整合,未来的兼并重组将进一步加剧;通过兼并重组壮大的水泥集团,更有条件进一步兼并重组,加速产业集中度提高。可以预期,未来水泥行业洗牌将加速,区域性龙头企业在行业地位将进一步加强,水泥行业的并购也将愈演愈烈。未来水泥行业的兼并重组将以形成区域龙头企业为主:一方面,国内有实力的水泥企业对目标市场周边的中小水泥企业进行各种层次的“联合”,以期成为区域水泥龙头企业;另一方面,外资水泥巨头在国内水泥市场积极布局设点,对国内水泥企业形成压力,加速上述区域龙头企业进一步兼并的步伐。

(光大证券 许雯)

## 冀东水泥(000401) 前三季毛利率升2.24个百分点

1至9月份公司实现销售收入25.64亿元,同比增长29.28%,营业利润3.15亿元,同比增长118.85%,净利润3.25亿元,同比增长111.14%,EPS达0.337元,符合前期预测。

前三季度公司销售水泥1200万吨,熟料160万吨,预计全年1900万吨的原计划销量难以完成,调整全年销量预测至1700万吨。虽然销量有所下降,但由于毛利率水平上升超出之前的预期,维持前期的盈利预测。

前三季度毛利率水平达到27.82%,同比上升2.24个百分点,为2004年以来最高水平,第三季度更是高达29.73%,同比劲升近6个百分点,主要原因是水泥价格上涨和内蒙公司高毛利率的影响。更令人欣慰的是期间费用率继续走低,前三季度为16.35%,比中期下降2.03个百分点,尤其是管理费用率降至5.79%,比去年同期下降2.25个百分点,为1998年以来最低,充分显示出公司管理水平的大幅改善。

测算7、8月公司单月平均净利润为5500万元左右,9月为6700万元。1至9月份公司华北地区(除内蒙外)平均到厂煤价为460元/吨,目前虽上涨了约30元/吨,但对全年利润不构成大的影响。10至11月份又为旺季,全年实现4亿元以上的净利润已无悬念。维持2007年至2009年EPS为0.37元、0.61元和0.95元的预测。

(联合证券 周煊)

## 海螺水泥(600585) 增发为长远发展提供充足动力

定向增发收购资产增厚公司业绩。此次收购的资产主要是海螺旗下主要的四大水泥生产基地的少数股东权益,按照前期的测算,由于这些水泥基地资产的收益率水平明显高于上市公司,因此此次增发对海螺水泥的业绩增厚幅度在15%左右。

增发为公司的长远发展提供充足动力。海螺近两年拟进行连续两次增发。本次的定向增发解决了长期以来投资者关心的上市公司中少数股东权益较大的问题,今年拟进行的公开增发将为公司的长期发展提供充足的资金支持,而水泥行业是一个典型的资金密集型行业,充足的资金支持将为公司未来的长期发展带来充分的想象空间。

建材行业的密集增发说明行业处于整合的关键阶段。目前的建材行业属于行业整合的关键时期,典型的特征是龙头企业“跑马圈地”。经过这一轮行业整合以后,优势企业的龙头地位将更加突出,我国建材行业寡头垄断的格局将很快形成。

海螺水泥作为水泥乃至建材行业的绝对龙头企业,成为寡头垄断中的优势企业可能性最为明确。(中投证券 李凡 罗泽兵)

## 华新水泥(600801) 销售收入有望复合增长29.76%

公司在建项目进展顺利;咸宁4000T/D水泥熟料生产线已按计划于3季度开始试生产;武穴二期6000T/D水泥熟料生产线已于10月16日点火;信阳4500T/D生产线进展顺利,按原计划2008年投产;黄石250万吨/年水泥粉磨工程运行良好;仙桃二期30万吨/年水泥粉磨扩建工程年底之前可投产。预计投产后2007年公司新增熟料产能264万吨,水泥产能823万吨,产能继续保持较快增长。

未来三年,公司销售收入有望保持29.76%的复合增长率。预计公司2007年、2008年、2009年的EPS为0.777元、1.182元、1.607元。

历经一年的定向增发事宜,继8月份发改委发函初步回复后,9月27日发改委以委函名义正式回复湖北省发改委并批准。目前公司正在进行定向增发的准备工作。

公司将继续坚持“+”字型发展战略而不作改变,在对待不同市场区域时采取不同的策略。对于华东地区,以维持现状为主;河南地区,扩张计划有所放缓;湖南地区,将在定向增发完成之后加大扩张力度;湖北地区以巩固为主。近一两年,公司在发展模式上,仍将以自建生产线为主。

(光大证券 许雯)

## 江西水泥(000789) 未来三年业绩将飞跃式增长

完成向大股东的定向增发,大股东以石灰石采矿权作为资产认购2004万股股权,认购价格为4.36元/股。完成大股东增发后,公司还将向机构投资者募集不超过2.32亿元现金,发行价格要通过询价确定,但不低于4.36元/股。

从基本面来看,江西水泥将与中建材合作整合江西省的水泥行业,江西水泥将获得快速发展的机会。未来三年业绩将实现飞跃式增长,考虑到股本扩张,公司的业绩虽然要在2008年才能大幅体现,但这种增长速度在水泥上市公司中也是罕见的。

从公司刚公布的最新股东名册来看,以QFII为首的机构已开始大量进驻,与二季报见到机构身影的状况已发生了很大的变化,体现了公司已经开始得到了机构投资者的关注。

公司的后续股价催化剂可能来自向机构增发完成或对江西中小水泥的持续收购动作。(东方证券 罗果)