

# 水泥行业:能源成本压力下持续景气

中信建投研发部 田东红

## 水泥行业景气持续,价格持续上涨

本轮水泥行业的景气自2005年下半年开始,2006、2007年行业利润水平都大幅提高。水泥行业与固定资产投资的波动紧密相关,由于固定资产投资增速依然高企,因此,水泥的需求量依然会保持较好的增长水平。特别是下半年,随此次汶川地震灾后重建的大规模启动,必将进一步推动水泥的需求。而在供给方面,虽然水泥产业的投资有所反弹,但由于审核项目日趋严厉,且项目投资门槛提高,使得水泥的盲目投资扩张受到抑制,因此新增产能依然比较合理。而发改委强制淘汰落后水泥,使水泥的消费存量空间明显增强,特别是淘汰落后“两大”的地区,水泥市场可能会更好。总体来讲,水泥行业的供需仍会维持较好的平衡,行业的景气还会持续。

从水泥的价格变化来看,水泥的价格自2005年来一直稳定上涨,2008年以来,价格上涨有加速的趋势。2008年一季度,全国水泥价格同比涨幅在5%左右,二季度同比涨幅超过6%。

## 节能缓解成本压力,水泥行业利润依然增长

作为高耗能行业,近几年行业在节能问题上诸多措施也使行业明显改善了对能源的消耗。首先,水泥行业中新型干法窑比重不断提高,自1995年的6%提高到目前的55%以上。新型干法窑相对于落后水泥生产线在煤耗上要节能20%以上;其次,纯低温余热发电在2006年以后的大规模应用,有效利用了窑头窑尾的余热,就单项目而言,可降低成本在10%左右,取得很好的节能效果;目前新建的新型干法窑水泥生产线,大多同时都带有余热发电项目;第三,随节能意识的加强,水泥公司加强节能措施,对生产工艺进行节能改造(如采用变频节能技术等),也增强了行业的节能效果。

在2008年一季度,虽然煤炭价格同比上涨30%左右,但由于节能效果,一季度水泥行业的毛利率水平依然小幅上涨,行业利润增长50%左右。在2008年前5个月,水泥行业的利润同比增长60%左右。

即使6月份利润下滑,但上半年行业利润增长基本已经确定无疑。从上市公司业绩预告来看,5家进行业绩预告的公司中仅有一家预减,其余都是预增50%以上或扭亏。

## 煤炭价格快速上涨对行业的压力有待进一步观察

由于行业景气,考虑水泥销量的增长,以及煤炭购进价格的滞后,从上半年整体来看,预计行业的毛利率水平能维持去年同期小幅波动,预计行业的利润还会保持40%以上的高速增长水平。

但由于2008年5月份后煤炭又开始加速上涨,同比上涨幅度目前已超过了80%。而水泥行业中能源在成本中的比例已经高达70%左右,其中煤炭和电力在成本中的比例一般都超过40%和20%。因此,煤炭价格的高速上涨,为水泥行业带来巨大的成本压力(煤炭价格走势见图2。)另外,发改委发出的自7月1日起,将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱。上调电力的价格,在下半年也将会明显增加水泥的能源成本。

因此,对于下半年行业的利润情况,可能需要进一步观察水泥和煤炭的价格变化,特别是水泥价格的上涨能否进一步向下游转移将成为关键。

## 中长期水泥行业依然具有投资价值

但从中长期来看,水泥行业受结构调整和行业整合的影响,行业景气的状况难以改变。而且,一方面,水泥价格上涨空间无论从国际上或是国内比较来看,都还具有很大空间;另一方面,目前水泥行业的利润水平在历史上还处于低位,行业利润本身还具有较强的上涨空间;另外,行业集中度的提高,使龙头企业相对具有一定的定价话语权,它们更有望领导行业达到相对合理的利润水平。因此,我们相信,即使短期内水泥价格的上涨可能还不能完全转移能源成本的压力,但中长期由于市场的供需变化和行业自身的发展,水泥价格逐步推升后一定会消化能源的成本压力,从而继续维持甚至提升行业的利润水平。因此,水泥行业依然具有较强的投资机会。

从市场表现来看,水泥行业上市公司经过市场的下跌,目前市盈率水平已经不高,根据wind咨询的数据统计,主要公司2008年动态市盈率多在20倍以下,2009年动态市盈率多在10-15倍。即使考虑到煤炭上涨速度过快会短期影响行业的利润水平,但中长期依然可以相对乐观。

短期看,在能源成本压力下投资景气的水泥行业,主要选择节能效果明显、具有较强区域定价话语权因而能够转嫁成本压力的公司。同时,在毛利率难以大幅提升情况下,更多地关注产能扩张大、外延增长强的上市公司,如冀东水泥等。

图1: 水泥价格走势

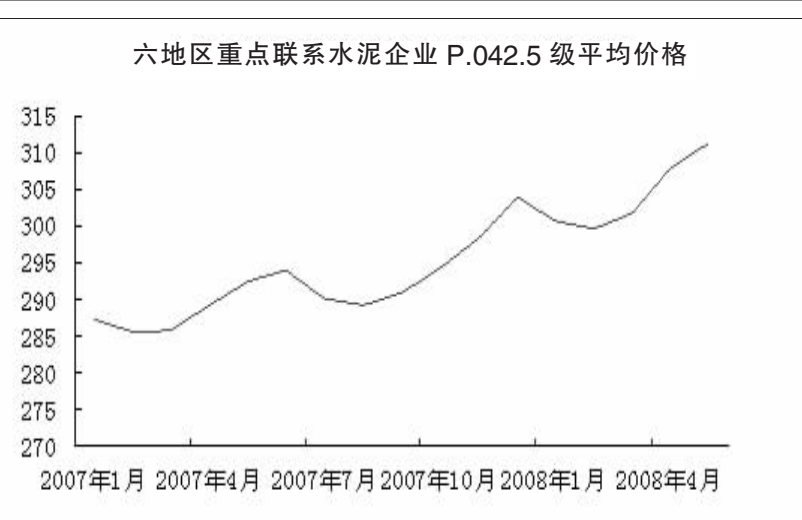
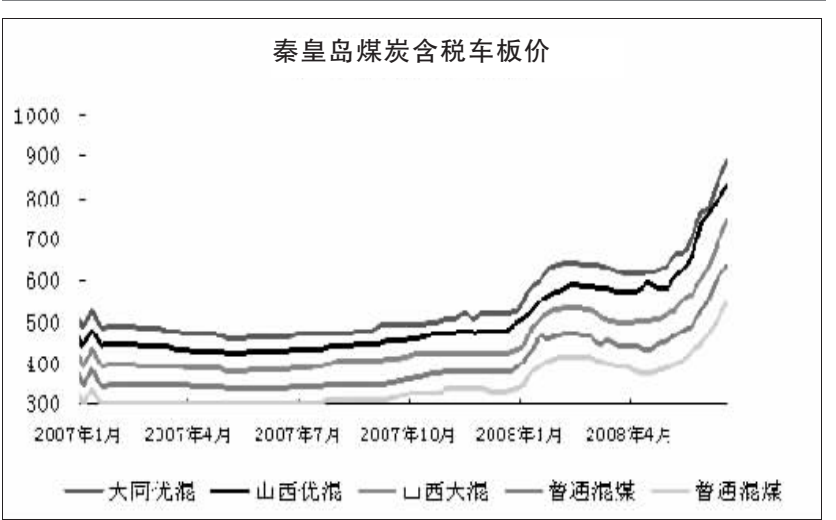


表1: 主要水泥行业公司基本情况一览表

证券代码	证券简称	ROE%	销售毛利率%	资产负债率%	净利润增长率%	PB(07)	PS(07)	PE(07)	PE(08)	PE(09)	PE(10)	08年中报业绩预告
000401	冀东水泥	13.78	26.88	67.10	74.94	5.43	3.72	39	21	13	9	
000673	*ST大水	3.79	15.13	68.57	110.93	7.15	4.43	169				
000789	江西水泥	3.44	18.01	52.79	245.06	2.52	2.03	78	25	10	7	增长100%左右
000877	天山股份	15.75	25.27	73.60	136.81	3.75	0.94	23	15	10	7	
000885	同力水泥	21.86	30.98	69.91	31.20	6.30	2.39	30				
000935	*ST双马	3.98	3.98	94.53	200.10	466.47	4.19					扭亏
002233	塔牌集团	23.08	26.23	71.72	75.71	5.81	2.27	28	18	13	10	增长55%至70%
600217	ST秦岭	4.1	15.74	75.94	105.76	5.17	2.61	114				
600291	西水股份	0.83	26.40	21.29	128.68	1.20	6.57	108				
600318	巢东股份	4.34	23.79	40.70	343.93	2.52	2.13	57	21	6		
600425	青松建化	6.04	23.90	35.94	49.41	1.72	3.21	29	18	11	8	增长50%以上
600449	赛马实业	12.46	29.43	52.29	135.75	3.04	2.20	24	14	10	8	
600539	狮头股份	0.33	19.81	21.74	-71.70	1.26	2.67	387				
600553	太行水泥	6.59	19.15	54.81	39.81	2.12	1.27	31				
600585	海螺水泥	22.51	31.16	62.80	64.23	5.85	3.58	27	18	14	10	
600668	尖峰集团	4.84	13.42	49.02	158.21	1.57	0.96	32				
600678	四川金顶	6.18	34.67	58.84	30.94	5.79	5.79	94				
600720	祁连山	0.6	25.92	59.52	-22.12	2.34	1.68	388	26	13		
600801	华新水泥	17.27	23.75	71.78	89.86	1.71	1.33	22	15	10	8	
600802	福建水泥	2.81	29.67	44.69	147.73	1.25	1.57	36	26	18		将大幅降低
600881	亚泰集团	10.65	25.02	53.74	372.17	2.07	2.61	20	6	11	10	

(数据来源:wind咨询,中国建材信息网,中国煤炭资源网,中信建投研发部)

图2: 煤炭价格走势



## 7月1日机构研发策略汇总

### 看空因素体现在

**一、分析师继续下调2008年一致性盈利预期。**数据显示,分析师将2008年净利润增速从此前的27%下调到22%。在经济和政策不确定性影响下,上市公司盈利遭到了较大的打击,前五月的工业企业利润数据虽然不如市场预期那么差,但事实出现较大幅度下滑。而且从预期来看,中期业绩或将良好,但3季度业绩不容乐观,而对于4季度企业的利润还需视未来经济周期以及政策调控的变化而定,总体来看,2008年企业利润总体将出现较大幅度的下滑。

**二、A股估值是否合理仍存在分歧。**通过研究机构对目前市场的估值水平的态度来看,观点存在较大分歧。目前市场整体的静态市盈率为24.6倍,相比无风险利率市场的估值水平,已经近乎合理。但由于上市公司盈利预期被不断下调,因此2008年预期

市盈率的水平或高于前期市场的19倍。若与历史低点的水平对比,这个数值仍存在溢价。因此,研究机构对于目前的估值存在巨大的分歧。另外,如果用实业资本的投资眼光来看市场,则倾向于市净率的判断而非市盈率。那么目前市净率的平均水平为3.6倍,但要知道,2005年5月份,市场最低潮时期,该指标仅为1.5倍。也就是说,目前上市公司的盈利水平相比其股价并没有太大的吸引力。

**三、周小川表示抑制通胀有多种货币政策选择,不排除加息的可能。**其实,上周末就有市场加息的传闻,导致上周五指数大跌。由于目前通胀绝对水平仍较高,其他的数量型调控措施的调控效果并不明显,周小川此番表态,更加剧了市场对于加息的预期。当美国中止降息周期,印度、越南、欧洲等多个敏感地区都纷纷加息的背景下,也推升了中国加息的可能性。而有研究机构分析,由于下半年CPI涨幅将

有望出现回落,同时经济减速的风险也将加大,如果要考虑加息,那么7月份将是下半年最好的时机。

**四、国际油价冲破143美元,继续创出新高。**国内成品油价格的放开,沙特的增产都无法阻止国际油价上行的步伐,这其中不排除投机成分,但是投机结束的时间在哪里,或许谁都不确定。但有一是可以确定的,不断上涨的油价对我国宏观经济的压力进一步加大。不但挤压了国内石油化工行业的利润,而且加大了其他行业的生产成本,加大通胀的压力。

**五、大盘股IPO通过证监会审核。**除了光大证券5.2亿股的发行之外,另一大盘股南车股份也同时过会,市场的扩容压力不言而喻。另外,招商地产增发议案获通过。这表明了管理层并没有因为市场的下跌而对IPO增发进行管制,符合条件的公司依然如期上市。因此,市场预期从供需角度来寻求喘息的机会,似乎可能性并不大。

### 看多因素体现在

**奥运情绪酝酿反弹。**集中研究机构的投资策略后发现,部分研究机构特别注重奥运题材。认为奥运期间稳定第一,政府希望股市不要出现太大的波动,尤其是大幅下跌的走势。基于奥运情结,也实在无法看空7月行情。此外,研究机构认为稳定的意图还体现在,近期管理层围绕市场建设与公司治理大做文章,政策面暖风或能修正急速下跌的市场。

对此,或许投资者更多的是用中性的眼光来看待,毕竟,奥运概念在之前的行情中并没有延续性和赚钱效应,同时,管理层的治理政策出台更多的是讲究长期市场的效益,而非短线内对股市的实质性刺激,因此,难有促使反弹因素出现。

### 证券通一语道破

目前坚定看多因素似乎并不存在。因此,市场各方人士都保持了绝对的谨慎。行情没有出现有效的反转特征,比如成交量放大、指数持续上涨、换手率提升等,任何的看多因素都会被仔细掂量。目前来看,7月份业绩的变化是最为市场所关注的,虽然有出现诸如兴发集团、中路股份等继续业绩翻好几倍的公司,但有一个现象表明,部分上市公司向下修正业绩预告,说明,对于业绩增长的预期正在逐步地变得悲观,何况也有较多的公司已经公布中期业绩预期大幅下滑。说明,上市公司的业绩整体还不乐观,或许中报业绩公布期间,市场的波动性会更加加剧,目前仍需谨慎。

## 证券通天天涨幅榜背景大揭秘(7月1日)

股票简称	股票代码	当天涨幅	最新评级	背景解密
川化股份	000155	10.01%	未评级	公司中报业绩预增10倍以上成为其主要亮点。不过高速增长的主要原因在于2007年的低基数,预计2008年全年业绩同比增长100%左右,但相对20倍市盈率并未明显低估。
泸天化	000912	4.97%	观望	公司重组方案搁浅并未对企业发展造成重大影响。目前公司仍是国内最大尿素企业,在做大做强化肥主业的基础上,企业还积极向煤化工领域延伸,以增强发展持久性。参股、控股公司的甲醇、BDO等化工产品也将给公司带来不菲的投资收益。
澄星股份	600078	4.52%	审慎推荐	磷化工的高景气使得公司2008年上半年业绩大幅增长。同为磷化工企业的兴发集团半年报大增500%-700%,给投资者带来了美好预期。公司目前的电子级磷酸盈利能力良好,未来将继续向高盈利能力的食品级磷酸等方向扩张。
首旅股份	600258	3.10%	持有	公司发展战略正由旅游综合型上市公司向酒店景区为主要资产形式转变。目前公司景区业务利润贡献出现了明显下滑,未来酒店资产的注入成为企业发展主要看点。广告和展览业务在奥运会以后也将逐渐成长为新的盈利点。
西飞国际	000768	6.38%	增持	公司是我国唯一的轰炸机生产基地,也是我国最大的大中型飞机生产基地。无论是军用的轰6、飞豹,还是民用的运八、新洲600都具有很好的市场前景。未来公司还规划了新洲600和新洲700,再加上集团的资产注入和整合预期,公司未来发展前景十分广阔。另外值得注意的是,公司是我国大飞机项目的最大受益者。

## 热门板块机构调研深度透析(7月1日)

板块名称	市场表现	调研结论	行业评级	个股亮点
传媒业	传媒板块昨日再度逆市走强。赛迪传媒、歌华有线等传媒企业均逆市上涨。	数字革命掀起全球媒体整合浪潮,区域整合、跨区域整合、新旧媒体整合等成为国内媒体业主要推动力。预计未来三年国内广告业年均增长在20%以上,数字电视用户年均增长在50%以上,因此传媒业目前拥有较高的成长性和相对低的估值。关注受益奥运和具有整合机会的上市公司。	☆☆☆ (增持)	歌华有线(600037):随着数字电视业务规模扩大,有线增值业务成为未来发展一大亮点。与LGI合作将有效提升宽带业务的运营效率。北京政府的政策支持也推动了公司的发展。
化工业	昨日在澄星股份带动下,化工板块整体活跃。板块中有接近一半的上市公司翻红,成为周二市场上最活跃的板块之一。	虽然原油和煤炭价格上涨给化工行业带来了沉重压力。但基于转型成本能力的不同,各子行业的景气度将出现严重分化。其中农药、磷化工、新材料等需求推动将维持高景气;石化行业则继续大幅亏损。此外出口政策调整也是化工行业面临的一大风险。关注具有技术、成本和节能减排优势的高景气子行业公司。	☆☆☆ (中性)	川化股份(000155):公司中报业绩大幅增长10-13倍,成为推动股价上涨的催化剂。预计2008年全年业绩为0.5-0.6元,可同比增长100%,不过当前股价对应约20倍市盈率估值并未明显低估。
旅游业	雪灾和地震影响逐渐过去以及奥运日益临近,旅游板块近期持续活跃。其中中青旅、国旅联合等走势较强。	休假制度改革、门票限价、雪灾和地震等都对旅游业2008年业绩造成不利影响。但下半年随着奥运和十一黄金周的到来,旅游业业绩将集中释放。上半年板块的大幅调整给了投资者一定的机会,可重点关注远离地震灾区的资源型旅游上市公司以及中青旅等受益奥运的旅游龙头。	☆☆☆ (中性)	中青旅(600138):公司已经形成了含旅游、景点、会展、酒店等一系列完整产业链。奥运会和世博会的召开将对公司业务产生长期支撑作用。而公司的乌镇景区盈利良好,发展空间广阔,未来将成为公司主要的盈利增长点。

## 证券通强势个股机构最新评级(7月2日)

简称	代码	机构评级	评级时间	机构估值(元)	最新收盘价(元)	合理空间(%)
中金岭南	000060	买入	08-07-01	20.00	13.60	47.06%
格力电器	000651	增持	08-07-01	61.60	30.58	101.44%
思源电气	002028	买入	08-07-01	25.30	22.00	15.1%
北陆通信	002148	增持	08-07-01	17.40	15.11	15.16%
新湖中宝	600208	增持	08-07-01	8.00	5.08	57.48%
海正药业	600267	增持	08-07-01	19.00	16.17	17.5%

## 证券通最新个股盈利预测

简称	代码	08年EPS(元)	09年EPS(元)	10年EPS(元)	2年复合增长率(%)
中金岭南	000060	1.04	1.28	1.32	12.66%
格力电器	000651	2.2	3.25	4.28	39.48%
思源电气	002028	1.23	1.43	1.89	23.96%
北陆通信	002148	0.65	0.87	1.25	38.68%
新湖中宝	600208	0.26	0.37	0.54	44.12%
海正药业	600267	0.47	0.67	0.95	42.17%

盈利预测数据由“证券通”提供