國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

国泰君安国际 研究部

水泥建材行业 --- 向半资源型企业转变

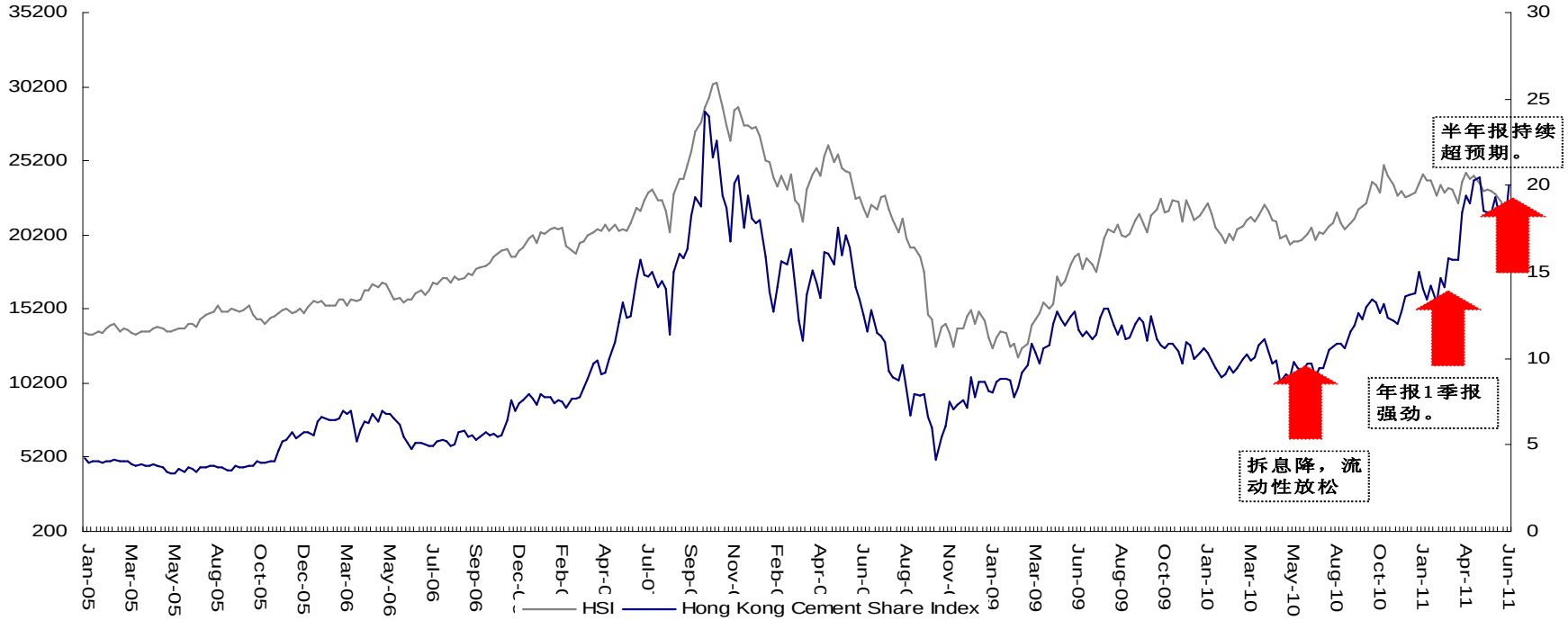
分析员：赵睿

日期：2011年7月

联系电话： 0755 2397 6755

Email: zhaorui@gtjas.com

择时与选股



来源：彭博，国泰君安国际

港股水泥全覆盖：安徽海螺 (0691), 中国建材(3323), 北京金隅 (2009), 中材股份 (1893), 山水水泥(0691), 华润水泥(1313), 台泥国际(1136), 亚洲水泥(0743), 西部水泥(2233).

重点推荐：

- **山水水泥(00691.hk) 目标价 HKD 12.0，有30%的上升空间 。**
- **中国建材(03323.hk) 目标价 HKD 20.0，有36%的上升空间。**
- **台泥国际 (01136.hk) 目标价 HKD 6.5 ，有54%的上升空间。**

选股标准：1）区域垄断，2）半年报超预期概率大， 3）估值吸引，

需求端：

城市化加快

- **东部沿海一线城市：保障房建设和后城市化。**保障房是社会福利体系的重要组成部分，同时也是抑制高房价的有效武器。温总理宣布在十二五计划中修建3600万套保障房。保障房本身只带来5%左右的需求，但是由此带动产生的公共建筑和基建的需求量很大，包括道路，学校，医院，商铺。同时一二线城市出现交通拥挤的问题，意味着后城市化过程也开始进行，近郊空气好环境优异的别墅住宅更具有吸引力。
- **东北中部西南三四线城市的城市化：**目前中国城市化率仅有48%。进程依然非常快。三四线城市没有限购令，房地产投资火热。
- **西北资源需求量持续放大：**中国大量未开发的资源都储藏在西部，特别是新疆，新疆的煤炭储量占全国42%，政府将投资更多基建在西部将资源运输到东部。

供给端：

寡头垄断

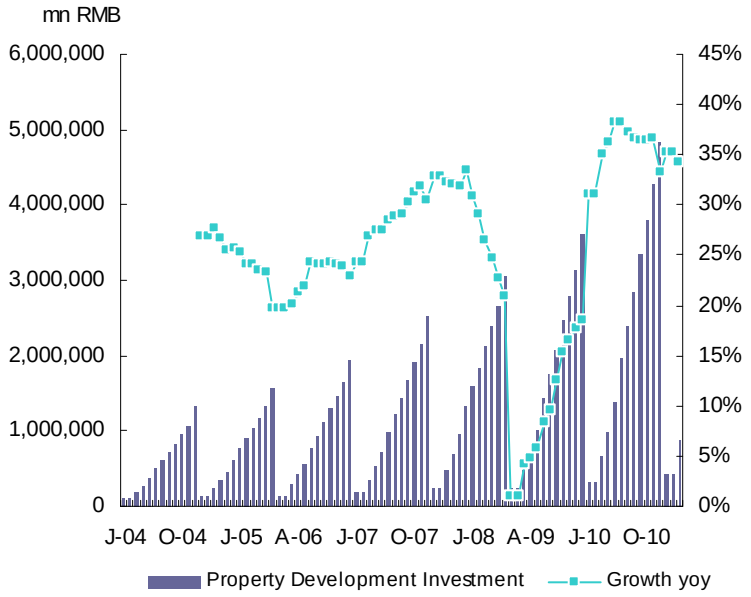
- **天然销售和资源垄断：**供应半径200公里，仅限于省内供应；环保要求提高和土地价格上涨导致石灰石资源开采成本高，现有大型矿山已被大型水泥企业瓜分。大型水泥企业已经开始利用他们成熟区域分销网络进入混凝土市场。
- **政策提高门槛：**在环保和行业进入门槛提高，特别是减少碳排的因素考虑，会限制新产能的投放，重点扶植前10大水泥企业。工信部宣布淘汰1.336亿吨落后水泥产能。部分省份可能超预期。
- **吨毛利对煤价的敏感性大幅降低：**煤价上升10块，吨毛利下降1块。在1H10，水泥企业吨毛利普遍在30-50左右，煤价上升100块，吨毛利下降33%-25%；在1H11，水泥企业的吨毛利在100左右，煤价上升100块，吨毛利下降10%；若在未来水泥企业吨毛利达到200左右，煤价上升100块，吨毛利下降5%。

结论：从需求端，城市化加快带来的房地产和基建需求持续上升。从供给端看，水泥行业转向半资源垄断行业转变，水泥价格看涨。

固定资产投资增速仍然较快

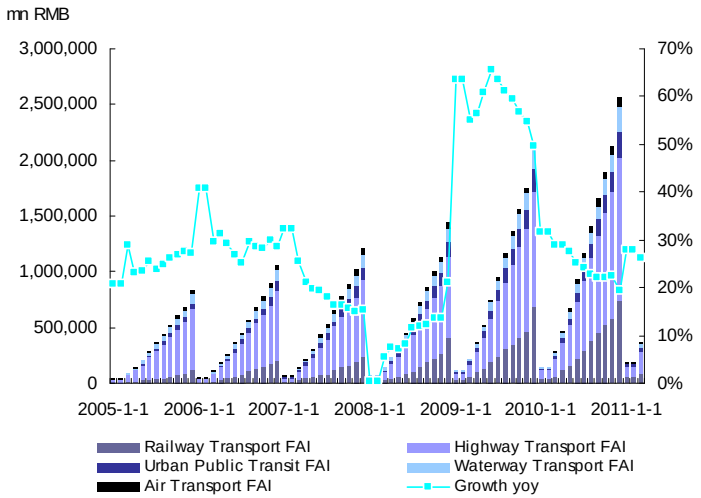
- 三四线城市的城市化进程非常快，而一二线城市目前开始出现交通拥堵，未来需要更多的大型交通基础设施比如地铁和城铁。
- 整体交通投资增速将保持温和增长。
- 西部大开发将在十二五加速。

房地产投资



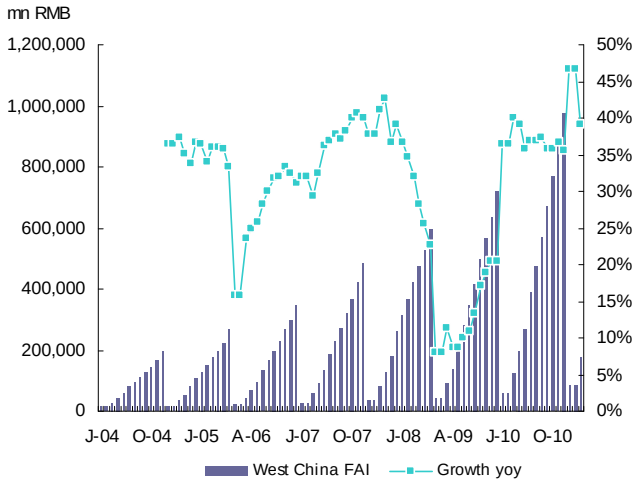
来源：彭博，国泰君安国际

交通固定资产投资



来源：彭博，国泰君安国际

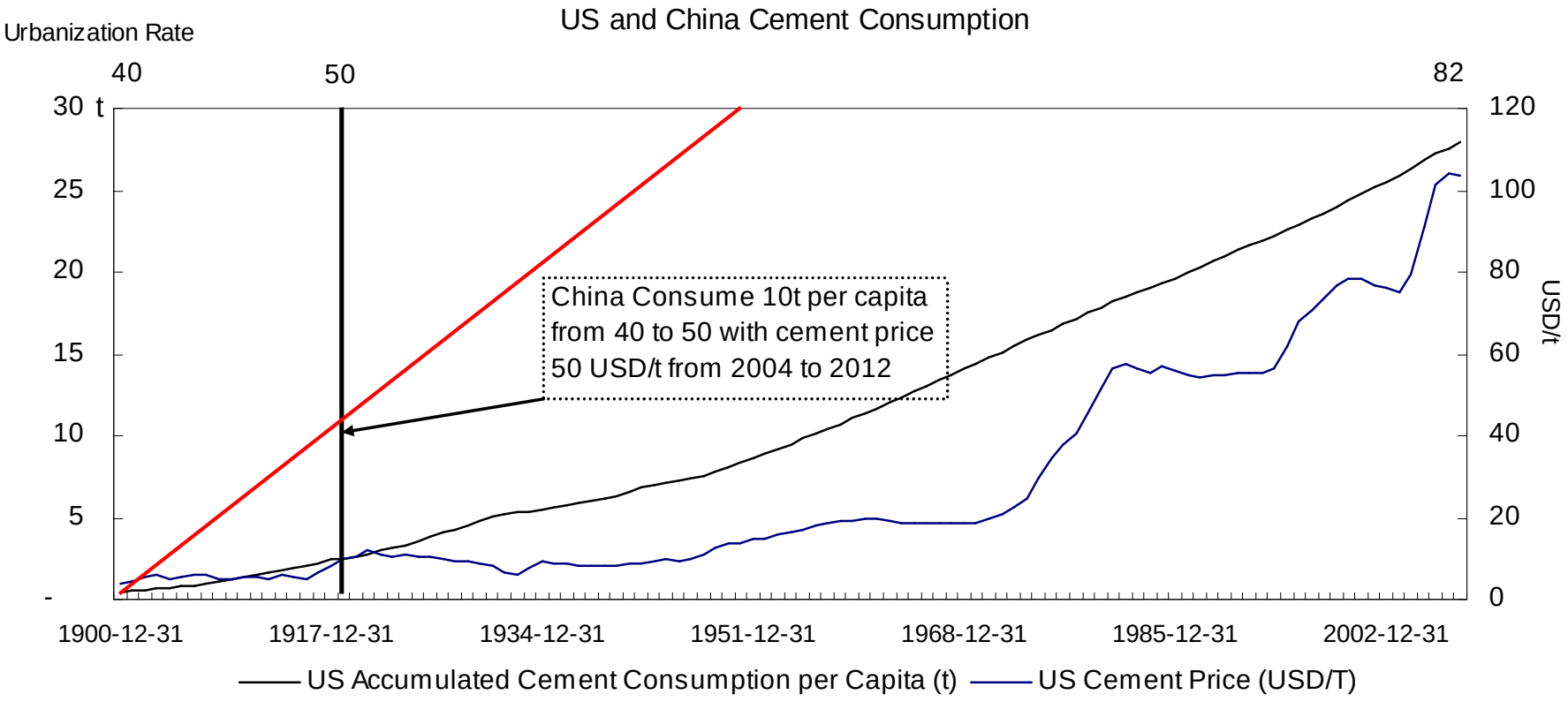
西部大开发



来源：彭博，国泰君安国际

长期需求稳健，水泥价格有潜力

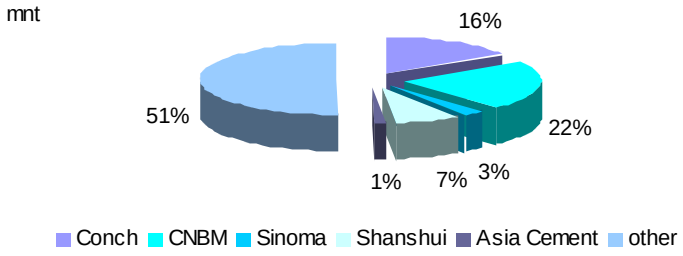
- **中国建筑用水泥标准太低。**32.5熟料参比只有50%，42.5是70%。全国平均12亿吨熟料，18亿吨水泥，平均比重67%。而美国的100年的水泥消费历史上，水泥熟料参比达到90%以上。如果换算成美国建筑标准，中国人均水泥消耗不到1吨。美国100年每年城市化率增量是是0.44个百分点，平均每个百分点人均水泥消耗是0.52吨，中国平均每年城市化1.2个百分点，按美国标准和城市化用水泥算，中国城市化每个点消耗的水泥，应该在1.4吨，但是现在连1吨都不到。中国80年代建造的房屋，普遍用32.5水泥，只有不到30年寿命在未来可能会全部重新建造。



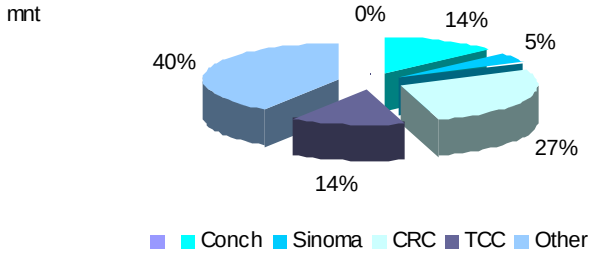
来源：彭博，国泰君安国际

华东华南寡头垄断程度最高

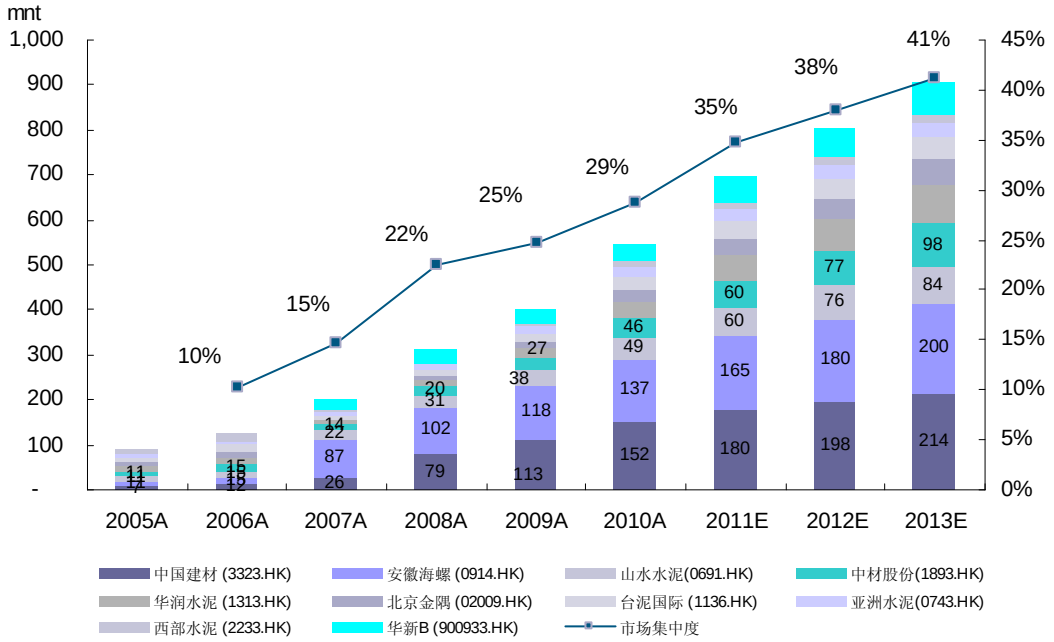
华东六省水泥市场集中度49%



华南三省水泥市场集中度60%



国内水泥市场集中度13年超过40%

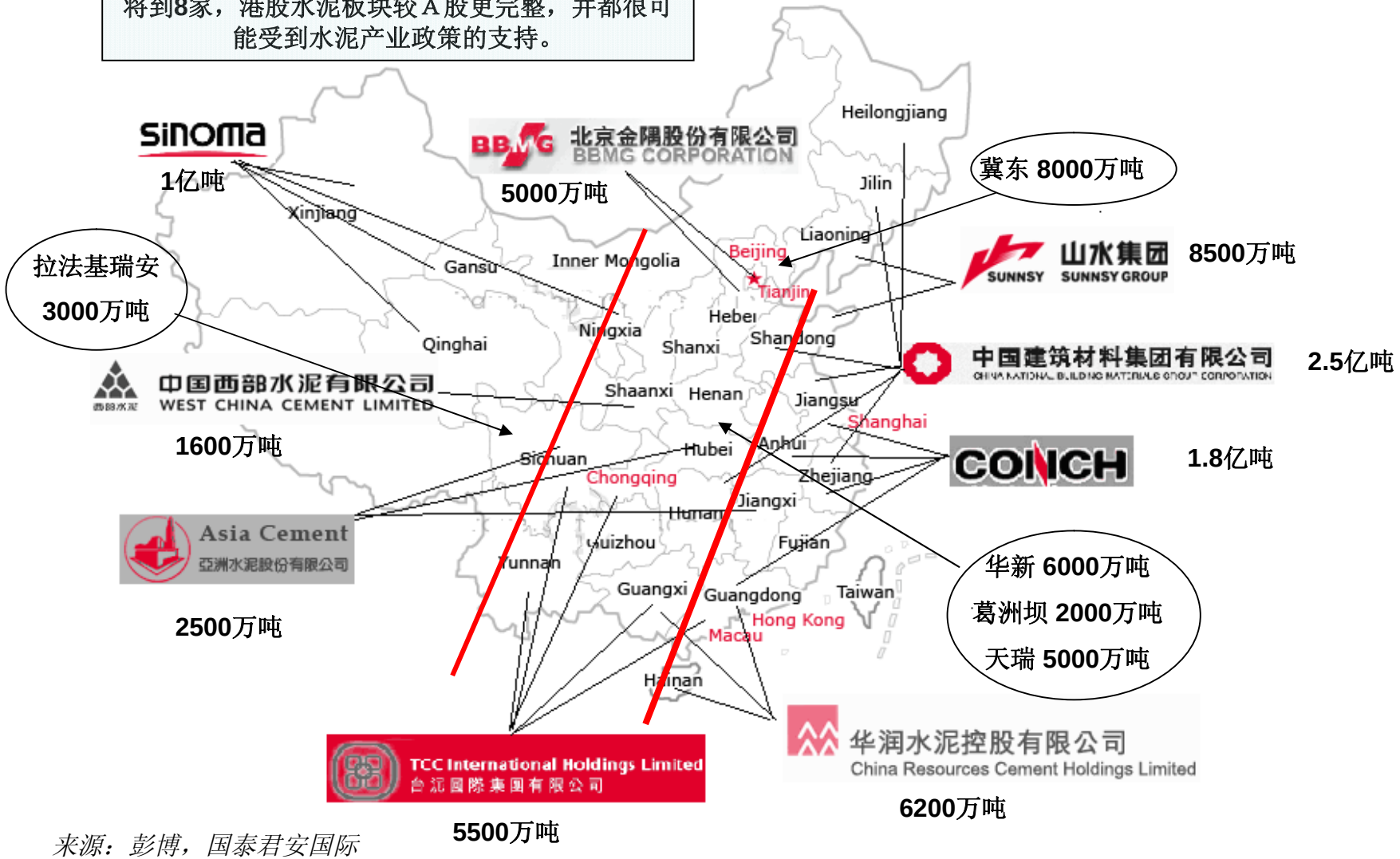


选股标准1：区域控制力强。目前华东和华南市场区域集中度最高。**区域垄断意味着：在淡季库存满时，能够避免价格战，通过联合停窑保价，清库存为旺季作准备；在旺季进行联合提价，特别是电力紧张的时候。**我们挑选的山水水泥和中国建材在华东市场。中国建材与山水水泥联合控制了50%的山东市场，与安徽海螺控制了40%江浙市场。台泥，华润和海螺控制了华南3省60%的市场份额。

来源：彭博，国泰君安国际

水泥地图：前十大企业受到政策支持

前十大水泥企业，港股上市的公司占到7家，未来将到8家，港股水泥板块较A股更完整，并都很可能受到水泥产业政策的支持。



来源：彭博，国泰君安国际

國泰君安國際 GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

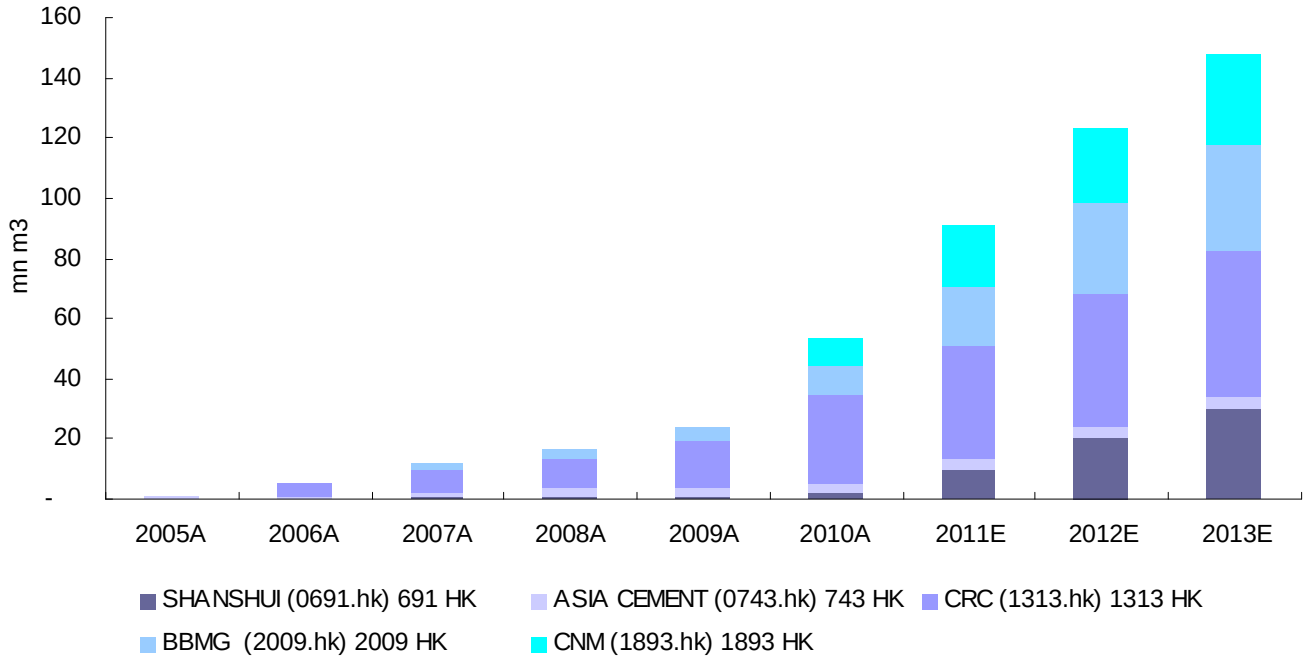
京津冀华东华南华东西北垄断高

May 12th 2011	安徽海螺 Conch 914.hk	中国建材 CNBM 3323.hk	中材股份 Sinoma 1893.hk	山水水泥 Shanshui 691.hk	亚洲水泥 AsiaC 743.hk	北京金隅 BBMG 2009.hk	华润水泥 CRC 1313.hk	西部水泥 WCC 2233.hk	台泥国际 TCC 1136.hk	华新水泥 Huaxin 900933.CH	冀东水泥 Jidong 000401.CH	Cement Sales Volume in 2010	市场集中度 Market Share Estimates
Cement Capacity Locations mnt	170	200	108	80	21	48.10	72	20	47	61	85		
North China	***-***	***9***	***4***	***19***	***-***	***46***	***6***	***-***	***-***	***-***	***48***	***231.42***	***57%***
Beijing						9						10.48	81%
Tianjing				3		2						7.97	55%
Hebei		1				35					33	126.30	55%
Shanxi				11			***6***				7	32.76	74%
Inner Mongolia		8	4	6							8	53.91	46%
North East	***-***	***13***	***-***	***12***	***-***	***3***	***-***	***-***	***2***	***-***	***9***	***123.61***	***32%***
Liaoning		2		12					2			48.33	33%
Jiling		6				1					5	41.23	28%
Heilongjiang		6				1					5	34.04	34%
East China	***99***	***138***	***16***	***45***	***9***	***-***	***6***	***-***	***7***	***2***	***2***	***617.53***	***52%***
Shanghai	2	4										6.71	94%
Jiangsu	28	24	7						5	2		155.73	42%
Zhejiang	14	56										110.67	64%
Anhui	38	2	5						1			77.52	60%
Fujian	0.5						6		2			57.99	15%
Jiangxi	11	24	4		9							63.05	75%
Shandong	4	28		45							2	145.87	54%
Central China	***13***	***36***	***5***	***-***	***-***	***-***	***-***			***50***	***4***	***296.54***	***35%***
Henan	-	14								2		115.76	13%
Hubei	-				6					36		94.75	45%
Hunan	13	22	5							12	4	86.03	65%
South China	***28***	***-***	***9***	***-***	***-***	***-***	***55***	***-***	***28***	***-***		***200.63***	***59%***
Guangdong	16		9				24		17			114.81	58%
Guangxi	11						30		10			73.19	71%
Hainan	-						4					12.63	32%
South West	***19***	***4***	***-***	***-***	***6***	***-***	***-***	***-***	***8***	***9***	***8***	***269.95***	***17%***
Chongqing	4								4	2	6	45.33	35%
Sichuan	7	4			6				2	3	2	131.75	18%
Guizhou	7								2			35.21	27%
Yunnan	-								2	4		55.48	9%
Xizang	-									1		2.19	44%
North West	***11***	***-***	***74***	***3***	***-***	***-***	***1***	***20***	***-***	***-***	***14***	***123.67***	***88%***
Shaanxi	7		2				1	18			14	54.22	79%
Gansu	4		23									24.14	111%
Qinghai			6									8.11	74%
Ningxia	-		8									13.57	58%
Xinjiang	-		35	3				2				23.62	168%
Total Capacity mnt	170	200	108	80	21	48	72	20	47	61	85		

垄断力垂直延伸

- 华润水泥，亚洲水泥，金隅股份已经开展了混凝土业务，而中国建材，中材股份，和山水水泥将逐步在2011年进入混凝土市场。
- 目前亚洲水泥的吨立方米的毛利为人民币40元，而华润水泥的吨立方米的毛利达到人民币60元，未来华润水泥还能够通过矿山资产骨料降低20元成本。也就是说未来华润水泥的混凝土每立方米的毛利将达到人民币80元/吨，接近水泥的吨毛利。
- 当更多大型水泥生产商进入混凝土行业进行整合，未来混凝土的每立方米毛利有望进一步提高。

大型水泥生产商的混凝土产能



来源：彭博，国泰君安国际

1H11中报超预期概率大

地区	Ticker	$	Last Price	市值 (HK$ mn)	FY11 EPS比较 GTJAHK	FY11 EPS比较 Market	FY11 EPS比较 Diff.	FY12 EPS 比较 GTJAHK	FY12 EPS 比较 Market	FY12 EPS 比较 Diff.
香港市场										
安徽海螺	914 HK Equity	43.3	36.6	178,239	2.577	2.270	14%	2.877	2.745	5%
中国建材	3323 hk equity	20	15.44	83,361	1.458	1.272	15%	1.618	1.540	5%
北京金隅	2009 HK Equity	15	11.6	72,184	1.076	1.036	4%	1.231	1.321	-7%
中材股份	1893 HK Equity	10	6.3	22,500	0.455	0.468	-3%	0.479	0.584	-18%
山水水泥	691 HK Equity	10	8.8	24,780	0.975	0.748	30%	1.186	0.924	28%
亚洲水泥	743 HK Equity	8	6.08	9,462	0.759	0.660	15%	0.875	0.764	14%
台泥国际	1136 HK Equity	6.5	4.21	13,875	0.557	0.507	10%	0.708	0.604	17%
华润水泥	1313 HK Equity	8.5	7.21	47,004	0.512	0.561	-9%	0.682	0.711	-4%
西部水泥	2233 HK Equity	3.8	2.78	11,851	0.246	0.278	-12%	0.260	0.333	-22%

来源：彭博，国泰君安国际

挑选标准 2: 中报超市场预期概率大

- 山水水泥(00691.hk) 目标价HKD 12.0，1H11每股盈利预测人民币0.392元，净利人民币10.99亿，同比增长172%; 吨毛利人民币90元，（1H10GPT27）
- 中国建材(03323.hk) 目标价HKD 20.0，1H11每股盈利预测人民币0.62元。净利人民币33.5亿，同比增长213%；吨毛利人民币99元（1H10GPT59）。
- 台泥国际 (01136.hk) 目标价HKD 6.5, 1H11每股盈利HKD 0.252元；净利8.3亿港元，同比增长640%；吨毛利90港元（1H10GPT38)。

港股二线水泥较A股折价大

Jun 28th 2011				市值	目标价	收益空间	市盈率			市净率		
地区	代码	$	股价	(HK$ mn)	HK$		10F	11F	12F	10F	11F	12F
香港市场												
安徽海螺	914 HK Equity	HKD	36.60	178,239	43.3	18%	17.1	11.6	10.4	3.0	3.3	2.6
中国建材	3323 HK Equity	HKD	15.44	83,361	20.0	30%	25.6	8.7	7.8	2.1	2.6	2.0
金隅股份	2009 HK Equity	HKD	11.60	72,184	15.0	29%	13.7	9.3	7.3	2.2	2.1	1.9
中材股份	1893 HK Equity	HKD	6.30	22,500	10.0	59%	15.3	11.2	9.0	2.5	2.0	1.6
山水水泥	691 HK Equity	HKD	8.80	24,780	12.0	36%	20.7	7.4	6.1	3.1	2.0	1.5
亚洲水泥	743 HK Equity	HKD	6.08	9,462	7.5	23%	15.2	6.6	5.7	1.1	1.0	0.9
台泥国际	1136 HK Equity	HKD	4.21	13,875	6.5	54%	14.8	7.6	5.9	1.1	1.1	1.0
华润水泥	1313 HK Equity	HKD	7.21	47,004	8.5	18%	14.1	10.6	10.1	3.2	2.6	2.2
西部水泥	2233 HK Equity	HKD	2.78	11,851	3.8	37%	8.8	9.3	8.8	2.3	1.9	1.6
市值加权平均							**17.6**	**10.1**	**8.9**	**2.6**	**2.6**	**2.1**
中国市场												
安徽海螺	600585 ch Equity	CNY	27.13	178,239			26.0	12.9	10.3	5.0	4.0	3.2
冀东水泥	000401 ch Equity	CNY	25.33	36,993			20.9	14.1	n.a.	4.2	3.6	2.8
吉林亚泰	600881 ch Equity	CNY	8.17	18,641			18.3	12.2	9.3	1.7	2.1	1.8
甘肃祁连山	600720 ch Equity	CNY	18.09	10,346			16.3	11.6	8.7	4.5	3.2	2.7
塔牌水泥	002233 ch Equity	CNY	12.54	13,295			33.5	20.5	16.8	4.9	4.6	3.7
赛马实业	600449 ch Equity	CNY	34.43	8,091			13.8	10.8	9.1	3.3	1.9	2.0
天山股份	000877 ch Equity	CNY	35.39	16,576			24.0	14.0	10.2	7.9	4.1	3.1
青松建化	600425 ch Equity	CNY	20.65	11,904			35.0	17.9	13.2	5.8	4.2	3.4
福建水泥	600802 ch Equity	CNY	11.93	5,486			n.a	46.8	21.3	2.5	n.a	n.a
市值加权平均							**24.3**	**14.1**	**9.5**	**4.8**	**3.7**	**3.0**
A股估值相对港股溢价							**38%**	**40%**	**7%**	**84%**	**40%**	**41%**

来源：彭博，国泰君安国际

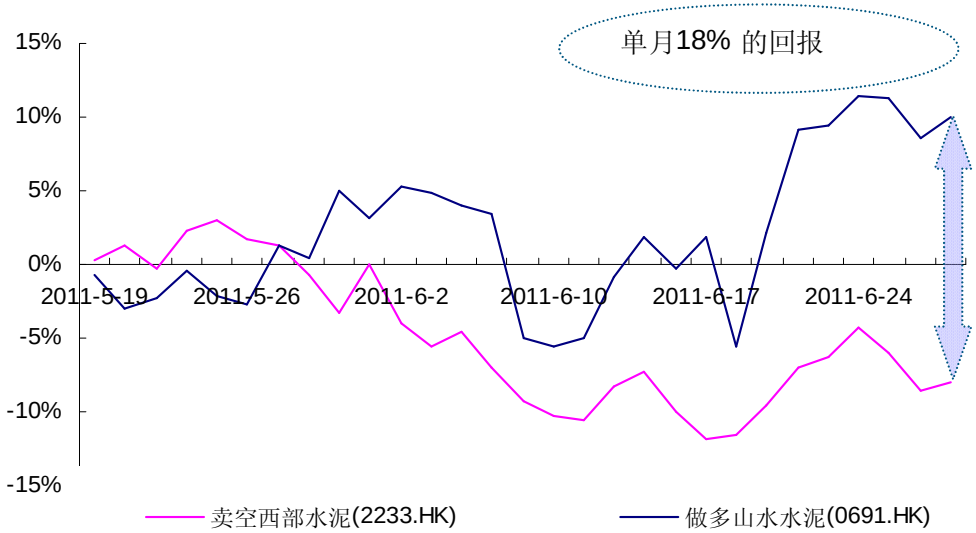
挑选标准 3: 估值吸引

- 山水水泥(00691.hk) 目前7.4倍PE。目标价HKD 12.0，相当于10.0倍11年PE。
- 中国建材(03323.hk) 目前8.7倍PE。目标价HKD 20.0，相当于11.2倍11年PE。
- 台泥国际 (01136.hk) 目前7.6倍PE。目标价HKD 6.5，相当于11.8倍11年PE。

其他水泥股关注华润海螺

- **海螺水泥**：水泥龙头，深度影响影响各个区域市场，其吨毛利是行业标杆。但是目前估值略显昂贵，未来产能扩张略显保守。目标价43.3港元。
- **中材股份**：具有西北绝对控制力，目前控制整个西北50%的新型干法生产线，提价只是时间问题。多晶硅熔炼炉产能将扩大7倍到70万只，在2013年将贡献显著的利润。但是人民币升值对盈利有压力。目标价10.0港元。
- **北京金隅**：与冀东水泥控制河北50%的市场份额。但是2010年河北投放的新产能较多，约占09年总产能的40%。待淘汰部分落后产能，以及进一步通过并购整合水泥市场以后，在下半年有望大幅提价。但是目前估值已经完全反应了部分提价预期，并且北京地区房价下行对估值压力较大。目标价15.0港元。
- **西部水泥**：盈利能力强，2010年吨毛利120元，能够大量利用粉煤灰和脱硫石膏，60%的收入享受增殖税返还，约占整体收入的5.4%。但是目前西安蓝田约400万吨产能陷入海螺和冀东的价格战，对吨毛利预期有较大影响。同时铁道部部分工程停滞对需求略有影响。目标价2.7港元。
- **亚洲水泥**：管理能力突出，能够抓住市场机遇。1Q11盈利同比增2.5倍。亚洲水泥的生产线全部在人口密集的成都，武汉，南昌，充分享受保障房的需求。江西最先出现限电，水泥价格已经率先回暖。但是没有在一个区域有定价权。目标价8.0港元。
- **华润水泥**：刚刚收购西蒙水泥40.6%的股权，作价15亿人民币。收购单价为吨EV 420元/吨，或2.1倍PB。西蒙水泥2011年年底产能达到14.5百万吨，是内蒙最大的水泥生产商。我们预期华润水泥将很快取得西蒙水泥的控股权。作为央企，华润水泥又一次显示了其强劲的跨区域扩张能力。

对冲操作规避宏观风险



来源：彭博，国泰君安国际

- **对冲宏观风险，获得稳定的业绩行情收益。**未来2个月，全球经济的可能都将面临一定的不确定性。如果中国的通胀没有顺利下来，或者房价又继续冲高，可能将导致调控时间长度超预期。在5月18日，我们预期到西部水泥短期将面临较大的产能过剩风险冲击，就下调西部水泥（2233）的评级至中性，同时就建议做空西部水泥，做多山水水泥（0691）。根据我们的追踪，虽然这段时间水泥股波幅很大，而且截止到目前为止单边做多山水水泥（0691）的回报仅仅为10%，但是通过对冲，我们发现同时多山水空西部水泥的收益达到18%，算是比较吸引了。在未来2H11内，我们同样认为该策略有效，将为投资者带来更多的回报。
- 短期原因是，**山水业绩超预期的可能性较大，而西部水泥逊预期的可能性较大，**投资这可以对冲宏观风险来博业绩行情。
- 长期原因在于，**对水泥行业来说，景气度的向上或向下一般持续两年左右。**山水处于在山东区域，价格比较稳定，而辽宁区域回升很快。年初至今，全国水泥价格上涨最多的区域就是东北，可能的原因是区域协同加大，新增产能少，城市化加速（沈阳的房屋销售数据属全国最好的城市之一），以及基建建设提速，包括辽宁几大港口基地的建设。而陕西地区虽然贵为西北的门户，但是新增产能投放很多，目前价格下跌比较快的区域正是产能投放比较密集的西安市场，东边渭南市场也受到较大的影响。更主要的因素在海螺将在陕西占领更多的市场份额，在礼券，千阳和四川广元，都将投放更多的产能，陕西的高水泥价格可能迅速成为历史。在中报过后，随着更多产能的投放，陕西地区的水泥价格依然还有进一步下跌的可能。一旦区域的景气度下行，吨毛利下行，西部水泥的估值也将受到更多的挤压。我们认为该策略将有效到陕西地区出现新的提价潮之前。

钢价以及上游铁矿石焦炭有上涨机会

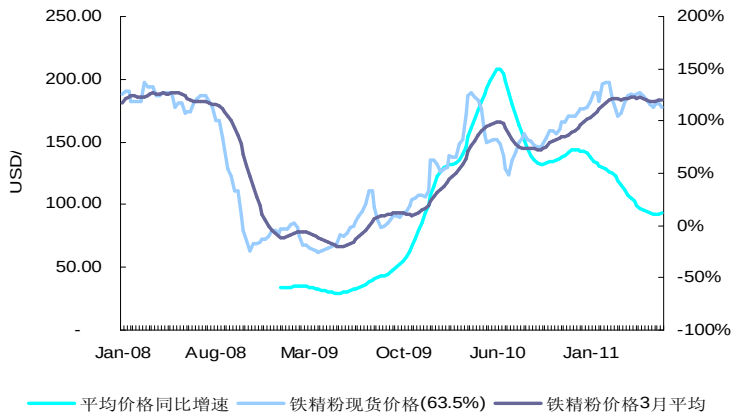
成本压力依然无法摆脱

•钢价2H11有可能大涨，主要因为库存同比下降。

•汽车销售疲软导致冷轧价格下跌。但是如果汽车产业鼓励政策出台，冷轧板价格有可能回升，鞍钢股价将反弹。

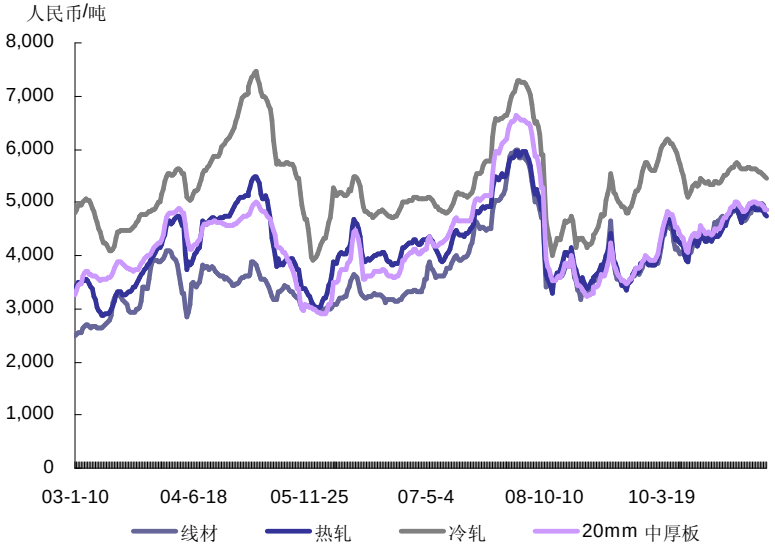
•若钢铁价格上涨，铁矿石和焦炭价格上涨空间就显现出来，可以关注相关类的股票。

铁矿石价格



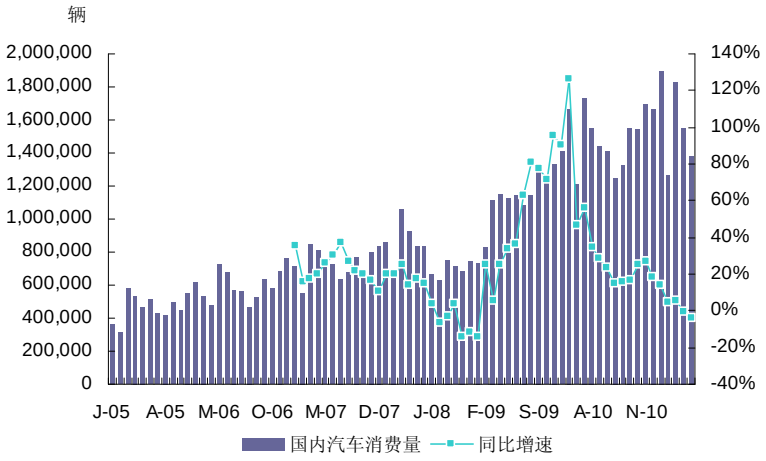
来源：国泰君安国际

国内钢材价格



来源：国泰君安国际

汽车销售量



来源：国泰君安国际

利益披露事项

(1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。

(2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。

(3) 除晨鸣纸业(1812.HK) 外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。

(4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的达进精电(00515)，中国全通(00633)，华能国际电力(00902)，龙湖地产(00960)，金活医药集团(01110)，民生银行(01988)，中国泰坦能源(02188)，海东青新材料(02228)，西部水泥(02233)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司（“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。 国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。 报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。 在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2011 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118　传真(852) 2509-7793
网址: www.gtja.com.hk