



CICC

中国国际金融有限公司

China International Capital Corporation Limited

2008年建材行业投资策略

中国国际金融有限公司

罗炜

2008年5月



CICC

投资要点

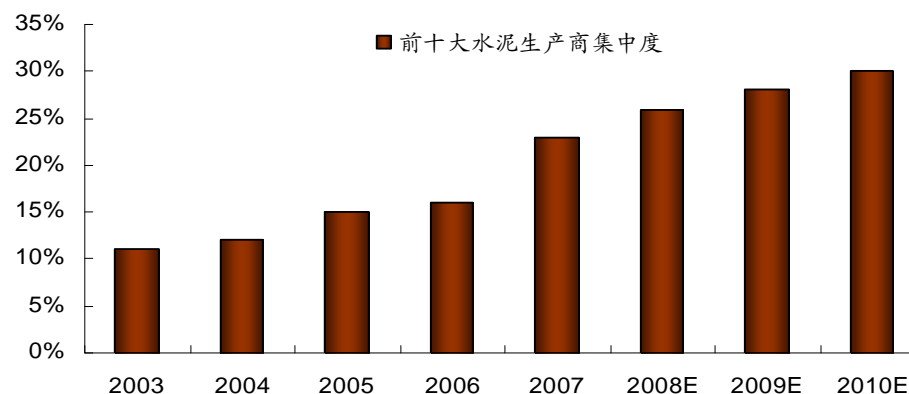
- 行业整合，集中度不断提高
- 水泥需求保持较强的增长势头
- 未来2-3年水泥行业向好，价格上升
- 重点公司简评
- 附录——水泥行业基本知识

行业整合后集中度提高，长期利好水泥行业

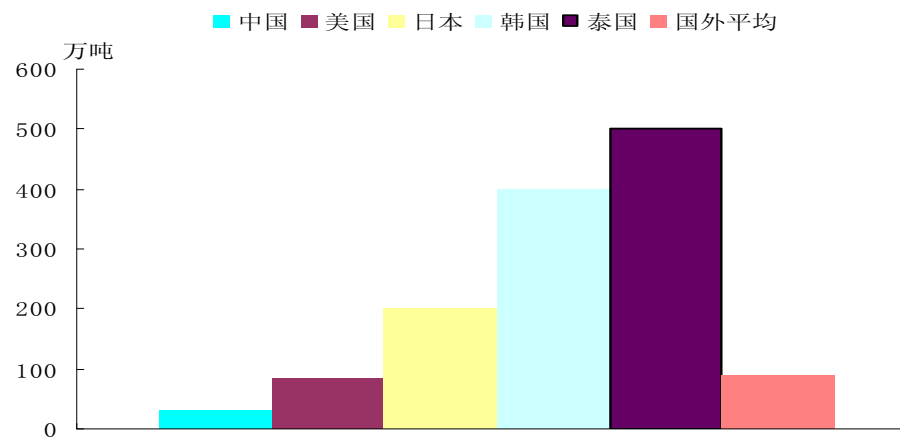
■2007年，行业整合风起云涌，国内前十大厂商的市场份额从06年的16.3%快速提高至23%，预计2010年可以达到30%以上，企业平均规模提高到40万吨以上，新型干法水泥产能占比达到70%以上。

■07年，在南方，中国建材在华东和华中地区大规模收购，完成后在浙江、上海、江西和湖南的市场占有率都可以达到50%以上；在北方，中材股份收购天山股份，集团收购冀东水泥和赛马实业，未来有注入股份公司的可能，中材股份有意成为北方最大水泥企业；另外，海螺水泥和华新水泥等龙头企业也积极扩建，并寻求收购机

我国前十大水泥厂商集中度

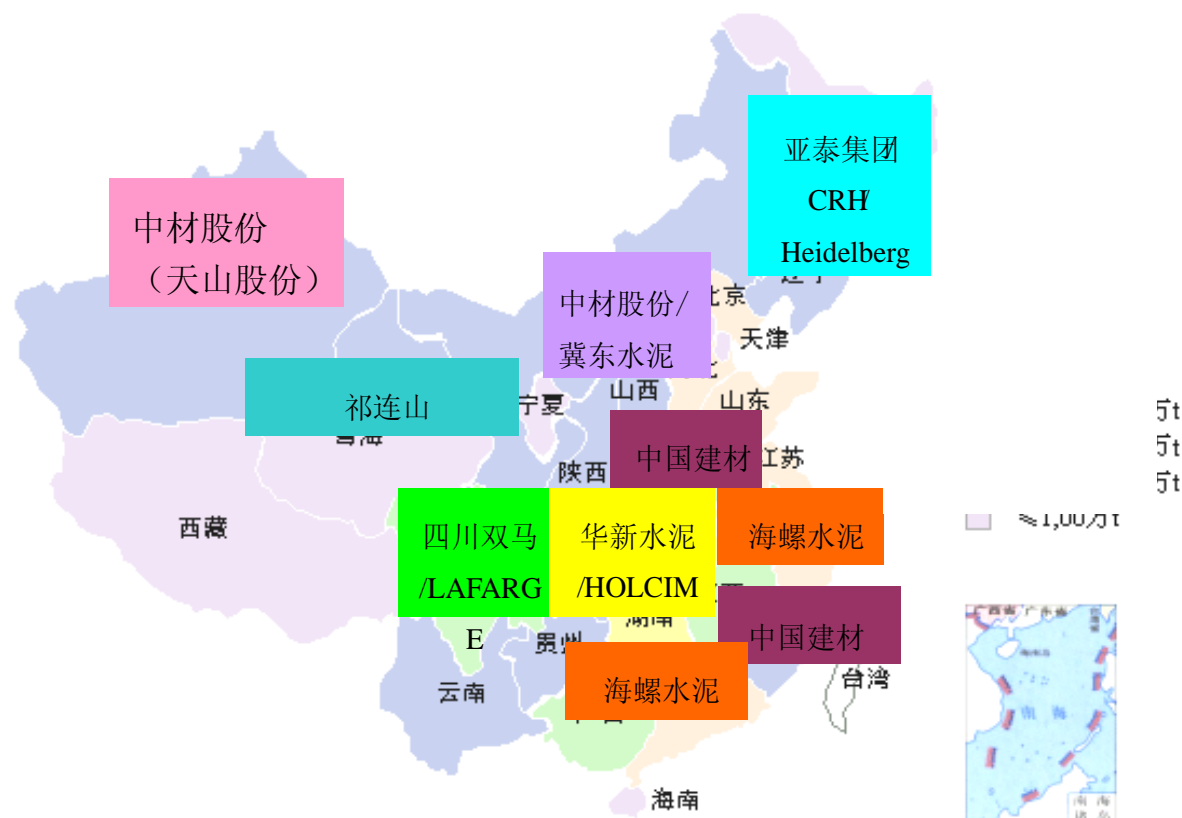


2007年水泥企业平均规模国内外比较



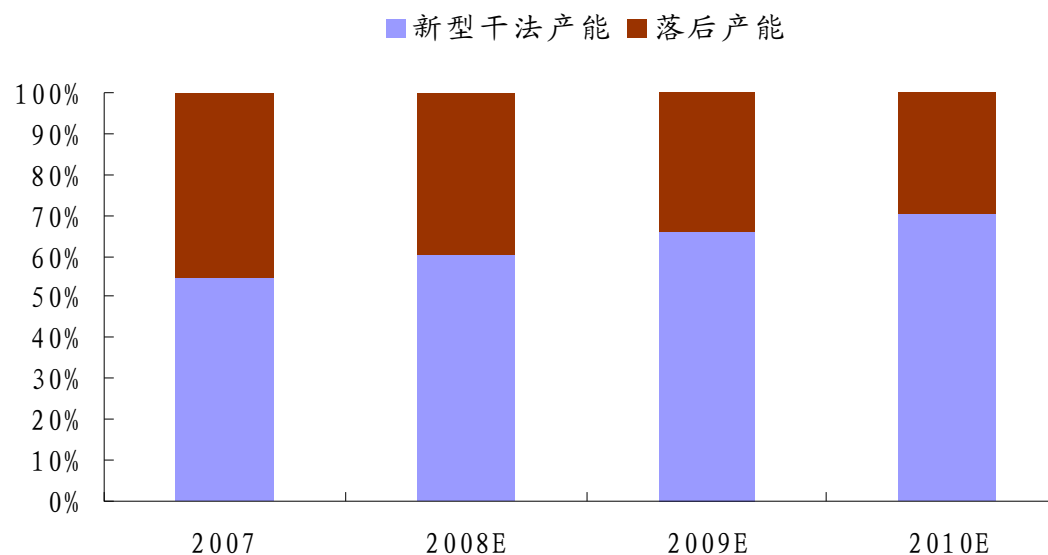
市场整合后形成区域龙头

- 截至09年底，海螺水泥和中国建材雄踞华东南市场，但二者优势区域并不过分重叠，合计产能达3亿吨，产销量占区域市场的27%；
- 中材股份08年底水泥产能可达3200万吨（含天山股份和中材水泥），2010年之前有望成为北方最大水泥企业；
- 华新水泥做大做精湖北市场，并有意向西部市场扩张，华中市场占有率13%；
- 2008年全国前十大水泥厂商市场占有率有望达到25%。



落后产能加速淘汰长期利好水泥行业

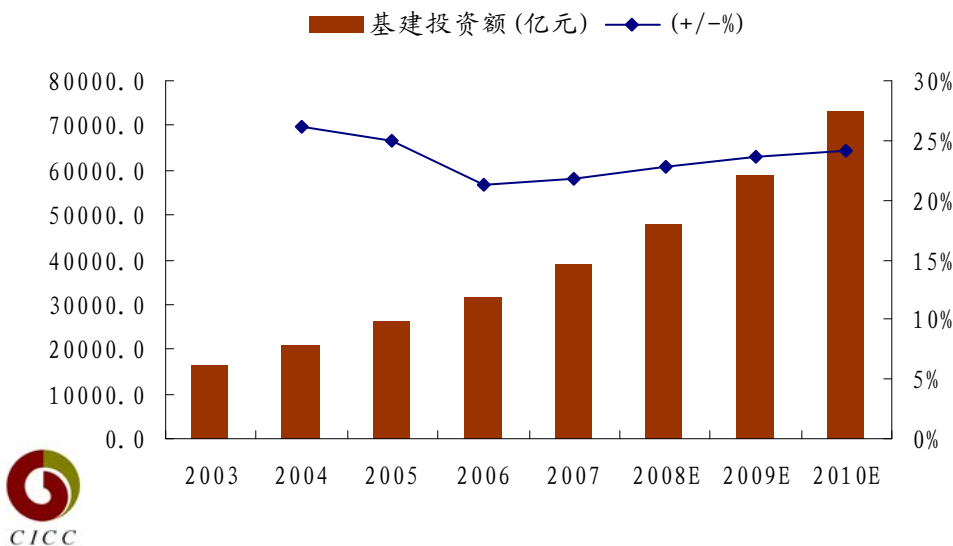
- 落后产能加速淘汰，小企业退出市场，有利于大企业新型干法产能扩张，加强大企业的区域控制力；
- 落后产能加速淘汰，未来3年每年可腾出市场空间5000-8000万吨水泥产能，水泥市场总体供需平衡，旺季供不应求。



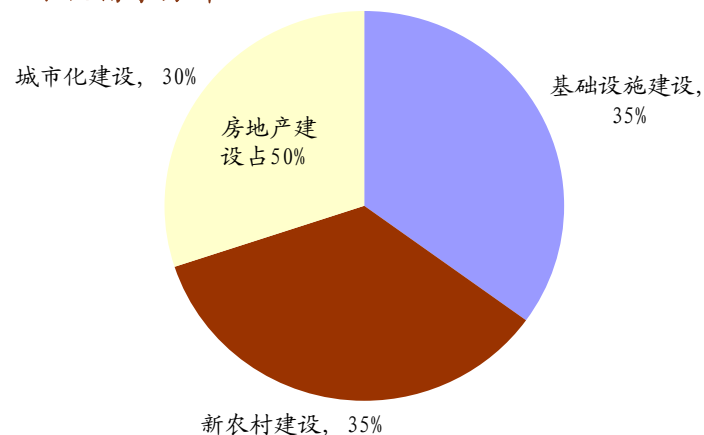
水泥需求保持较强势头

- 基础设施建设拉动水泥需求。08年一季度特大雪灾和5月份的强烈地震，给我国中南部和西部地区的道路、桥梁等基础设施以及住宅房屋造成严重破坏，重建工作迫在眉睫，将显著拉动该区域的水泥需求。
- 新农村建设中农村道路、房屋、水电站等民用和公用设施建设的加快也将有力拉动水泥需求。

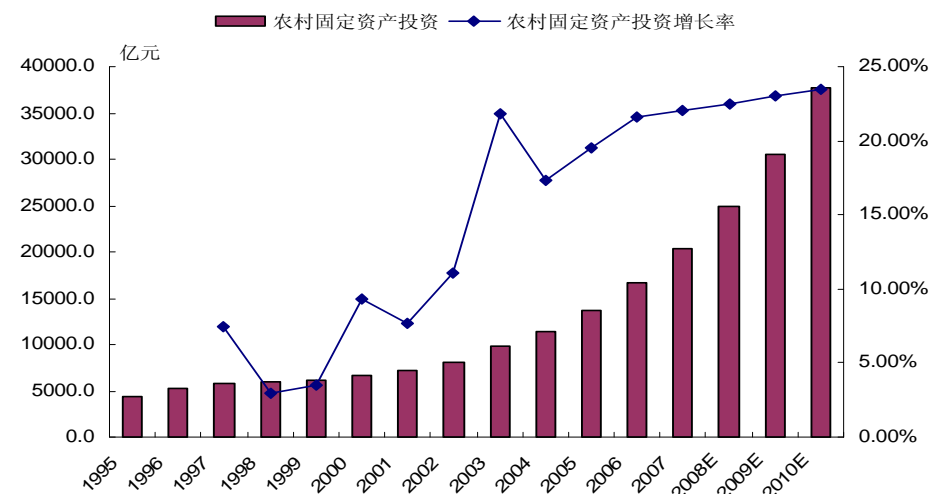
公共基础设施建设



水泥需求分布



农村固定资产投资



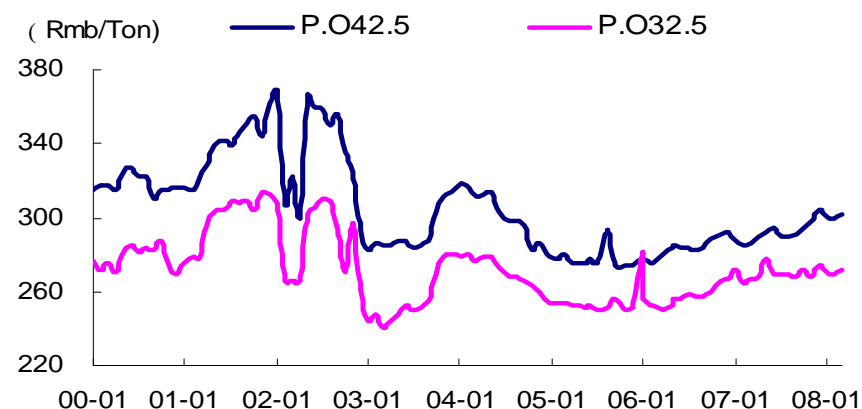
未来2-3年水泥行业向好，价格上升

- 行业整合使区域龙头市场占有率提高，提价能力提升；水泥需求受基建投资拉动，势头强劲；落后产能大量淘汰，长期利好水泥市场供需情况；新增水泥产能速度放缓，全国只有不足20家大型水泥企业才能获批建设生产线；

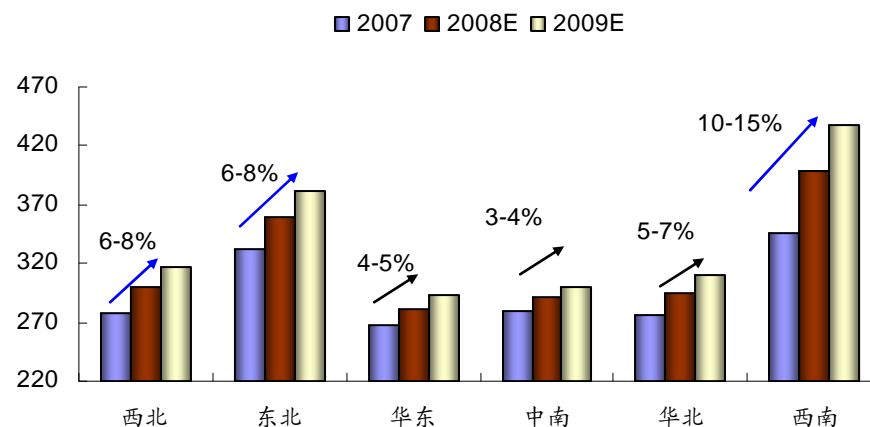
- 四川地区受灾后重建影响，08年水泥价格涨幅将较大。

- 西北和东北固定资产投资仍将保持高于全国平均的水平，市场价格增长也较显著。

06年以来水泥价格稳步上涨



分地区水泥市场价格上涨幅度预测



2008-2010年水泥供需关系

单位: 万吨	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水泥产量	97,000	106,400	123,500	135,412	147,122	157,662	167,122
+/- %	12.5%	9.7%	16.1%	9.6%	8.6%	7.2%	6.0%
新型干法产量	31,500	47,200	59,000	73,040	88,250	102,290	113,990
+/- %	66.7%	49.8%	25.0%	23.8%	20.8%	15.9%	11.4%
水泥国内供给量	96,298	104,184	119,887	132,176	143,886	154,727	164,187
+/- %	12.4%	8.2%	15.1%	10.3%	8.9%	7.5%	6.1%
水泥消费量	96,298	104,184	119,887	132,176	144,072	155,598	165,712
	12.4%	8.2%	15.1%	10.3%	9.0%	8.0%	6.5%
过剩 (短缺)					(186)	(871)	(1,525)
水泥总产能	125,000	135,055	141,037	151,637	163,537	174,137	182,137
+/- %	13.1%	8.0%	4.4%	7.5%	7.8%	6.5%	4.6%
新型干法产能	42,800	56,055	67,037	82,637	99,537	115,137	128,137
新型干法产能占比	34.2%	41.51%	47.53%	54.50%	60.87%	66.12%	70.35%
产能利用率	77.6%	78.8%	87.6%	89.3%	90.0%	90.5%	91.8%

投资建议

- 绝对规模大、盈利能力强的区域龙头
- 具有并购题材扩张产能的公司
- 投建低温余热发电项目，并将从中显著获益的公司
- A股重点推荐海螺水泥、冀东水泥，H股重点推荐海螺水泥、中国建材

水泥行业投资建议

	交易货币	公司代码	最近一日 收盘价	目标价	投资评级	EPS(Rmb)				PE(x)				PB(x)			
A股						2006	2007	2008E	2009E	2006	2007	2008E	2009E	2006	2007	2008E	2009E
海螺水泥	人民币	600585.CH	64.98		推荐	1.14	1.59	2.30	3.02	57.1	40.8	28.3	21.5	11.6	9.2	4.3	3.6
冀东水泥	人民币	000401.CH	18.49		推荐	0.21	0.38	0.57	0.84	88.4	48.3	32.7	22.1	7.5	6.7	3.4	2.9
华新水泥	人民币	600801.CH	30.23		审慎推荐	0.39	0.88	1.06	1.44	78.3	34.2	28.5	21.0	7.5	5.9	3.0	2.7
B股																	
华新水泥	美元	900933.CH	2.87	4.03	推荐	0.39	0.88	1.06	1.44	48.8	21.3	17.8	13.1	4.7	3.7	1.9	1.7
H股																	
海螺水泥	港币	914.HK	70.60	80.00	推荐	1.14	1.59	2.30	3.02	52.4	37.4	26.0	19.7	10.6	8.4	4.0	3.3
中国建材	港币	3323.HK	19.52	23.60	推荐	0.14	0.41	0.61	0.89	114.5	39.9	27.1	18.5	7.5	4.9	3.0	2.6

国际估值比较

	基本信息						估值							
	交易货币	收盘价 (5-21-08)	PE(x)				PB(x)				EV/EBITDA(x)			
A股			2006	2007	2008E	2009E	2006	2007	2008E	2009E	2006	2007	2008E	2009E
海螺水泥	人民币	64.98	57.1	40.8	28.3	21.5	11.6	9.2	4.3	3.6	20.8	19.4	12.1	10.2
冀东水泥	人民币	18.49	88.4	48.3	32.7	22.1	7.5	6.7	3.4	2.9	27.7	20.9	12.5	9.0
华新水泥	人民币	30.23	78.3	34.2	28.5	21.0	7.5	5.9	3.0	2.7	16.2	11.6	10.8	8.5
均值			44.6	30.6	21.8		7.5	6.3	3.9	3.3	24.1	16.5	11.5	9.6
B股														
华新水泥	美元	2.87	48.8	21.3	17.8	13.1	4.7	3.7	1.9	1.7	12.3	8.7	8.1	6.4
均值			21.3	17.8	13.1		4.7	3.7	1.9	1.7	12.3	8.7	8.1	6.4
H股														
海螺水泥	港币	70.60	52.4	37.4	26.0	19.7	10.6	8.4	4.0	3.3	19.4	18.1	11.3	9.5
中国建材	港币	19.52	114.5	39.9	27.1	18.5	7.5	4.9	3.0	2.6	30.4	17.6	7.3	4.6
均值			38.7	26.5	19.1		9.1	6.7	3.5	2.9	24.9	17.9	9.3	7.0
印度														
Grasim-L&T	卢比	2322.95	20.5	12.2	9.7	9.1	4.4	3.3	2.5	2.0	12.7	8.1	6.2	6.0
Associate Cement	卢比	688.70	10.4	n.a	n.a	n.a	4.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
均值			12.2	9.7	9.1		4.3	3.3	2.5	2.0	12.7	8.1	6.2	6.0
欧洲														
Lafarge	欧元	117.01	14.9	12.8	11.2	10.3	2.0	1.8	1.6	1.5	11.4	9.9	9.0	8.3
Holcim	瑞士法郎	101.20	11.7	10.9	10.1	9.1	1.7	1.5	1.4	1.2	6.9	6.3	6.0	5.5
Heidelberg	欧元	109.54	13.3	12.2	12.1	9.9	2.4	2.0	1.6	1.3	15.3	13.0	12.3	10.9
Cemex	比索	32.35	9.0	8.9	8.2	n.a	1.7	1.3	1.4	1.2	9.8	8.8	8.2	n.a
Italcementi	欧元	13.46	8.4	8.6	7.9	7.3	1.2	1.0	0.9	0.7	n.a	n.a	n.a	n.a
BuzziUnicem	欧元	18.87	10.7	10.7	9.9	9.0	1.8	1.6	1.4	1.1	4.8	4.7	4.4	4.2
CRH	欧元	24.40	10.9	9.5	8.6	8.1	1.9	1.6	1.4	1.3	7.6	6.5	6.0	5.6
均值			10.7	9.9	9.1		1.8	1.6	1.4	1.2	8.7	7.7	7.1	5.6
国外公司平均值	-	-	17.9	10.7	9.7	9.0	2.3	1.8	1.6	1.3	9.8	8.2	7.4	6.8
国外公司中值	-	-	10.9	10.8	9.8	9.1	1.9	1.6	1.4	1.3	9.8	8.1	6.2	5.8

重点公司简评



海螺水泥：推荐

- 公开增发不超过2亿A股已经完成，此笔融资主要用于偿还银行贷款，减少财务费用，不摊薄公司2008年每股收益。
- 将在湖南、湖北、广东、四川、重庆和贵州五省一市投建15条4500t/d级兼余热发电项目，达产后预计增加熟料产能2475万吨/年，水泥产能2040万吨/年，公司将把西部作为下一步发展的重点地区。
- 08-09年余热发电将贡献净利润9亿元和11亿元，毛利率可提升至35.4%和37.6%，基本恢复到公司历史正常水平。
- 未来三年拉动公司盈利增长的主要力量是：水泥销量年增15-20%，余热发电吨熟料贡献净利11元，水泥价格提升带来毛利率提升。

中国建材: 推荐

- 目前浙江地区收购已基本完成，08年上半年基本完成对湖南、江西等地区MoU的收购。09年底之前，南方水泥产能1.2亿吨，中联水泥产能3300万吨，中国建材水泥产能1.25亿吨。
- 主要水泥市场供需情况：浙江1亿吨市场容量，增长有限，市场分散亟待中国建材整合，稳定并提升价格；湖南新型干法水泥替代落后产能空间大，国内几大水泥厂商均在此投建产能，09年下半年后有供给压力；江西落后产能淘汰也较多，省内竞争对手不多，与江西水泥建立JV后，基本可以控制该地区。
- 公司从08年下半年开始将着手开展从生产到管理的全面整合。整合包括五个方面：营销和销售、煤电采购、财务信贷、技术改造以及投资计划。
- 未来三年拉动公司盈利增长的主要力量是：水泥销量的大幅增加，整合获得的价格提升和成本节约可提高公司毛利率。

冀东水泥：推荐

- 非公开增发已获批，公司将择机实施发行。此次发行价格不低于11.48元/股，增发所得款约30亿将主要用于偿还银行贷款。
- 母公司将更替为中材集团。中材集团或其下属上市公司将采用直接增资的方式对冀东集团实现控股，计划用三年时间，投入资金不少于130亿元，使冀东集团水泥生产能力达到1.3亿吨，为冀东水泥的扩张带来了资金和央企资源。08年底公司水泥产能将达4000万吨。
- “三北”水泥市场持续向好，曹妃甸工业区和滨海新区的建设是拉动公司华北市场水泥需求的主要动力。
- 河北地区，尤其公司本部所在的唐山和北京周边地区受奥运影响，落后产能淘汰非常迅速，市场出现供不应求，水泥价格涨幅较大。

华新水泥:审慎推荐

- 实际控制人已更替为Holcim。定向增发所得偿还银行贷款后资产负债率和净负债率均有明显下降，财务风险得到缓解。Holcim成为实际控制人后将在管理、技术多方面对公司进行改造，公司基本面将大有改观。
- 产能持续扩张，2009年底水泥产能将达4300万吨。湖南、重庆地区是公司进一步发展的主要市场。
- 公司发展得益于“中部崛起”。08年下半年-09年上半年，地震灾后重建对公司产品价格有拉动作用。
- 湖南市场09年下半年产能集中释放，水泥供给压力较大，可能使该区域水泥价格出现波动，对公司盈利造成负面影响。

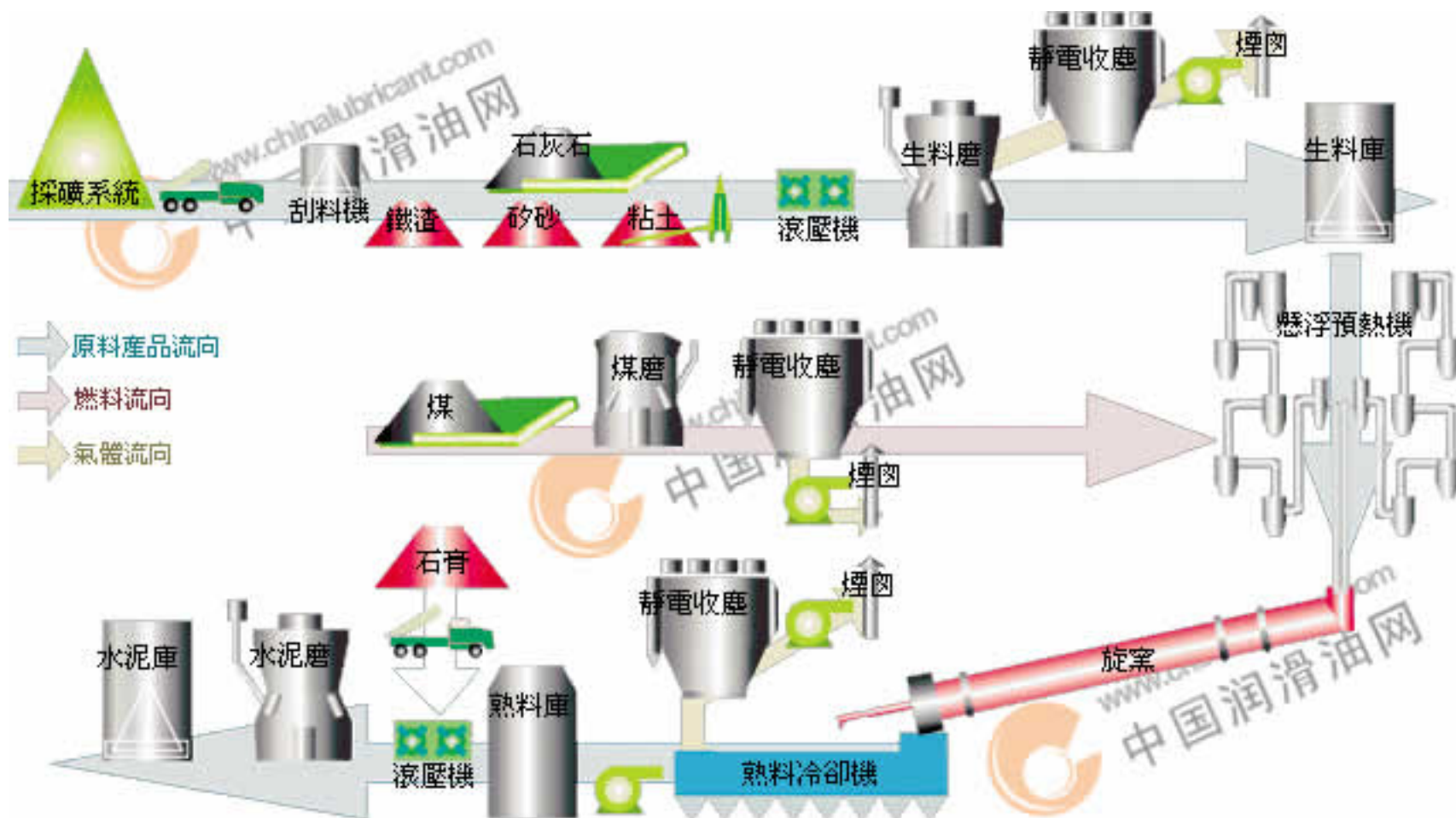
祁连山:中性

- 灾后重建对公司形成实质利好，对公司主要市场产品价格有很强的拉动作用。
- 高速公路、铁路、水电站等大型基础设施建设以及汶川地震灾后重建是拉动公司未来3-4年水泥需求的主要动力。
- 公司产能规模短期内仍然无法扩大，期间费用蚕食利润，短期难有改善。

附录——水泥行业基本知识



水泥及熟料生产流程（以新型干法窑为例）



新型干法窑技术与落后技术比较

■新型干法水泥就是通过以悬浮预热器和窑外分解技术为核心，以新型的烘干粉磨及原燃材料均化工艺及装备，采用计算机集散控制为代表的自动化过程控制手段，实现高效、优质、低耗生产出来的水泥。与传统的湿法、干法、半干法旋窑水泥生产相比较，其工艺过程比较复杂，系统环节多，连续性较强，许多工序联合操作，相互影响，相互制约。

我国主要水泥窑型平均热耗对比

窑型	新型干法窑	机立窑	湿法窑	干法中空窑
吨熟料千克标准煤	130	160	208	243
热耗指数	100	139	181	211

余热发电技术

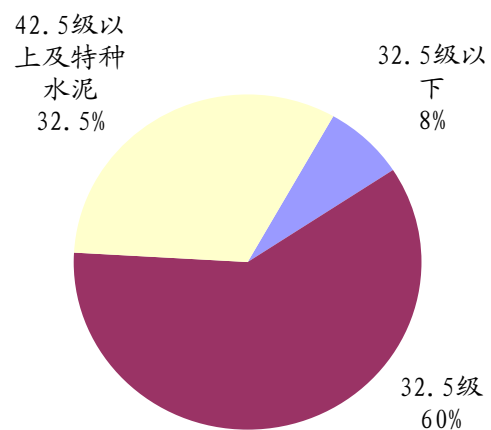
■纯低温余热发电技术：即在新型干法生产线生产过程中，通过余热回收装置——余热锅炉，将水泥窑窑头、窑尾排放出的大量低品位废气余热进行回收换热，产生过热废气推动汽轮机实现热能——机械能的转换，在带动发电机发出电能，并供给水泥生产过程中的用电负荷。

余热发电效益

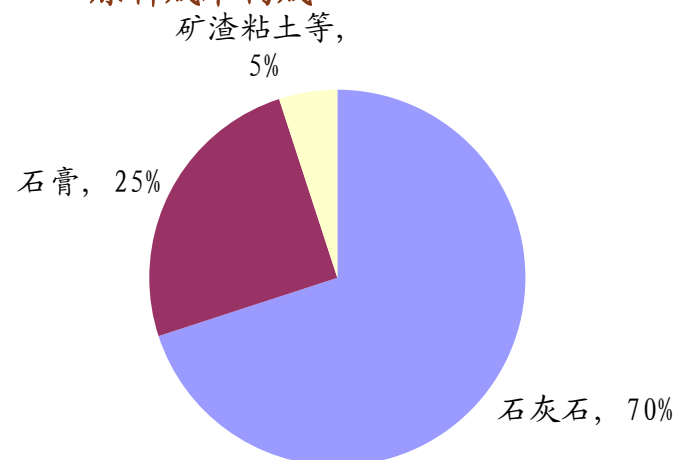
吨熟料耗电	余热发电综合成本	吨熟料余热发电量	吨熟料外购成本	吨熟料节约成本
90度	0.125元/度	40度	0.55元/度	16.0

产品结构和成本结构

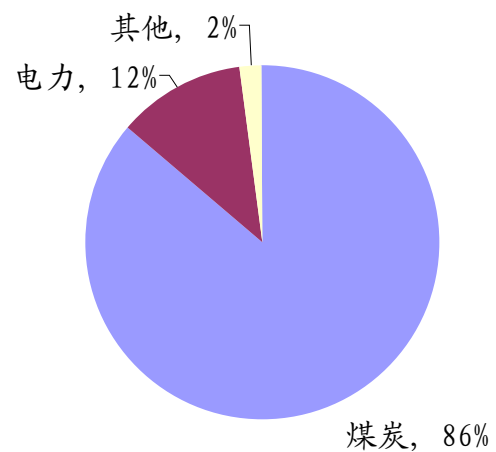
2007年水泥产品结构



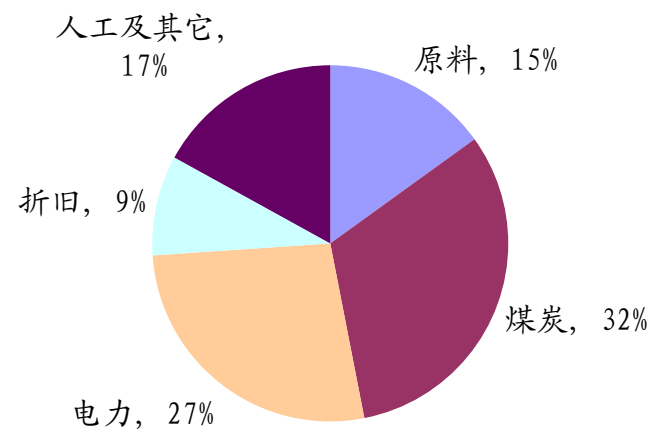
原料成本构成



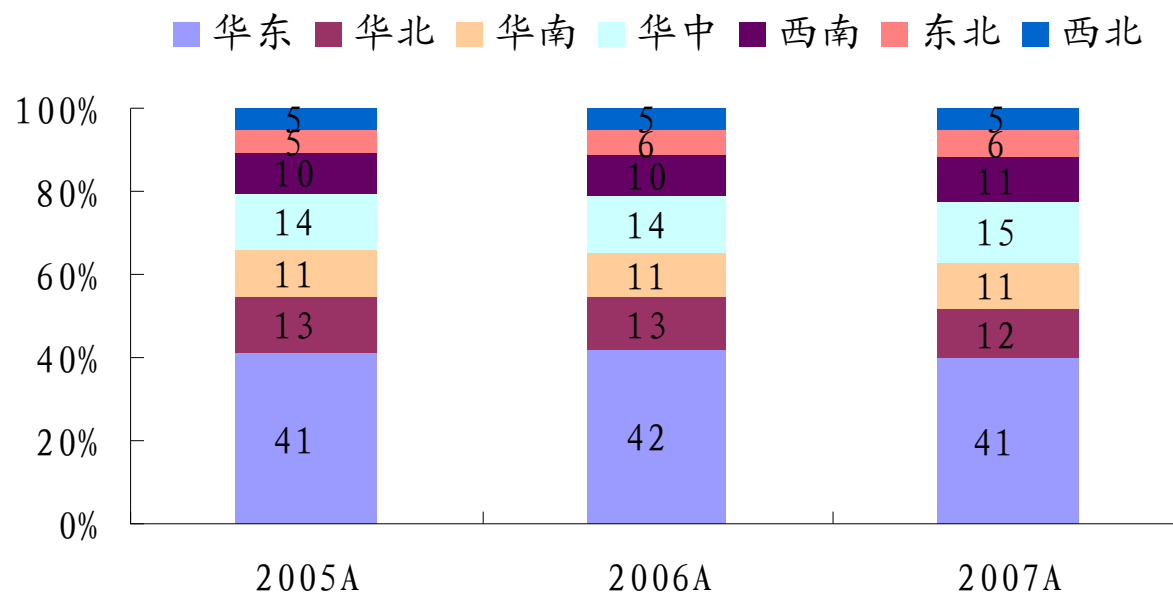
能耗品种构成



水泥成本构成



我国水泥产量分布（数据为占比）



谢谢!