

2006 年 12 月 15 日

水泥行业 2007 年年度报告

长期竞争力评级：高于市场均值

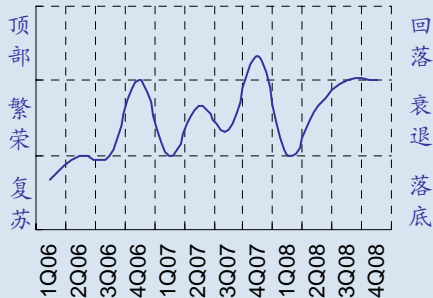
——在结构性调整中实现新一轮增长

市场数据

行业优化平均市盈率	32.65
市场优化平均市盈率	22.69
国金水泥	2081.96
国金 A 股流通指数	2242.16
上证指数	2249.11
深证成指	6044.28



行业景气周期预期1Q06-4Q08



贺国文
(8621)61038234
hegw@china598.com

联系人：赵莉
(8621)61038257
zhaoli@china598.com
上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰
滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

敬请参阅最后一页之特别声明

减持

持有

增持

投资要点

- 从 2006 年已公布的数据来看，全国水泥产销量快速增长，价格前三季度企稳回升，第四季度加速上涨，行业盈利能力明显回升。我们认为，水泥行业已经走出了 2005 年的周期性低谷，于 2006 年基本复苏。
- 供给是影响 2007 年供求关系的关键因素，2005~2006 年水泥行业固定资产投资 5% 左右的负增长使得 2007 年新增产能速度将下降，而落后产能在政府强制性政策和企业内生动力下将加速淘汰，预计 2007 年行业产能的增长率下降到 2% 左右。
- 从 Holcim 进军印度水泥行业的案例来看，我们认为，外资大举进入中国水泥市场，将助推行业整合速度加快，提升相关公司的盈利能力。
- 我们认为应该结构性看待此轮宏观调控对水泥需求的影响，在农村建设、基础设施以及工业投资这三个水泥去向中，新农村建设和基础设施领域的投资未来将继续保持快速增长。而地区结构中，中西部固定资产投资增速将继续保持快速增长，拉动该地区水泥需求。
- 中国已成为全球最大的消费地区和购并中心，全球大水泥在中国的战略布局，将在深层次改变行业结构，水泥行业面临全球发展中心向中国转移的发展机遇。
- 我们给予行业『增持』建议，在选股思路，我们的建议为：
 - ◆ 建议关注绝对规模最大的海螺水泥，以及固定资产投资会保持高速增长的地区内的龙头水泥企业。
 - ◆ 建议关注具有购并重组主题的公司，包括在实施并购重组后有明显进步的，或者有更大重组动作可期待的企业；以及尚未有并购动作，但具备潜力的二线龙头企业。
 - ◆ 建议关注将在低温 余热发电项目中受益的上市公司。

行业内重点公司投资评级

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	06EPS (元)	EPS 07%06	07EPS (元)	06PE	07PE	投资 评级	上期 评级
海螺水泥	23.87	200	0.91	54.9%	1.41	26.2	16.9	买入	
华新水泥	8.1	62.4	0.29	70.0%	0.49	27.9	16.5	买入	

注：股价为 2006 年 12 月 8 日收盘价，EPS 均为增发摊薄后预测值。

内容目录

2006 年水泥行业回顾：行业已基本复苏	4
水泥产销量快速增长	4
水泥价格前三季度企稳回升，第四季度加速上涨	4
我们认为，水泥行业已经走出了 2005 年的周期性低谷，将步入新一轮增长周期。	5
展望 2007 年：在结构性调整中实现新一轮增长	5
结构性调整速度加快，供给方成为改善供求关系的关键因素	5
案例分析：Holcim 进军印度水泥行业的启示	8
对行业需求的判断 - 须结构性看待宏观调控对水泥行业需求的影响	10
行业成本方面的亮点 - 低温余热发电将给成本下降带来惊喜	12
全球视野中的中国水泥行业：面临全球性的发展机遇	13
给予行业「增持」建议，重点关注具有区域龙头、并购重组主题以及低温余热发电成本优势的企业	14
行业内重点公司简介	15
海螺水泥(600585)：买入	15
华新水泥(600801)：买入	15

图表目录

图表 1：水泥月产销量（单位：万吨）及增速	4
图表 2：主要水泥品种价格走势（单位：元/吨）	4
图表 3：全国水泥行业销售利润率（%）走势	5
图表 4：水泥年产量（万吨）及增速趋势图	5
图表 5：2003-2006（E）水泥行业固定资产投资（单位：亿元）及增长情况	6
图表 6：我国各类水泥窑型平均热耗对比	6
图表 7：部分地区落后水泥生产线的淘汰时间表	6
图表 8：产能及产量预测表	7
图表 9：前十大厂商的集中度（%）	7
图表 10：企业的平均生产规模(千吨)	7
图表 11：各区域的龙头企业示意图	8
图表 12：近年国内发生的主要购并活动	8
图表 13：印度水泥行业年产量（单位：万吨）及增长率（单位：%）	9
图表 14：印度主要水泥厂商的市场份额	9
图表 15：收购前目标公司的结构	10
图表 16：第一次收购后股权结构	10

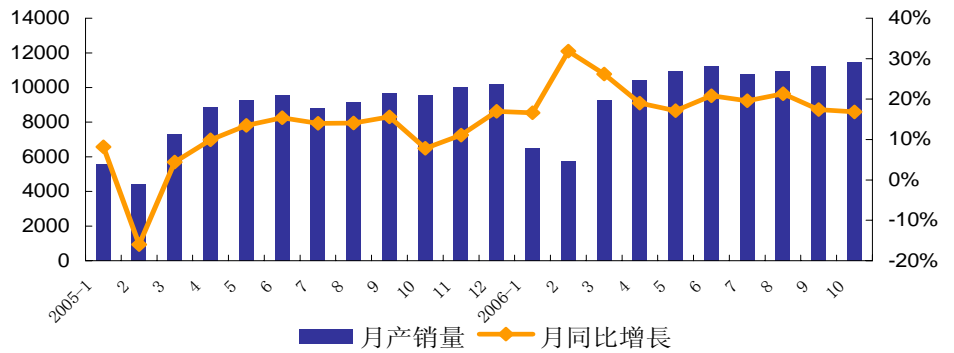
图表 17: 第二次收购后股权结构	10
图表 18: 行业集中度的变化.....	10
图表 19: 被并购公司利润率(单位:%)变化情况	10
图表 20: 水泥的应用领域结构图	11
图表 21: 主要基础建设方面的固定资产投资增速(单位:%)	11
图表 22: 分地区的固定资产投资增长率(单位:%)	12
图表 23: 国产低温余热发电设备经济效益测算表	12
图表 24: 全球各地区水泥消费比例变化趋势图	13
图表 25: 全球各地区的整合情况图(单位:%)	13
图表 26: 全球各地区水泥价格示意图	14
图表 27: 我国水泥和熟料出口量变化(单位:万吨)	14
图表 28: 重点关注的水泥上市公司	14

2006 年水泥行业回顾：行业已基本复苏

水泥产销量快速增长

- 从 2006 年已公布的数据来看，全国水泥产销量加速增长。前十个月实现水泥产销量 9.87 亿吨，与 2005 年同期相比增长 20.2%，增速提高 9.4 个百分点，行业需求较去年明显回升。

图表1：水泥月产销量（单位：万吨）及增速



2006 年，水泥供求关系整体好转，全年运行呈现价量齐升的良好局面。

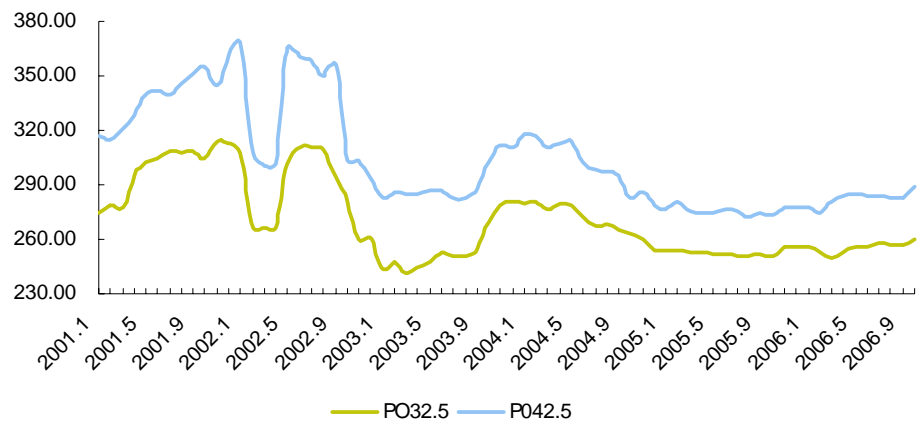
来源：国金证券研究所

水泥价格前三季度企稳回升，第四季度加速上涨

- 水泥行业需求的逐步回暖，新增产能速度的下降，以及落后水泥生产线的淘汰加速，行业供求关系逐步改善，水泥价格前三季度整体企稳回升。
 - ◆ 预计 2006 年新增新型干法生产线 61 条，对应熟料产能 7000 万吨，新增数量分别比去年减少 50 条生产线和 3174 万吨熟料产能。
- 进入第四季度，作为国内水泥市场风向标的华东地区水泥价格出现近几年少见急速上涨状况。我们认为，主要是以下因素导致了短期了供求关系发生明显的变化。
 - ◆ 10 月份以来，上海、浙江的固定资产投资环比出现小幅反弹，第四季度工程施工进度加快，对水泥需求量超大的长三角地区而言，需求增长是推动水泥供不应求的主要原因。
 - ◆ 在供给方面，国家对爆炸品和矿山监管的加强、华中地区对于华东地区的供应减少、以及枯水季节对水路运输的限制等短期原因造成了水泥供应不足。

第四季度华东地区水泥涨价，是多种因素共同作用的结果，但根本原因在于供求关系的变化趋势已发生明显变化。

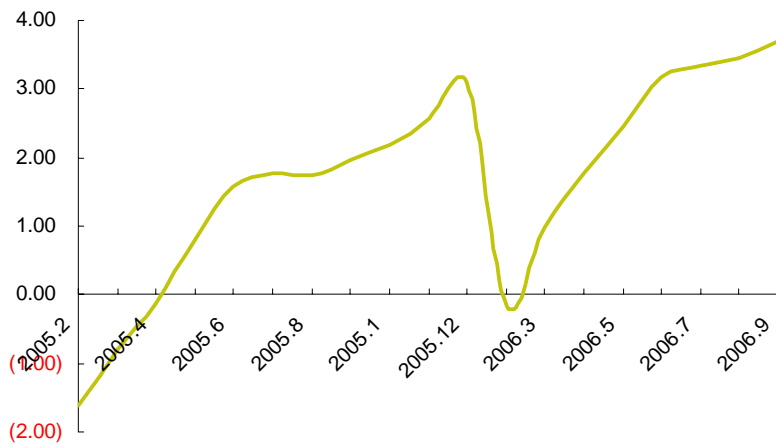
图表2：主要水泥品种价格走势（单位：元/吨）



来源：国金证券研究所

水泥价格的上涨，节能技术的发展，以及企业管理水平的提高，使行业盈利能力明显增强。

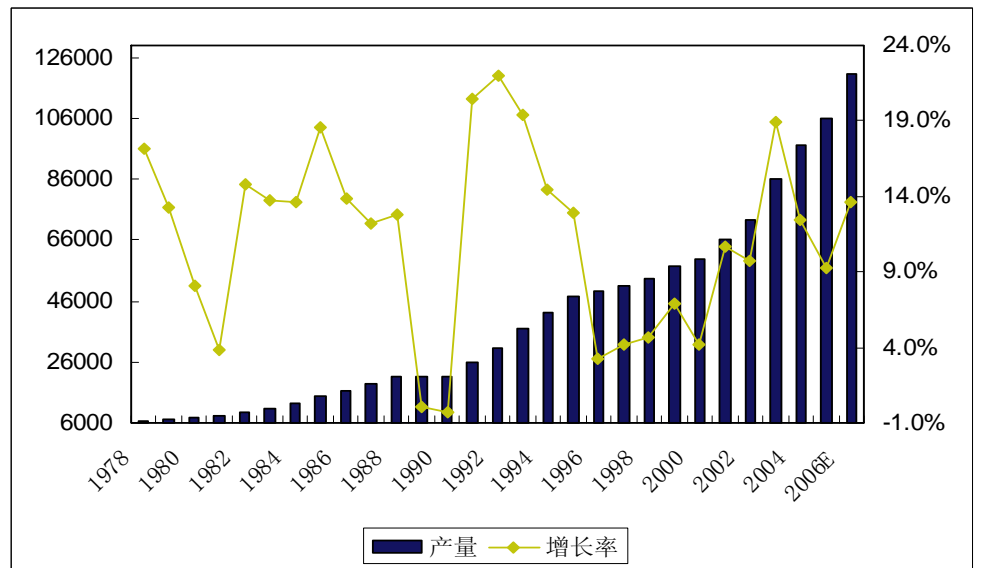
图表3: 全国水泥行业销售利润率 (%) 走势



来源: 国金证券研究所

我们认为，水泥行业已经走出了 2005 年的周期性低谷，将步入新一轮增长周期。

图表4: 水泥年产量 (万吨) 及增速趋势图



来源: 国金证券研究所

从产销量及增速、价格走势来判断，我们认为，2006 年水泥行业已经复苏。

展望 2007 年：在结构性调整中实现新一轮增长

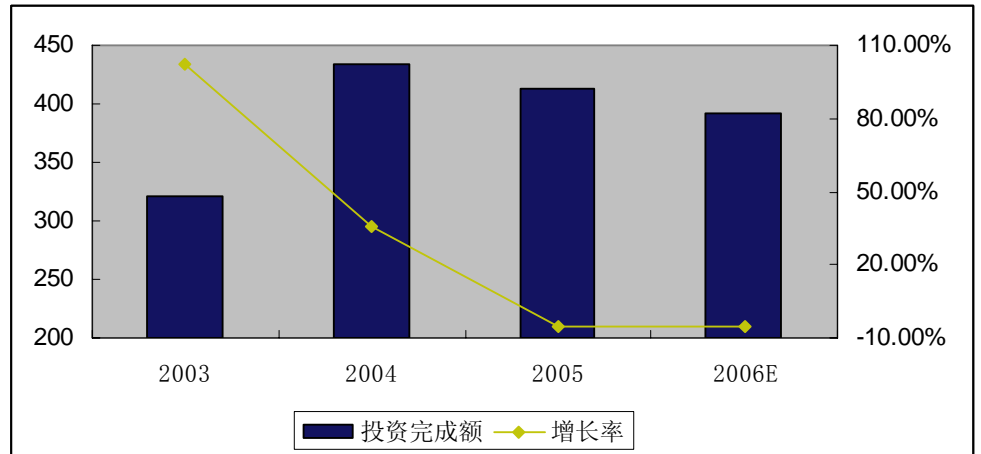
我们对 2007 年水泥行业的整体判断是，结构性调整仍是 2007 年水泥行业的主旋律。在供给方内部结构性调整过程中，供求关系将延续 2006 年的改善趋势，甚至出现更多积极信号。水泥价格在供求关系趋好的背景下整体维持上涨，行业集中度的提高使部分区域龙头优势进一步增强。

结构性调整速度加快，供给方成为改善供求关系的关键因素

- 从 2004 年以来，水泥行业固定资产投资增速在国家有针对性的宏观调控下逐年下降，今年截至 9 月份，水泥行业完成固定资产投资 264 亿元，比去年同期下降 4.5%。鉴于国内水泥生产线 12~18 个月的建设周期，因此我们认为，2007 年水泥行业新增产能的释放量将较下降，供给过剩的压力将大幅减轻，成为影响 2007 年水泥供求关系的关键因素。

水泥行业固定资产投资增速明显放缓，新增产能速度加速下降。

图表5: 2003-2006 (E) 水泥行业固定资产投资 (单位: 亿元) 及增长情况



来源: 国金证券研究所, 《数字水泥》

- 在新增产能 (全部为新型干法生产线) 减速的同时, 我们认为 2007 年落后水泥生产线 (包括机立窑、湿法窑、干法中空窑) 的淘汰速度将进一步加快, 主要基于以下判断:
 - ◆ 由于落后水泥生产线的生产成本明显高于新型干法生产线, 企业自身处于经济性考虑, 有通过建设新型干法生产线替代落后生产线的内在要求。

图表6: 我国各类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	115	160	208	243
热耗指数	100	139	181	211

来源: 国金证券研究所

落后水泥生产线的淘汰速度加快, 进一步促进供给状况的改善。

- ◆ 政府部门从外部施加各种压力, 强制性要求关闭落后水泥生产线。从发改委 10 月份颁布的《水泥工业发展专项规划》来看, 2006 年至 2010 年要淘汰落后产能 2.5 亿吨, 落后水泥比重将从 2005 年的 55% 降到 2010 年的 30%, 部分地方政府制定明确的淘汰时间表, 我们认为从 2007 年开始, 落后水泥生产线的淘汰速度将明显加快。

图表7: 部分地区落后水泥生产线的淘汰时间表

省份/城市	落后产能淘汰计划
浙江省	2007 年以前淘汰全部水泥机立窑
河北省	到 2010 年, 水泥行业淘汰落后生产能力 3500 万吨
天津市	到 2010 年前关闭或转产全市所有立窑水泥生产线
重庆市	十一五期间关闭年产 10 万吨以下的小厂
河南省	2007 年底前全部淘汰水泥立窑生产线
海南省	2010 年前淘汰所有落后水泥
南京市	2008 年前淘汰水泥湿法窑和干法中空窑生产线
内蒙古	十一五期间将淘汰落后水泥生产能力 200 万吨, 到 2010 年, 新型干法水泥比重达到 80%。

来源: 国金证券研究所

图表8: 产能及产量预测表

	2001	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E
新型干法水泥产能(万吨)	109	154	259	428	540	635	720	820
落后水泥产能(万吨)	736	768	846	822	795	755	695	625
总产能(万吨)	845	922	1105	1250	1335	1390	1415	1445
产能增长率	9.0%	9.1%	19.8%	13.1%	6.8%	4.1%	1.8%	2.1%
新型干法水泥产量(万吨)	95	124	189	315	472	590	695	795
落后水泥产量(万吨)	566	601	674	655	588	615	615	580
总产销量(万吨)	661	725	863	970	1060	1205	1310	1375
产销量增长率	11.0%	9.7%	19.0%	12.4%	9.3%	13.7%	8.7%	5.0%
产能利用率	78%	79%	78%	78%	79%	87%	93%	95%

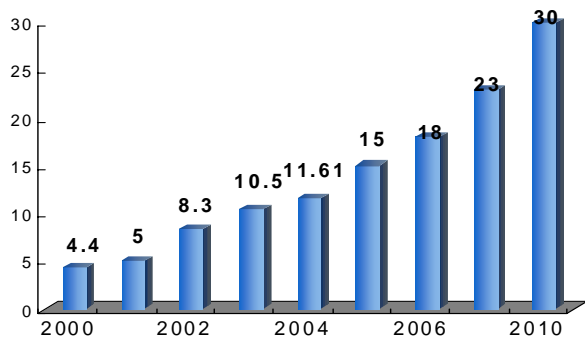
来源: 国金证券研究所

■ 2005 年以来水泥行业经历的周期性低谷给行业实现低成本扩张带来了良机, 扩张手段分为两种: 新建大规模的生产线以及购并重组。我们基于以下几个判断, 认为水泥行业集中度提高速度将继续加快, 区域内水泥价格制定机制的将更加健康, 水泥行业的竞争格局将发生显著变化, 长期而言有利于稳定和提升行业的整体盈利水平。

国家将在政策上大力支持企业规模扩大, 提高行业集中度。

◆ 国家将在政策上, 包括在项目核准、土地审批、贷款投放上有限给予 10 家国家重点支持和 30 家地方重点支持的大型企业集团, 增强其在区域市场的调控能力, 对全国大部分地区, 甚至停止审批日产 2000 吨以下的水泥项目。预计到 2010 年, 前十水泥生产企业的集中度将从 2005 年的 15% 提高 30%, 企业平均生产规模将从 2005 年的 20 万吨提高到 40 万吨左右。

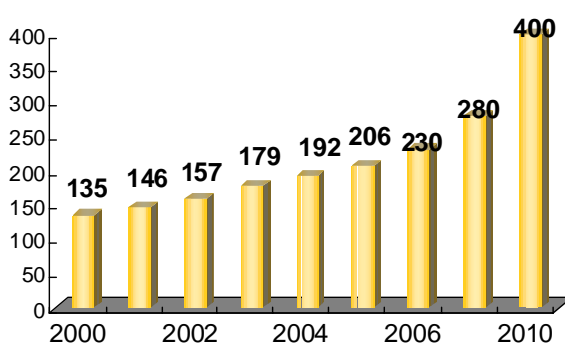
图表9: 前十大厂商的集中度 (%)



来源: 国金证券研究所

集中度的提高, 将优化各区域内的价格形成机制, 对行业整体盈利水平提升的贡献力度将比以往更大。

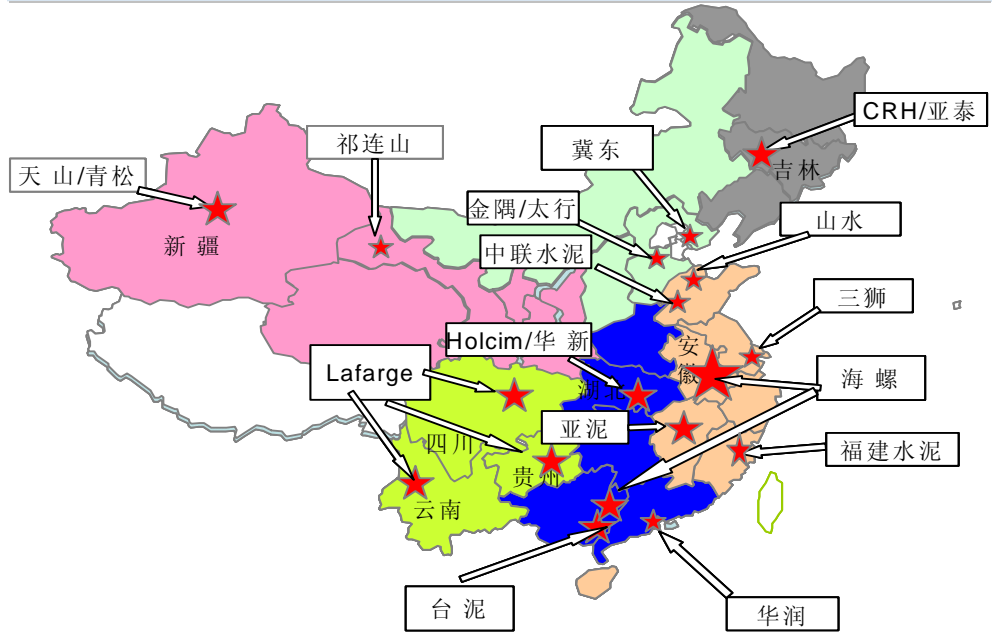
图表10: 企业的平均生产规模(千吨)



◆ 行业竞争格局将随着集中度的提高发生改变, 各运输半径之内的区域龙头形成速度加快。一般而言, 如果一个水泥企业在局部区域占有 20% 以上的市场份额, 该龙头企业便在该区域内拥有适当的定价优势, 至少由其主导形成价格联盟的交易成本将大幅下降。由此, 我们认为, 集中度的提高将积极优化水泥行业的价格形成机制, 其对未来行业整体盈利水平提升的贡献力度将比以往更大。最近华东地区水泥急速涨价除了有供求关系影响外, 迅速形成的价格联盟亦起到了很大作用, 这种现象在以往是很少见的。

图表11: 各区域的龙头企业示意图

各区域龙头雏形已经初现，它们将成为水泥市场未来的主角。



来源: 国金证券研究所

图表12: 近年国内发生的主要购并活动

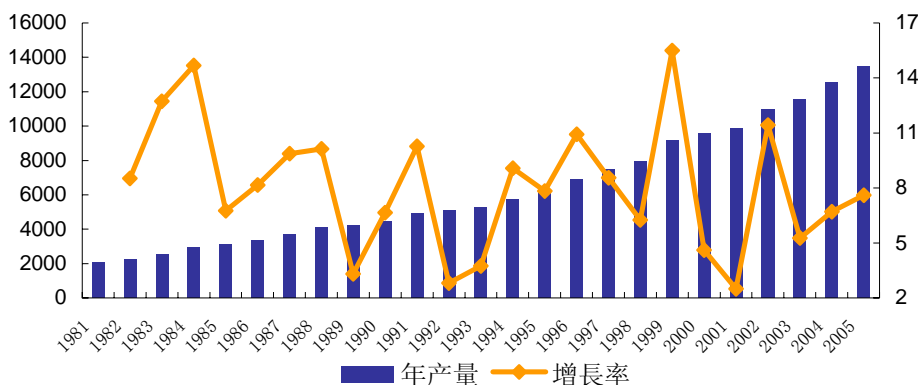
案例	等级	发生时间
Lafarge 收购四川双马集团	控股	2005.11
Lafarge 收购瑞安建业	控股	2005.8
Holcim 增持华新水泥、定向增发 A 股	控股	2006.3
CRH 收购亚泰集团所属水泥企业 26% 股权	参股	2006.10
CRH 收购黑龙江小岭水泥厂	控股	2006.10
Heidelberg 收购辽宁工源 80% 的股权	控股	2006.10
Morganstanley 及鼎晖入股山水集团	参股	2005.9
IFC、MS 参股海螺水泥	参股	2005.12
祁连山重组大通河及寿鹿山水泥	相对控股	2005.5
海螺水泥收购巢东股份	潜在控股	2006.5
亚泰集团收购哈尔滨水泥厂	控股	2005.12
北京金隅收购太行水泥	控股	2005.10

来源: 国金证券研究所

案例分析: Holcim 进军印度水泥行业的启示

- Holcim 选择进入印度市场，从宏观上看，我们认为主要在于看好以下几点：
 - ◆ 印度作为全球第二大水泥消费国，在全球占 7% 左右的市场份额，市场需求大。
 - ◆ 对印度未来经济增长的乐观预期，预计未来五年经济增长维持在 8~10% 左右，成为拉动水泥需求的主要动力。
 - ◆ 印度水泥工业的技术和装备水平非常高，新型干法窑的比例占到 95%，收购后对生产线的后续投入和改造成本很低。
 - ◆ 印度拥有较好的水路优势，可以利用其在印度的产能，满足其在全球的市场需求。

图表13: 印度水泥行业年产量(单位:万吨)及增长率(单位:%)

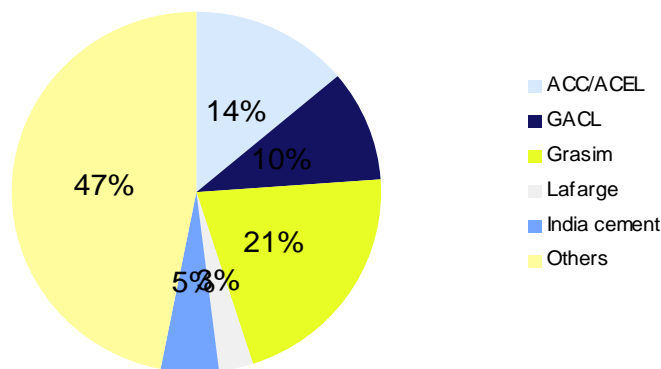


来源: 国金证券研究所

- Holcim 自 2005 年 1 月进入印度水泥市场以来, 其已控制了 3400 万吨的水泥产能, 占整个印度市场的份额约 24%。在收购兼并当地企业和新建生产线来实现扩张的方式上, Holcim 选择了其惯用的收购兼并办法。
- ◆ 在收购对象的选择上, Holcim 一直贯彻选择区域龙头策略, Holcim 的目标公司中, ACC/ACEL、GACL 分别是印度第二、三大水泥生产商, 通过收购当地的龙头企业, 可以借助目标公司的龙头地位, 弥补在地理位置、矿产资源占有上的后发弱势, 还可避开新建生产线而贻误的商机。

当地的龙头企业成为 Holcim 收购的首选。

图表14: 印度主要水泥厂商的市场份额

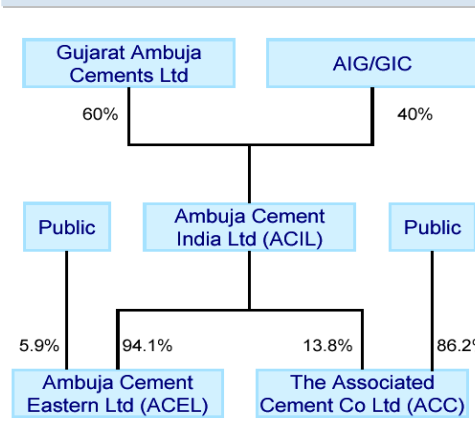


来源: 国金证券研究所

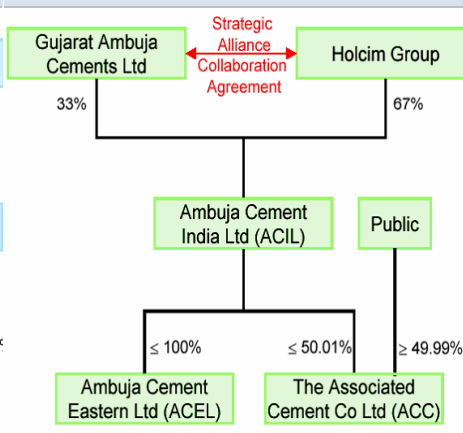
- ◆ 在具体收购策略上, Holcim 则非常稳健, 在做好充分的尽职调查后, 开始阶段一般也只先收购部分股权, 并且派驻高管积极介入公司的管理。待时机成熟, Holcim 才会不断增持股权, 甚至以付出更高成本的代价, 以进一步扩大控制力。

Holcim 在收购策略上坚持稳健性原则, 从参股到控股, 步步推进。

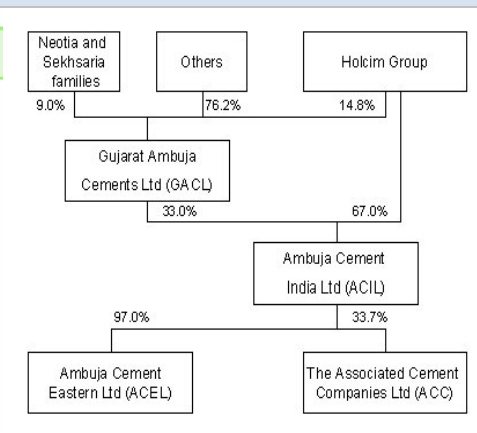
图表15: 收购前目标公司的结构



图表16: 第一次收购后股权结构



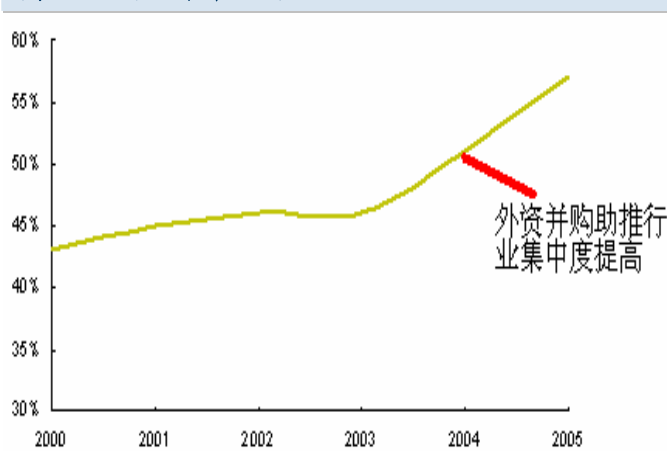
图表17: 第二次收购后股权结构



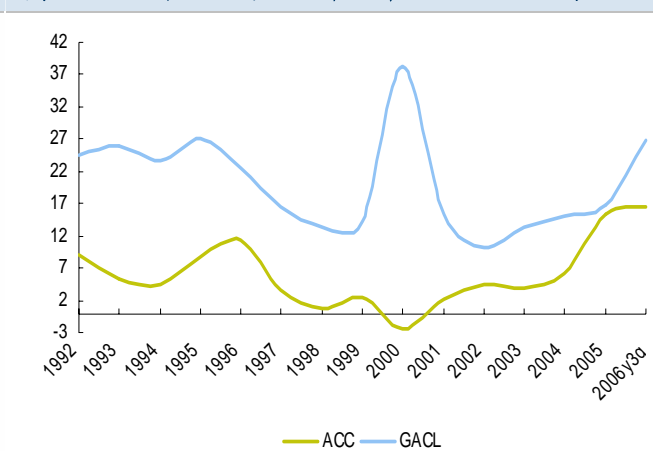
来源: 国金证券研究所, Holcim

- ◆ 2006 年 11 月, Holcim 进一步增持了 GACL 的股权, 占股比例由 14.8% 增加至 18.4%, 并且公司高管表示未来将增加其在 GACL 中的控股, 而且每年将新增 200 吨水泥产能。我们有理由相信, Holcim 未来将会以 GACL 作为平台, 整合 ACC/ACEL 的水泥资产, 进一步扩大其在印度的水泥规模。
- 印度水泥行业自 2004 年以后发生了大规模的收购兼并活动, 以 Holcim、Italcementi、Heidelberg 为代表的国际大水泥抓紧进入印度市场, 从整合后的效果来看, 我们认为, 外资的介入提高了行业集中度, 促进了企业盈利水平方面的提高。

图表18: 行业集中度的变化



图表19: 被并购公司利润率(单位:%)变化情况



来源: 国金证券研究所, BLOOMBERG

对行业需求的判断 - 须结构性看待宏观调控对水泥行业需求的影响

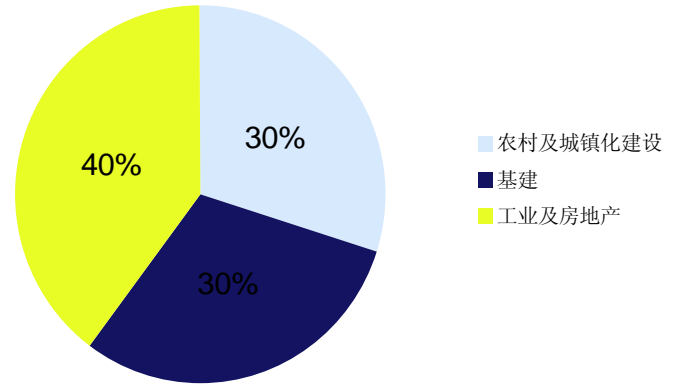
根据国金证券宏观策略部的判断, 在整体宏观调控背景下, 2007 年固定资产增速将温和下降, 预计 2007 年城镇固定资产投资增速为 24%, 较今年增速下降 2 个百分点。在讨论此轮宏观调控对水泥行业需求造成的影响时, 我们认为, 采用结构性分析方法会把问题看得更加清晰。

- 根据我们调研的几家企业的水泥最终用途去向, 水泥应用的主要领域一般为新农村及城镇化建设、基础设施建设、工业及房地产投资等三个方面, 根据调研的数据区间, 我们假定对应比例约为 3: 3: 4。此轮宏观调控的对象是工业投资领域中存在产能过剩的行业, 而在新农村建设、城镇化建

设和基础设施领域方面的投资是受国家政策支持，未来将保持继续保持快速增长。

图表20: 水泥的应用领域结构图

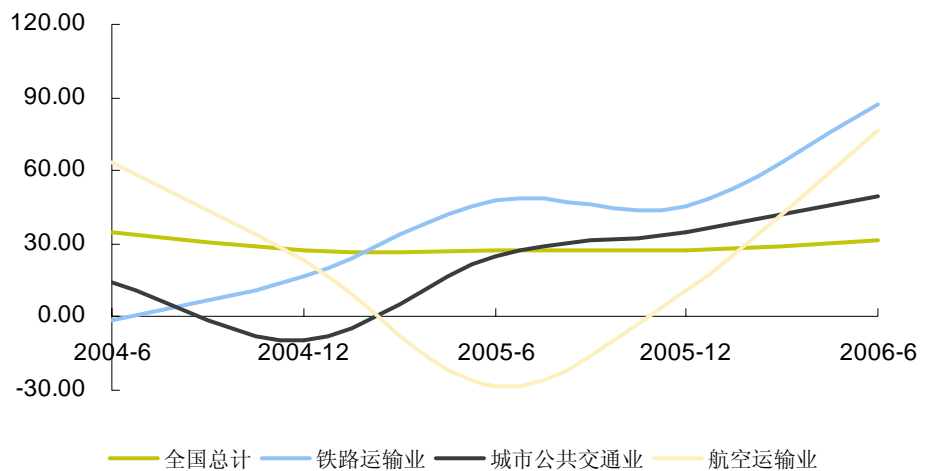
农村、城镇化建设和基础设施领域的水泥需求将继续快速增长，成为水泥需求新一轮增长的主要动力。



来源: 国金证券研究所, 调研数据

- ◆ 在新农村建设过程中，全国农村住房投资每年至少新增 6000 亿元，年增加水泥用量约 2.4 亿吨。在农村道路（120 万 km）、安全饮水、沼气、用电、通讯、广播电视等基础设施建设方面，投资概算约为 4 万亿元，需 3.6 亿吨水泥。
- ◆ 在城镇化建设方面，规划 2010 年城镇化水平由 2005 年的 43% 提高到 50%，若今后 15 年以城镇化率平均每年增加 1% 计算，城镇新增住房每年 4.6 亿 m²，仅此一项，每年增加水泥用量 1.4 亿吨。
- ◆ 在铁路、公路、机场的建设方面，水泥需求更将保持快速增长。我们目前可以统计的重大投资项目包括：仅京沪高速铁路一项工程的水泥用量就超过 4000 吨，而国家“十一五”期间将建设 9 条重点铁路专线；深圳投资 59.27 亿元扩建机场；国家和新疆斥资 1000 亿元，在天山南北建设公路、铁路、民航三位一体综合运输网络；在中国—中亚—欧洲 3 条东西运输大通道，中国建设或规划建设 12 条公路运输线路的中国境内路段等等。

图表21: 主要基础建设方面的固定资产投资增速 (单位:%)



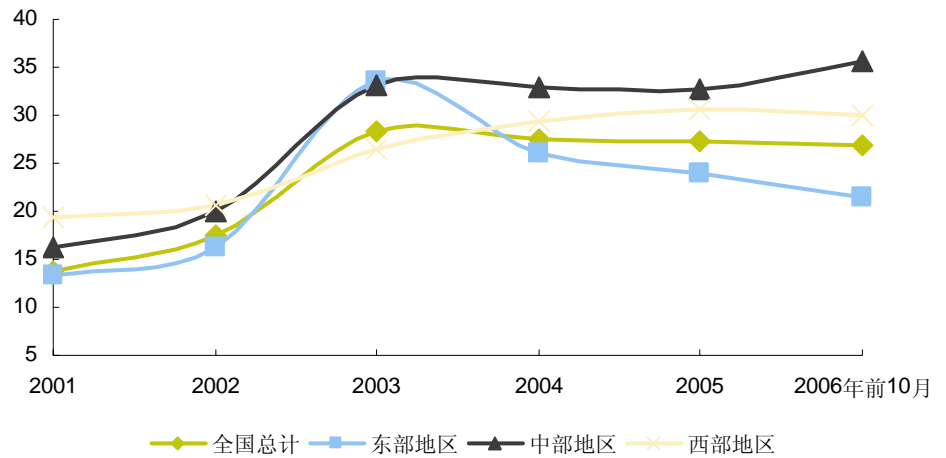
来源: 国金证券研究所

- 如果将固定资产投资按地区分类，我们可以发现，东部地区固定资产投资从 2003 年开始增长率逐年下降，而中、西部固定资产投资增速则明显高于全国平均水平。在国家区域协调发展的大主题下，我们认为中、西部地

区固定资产投资会继续保持较快增长速度，高于东部及全国平均水平的趋势不会改变。

图表22: 分地区的固定资产投资增长率 (单位: %)

中西部地区的固定资产投资速度明显高于全国平均水平。



来源: 国金证券研究所, 国际统计局

综上所述, 我们总结如下: 供给方产能增速的继续下降, 是改善水泥行业供求关系的关键因素。水泥需求则受新农村和城镇化建设, 以及中西部固定资产投资的拉动, 继续保持较快增长速度, 将全行业有望在 2007 年实现新一轮快速增长。

行业成本方面的亮点 - 低温余热发电将给成本下降带来惊喜

在水泥的制造成本中, 煤和电约占 60% 以上, 因此我们把握了企业生产过程中煤和电的使用成本趋势, 就能基本判断水泥行业生产成本的变化情况。我们对 2007 年煤和电的总体判断是, 低温余热发电项目将在 2007 年显现效应, 降低企业的用电成本, 煤炭价格基本保持稳定。

- 纯低温余热发电技术是利用熟料生产过程中的低温废气产生低品位蒸汽, 以此来推动汽轮机组做功发电。目前国内的新型干法熟料生产线中, 窑头熟料冷却机和窑尾预热器排放了大量 300~400℃ 以下的废气, 其热量约占水泥熟料烧成系统总热耗量的 30%, 利用这部分热量, 依靠相关的设备将其转化为电能是余热发电技术的关键点。
- 企业发展低温余热发电的动力在于能降低熟料的生产成本, 根据国产低温余热发电设备的投资效果来看, 以日产 5000 吨的新型干法熟料生产线为例, 得出的结论是吨熟料生产成本降低 13.8 元, 全年成本节约空间为 2000 万元左右(从海螺水泥的进口设备实际运用情况看, 效果更好)。我们的测算过程如下:

图表23: 国产低温余热发电设备经济效益测算表

装机容量	每千瓦装机容量投资	总投资	余热发电综合成本	吨熟料余热发电量	吨熟料节约成本	全年节约成本
7000Kw	7000 元	4900 万元	0.12 元/度	32 度	$32 \times (0.55 - 0.12) = 13.8$ 元	2060 万元

来源: 国金证券研究所

- 从外部环境来看, 水泥企业发展低温余热发电已经具备比较好的基础。首先, 低温余热发电项目基于的新型干法熟料生产线单线规模越大, 产生的热量越多, 发电效果越好。而大规模新型干法生产线的发展将为低温余热发电奠定良好的基础。其次, 在政策面上, 政府部门明确要求到 2010

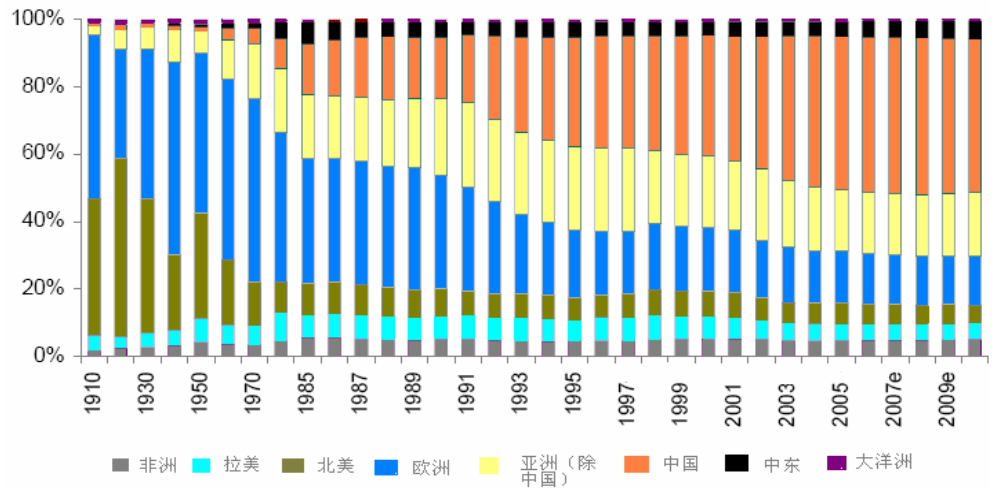
年，我国新型干法水泥采用余热发电的生产线要达到干法水泥生产线的 40%，而目前尚不足 10%，发展空间较大。

- 根据国金证券煤炭行业研究员龚云华的预测，2007 年煤炭价格在高位基本稳定，由煤炭引起的水泥生产成本变化应该不大。

全球视野中的中国水泥行业：面临全球性的发展机遇

- 中国经济的持续快速增长，给作为基础性原材料的水泥行业提供了绝佳发展环境，中国已经成为全球最大的水泥消费市场，截止 2005 年，我国水泥消费量已占全球消费量的 48%。

图表24：全球各地区水泥消费比例变化趋势图

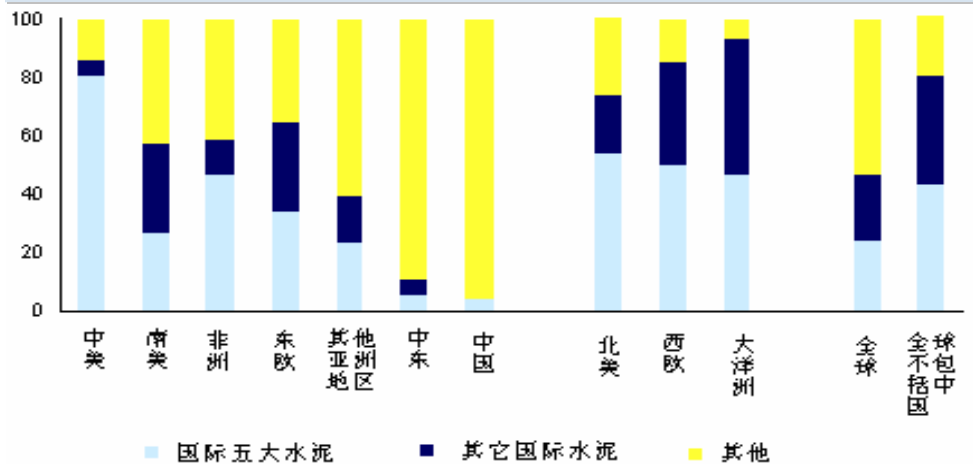


全球水泥消费的重心正在从欧美等发达国家向以中国为主要消费地区的亚洲市场转移。

来源：国金证券研究所，国际水泥大会资料

- 我们一直强调，水泥行业的理想盈利模式是通过扩大规模取得区域垄断优势，获得区域内一定的定价优势，从而使企业能最大限度的规避行业周期性变化带来的盈利不稳定性。在布局阶段，选准战略位置，取得规模优势的重要性应摆在第一位。
- ◆ 从全球水泥行业的购并历史看，并购目标市场的选择总是趋向集中度非常低的地区，然后通过提高集中度保证价格稳定。我们认为，全球水泥行业的购并中心正在向中国转移，中国已经成为国际大水泥在全球布局的重点选择区域。Holcim、Lafarge、CRH、Heidelberg 等国际大水泥均通过购并方法介入中国市场，这种趋势在中国水泥行业加速整合的十一五期间将愈演愈烈。

图表25：全球各地区的整合情况图 (单位:%)

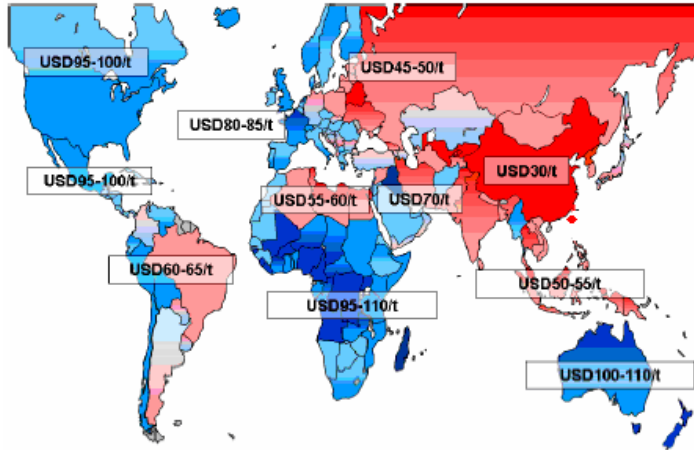


全球大水泥在中国的战略布局，将在深层次改变行业结构，部分水泥企业面临前所未有的发展机遇。

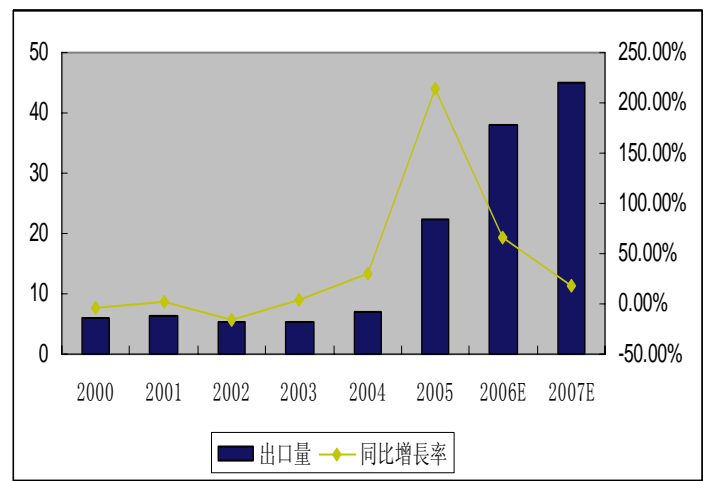
来源：国金证券研究所，国际水泥大会资料

- 国际水泥市场已成为中国水泥企业平衡供求关系的重要选择，预计今年的水泥和熟料出口量达到 3700 万吨，继 2005 年之后再次成为全球最大的出口地区。对于 2007 年中国水泥的出口，我们基本观点是水泥的出口价格仍高于国内价格，对于已经建设通路（码头）和网络设施的企业，仍会扩大出口，出口量整体仍维持较高水平。但由于美国经济（最大的进口市场）的放缓，以及中东、美国等地区新建产能的释放，出口增速将进一步下降。

图表26: 全球各地区水泥价格示意图



图表27: 我国水泥和熟料出口量变化 (单位: 万吨)

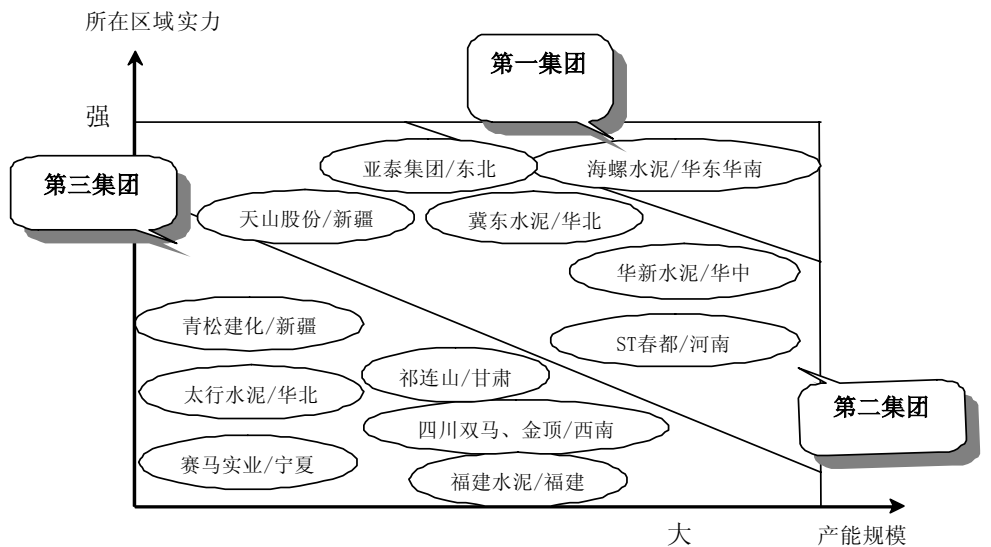


来源: 国金证券研究所

给予行业「增持」建议，重点关注具有区域龙头、并购重组主题以及低温余热发电成本优势的企业

- 我们对水泥行业的投资策略与以上对水泥行业的分析思路保持一致，在供求关系改善的情况下，全行业整体盈利水平好于 2006 年，我们给予行业整体「增持」建议。
- 结构性调整速度加快，以及全球购并中心向中国的转移，将使具备区域内规模优势、并购重组主题的公司获得优于行业的投资机会；而已发展低温余热发电项目的公司则将享受较大的成本优势。故我们建议重点关注具有区域龙头、并购重组主题及低温余热发电成本优势的上市公司。

图表28: 重点关注的水泥上市公司



来源: 国金证券研究所

- 在区域龙头的选择中，我们建议关注两类企业：一是绝对规模最大的海螺水泥；另外，选择固定资产投资会保持高速增长的地区内的龙头水泥企业，如华新水泥、ST 春都等等。
- 在购并重组主题思路下，我们建议关注两类企业：一类是已经实施（或初步实施）并购重组，并在后续发展中企业盈利状况可能有明显进步的企业，或者有更大重组动作可期待的企业，如华新水泥、四川双马、亚泰集团等；另一类是尚未有并购动作，但具备潜力的企业，这主要是指各区域龙头或潜在区域龙头企业（图 20 第三集团中的未购并的企业），如赛马实业、祁连山、福建水泥等。
- 低温余热发电项目由于其良好的经济效益，在政策导向及新型干法熟料快速增长的背景下，2006 年得以迅速发展，预计到今年年底有 40 个左右纯低温余热发电站投入运营，明年将从余热发电项目中受益的上市公司包括海螺水泥、四川双马、祁连山、赛马实业等。

行业内重点公司简析

海螺水泥(600585): 买入

- 我们看好海螺水泥最主要的理由是由于其总是能获得超过行业平均的收益水平，其在石灰石矿、通路、管理层水平等战略层面的优势已数次被市场证明。就动态层面而言，在行业结构性加速调整过程中，我们更为关注其产能扩张速度，以及在华东南各区域内龙头地位的演进。根据公司目前在建产能的进程，预计 2007-2008 年的熟料产能分别为 5500 万吨，6500 万吨。
- 公司大规模发展低温余热发电将在未来大幅度减少其生产成本，今年下半年投产的宁国、建德及池洲基地的三套机组将全部在明年发挥效益，随着明年剩余机组的投产，我们预计 2007 年余热发电可节约成本约 2 亿元。
- 我们预计公司通过定向增发收购盈利能力较强的七家子公司少数股东权益的相关事项将于 2007 年完成，该项收购长期完善了公司的治理结构和激励机制，短期而言将增厚 2007 年的 EPS。
- 预计 2006 年实现净利润 1418 百万元，摊薄前 EPS1.13 元，摊薄后 EPS0.91，2007 年实现净利润 2338 百万元（假定 2007 完成收购子公司少数股东权益），摊薄后 EPS1.41 元，建议买入。

华新水泥(600801): 买入

- Holcim 控股将提升公司的成长空间，现该收购事宜已获商务部批准，已呈报证监会，预计明年上半年可完成向 Holcim 定向增发。Holcim 控股后，直接将整体提升华新水泥的资金实力、技术能力和管理水平，从更深层意义上看，Holcim 可能利用华新水泥的资本平台，在中国水泥行业加速整合的背景下，演绎更多精彩的收购、重组故事。
- 我们看好华新水泥的另外一个理由在于对 2007 年华中地区水泥行情走势的乐观判断，我们认为在固定资产投资结构性调整过程中，华中地区的固定资产投资增速将延续今年快速增长趋势，高于行业平均水平 5 个百分点以上。作为华中地区最大的水泥企业，无疑将是最大的受益者。（华中地区水泥在今年第四季度已经出现供不应求的局面）
- 快速的产能扩张也让我们对华新水泥未来谋求更重要的战略地位充满期待，我们预计 2007-2008 年公司熟料产能分别达 1600 万吨，2000 万吨。
- 预计 2006 年实现净利润 139 百万元，摊薄前 EPS0.42 元，2007 年实现净利润 240 百万元，摊薄前 EPS0.73 元，2006-2007 年摊薄后 EPS 分别为 0.29 元、0.49 元，建议买入。

公司投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
- 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。