

2013年12月31日

证券研究报告·公司研究·建筑建材

同力水泥(000885)深度报告

增持(维持)

当前价: 6.29元



借力央企, 公司治理和市场运营齐改善

投资要点

- **推荐逻辑: 在城市群和新农村建设的带动下, 14-15年河南省水泥供需关系将持续改善。**目前地区水泥价格仍处于底部, 低于周边及全国平均水平, 反弹空间较大。在引入央企资本后, 以资本为纽带, 公司内部治理及外部市场运营齐改善, 盈利能力和空间或将显著改善, 业绩拐点显现。
- **城镇化建设加速推进, 水泥需求空间大。**作为最大的中部省区, 河南当前城镇化率只有 42%, 在中部地区倒数第一, 在全国倒数第五, 河南省城镇化率最具提升空间、也最具紧迫性。中原城市群具有大城市、大农村、大工业、大农业并存的特点。在城市群建设和新农村建设双轮驱动下, 河南省城镇化进程进入加速期。必将带动水泥需求的持续增长。我们测算 2013-2015 年河南水泥需求增速分别为 10.4%、8%和 8.1%。
- **河南省水泥新增供给高峰已过, 供需关系趋好。**河南省水泥行业的技术升级走在全国前列, 2009年以来水泥行业固定资产投资连续 4年负增长。十二五后两年, 占总产能 10%左右的早期新型干法产能面临退出。我们判断 14-15 年新增供给压力进一步减弱, 净新增产能或趋与零甚至负增长。
- **水泥价格洼地, 反弹空间较大。**由于竞争过度, 12-13 年河南水泥价格持续下跌, 13 年三季度以来的价格反弹也落后周边区域。目前郑州地区高标号水泥价格 320 元/吨, 价格水平在中部倒数第一。我们认为在供需关系向好的情形下, 价格反弹空间较大。
- **公司盈利能力持续向好。**在引入央企资本后, 对内, 公司的财务成本对利润的吞噬将有效降低, 提升公司的利润水平。对外, 通过资本纽带把央企成功的市场竞争经验引入河南, 引领市场走出过度竞争的困境, 提升行业和公司的盈利空间能力。
- **盈利预测与投资建议。**对公司 13-15 年的盈利预测, 我们基于以下三个重要假设, 1、13-15 年省内水泥需求保持较快增长; 2、省内市场竞争秩序好转, 价格回升; 3、公司销售毛利率提升。预计公司 13-15 年归属母公司的净利润分别为 1.11 亿元, 1.24 亿元和 1.44 亿元, 对应于 13-15 年的 EPS 分别为 0.26 元, 0.29 元和 0.33 元。给予公司“增持”评级。
- **风险提示: 省内基础设施投资放缓; 房产调控政策再次趋严。**

指标/年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,120	4,538	5,212	5,741
增长率	2.4%	10.1%	14.8%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	164	111	124	141
增长率	-31.8%	-32.4%	11.5%	13.8%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.26	0.29	0.33

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐永超

执业证号: S1250512110002

电话: 010-57631186

邮箱: xycho@swsc.com.cn

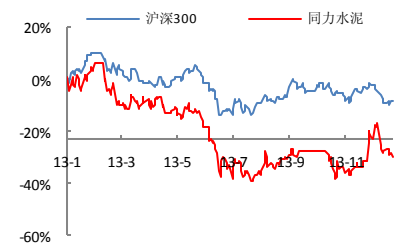
分析师: 贺众营

执业证号: S1250512110001

电话: 010-57631225

邮箱: hzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通 A 股(亿股)	4.27
52 周内股价区间(元)	5.24-9.85
总市值(亿元)	26.85
总资产(亿元)	52.83
每股净资产(元)	3.97

相关研究

目 录

一、城市群和新农村双轮驱动，河南水泥需求持续释放	1
1.1 城镇化建设加速推进，水泥需求空间大.....	1
1.2 河南省基础设施投资增速进一步加快.....	1
1.3 在建和新开工重大项目总规模持续扩大.....	3
1.4 房地产投资强劲复苏.....	4
1.5 水泥需求稳步回升，单月产量居全国首位.....	4
1.6 河南省水泥需求测算.....	5
二、河南省水泥供需关系趋好	7
2.1 河南省新增供给高峰已过.....	7
2.2 区域产能过剩价格竞争激烈.....	8
三、引入央企，公司治理和市场运营双受益	8
3.1 公司毛利率回升.....	8
3.2 借助央企资本，公司财务结构改善.....	9
3.3 携手整合市场，河南走出价格洼地可期.....	10
四、盈利预期：增持	11

插图目录

图 1: 2012 年河南城镇化率 42%，中部倒数第一	1
图 2: 近年来河南省城镇化推进速度快于全国平均水平	1
图 3: 河南省固定资产投资突破 2 万亿	3
图 4: 1~10 月，河南省固定资产投资 23.4%	3
图 5: 河南省房地产投资走出最坏的时候	4
图 6: 1-11 月河南省房地产投资增长 25.6%	4
图 7: 河南省水泥产量	5
图 8: 2013 年河南省水泥增速	5
图 9: 河南省 GDP 和水泥产量的散点图	5
图 10: 河南省固定资产投资（全社会）和水泥产量的散点图	5
图 11: 河南省房地产投资和水泥产量的散点图	6
图 12: 河南省城镇固定资产投资和水泥产量的散点图	6
图 13: 13-15 年河南水泥需求仍将保持较快增长	6
图 14: 河南省水泥固定资产投资连续四年负增长	7
图 15: 河南省新型干法水泥产能释放高峰已过	7
图 16: 13-15 年河南水泥新增供给持续减少（万吨）	7
图 17: 2012-2013 年郑州 P-O42.5 水泥价格走势	8
图 18: 2013 年河南省周边地区水泥价格走势	8
图 19: 公司毛利水平持续回升	9
图 20: 公司财务费用过好吞噬利润	9
图 21: 公司利息支出占净利润的比重	9
图 22: 公司产能利用率提高，产量持续较快增长	10
图 23: 同力水泥&中联水泥河南产能布局示意图	11

表格目录

表 1: 河南省高速网规划调整方案	2
表 2: 河南省 2013 年第四季度新开工重大项目表	3
表 3: 利润表	12

一、城市群和新农村双轮驱动，河南水泥需求持续释放

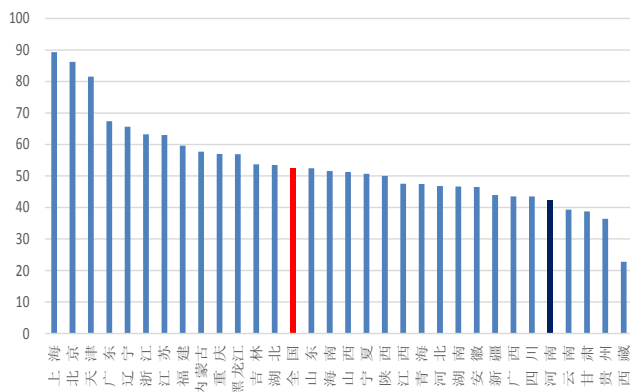
1.1 城镇化建设加速推进，水泥需求空间大

河南省城镇化率在中部地区最低，最具提升空间、也最具紧迫性。作为最大的中部省区，河南当前城镇化率只有 42%，在中部地区倒数第一，在全国倒数第五（仅高于云南、甘肃、贵州、西藏）。

在国家的中部崛起战略中，以郑州、洛阳为中心的中原城市群建设将是政策助力的重点区域。而以郑州、洛阳为中心的中原城市群具有大城市、大农村、大工业、大农业并存的特点。在城市群建设和新农村建设双轮驱动下，河南省城镇化进程进入加速期，2005 年以来以年均 1.7 个百分点速度推进，较全国速度快 0.34 个百分点。

城市群建设过程中的城际间交通网络的完善，各城市基础设施建设，农村农业的基础设施建设将迎来大规模的投资，必将带动水泥需求的持续增长。

图 1：2012 年河南城镇化率 42%，中部倒数第一



数据来源：DC，西南证券

图 2：近年来河南省城镇化推进速度快于全国平均水平



数据来源：DC，西南证券

1.2 河南省基础设施投资增速进一步加快

中央明确提出要把河南建成全国区域协调发展的战略支点和重要的现代综合交通枢纽。2013 年 10 月省政府与交通运输部签署《共同推进河南省综合交通运输体系建设、加快物流业发展会谈纪要》，提出进一步加强铁路建设，构建以郑州为中心的“米”字形快速铁路网、“四纵六横”大能力货运铁路网和“十字加半环”城际铁路网。

为进一步优化路网布局，构建现代综合交通运输体系，河南省多次调整高速公路网规划调整方案，调整后，河南省高速公路网规划总规模由约 6,840 公里增加到约 8,070 公里，高速公路网密度达到 4.8 公里/百平方公里，覆盖河南省所有县(市)。

表 1: 河南省高速网规划调整方案

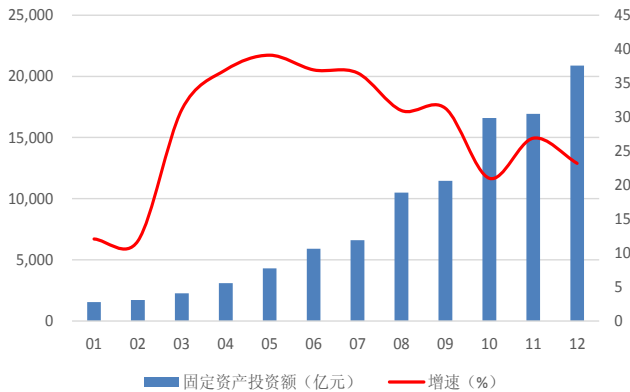
序号	路线名称	里程(公里)	主要控制点
一、规划		948	
1	郑州机场至周口西华高速公路	150	中牟、航空港区、尉氏、西华、周口
2	商丘至登封高速公路	220 (新增 180)	商丘、航空港区、登封
3	安阳西北绕城高速公路	30	安阳
4	渠首至老河口(豫鄂省界)高速公路	13	渠首、省界
5	台前(豫鲁省界)至范县高速公路	25	省界、台前、范县
6	林州(豫冀省界)至焦作高速公路	135	省界、林州、辉县、云台山、焦作
7	息县至邢集高速公路	95	息县、正阳、明港机场、邢集
8	济源至洛阳西高速公路	40	济源、洛阳
9	周口至南阳高速公路	195	周口、上蔡、遂平、社旗、南阳
10	栾川至卢氏高速公路	85	栾川、卢氏
二、研究		512	
1	濮阳至湖北阳新高高速公路(河南境)	272	濮阳、民权、沈丘、淮 滨、固始、商城
2	兰考至原阳高速公路	135	兰考、封丘、原阳
3	浉池至栾川高速公路	105	浉池、洛宁、栾川
三、合计		1500 (新增 1460)	

数据来源: 河南省统计局, 西南证券

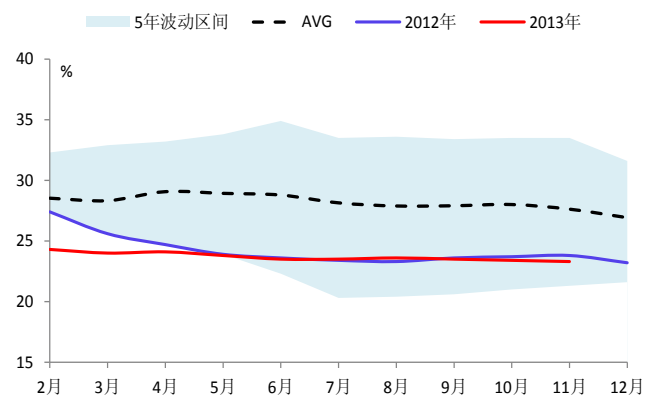
2013 年河南省基础设施投资增速进一步加快, 支撑固定资产投资。2013 年 1~10 月, 河南省固定资产投资 20,099.37 亿元, 比上年同期增长 23.4%, 增速比 1~9 月回落 0.1 个百分点。

受城市基础设施、交通、水利等行业一批重大项目快速推进的影响, 1~10 月河南省基础设施投资 3,540.38 亿元, 同比增长 22.8%, 增速比 1~9 月加快 0.4 个百分点, 增速在 7 月份止落回升的基础上连续四个月加快。

城市基础设施投资 1,496.31 亿元, 增长 16.4%, 增速比 1~9 月加快 0.2 个百分点; 交通运输、仓储和邮政业投资 931.40 亿元, 增长 29.5%, 增速比 1~9 月加快 1.5 个百分点; 水利管理业投资 114.44 亿元, 增长 8.0%, 增速比 1-9 月加快 1.8 个百分点。

图 3: 河南省固定资产投资突破 2 万亿


数据来源: DC, 西南证券

图 4: 1~10 月, 河南省固定资产投资 23.4%


数据来源: DC, 西南证券

1.3 在建和新开工重大项目总规模持续扩大

1~10 月河南在建项目计划总规模继续扩大, 大项目带动作用明显。1~10 月, 河南省在建项目 21,082 个, 在建项目计划总投资 47,873.82 亿元, 同比增长 28.8%。

1~10 月, 河南省新开工项目 10,560 个, 计划总投资 20,543.80 亿元, 同比增长 23.3%, 增速比 1~9 月加快 4.2 个百分点。1~10 月, 河南省新开工项目完成投资 8,473.75 亿元, 增长 15.6%, 增速比 1~9 月加快 1.0 个百分点。其中, 1~10 月河南省新开工亿元及以上项目 4,646 个, 完成投资 6,469.06 亿元, 同比增长 40.9%, 高于河南省新开工项目完成投资增速 25.3 个百分点, 占河南省新开工项目完成投资的 76.3%。

表 2: 河南省 2013 年第四季度新开工重大项目表

项目名称	总投资		四季度预计完成投资		
	投资额 (万元)	占全省比重	投资额 (万元)	占全省比重	占总投资额比重
合计 (1000 个)	46463359	100%	7189745	100%	15%
一、省直厅局负责项目 (29 个)	1908571	4.1%	1556092	21.6%	82%
二、郑州市负责项目 (70 个)	5381857	11.6%	462578	6.4%	9%
三、开封市负责项目 (15 个)	1525600	3.3%	89014	1.2%	6%
四、洛阳市负责项目 (119 个)	10059695	21.7%	1049991	14.6%	10%
五、平顶山市负责项目 (59 个)	1826137	3.9%	331164	4.6%	18%
六、安阳市负责项目 (31 个)	1658664	3.6%	219201	3.0%	13%
七、鹤壁市负责项目 (105 个)	3504172	7.5%	478252	6.7%	14%
八、新乡市负责项目 (142 个)	6383191	13.7%	536200	7.5%	8%
九、焦作市负责项目 (45 个)	1898209	4.1%	155333	2.2%	8%
十、濮阳市负责项目 (21 个)	396995	0.9%	181555	2.5%	46%
十一、许昌市负责项目 (36 个)	1847789	4.0%	153964	2.1%	8%
十二、漯河市负责项目 (55 个)	2662145	5.7%	659833	9.2%	25%
十三、三门峡市负责项目 (19 个)	182444	0.4%	84694	1.2%	46%
十四、南阳市负责项目 (67 个)	2536316	5.5%	209605	2.9%	8%

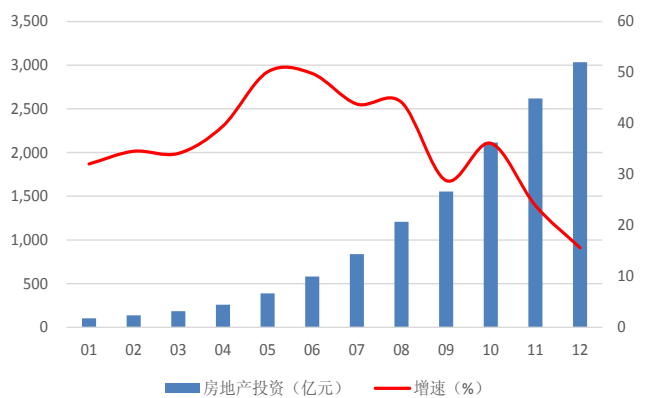
项目名称	总投资		四季度预计完成投资		
	投资额（万元）	占全省比重	投资额（万元）	占全省比重	占总投资额比重
十五、商丘市负责项目（53个）	1425041	3.1%	367433	5.1%	26%
十六、信阳市负责项目（50个）	1284288	2.8%	220985	3.1%	17%
十七、周口市负责项目（41个）	1190992	2.6%	215761	3.0%	18%
十八、驻马店市负责项目（29个）	349956	0.8%	118735	1.7%	34%
十九、济源市负责项目（14个）	441296	0.9%	99354	1.4%	23%

数据来源：河南省统计局，西南证券

1.4 房地产投资强劲复苏

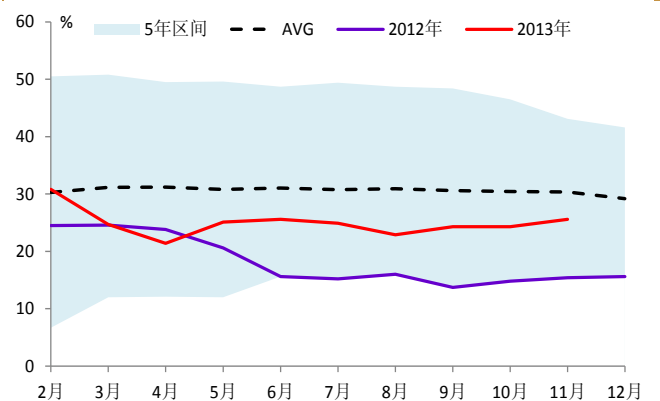
在 2012 年经历了十年的低速增长后，2013 年河南省房地产投资强劲复苏。1-11 月，河南省房地产开发投资 3385.05 亿元，比上年同期增长 25.6%。房屋新开工面积增速有所加快。全省房屋新开工面积 10620.09 万平方米，增长 10.4%，比 1-10 月加快 7.6 个百分点。其中，住宅新开工面积增长 11.3%，加快 8.1 个百分点。新开工的面积将持续回升在 2014 年将转化为对水泥的实际需求。

图 5：河南省房地产投资走出最坏的时候



数据来源：DC，西南证券

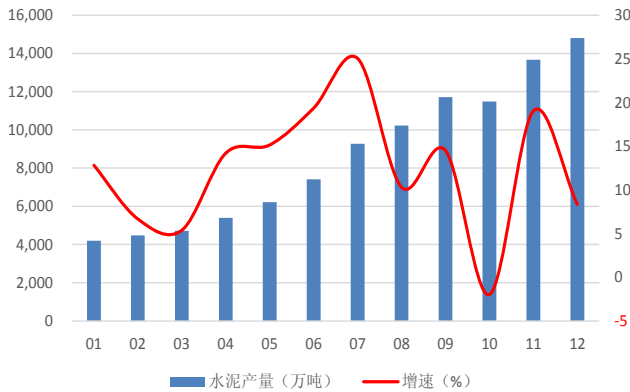
图 6：1-11 月河南省房地产投资增长 25.6%



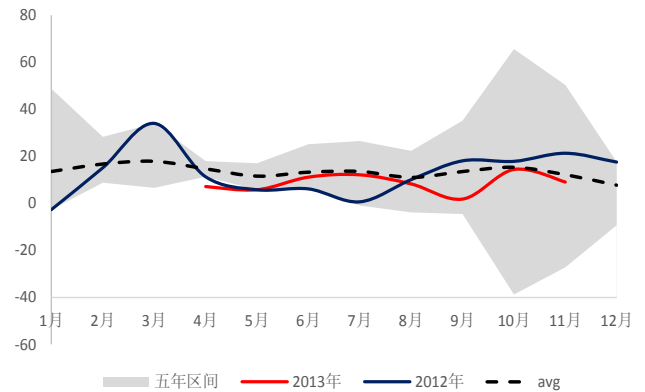
数据来源：DC，西南证券

1.5 水泥需求稳步回升，单月产量居全国首位

在基础设施建设投资和房地产投资的拉动下，2013 年河南水泥需求稳步回升。11 月当月实现产量 1629 万吨，创历史新高，也超过传统水泥大省山东，广东等省居全国首位，同比增长 9.09%。1-11 月河南水泥产量达到 1.5 亿吨，同比增长 8.06%。

图 7: 河南省水泥产量增长趋势


数据来源: DC, 西南证券

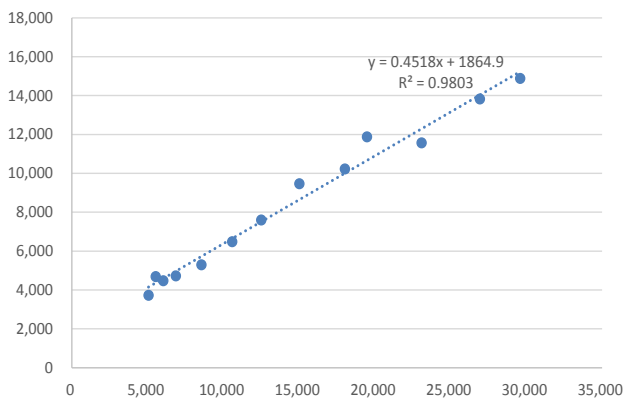
图 8: 2013 年河南省水泥增速


数据来源: DC, 西南证券

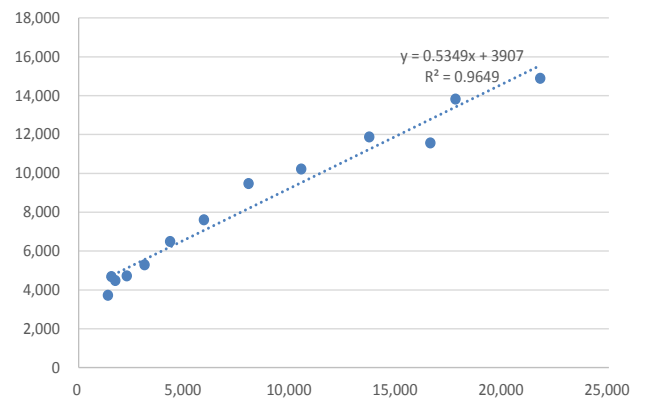
1.6 河南省水泥需求测算

我们用河南省 1991~2012 年水泥产量(Y)和 GDP、全社会固定资产投资、房地产投资、城镇固定资产投资(X)统计数据分别做线性回归分析,发现水泥产量 GDP 和全社会固定资产投资拟合优度更高。

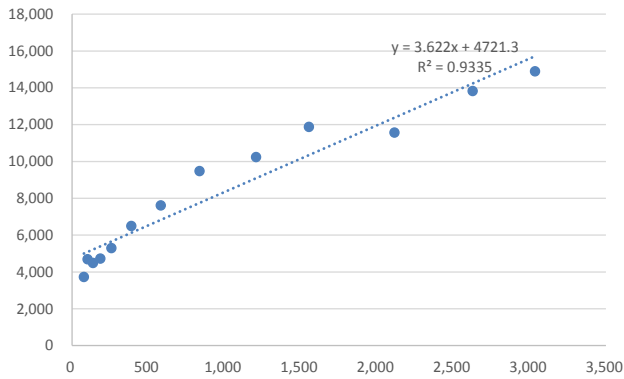
我们对图 9-图 12 的四个回归模型进行选择,认为 GDP 和全社会固定资产投资角度的 R^2 相比房地产投资和城镇固定资产投资回归得到的 R^2 要大,并且全社会固定资产投资和 GDP 的数据相对较为全面,所以我们选取 GDP 和全社会固定资产投资来预测河南省 2013-2015 年水泥产量。

图 9: 河南省 GDP 和水泥产量的散点图


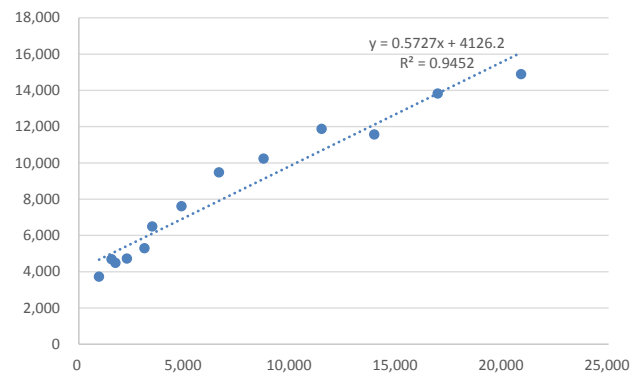
数据来源: DC, 西南证券

图 10: 河南省固定资产投资 (全社会) 和水泥产量的散点图


数据来源: DC, 西南证券

图 11: 河南省房地产投资和水泥产量的散点图


数据来源: DC, 西南证券

图 12: 河南省城镇固定资产投资和水泥产量的散点图


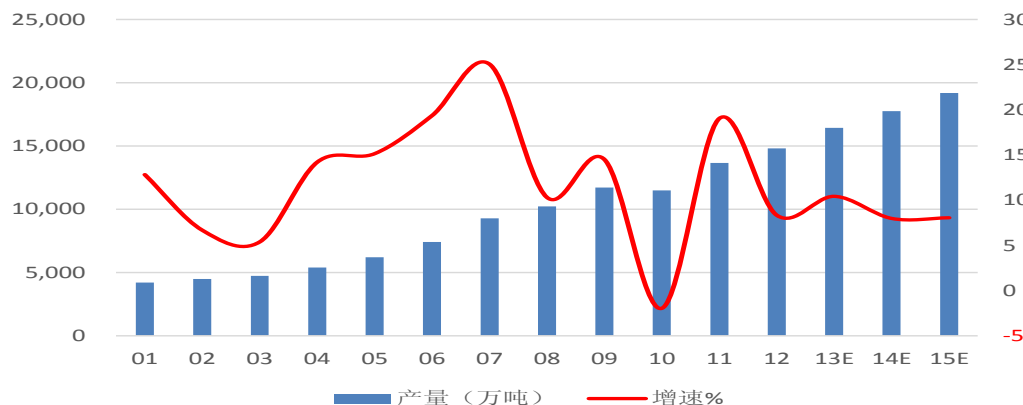
数据来源: DC, 西南证券

《河南省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出的发展目标是未来五年生产总值年均增长 9%以上，高于全国平均水平两个百分点，力争实际完成情况高于中部平均水平。河南省省长郭庚茂《2013 年河南省政府工作报告》中提出未来五年的工作任务中指出到 2017 年全省生产总值突破 5 万亿元，新型城镇化加速发展，城镇化率达到 52%以上。2013 年的经济社会发展主要目标是：生产总值增长 10%左右；全社会固定资产投资增长 21%。

通过参考政府规划的目标，我们保守预计 2013-2015 年 GDP 增速为 9%，GDP 将达到 32263.2 亿元、35166.9 亿元和 38331.9 亿元。按 GDP 与水泥产量推导公式 $y = 0.4518x + 1864.9$, $R^2 = 0.9803$ ，计算出 2013-2015 年水泥需求量为 16441.4 万吨、17753.3 万吨和 19183.3 万吨，增速分别为 10.4%、8%和 8.1%。

在投资方面，我们假设 2013-2015 年全社会固定资产投资增速为 15%，分别达到 25025.7 亿元、28779.6 亿元和 33096.5 亿元，按全社会固定资产投资与水泥产量推导公式 $y = 0.5349x + 3907$, $R^2 = 0.9649$ ，计算出 2013-2015 年水泥需求量为 17293.3 万吨、19301.2 万吨和 21610.3 万吨。增速分别为 16.1%、11.6%和 12.0%。

综合上述，我们认为通过全社会固定资产投资测算水泥产量波动较大，GDP 和水泥产量的拟合优度更好，因此取用 GDP 测算河南省 2013-2015 年的水泥产量为 16441.4 万吨、17753.3 万吨和 19183.3 万吨，增速分别为 10.4%、8%和 8.1%。

图 13: 13-15 年河南水泥需求仍将保持较快增长


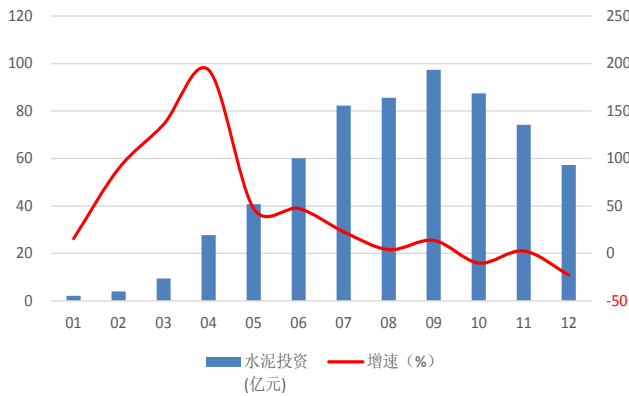
数据来源: DC, 西南证券

二、河南省水泥供需关系趋好

2.1 河南省新增供给高峰已过

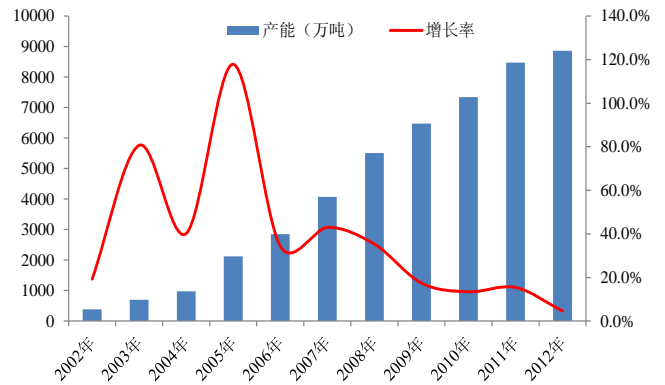
河南省水泥行业的技术升级走在全国前列，2003年-2008年河南省大规模的推广新型干法技术，在2007年基本就完成了新型干法的对立窑的全替代。2009年以来，河南水泥行业固定资产投资连续4年负增长，2013年1-10月完成投资41.7亿元，同比增长-2.6%，全年投资负增长已定。

图 14：河南省水泥固定资产投资连续四年负增长



数据来源：DC，西南证券

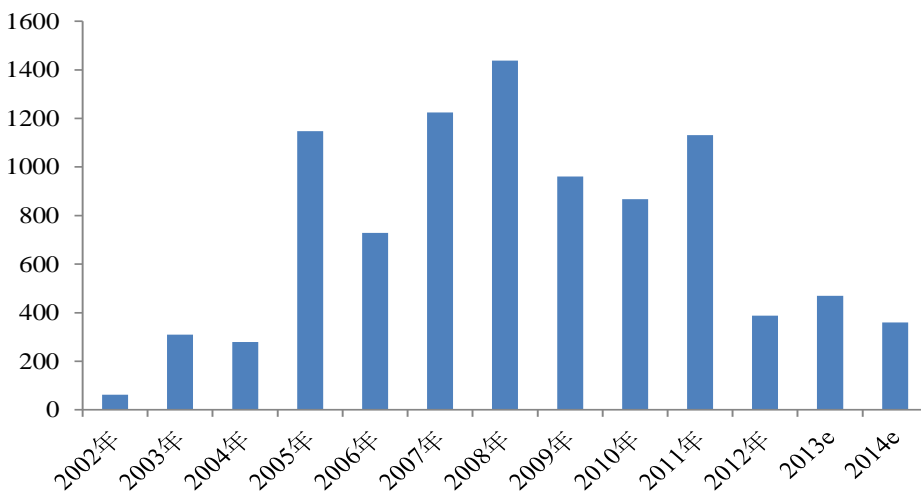
图 15：河南省新型干法水泥产能释放高峰已过



数据来源：DC，西南证券

截止2012年底，河南省新型干法熟料产能8860万吨，同比增长4.6%。根据数字水泥网发布的数据，河南省前十个月仅投产三条生产线，新增熟料产能470万吨。预计14年河南省仅新投产两条生产线，新增产能366万吨左右。在国家严控产能过剩行业新增产能扩张的政策下，河南省已经原则上不新批生产线，14-15年新增供给压力进一步减弱，净新增产能或趋与零甚至负增长。

图 16：13-15年河南水泥新增供给持续减少（万吨）



数据来源：DC，西南证券

河南省在 2007 年完成了新型干法的全面覆盖，再淘汰立窑方面没有空间，但由于早前投产的多为规模较小的生产线，截止目前河南省的 83 条新型干法生产线中，日产 2000 吨及以下的生产线 24 条，产能 840 万吨，占总产能的 10% 左右。在环保政策日益趋紧的情况下，这些小生产线生存的政策空间越来越小，在技术改造升级也面临较的成本压力，这些产能将主动或被动的退出市场。河南省水泥十二五规划要求，2012 年淘汰日产 1000 吨以下水泥熟料生产线 19 条，产能 654.1 万吨。

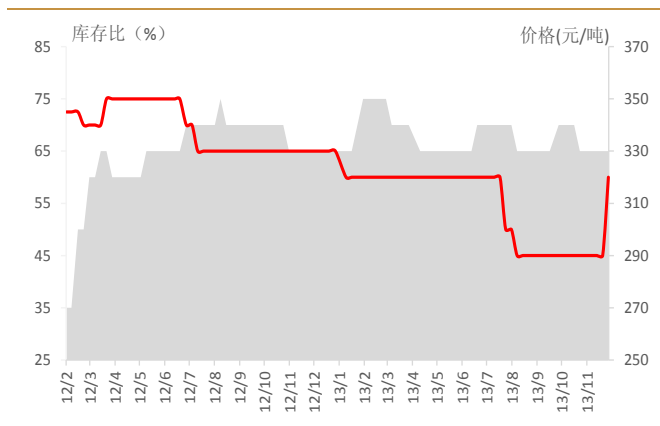
2.2 区域产能过剩价格竞争激烈

从河南省内水泥企业的竞争格局来看，省内水泥市场已经形成天瑞水泥、同力水泥和中联水泥三足鼎立的竞争格局。上述三家企业占全省水泥熟料产能 48% 以上，但具备明显主导优势企业尚未出现。

截止 2012 年底，河南省规模以上的水泥企业共 244 家，中小水泥企业众多、产能分布严重不均，部分地区出现恶性竞争、无序竞争局面。特别是豫北和豫西市场受山西、河北及山东等周边市场冲击，目标市场竞争秩序相对混乱。

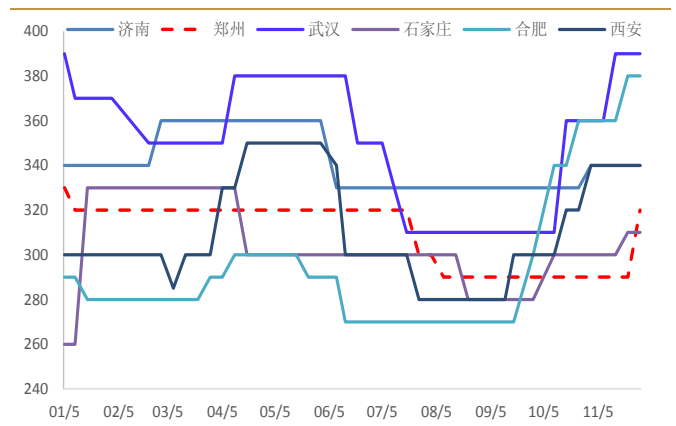
由于过度竞争，12-13 年河南水泥价格持续下跌，目前郑州地区高标号水泥价格 320 元/吨，价格水平在中部倒数第一。短期来看，河南水泥价格大幅上涨的可能性较小。未来价格的上涨主要看市场协同和区域环保政策高压下的供给端大幅收缩。

图 17: 2012-2013 年郑州 P-O42.5 水泥价格走势



数据来源: DC, 西南证券

图 18: 2013 年河南省周边地区水泥价格走势

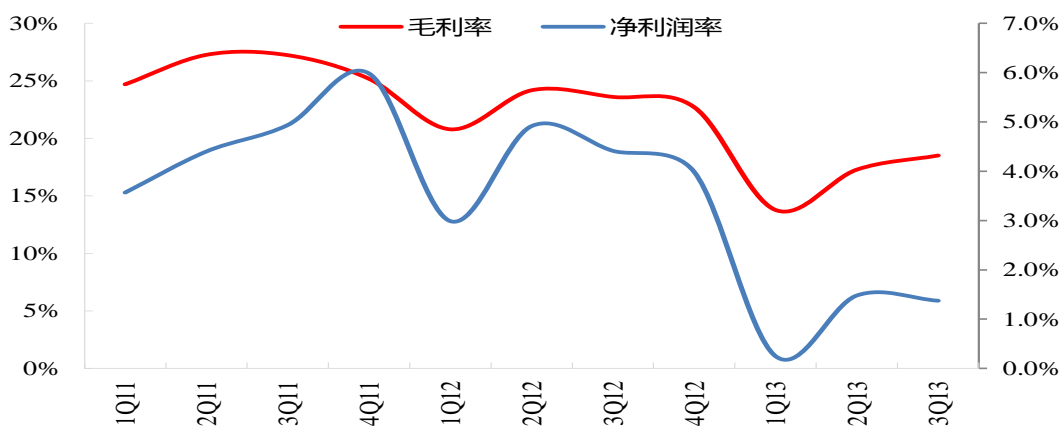


数据来源: DC, 西南证券

三、引入央企，公司治理和市场运营双受益

3.1 公司毛利率回升

受原材料价格持续下降影响，前三季度公司毛利率 18.5%，连续三个月回升。其中三季度单季的毛利率达到了 20.8%，接近 2012 年一季度水平。四季度在区域内水泥价格回升的情况下，公司的毛利率将进一步提升。

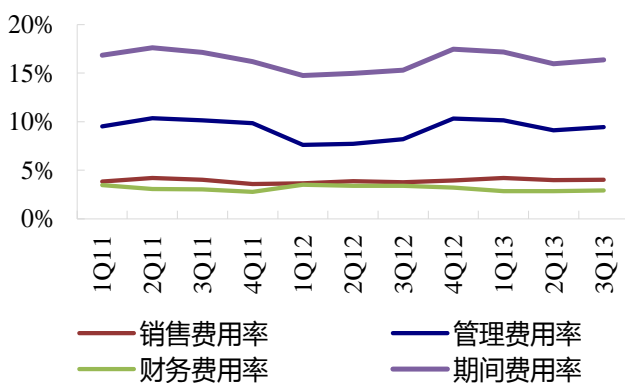
图 19: 公司毛利水平持续回升


数据来源: 公司公告, 西南证券

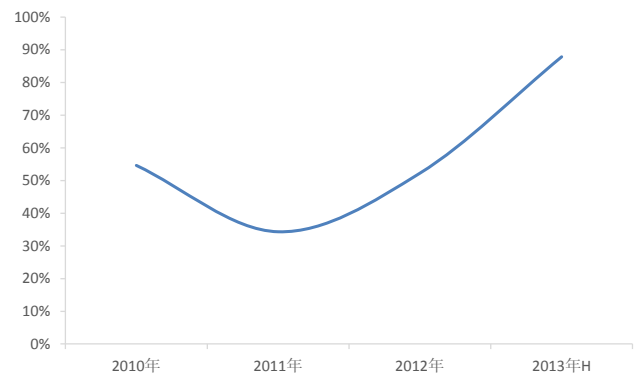
3.2 借助央企资本, 公司财务结构改善

10月18日公司发布公告, 拟向中国联合水泥集团有限公司定向增发4,800万股股票, 发行价为6.32元/股, 募集资金总额为3.03亿元, 中联水泥全部以现金方式认购。募集净额中2.5亿元用于偿本次非公开发行所得募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金将有利于降低公司的负债水平, 提高财务稳健性和债务融资能力; 并将有效减少利息支出, 提升公司的利润水平。

目前, 同力水泥的借款规模相比于行业平均水平明显偏高, 利息费用极大吞噬了公司的利润, 且营运资金不足。同力水泥有息负债产生的利息费用增加了公司的财务成本, 近年来利息费用占净利润的比重较高, 尤其是2012年度和2013年上半年呈上升态势, 这在很大程度上影响了公司的经营业绩。2010年、2011年、2012年及2013年上半年, 公司计入财务费用的利息支出占净利润(含少数股东损益)的比重分别达到54.64%、34.34%、52.26%和87.88%, 大规模的银行贷款所需支付的利息极大吞噬了公司的利润, 降低了公司的盈利水平。此次通过偿还部分银行贷款, 可以有效减少利息支出, 有利于提高上市公司的利润水平还银行贷款, 剩余部分全部用于补充公司流动资金。

图 20: 公司财务费用过好吞噬利润


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 21: 公司利息支出占净利润的比重


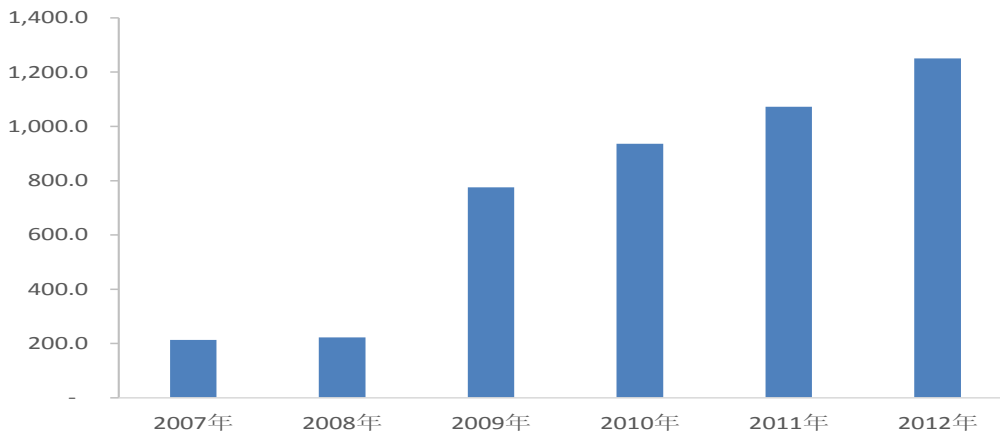
数据来源: 公司公告, 西南证券

3.3 携手整合市场，河南走出价格洼地可期

目前，在豫西和豫北地区，市场集中度较低，且产品结构单一。无论是中联水泥还是同力水泥，企业产能规模均不能有效覆盖市场。如果两家通过市场联动，发挥各自比较优势，通过差异化产品定位，适应不同客户需求，降低市场交叉和损耗，将有效覆盖豫西、甚至豫北地区的水泥熟料市场，从而实现“一加一大于二”的协作效应。

2012 年底同力水泥实现产量 1251 万吨，同比增长 17%。同力水泥势力集中在豫北、豫西、豫东南。中联水泥在河南的产能布局集中在豫北、豫南、豫西区域。两家企业的熟料产能合计占全省熟料产能的比例将接近 30%。我们认为此次合作后，对于二者在豫西区域的控制力和竞争格局有显著改善。

图 22：公司产能利用率提高，产量持续较快增长

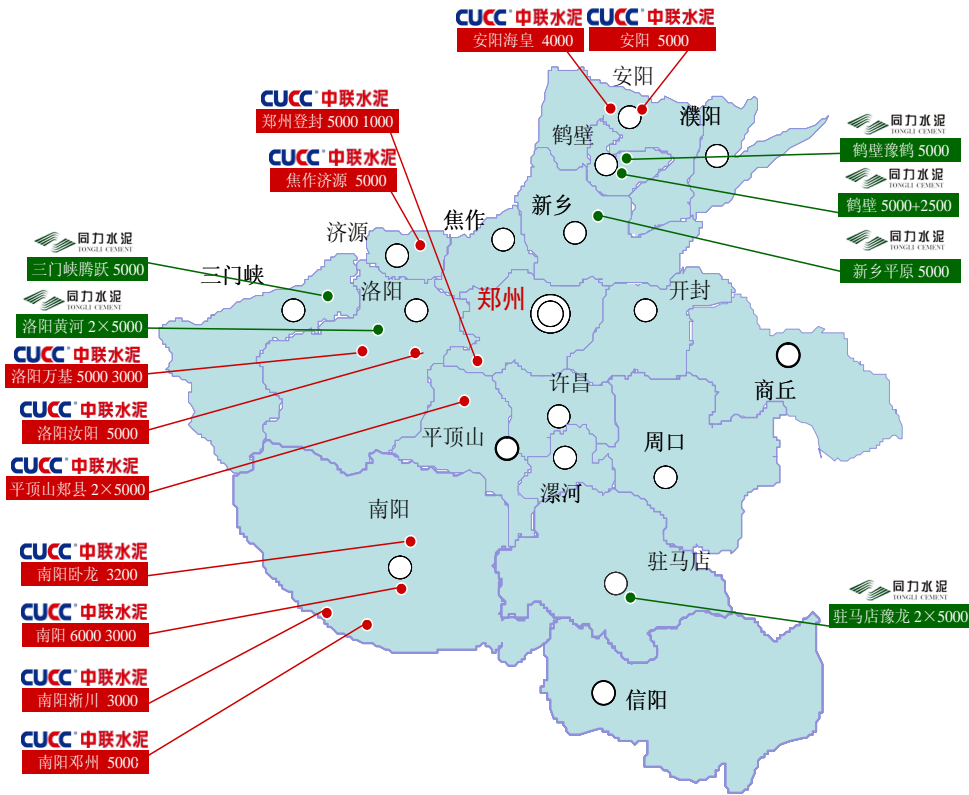


数据来源：公司公告，西南证券

中国联合水泥集团河南运营管理区的区域市场可以概括为“三阳开泰”，即区域市场主要布局在南阳、安阳、洛阳。目前，中联水泥河南运营管理区在南阳、安阳区域协同已经初步形成，在这两个地区的市场占有率达到了 70%以上，而南阳已经超过 80%的市场份额。中联水泥河南运营管理区的目标是：到 2015 年，实现“5533”的目标，即形成 5,000 万吨的熟料产能。

在豫西地区，中联水泥通过洛阳中联黄河水泥有限公司对洛阳及周边地区（郑州、济源、三门峡）的市场布局和联合重组工作已基本完成：新建洛阳北部孟津中联（粉磨站）和济源中联，以及洛阳南部洛阳中联，联合重组的洛阳西部的万基水泥、洛阳东部的登电水泥生产有序，再联合重组三门峡水泥企业，总体最终形成洛阳周边年 1,200 万吨的水泥产能。在洛阳、济源、三门峡三个区域市场中联水泥占到 70%以上的市场份额。

图 23：同力水泥&中联水泥河南产能布局示意图



数据来源：DC，西南证券

中国建材通过旗下的南方水泥，北方水泥及西南水泥在华东，东北及西南地区通过与区域内龙头企业的竞合，积极发挥集中度优势，整合引领市场走出过度竞争，价格长期低迷的困境。华东地区从全国水泥价格洼地华丽转身为全国价格最高达的区域市场之一。

中联水泥作为中国建材旗下最早的水泥企业，在企业管理方面拥有非常成熟的经验。同时我们也相信中联水泥将会把集团兄弟公司在市场竞争的经验引入河南，和同力水泥一起引领河南水泥市场竞争过度的困境，提升公司的盈利能力。

四、盈利预期：增持

对公司 13-15 年的盈利预测，我们基于以下几重要假设，1、13-15 年省内水泥需求保持较快增长；2、省内市场竞争秩序好转，价格回升 3、公司销售毛利率提升。

通过上述分析，我们预计公司 13-15 年归属母公司的净利润分别为 1.11 亿元，1.24 亿元和 1.44 亿元，对应于 13-15 年的 EPS 分别为 0.26 元，0.29 元和 0.33 元。给予公司“增持”评级。

风险提示：省内基础设施投资放缓；房产调控政策再次趋严。

表 3: 利润表

单位: 百万元	2011A	2012 A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	4,024	4,120	4,538	5,212	5,741
营业收入	4,024	4,120	4,538	5,212	5,741
二、营业总成本	3,706	3,959	4538	5078	5565
营业成本	3,011	3,185	3,599	4,047	4,334
营业税金及附加	46	55	61	84	95
销售费用	144	163	219	254	315
管理费用	396	425	477	521	634
财务费用	111	132	183	172	187
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
三、其他经营收益					
投资净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	318	161	92	134	176
加: 营业外收入	149	220	130	100	100
减: 营业外支出	17	2	5	2	2
五、利润总额	333	252	217	232	274
减: 所得税	118	128	59	60	73
六、净利润	333	252	159	172	201
减: 少数股东损益	92	88	48	48	60
归属于母公司所有者的净利润	241	164	111	124	141
七、每股收益					
(一) 基本每股收益(元)	0.95	0.50	0.26	0.29	0.33
(二) 按最新股本摊薄每股收益(元)	0.56	0.38	0.26	0.29	0.33

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn