

# 景气明年触底，具备安全边际

## 买入上调

目标价格：16.2元

### 投资要点：

- 📖 明年上半年河南省行业景气触底
- 📖 公司从未来景气反弹中获益的保障：成本控制能力和品牌优势

### 报告摘要：

- **河南省明年上半年迎来最后一波新增产能。**省内共有16条水泥生产线将于明年上半年集中投产，之后省内新增产能基本为零。最后一波供给压力即将释放。
- **河南城镇化率36%，低于周边省区，我们预计省内水泥需求仍将持续增长。**河南城镇化率低于全国水平，也低于相邻省区，其水泥需求仍处于增长阶段。河南地处中原，是沟通南北、联系东西的交通要道，在区域差异日益受到重视的政策环境下，未来河南的建设步伐仍将持续。河南省内水泥需求仍处于持续增长阶段。
- **公司成本控制能力优秀，定位高端，在区域市场具备较强的品牌影响力。**公司全部生产线均已配有余热发电，运转率、成本控制能力可以比肩海螺。公司产品以高标号为主，主要用于重大工程项目建设 and 城市建筑的关键承重部位。基于过硬的产品质量，公司产品在郑州市场树立了良好的品牌效应，售价高于市场均价20元/吨。成本控制、品牌效应为公司激烈的市场竞争中持续盈利提供了有力保障。
- **对外扩张：新建线投产后，其他形式的发展途径值得期待。**明年上半年公司两条生产线投产后，总产能达到1500万吨，之后不再采取新建方式扩产。公司正积极探索在并购整合、发展商混、固废处理等领域开发新的增长点。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2010~2012年EPS分别为0.21、0.28、0.54元，对应的2012年的吨水泥净利润为10元左右，仍有充裕的上升空间。公司吨水泥产能市值已经具备较高的安全边际。上调评级至买入，第一目标价位16.2元。

### 分析师

刘书臻

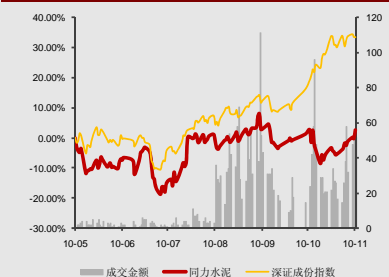
电话：010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

### 公司数据

总股本(万股)	25254
流通股(万股)	7284
每股净资产	4.47
主要股东	河南投资集团有限公司
主要股东持股比例	66.30%

### 市场表现



### 相关研究

《宏源证券\*2010年中期策略\*安全第一，关注整合\*建材行业》 2010.06

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,433	2,535	2,475	3,240	3,750
同比增长率		4%	-2%	31%	16%
净利润	142.9	113.2	53.3	71.5	135.7
同比增长率		-21%	-53%	34%	90%
每股收益(元)	0.57	0.45	0.21	0.28	0.54
净资产收益率	14.7%	10.4%	4.6%	5.7%	9.3%

## 1、公司竞争力：成本控制与品牌优势

公司的竞争优势之一：成本控制。公司所有产能均为新型干法工艺，且都配备了余热发电，对降低生产成本颇有助益。2009年公司余热发电量近3亿度，满足30%的生产用电。公司产能利用率一直保持高水准，对5000t/d生产线公司内部标准是年产熟料180万吨，与海螺基本一致。公司除省同力一期2000t/d生产线外，其他生产线均是2000年后新建，技术装备水平较高，无历史人员负担，内部管控体系运行良好。

品牌优势也是公司在河南激烈的市场竞争中保持盈利的重要保障。公司产品以高标号为主，主要用于重大工程项目建设和城市建筑的关键承重部位。在对产品质量要求严格的基建项目领域，公司竞争优势更为明显，以石武客运专线为例，70%的水泥由公司供应（大约170万吨）。在郑州市场上，公司产品售价高于市场均价20元/吨。

表 1：公司生产线分布

	规模(t/d)	位置	备注	权益比例
豫龙同力	5000	确山县	CDM 已经通过 EB，盈利能力好	70%
	4500		在建，预计 2011 年投产	70%
			配套 150 万吨粉磨站	70%
			配套 120 万吨粉磨站	53%
省同力	2000	鹤壁市		100%
	2500			100%
豫鹤同力	5000	鹤壁市	濮阳设有 100 万吨粉磨站	60%
平原同力	5000	新乡市	03 年天瑞出让 2000 万元出资	100%
			配套 100 万吨水泥粉磨	
			石灰石备有矿山，目前靠外购供应	
黄河同力	5000	宜阳县	盈利能力较好	73.15%
	5000		在建，2011 年上半年投产	73.15%

资料来源：公司公告，宏源证券

并购整合和节能减排将成为下一阶段水泥行业的两个主旋律。随着两条新建线明年上半年建成投产，公司面临着开拓新增长点的课题。公司目前对整合市场、发展商混和处理固废等下一阶段政策支持的几个发展领域正进行调研，新增长点的开拓值得期待。

## 2、河南水泥市场：迎接黎明前，可能还有一段黑暗

十一五期间，河南省水泥产量持续增长。2009年，河南省水泥产量近1.2亿吨。持续的需求增长也带动了省内水泥投资的兴起，省内水泥投资额2005~2009年连续五年居全国首位。在促成省内落后产能快速淘汰的同时，也带来了产能过剩的压力。预计2011年河南省内水泥产能将达到1.6亿吨左右，存在明显的过剩压力。从时点上看，2009年9月政府严控水泥新建产能，导致河南当时16条生产线集中上马，而之后基本上不再有新线开建。这批生产线2011年上半年投产，届时将形成最后一次明显的供给压力。

河南省水泥行业集中度低，小企业仍存在有限的生存空间，**短期整合难度较大**。前期中国建材旗下的中联水泥曾规划在河南的南阳、洛阳和安阳等地并购整合，在洛阳、安阳的收购受阻，在南阳整合市场的效果也不理想，在南阳限产保护市场的效果欠佳（明显不如南方水泥在浙江的成效）。

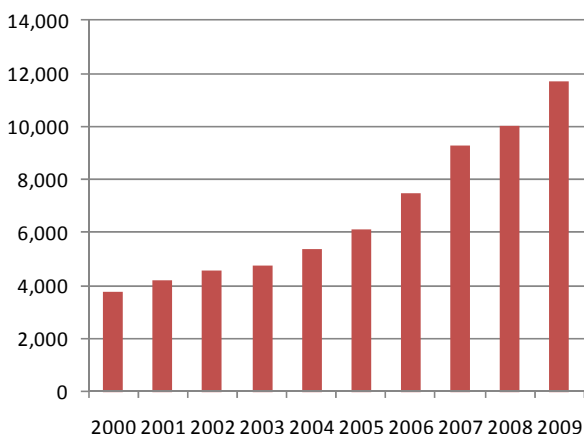
表 2: 2009 年河南省各市水泥产量

地市	产量	年增长率	企业户数
郑州市	2197.79	14.46	48
开封市	27.89	-36.75	2
洛阳市	636.56	5.83	14
平顶山市	1096.36	23.64	15
安阳市	1114.44	11.9	23
鹤壁市	578.39	10.39	13
新乡市	1092.57	38.9	24
焦作市	549.53	6	11
濮阳市	103.61	3.39	1
许昌市	403.52	36.53	11
漯河市	30.06	1.48	2
三门峡市	541.53	2.38	10
南阳市	1519.14	37	30
商丘市	348.67	13.54	6
信阳市	599.57	36.9	13
周口市	182	-5.24	5
驻马店市	497.44	-4.86	18
合计	11956.66	16.36	251

资料来源: 公司公告, 宏源证券

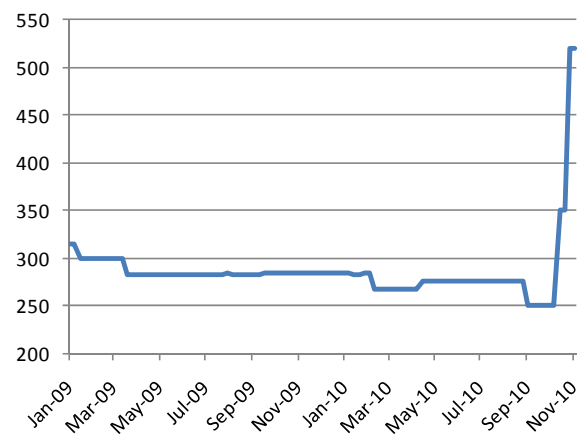
近期拉闸限电促成近期河南水泥价格快速上涨。按照要求, 10-12 月河南省 2000t/d 以下停窑三个月, 其他轮流停窑 1 个月, 约 50% 的熟料供应能力因此受限。粉磨站因熟料供应紧张产能亦不能充分发挥。供给能力的锐减带来了水泥价格的快速上涨。根据从公司了解的情况, 最近河南 42.5 水泥销售价格回复到 300 元/吨的水平, 可以保证水泥企业有一个合理的利润空间。

图 1: 河南省水泥产量持续增长 (万吨)



资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 河南省 PO 42.5 水泥价格走势

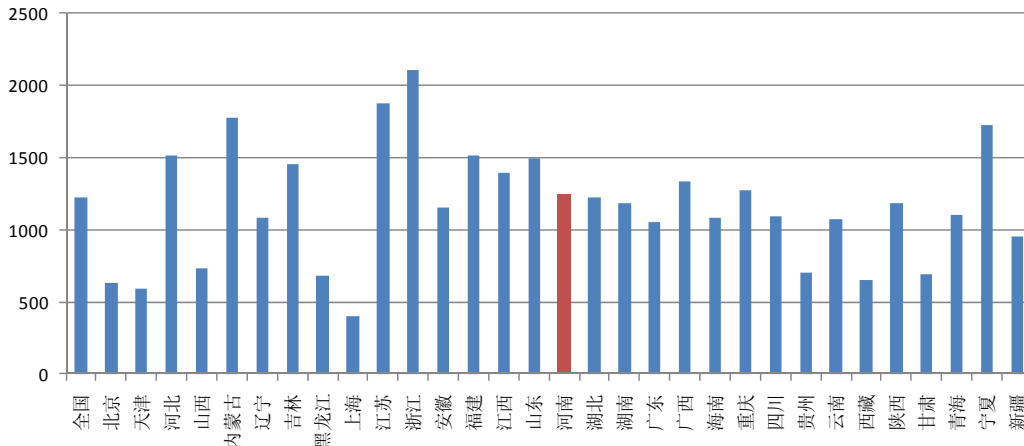


资料来源: wind, 宏源证券

河南省水泥需求: 仍处于增长阶段。河南省 2009 年人均水泥产量 1200 多千克, 略高于全国平均水平, 但与东部发达省区、内蒙宁夏等地相比仍有相当差距。另一方面, 2008 年河南省城镇化率仅为 36%, 仅相当于全国 2000 年的水平, 也低于临近的安徽江西

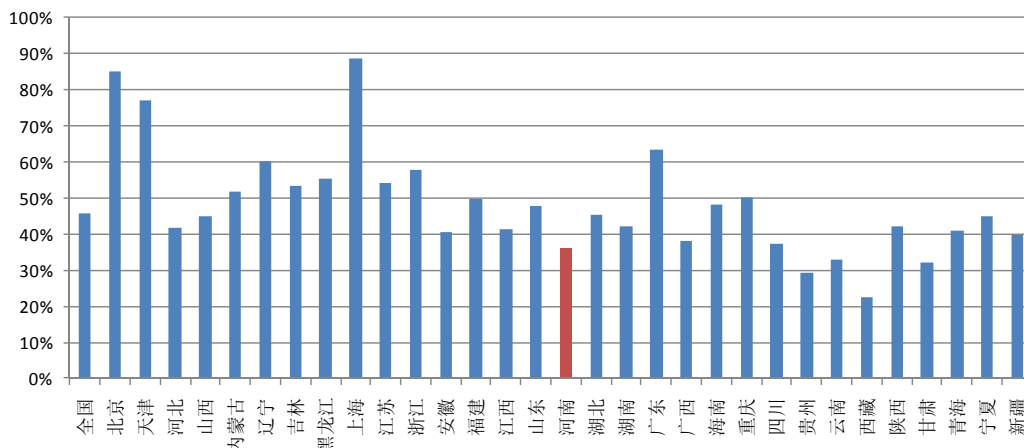
湖北河北等省区。河南地处中原，是沟通南北、联系东西的陆路交通要道，未来在各区域沟通交流日益加强的背景下河南的交通建设的步伐不会停止；以郑州为核心的中原城市群建设进入国家中部崛起战略规划。在城镇化、交通建设、城市群建设的推动下，十二五期间河南省水泥需求将继续保持增长。从投资增速上看，最近半年来河南省投资增速降至五年来的底部水平，并呈现出温和回升的态势。

图 3: 2009 年各省区人均水泥产量 (千克)



资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 河南省城镇化率水平较低



资料来源: CEIC, 宏源证券

### 3、盈利预测与评级

#### 主要假设:

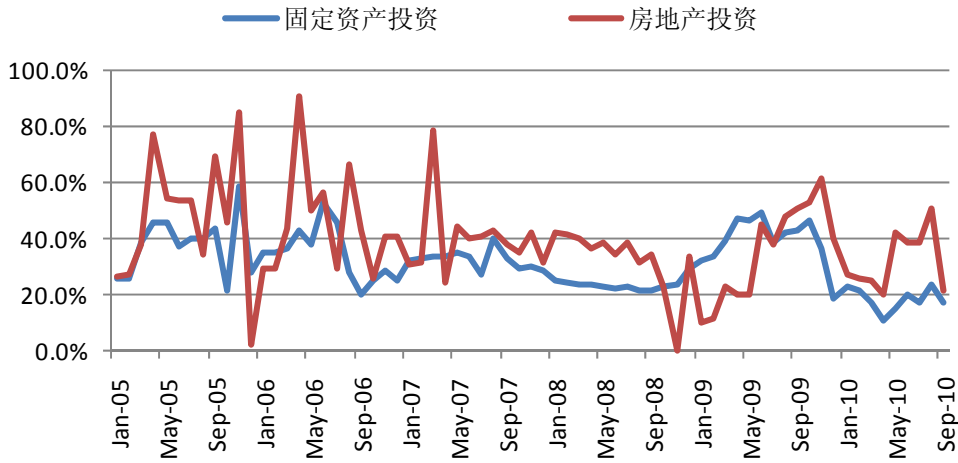
**水泥产销量:** 今年虽然受限电影响四季度产能发挥有所下降，不过我们估算幅度不超过 10%，因而仍假定今年产销量为 1100 万吨。明年上半年新线投产，预计全年贡献增量 250 万吨，总量达到 1350 万吨；2012 年产销量 1500 万吨。

**价格与成本:** 预计今年水泥均价下降 5 元/吨，成本上涨 14 元/吨。2011 年行业景气先低后高，我们假设全年水泥成本与售价同步上涨 10 元/吨。2012 年，景气好转，但我们出于谨慎考虑假定吨水泥毛利上涨 5 元/吨。

**期间费用:** 销售费用率今年略有降低，明后年随着产能规模的增长和行业景气的复

苏将呈下降趋势；管理费用方面从今年三季报情况看同比将有较大幅度下降。财务费用方面，2010年将是一个低点。

图 5: 河南省当月投资同比增速 (PPI 校准后)



资料来源: CEIC, 宏源证券

我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.21、0.28 和 0.54 元。若公司吨水泥净利润回升至 30 元/吨，则相应的 EPS 为 1.4 元、动态 PE 不足 10 倍。2012 年后随着河南省内行业景气的持续改善，公司业绩的上升空间。

公司目前吨产能市值不足 260 元，与近期水泥业 300 元以上的吨产能并购成本相比有 15% 的折让，且公司装备水平先进、内部管控水平优秀，从产业并购角度看已具备较高的安全边际。

基于公司较高的安全边际、充裕的业绩上升空间和值得期待的新增长点，我们上调公司评级至买入，第一目标价位 16.2 元。

**表 3: 公司盈利预测简表**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末产能 (万吨)	1,100	1100	1100	1500	1500
水泥产销量 (万吨)	1,074	1100	1100	1350	1500
水泥售价 (元/吨)	226	230	225	235	240
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>2433</b>	<b>2535</b>	<b>2475</b>	<b>3240</b>	<b>3750</b>
水泥生产成本 (元/吨)	166	176	190	200	200
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>1779</b>	<b>1932</b>	<b>2090</b>	<b>2700</b>	<b>3000</b>
毛利率 (%)	26.88%	23.82%	15.56%	16.67%	20.00%
营业税占主营业务收入 (%)	1.49%	1.39%	1.04%	1.04%	1.04%
营业税 (百万元)	36	35	26	34	39
销售费用率	4.25%	4.72%	4.70%	4.00%	4.00%
销售费用 (百万元)	103	120	116	130	150
管理费用率	10.18%	11.40%	8.50%	8.00%	8.00%
管理费用 (百万元)	248	289	210	259	300
财务费用 (百万元)	142	118	106	157	178
资产减值损失	1.54	0	0	0	0
主营业务外净收入 (百万元)	140	167	175	175	175
利润总额	263	209	102	136	258
有效所得税率 (%)	28.37%	26.69%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益/损益前利润	24.18%	26.17%	30%	30%	30%
<b>净利润 (百万元)</b>	<b>143</b>	<b>113</b>	<b>53</b>	<b>71</b>	<b>136</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.57</b>	<b>0.45</b>	<b>0.21</b>	<b>0.28</b>	<b>0.54</b>

资料来源: 宏源证券

**财务报表预测**

<b>利润表</b>		百万元				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
主营业务收入	<b>2433</b>	<b>2535</b>	<b>2475</b>	<b>3240</b>	<b>3750</b>	
主营业务税金	36	35	26	34	39	
营业成本	1779	1932	2090	2700	3000	
销售费用	103	120	116	130	150	
管理费用	248	289	210	259	300	
财务费用	142	118	106	156	178	
营业外净收入	140	167	175	175	175	
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>209</b>	<b>102</b>	<b>136</b>	<b>258</b>	
所得税	75	56	25	34	65	
<b>净利润</b>	<b>189</b>	<b>153</b>	<b>76</b>	<b>102</b>	<b>194</b>	
少数股东损益	46	40	23	31	58	
<b>母公司所有者净利润</b>	<b>143</b>	<b>113</b>	<b>53</b>	<b>71</b>	<b>136</b>	

<b>现金流量表</b>		百万元				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润			76	102	194	
-营业外净收入			175	175	175	
+折旧与摊销			178	228	269	
-财务费用			106	156	178	
+营运资金减少			56	(91)	(67)	
<b>经营现金流</b>	<b>91</b>	<b>323</b>	<b>264</b>	<b>251</b>	<b>456</b>	
营业外净收入			175	175	175	
资本性支出			(1419)	(802)	(91)	
长期股权投资减少			0	0	0	
<b>投资现金流</b>	<b>6</b>	<b>(293)</b>	<b>(1244)</b>	<b>(627)</b>	<b>84</b>	
借款增加			1015	761	122	
财务费用			(106)	(156)	(178)	
吸收到的股权投资			0	0	0	
其他			(26)	(31)	(58)	
<b>融资现金流</b>	<b>(89)</b>	<b>80</b>	<b>889</b>	<b>574</b>	<b>(114)</b>	
<b>净现金流</b>	<b>8</b>	<b>111</b>	<b>(91)</b>	<b>198</b>	<b>426</b>	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>主要运营指标</b>					
ROE	14.7%	10.4%	4.6%	5.7%	9.3%
资产负债率	67.2%	63.2%	69.8%	73.0%	71.5%
EBIT 利息保障倍数	2.85	2.78	1.96	1.87	2.46
毛利率	26.9%	23.8%	15.6%	16.7%	20.0%
期间费用率	20.3%	20.8%	17.5%	16.8%	16.7%
净利率	5.9%	4.5%	2.2%	2.2%	3.6%
存货周转率	11.7	7.2	7.8	8.8	8.0
固定资产周转率	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0

<b>资产负债表</b>		百万元				
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
货币资金	359	374	283	481	908	
应收账款与票据	149	220	198	259	300	
其他应收款	19	8	8	8	8	
预付账款	34	182	167	216	240	
存货	267	273	266	348	403	
其他流动资产	4	4	4	4		
<b>流动资产合计</b>	<b>832</b>	<b>1060</b>	<b>926</b>	<b>1317</b>	<b>1863</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产净值	2559	2401	3111	3701	3805	
在建工程与物资	12	77	575	529	238	
无形资产与待摊费用	295	362	395	426	434	
其他非流动资产	6	6	6	6	6	
<b>非流动资产合计</b>	<b>2871</b>	<b>2846</b>	<b>4087</b>	<b>4661</b>	<b>4483</b>	
<b>资产总计</b>	<b>3702</b>	<b>3906</b>	<b>5013</b>	<b>5978</b>	<b>6346</b>	
<b>负债与股东权益</b>						
短期借款	693	599	1114	1458	1688	
应付账款与票据	452	272	294	380	422	
预收款项	41	58	50	65	75	
其他流动负债	750	629	629	629	629	
<b>流动负债合计</b>	<b>1936</b>	<b>1557</b>	<b>2086</b>	<b>2531</b>	<b>2813</b>	
长期借款	522	882	1382	1799	1691	
其他非流动负债	31	29	31	31	31	
<b>非流动负债合计</b>	<b>553</b>	<b>911</b>	<b>1414</b>	<b>1831</b>	<b>1723</b>	
<b>负债合计</b>	<b>2489</b>	<b>2468</b>	<b>3499</b>	<b>4362</b>	<b>4536</b>	
股本	253	253	253	253	253	
留存收益	720	832	909	1011	1205	
<b>母公司股东权益</b>	<b>973</b>	<b>1085</b>	<b>1161</b>	<b>1263</b>	<b>1457</b>	
少数股东权益	241	353	353	353	353	
<b>股东权益合计</b>	<b>1213</b>	<b>1438</b>	<b>1514</b>	<b>1616</b>	<b>1810</b>	
<b>负债和权益合计</b>	<b>3702</b>	<b>3906</b>	<b>5013</b>	<b>5978</b>	<b>6346</b>	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>					
<b>每股收益</b>	<b>0.57</b>	<b>0.45</b>	<b>0.21</b>	<b>0.28</b>	<b>0.54</b>
每股经营现金流	0.36	1.28	1.05	0.99	1.81
每股净资产	3.85	4.30	4.60	5.00	7.17
<b>估值指标</b>					
PE			57.0	42.6	22.4
PB			2.62	2.41	1.68
EV/EBITDA			13.71	11.25	7.87

**分析师简介:**

**刘书臻:** 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。