

分析师： 邹戈、李兴 (8621) 63211389 zouge@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

底部已现，弱势上扬——苏南市场调研点评

事件描述

近期我们调研了江苏省镇江市某水泥销售商，就镇江和苏南市场，以及海螺水泥在苏南市场的近况进行了交流。

事件评论

需求不旺带来供给相对过剩

需求面：据调研了解，苏南地区近 2 年需求虽然保持增长，但是增幅不大，目前主要靠基建拉动；以镇江为例，目前水泥下游消费市场构成中，房地产占比约 20%，基建大项目占比约 40%，其它包括厂房建设、预制构件和农用水泥占比约 40%。

供给面：据调研了解，08 年江苏省新投产 5 条熟料生产线，金峰 08 年 9、10 月份新投产 3 条线（3*5000t/d），鹤林 08 年 12 月份新投产 1 条线（1*5000t/d），盘固在安徽新投产 1 条线（1*5000 t/d），主要是针对江苏市场。另外产能扩张更多是来自粉磨站的扩产，一方面很多立窑淘汰后被改装成粉磨站，另一方面小粉磨站在不断增大规模，目前镇江等地大部分都是 3.5 米、3.8 米的磨；整体而言，目前苏南地区尚未达到产销平衡状态，但趋势在逐步向好。

底部已现，弱势上扬

我们的判断基于以下信息：

- ✧ 据调研了解，截至到 4 月份，镇江等地发货量虽然同比去年上半年要差，但比去年下半年好；而江苏往年的情况一般 1-4 月份是全年最差的时候，2、3、4 季度都会比 1 季度要好；
- ✧ 据调研了解，目前苏南在建的主要大项目有京沪高铁、沪宁城际铁路、泰州大桥等，宁杭铁路也即将开工建设，未来基建拉动水泥的需求将会更大；
- ✧ 据调研了解，4 月份苏南的开工率在提高，比 3 月份有了显著提升；其中，金峰在去年投产的 3 条新线 1 季度曾一度停产，目前均已全部开工；
- ✧ 据调研了解，目前镇江等地熟料成本约为 190-200 元/吨左右，如果按照水泥熟料比为 1.25 计算，吨水泥成本大概为 238-250 元，按照目前的价格水平，大部分企业处在盈亏平衡线附近，很难再往下跌；
- ✧ 上周日海螺的中国水泥厂出产的高标和低标水泥价格均上调 10 元/吨，出厂价由 230 元/吨提高到 240 元/吨；海螺提价的示范效应有望带动其他企业也上调价格；而本周浙江省限产提价，有可能形成联动效应，延续到苏南和上海地区。

- ◇ 总体而言，目前市场开始步入旺季，需求在往上走，而当前价格过低（处在盈亏平衡线附近）随着市场升温有望上调；尤其是从历史数据来看，江苏的2季度是1年之中产销量最旺盛的季节，对于当前的价格上调也将起到促进作用，但同时因为目前产能的相对过剩，提价幅度可能会低于去年水平；对提价的冲击来在6、7月份，6月一般是梅雨季节，而且6、7月是农忙季节（农民工回家），会对水泥需求带来影响。

海螺在长三角的优势来源于布局

虽然海螺在长三角的产能没有排在第一，但是优良的布局奠定其优势竞争地位：

- ◇ 市场地原则：在既有市场又有原材料的地方建立熟料生产基地，有市场而原材料缺乏的地方建立粉磨站系统；熟料生产线集中分布（充分发挥规模效应），粉磨站则尽量靠近市场。
- ◇ 水运方便原则：熟料和生产线都选在靠近大河和长江边上，熟料集中生产后通过水运分送到各个分散的粉磨站；通过水运既降低了运输成本，也使得海螺的销售半径大为增加，能不断拓展新的市场。
- ◇ 狄港、铜陵、池州等地生产线靠近长江，宁波、太仓、张家港、温州、南通、泰州等地粉磨站既靠近市场又水路方便。
- ◇ 优良的布局让海螺的成本变得最低，也让海螺能更好更快的抢占市场。

海螺目前在长三角的优势竞争地位体现在：

- ◇ 海螺目前已成为长三角的价格风向标：由于海螺享有低成本优势，如果海螺不停止下调价格，市场价格仍将保持下跌；而一旦海螺涨价，其他企业都会效仿涨价。
- ◇ 海螺在基建大项目竞标时具备中标优势：布点多、粉磨站靠近市场使得海螺能够在大范围、长距离内保供，这对于修建铁路和公路保供能力非常重要；规模生产熟料和水运便利使得海螺的成本很低，在竞标中更具备价格优势。

维持对海螺水泥的推荐评级

通过前期对浙江市场的调研和本次对苏南市场的调研，我们认为长三角目前底部已现，市场处在一个逐步升温的过程。

鉴于海螺在长三角的优势地位和长三角区域步入旺季存在涨价的趋势，我们维持对海螺水泥的推荐评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	24228	26766	31164	34908	货币资金	6799	2677	3116	3491
营业成本	18192	19560	22261	24089	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6037	7207	8903	10819	应收账款	647	716	833	933
% 营业收入	24.9%	26.9%	28.6%	31.0%	存货	1870	2126	2419	2616
营业税金及附加	148	164	191	214	预付账款	306	329	374	405
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	149	162	189	212
销售费用	1366	1472	1714	1920	流动资产合计	13533	10292	11918	13242
% 营业收入	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	1202	1202	1202	1202
管理费用	841	937	1091	1222	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	323	323	323	323
财务费用	751	532	560	396	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	2.0%	1.8%	1.1%	固定资产合计	22543	28694	34136	32380
资产减值损失	-1	2	3	3	无形资产	1660	1577	1498	1423
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	16	16	16	16
投资收益	57	0	0	0	递延所得税资产	69	0	1	1
营业利润	2987	4100	5345	7065	其他非流动资产	3186	3186	3186	3186
% 营业收入	12.3%	15.3%	17.2%	20.2%	资产总计	42532	45290	52279	51773
营业外收支	259	0	0	0	短期贷款	4803	5061	8687	2418
利润总额	3246	4100	5345	7065	应付款项	3471	3731	4245	4592
% 营业收入	13.4%	15.3%	17.2%	20.2%	预收账款	547	605	704	789
所得税费用	566	718	1176	1696	应付职工薪酬	130	140	159	172
净利润	2680	3383	4169	5370	应交税费	445	549	852	1190
归属于母公司所有者的净利润	2607.0	3291.1	4049.5	5211.7	其他流动负债	1779	1915	2185	2373
少数股东损益	73	92	119	158	流动负债合计	11174	12000	16831	11533
EPS (元/股)	1.55	1.86	2.29	2.95	长期借款	6033	4602	2592	2014
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	20	0	0	0
经营活动现金流净额	5266	5617	7007	8315	其他非流动负债	36	36	36	36
取得投资收益					负债合计	17264	16639	19460	13584
收回现金	12	0	0	0	归属于母公司	24797	28088	32137	37349
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-5118	-8035	-7623	-698	股东权益	472	563	683	840
其他	-1242	0	0	0	负债及股东权益	25268	28651	32820	38189
投资活动现金流净额	-6360	-8035	-7623	-698	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.549	1.863	2.292	2.950
股权融资	11282	0	0	0	BVPS	14.04	15.90	18.19	21.14
银行贷款增加 (减少)	-3931	-1173	1616	-6847	PE	23.96	19.92	16.19	12.58
筹资成本	918	-532	-560	-396	PEG	0.92	0.77	0.62	0.48
其他	-1836	0	0	0	PB	2.64	2.33	2.04	1.76
筹资活动现金流净额	6433	-1705	1056	-7243	EV/EBITDA	13.43	10.99	9.03	6.66
现金净流量	5340	-4123	440	374	ROE	10.5%	11.7%	12.6%	14.0%

分析师介绍

邹戈，管理学硕士，上海交通大学安泰经济与管理学院财务与会计系毕业，从事建材行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。