

市场竞争激烈 拐点有望渐显

巢东股份调研报告

报告日期：

2009-08-26

市场数据

总市值(百万元)	1,887.60
流通市值(百万元)	956.39
总股本(百万股)	242.00
流通股本(百万股)	122.61
12个月最高/最低	2.61/10.22 元
十大流通股东(%)	4.16%
股东户数	

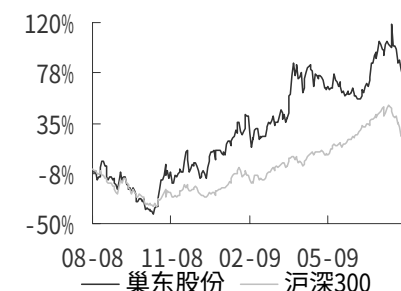
报告关键点：

- 区域产能过剩 竞争较激烈
- 公司成本改善较为明显 未来仍有空间
- 旺季将至 盈利有望出现拐点。

报告摘要：

- 由于区域产能释放集中，市场承接能力不足，水泥价格较前期明显回落。公司上半年熟料出厂价格约为185元/吨，P042.5散装水泥的价格最高约260元/吨，较上年同期下降了约45元/吨。受价格下降的影响，公司上半年主营业务毛利率仅有2.3%，较上年同期下降了11.98个百分点；上半年公司亏损5759万元，每股盈利为-0.22，公司生产经营正处于较为艰难的时期。
- 公司上年末投产的海昌一线目前运转状况稳定，并达产达标，能耗水平也已经接近海螺水泥的水平。与周边竞争对手比较，公司在管理、技术上仍具备一定的优势。此外，公司使用近距离自备矿山，全部采用皮带传送的方式，原料成本上亦有明显的占优。未来随着近期公司海昌一线配套的余热发电以及粉磨系统的建成，公司海昌基地的生产成本将有所下降。随着未来二线建成，通过人员分流和产量增加对成本的摊销，公司将有望进一步改善成本构成。
- 7、8月份历年来是水泥行业的淡季，随着华东地区雨季的逐步结束，水泥行业进入旺季，区域内水泥涨价的预期逐步增强。而近期安徽阜阳至六安城际铁路近期的开工，区域内相对滞后的基建投资有望拉开序幕。如前文的分析，公司目前从产能、成本、市场需求等多方面来看，正处于向上突破的拐点中。我们预计随着下半年市场的转旺，公司自身成本结构的改善以及销售价格的提升有望拉动公司下半年实现盈利，而由于上半年亏损较多，全年能否实现盈利还存在较大的不确定性。
- 按照公司目前的A股股价与2.42亿的总股本计算，公司目前市值约为19-20亿元，以公司年产320万吨水泥计算，水泥产能吨市值约为600-630元，较海螺水泥650元左右的吨市值水平略低，但高于冀东水泥、华新水泥等一线水泥股。我们暂不考虑大股东可能的资产注入的预期，公司的基本面情况虽在好转中，但是区域产能的过剩问题还未有解决，基建投资的拉动未有体现，未来经营状况仍不乐观。后续可以关注安徽省重点工程启动情况，这将直接影响到水泥能否涨价及企业盈利的改善。

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.63)	(12.78)	44.96
绝对收益	(13.07)	(0.99)	69.10

研究员

石磊

021-68765916

王天睿

021-68765363

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

助理行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

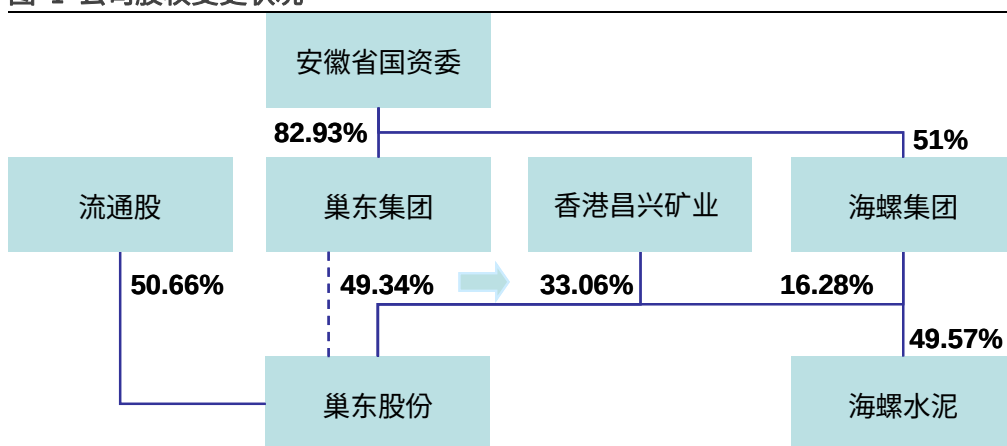
1. 老国企引入战略投资重新焕发

安徽巢东水泥股份有限公司成立于 1999 年 4 月 16 日，是经由安徽省政府批准，由安徽省巢湖水泥厂、东关水泥厂、安徽省巢湖市富煌轻型建材有限责任公司、巢湖地区物资建筑材料总公司、巢湖市安得房地产开发有限责任公司、巢湖金建物资有限公司以发起设立方式组建的股份有限公司。2000 年 11 月 13 日经证监会核准，公司在 A 股上市并公开募集了 4 个亿的资金。

上市之初，公司考虑到发展壮大水泥产业必将面临与邻近的海螺水泥的直接竞争，而当时无论是市场、规模、管理、成本等企业竞争力的角度看，公司与海螺都存在着较大的差距。介于这种考虑，公司管理层将公司的战略发展以及主要资金转向了新材料领域，其间发展了凹凸棒、纳米钙、PVC 发泡门、轻质碳酸钙等新材料产业，但是因为产业发展成熟度与市场接受程度不足，均未能达到预期的经营目标与盈利，相关的子公司长期处于停滞阶段，水泥业务也因此错失了发展的契机。

2007 年，由于集团公司在股份公司上市之初，承担了公司较多的非经营性资产，人员负担重，对上市公司存在一定的资金占用；同时公司发展新材料业务成效不佳，企业资金较为紧张，经营陷入困境。为解决这一问题，由安徽省国资委牵头，引入了香港昌兴矿业及海螺水泥分别出资受让巢东集团持有的公司的 59.69% 的股权，通过股权变更，公司成为了合资公司，香港昌兴矿业及海螺水泥分别持有公司 40%、19.69% 的股权并分别成为了控股股东以及第二大股东。

图 1 公司股权变更状况



注：巢东集团持有巢东股份按照股权分置改革中对应流通股限售股置换比例折算。（安信证券研究中心）

通过昌兴矿业与海螺集团的入主，公司的业务经营重新转为以水泥生产制造为主，通过引入海螺的先进管理理念以及由海螺水泥派遣高管参与公司决策和管理，公司再一次形成了扩大新型干法产能、重点发展皖中长江以北地区市场的发展方向。

2. 生产线状况

公司组建之初，原巢湖水泥厂有 5 条湿法水泥生产线，以及日产 1500 吨窑外分解、日产 2000 吨新型干法生产线 2 条，原东关厂有小型机立窑数条，日产 700 吨窑外分解干法生产线 2 条。出于相应国家淘汰落后产能以及劳工以生产指标、能耗水平相对较高的考虑，目前除巢湖水泥厂的日产 2000 吨新型干法生产线之外，其他老线均已停产。

目前公司位于巢湖市郊的海昌基地在征地时按照 4 条日产 5000 吨熟料生产线及配套粉磨站进行了规划。先期计划分 2 期建设 2 条生产线，其中一线于 2007 年末开工，一线、二线的矿石皮带传送、余热发电等配套设备同步上马，2008 年 12 月公司一线正式投产，配套粉磨站和一线、二线余热发电预计将于今年 9 月初投产。二线目前业已审批，待一线的配套项目上线后，公司将视市场情况决定二线的开工时间。

3. 产能释放过快 市场竞争激烈

安徽省由于其地质特征，长江沿岸的芜湖、巢湖、宣城、铜陵、池州、安庆等地分布了丰富的水泥的主要生产原料——石灰石矿储量；而皖南、江淮之间、淮河以北区域的石灰石资源相当稀少。因此，皖中长江两岸地区也形成了华东地区最大的水泥生产集聚区域之一，省内的水泥熟料生产线也主要分布在这些区域。

从图 2 中可以看到，公司生产线分布在长江以北的巢湖市周边；长江以南海螺水泥密集的生产线布点，此外还有上峰水泥、南方水泥等大型水泥企业分布在这一区域。对于公司来说进入这一区域则需要面临与这些企业的直接交锋，从生产、运输成本来看，公司都没有优势。而公司以北的合肥、六安区域，由于石灰石资源的原因，缺乏建线条件，作为紧邻的水泥重点生产区域，公司相对长江以南的企业更具运输成本优势。因此，公司目前水泥销售市场主要集中在巢湖、合肥、六安区域。

目前，公司所在市场的竞争对手主要是巢湖区域内的水泥生产企业，其中规模较大的包括皖维高新、润基、大江、铁鹏、赢浦金龙、盘景等，其中大江、赢浦金龙、盘景的 5000t/d 熟料生产线均是在 08 年末至 09 年初投产。以现有生产线计算，目前区域内熟料总产能达到了约年产 1600 万吨的规模，其中新投产产能超过 800 万吨。由于新增产能在今年集中释放，导致供给量大幅增加，市场竞争非常激烈。

图 2 公司市场区域及主要竞争对手

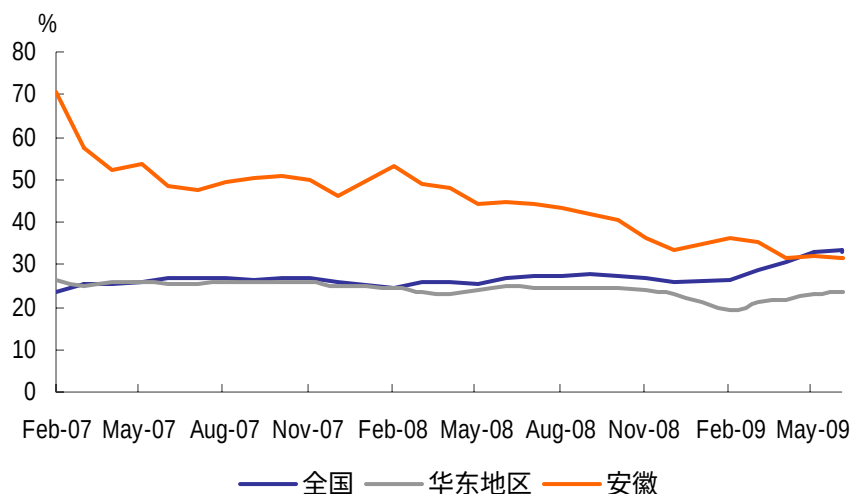


数据来源：安信证券研究中心

4. 基建配套进度较慢 水泥需求增长须看后市

水泥市场需求方面，2008 年巢湖、合肥、六安区域市场总需求量大约为 1400 万吨，受近年来安徽省经济快速发展、固定资产投资高速增长拉动，正常情况下区域内水泥需求量预计每年能保持 10% 以上的增长。由于安徽省的经济基础相对较弱，财政资金不足，在配套资金进行国家重点“铁公机”基建工程建设上，进度相对较慢。

图 3 水泥价格走势（全国 VS 华东 VS 安徽）



数据来源：安信证券研究中心

从铁路方面了解的情况来看，安徽省与铁道部已确定投资 3000 亿元合作建设铁路项目 27 项，建设铁路里程 3600 公里。根据安徽省发改委的说明，在这 27 个铁路建设项目中，目前已建成合宁、合武、铜九、阜阳客站改造等 4 个项目，完成投资 240 亿元；在建京沪高速铁路安徽段、南京至安庆城际铁路、合肥至蚌埠铁路客运专线，漯阜铁路复线电气化、京九铁路电气化、青阜复线、合肥火车站改造等 7 个项目，建设里程 689 公里，投资约 600 亿元。

根据安徽省、铁道部协议，今明两年计划开工建设其余的 16 个项目，今年力争开工 10 个项目。其中，除合肥火车站改造工程已开工建设，阜阳至六安、宿州至淮安铁路已完成国家审批程序外，其他 7 个项目前期工作正在积极推进中。

随着后期相关项目配套资金的逐步到位，基建项目一旦开始正式施工，对相关区域内的水泥需求将产生很大的拉动，对于缓解区域内严重的产能过剩并提高水泥价格奠定了基础。

5. 公司生产经营

5.1 人员负担拖累整体业绩

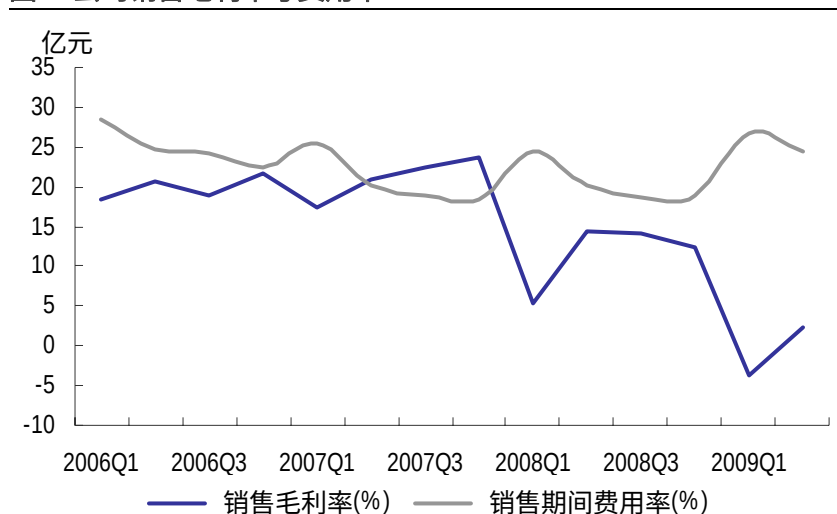
据了解，公司上年末投产的海昌一线目前运转状况稳定，并已达产达标，能耗水平也已经接近海螺水泥的水平；巢湖厂的生产线设备相对较旧，公司目前也通过加大管理实施的力度，目前设备运转正常，余热发电装置吨熟料发电量达 40 度；与周边竞争对手比较，公司在管理、技术上仍具备一定的优势。此外，公司使用近距离自备矿山，全部采用皮带传送的方式，原料成本上亦有明显的占优。

但是另一方面，由于公司在建设时，海昌一线、二线的配套设备是共用的，投资规模相对较高，目前仅有一线实际投产开工，因此在设备折旧、财务费用方面负担相对较重。此外，作为一个曾经的老国企，人员负担重也是公司目前面临的一个重要问题。虽然近年来公司通过减员增效，人员负担已有一定的好转，但是公司目前仍有在岗工人约 1500 人，其中海昌一线大约 4、500 人，巢湖厂 2000t/d 的老线约 500 人，巢湖厂及东关厂粉磨系统也需要约 500 人。

5.2 区域竞争激烈导致毛利率下降

伴随公司生产成本稳中有降的，是公司主营业务毛利率的逐年下降，如下图。

图 4 公司销售毛利率与费用率



数据来源：安信证券研究中心

由于近年来区域产能释放集中、规模惊人，市场承接能力不足，水泥价格较前期明显回落，同时由于区域内熟料产能过剩而水泥粉磨能力不足，目前市场上熟料与水泥差价相对较大。据了解，由于竞争较为激烈，目前区域内的水泥价格基本接近水泥生产企业的盈亏平衡点。公司上半年熟料出厂价格约为 185 元/吨，P042.5 散装水泥的价格最高约 260 元/吨，较上年同期下降了约 45 元/吨。受价格下降的影响，公司上半年主营业务毛利率仅有 2.3%，较上年同期下降了 11.98 个百分点；上半年公司亏损 5759 万元，每股盈利为-0.22 元，公司生产经营正处于较为艰难的时期。

6. 未来拐点将现 盈利有望提升

我们预计，未来随着近期公司海昌一线配套的余热发电以及粉磨系统的建成，公司海昌基地的生产成本将有所下降；水泥粉磨能力提升后，公司将减少熟料的销售，提升产品附加值。此外，随着未来二线建成，通过人员分流和产量增加对成本的摊销，公司将有望进一步改善成本构成。

7、8 月份历年来是华东区域水泥行业的相对淡季，随着华东地区雨季的逐步结束，水泥行业进入旺季，区域内水泥涨价的预期逐步增强。而近期安徽阜南至六安城际铁路近期的开工，区域内相对滞后的基建投资有望拉开序幕。如前文的分析，公司目前从产能、成本、市场需求等多方面来看，正处于向上突破的拐点中。我们预计随着下半年市场的转旺，公司自身成本结构的改善以及销售价格的提升有望拉动公司下半年实现盈利，而由于上半年亏损较多，全年能否实现盈利还存在较大的不确定性。

按照公司目前的 A 股股价与 2.42 亿的总股本计算，公司目前市值约为 19-20 亿元，以公司年产 320 万吨水泥计算，水泥产能吨市值约为 600-630 元，较海螺水泥 650 元左右的吨市值水平略低，但高于冀东水泥、华新水泥等一线水泥股。目前，市场亦有传闻，公司的大股东香港昌兴矿业可能将其在国内的水泥资产注入上市公司，但是就了解目前昌兴矿业旗下水泥资产均在英国 AIM 上市的香港昌兴矿业控股有限公司 (PMHL.L) 资产范围内，若要资产注入 A 股，仍有一定的实施难度，公司方面也未得到大股东关于注入的任何通知。我们暂不考虑大股东可能的资产注入的预期，公司的基本面情况虽在好转中，但是区域产能的过剩问题还未有解决，基建投资的拉动未有体现，未来经营状况仍不乐观。除未来可能的重组外，后续可以关注安徽省重点工程启动情况，这将直接影响到水泥能否涨价及企业盈利的改善。

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034