

2011 年 4 月 27 日

同力水泥

关注区域实际产能投放进度

A

未有评级

000885.SZ- 人民币 14.95

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	28	(16)	33	11
相对新华富时				
A50 指数(%)	23	(17)	26	15

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	252	54
流通股(%)		33.7
流通股市值(人民币 百万)	1.27	2
3 个月日均交易额(人民币 百万)	91	
净负债比率(%)		109.15
主要股东(%)		
河南投资集团	66.3	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

 中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

同力水泥所在的河南省目前产能过剩相对严重, 且在近年有较多生产线投产预期, 供求关系不够理想。其次目前市场集中度不够, 省内企业价格协同条件较其他区域偏弱。同力水泥虽然在技术以及自身成本控制能力较强, 但是所处区域景气程度并不高, 企业面临较激烈的价格竞争, 仍需一段时间消化过剩的产能。我们建议关注河南区域新增产能的投放进度, 谨慎看待当地未来水泥价格走势。

主要发现:

- **未来所处地区水泥价格取决于区域供求和市场协同效果:** 2010 年第四季度, 受到限电等因素的影响, 河南水泥价格迅速攀升, 今年 1 季度水泥价格仍处于较高水平, 但是未来的价格走势取决于区域供求和市场协同效果。
- **河南地区水泥产能过剩、缺少主导企业:** 河南地区目前水泥产量 1.2-1.3 亿吨, 今年还有 10 条 4,500T/D 的新型干法生产线投产, 到年底水泥产能接近 1.7 亿吨, 目前河南还没有市场占有率绝对领先的企业, 前几大公司规模相差不多, 价格协同较为困难。
- **区域收购整合存在一定难度:** 在新增产能受限的条件下, 未来水泥企业发展将主要依赖于收购, 通过收购推动市场集中度, 行业景气才有进一步提升的条件。从目前来看, 公司在这方面比较积极, 但是收购兼并面临成本提升的问题。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	2,53	2,783	3,173	3,750	--
增长率(%)	282.3	9.8	14.0	18.2	--
归属母公司股东净利润(百万元)	113	128	75	176	--
增长率(%)	129.3	13.5	(41.3)	133.6	--
摊薄每股收益(元)	0.45	0.51	0.30	0.70	--
市盈率(倍)	33.3	29.38	50.07	21.44	--
每股经营现金流量(元)	1.28	2.03	--	--	--

资料来源: 公司数据及万得资讯

产能情况：河南省目前水泥产量接近 1.2 亿吨，公司现有水泥产能为 1,390 万吨，是河南第三大水泥企业。熟料产能如表 2 所示，原有熟料产能 760 万吨，对应水泥产能约为 1,000 万吨。豫龙同力 2 期和黄河同力 2 期于 2010 年底试运行，今年预计全年正常生产，因此目前熟料产能 1,070 万吨，对应水泥产能 1,390 万吨。

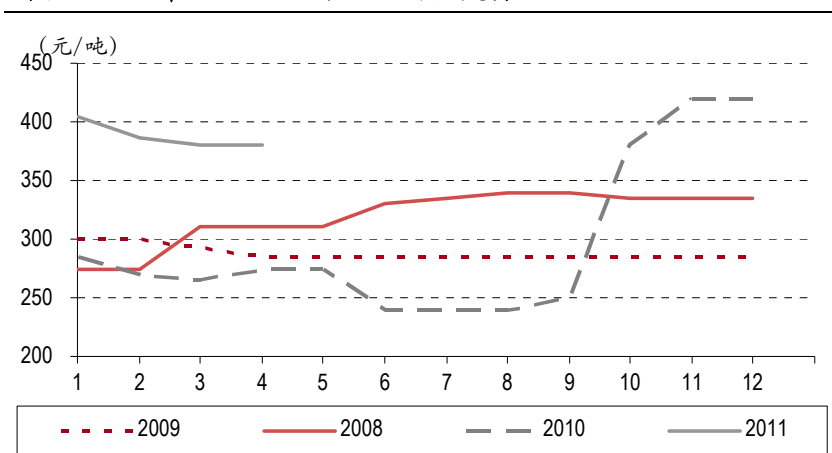
图表 2. 同力水泥产能表

	规模(t/d)	位置	熟料年产能	水泥产能	权益比例	备注
豫龙同力	5000	驻马店	155	202	70%	
豫龙同力 2 期	5000		155	202	70%	2011 年初投产
省同力	2000	鹤壁	62	81	100%	
250	0		78	101	100%	
豫鹤同力	5000	鹤壁	155	202	60%	
平原同力 500	0	新乡 155		202	100%	
黄河同力	5000	洛阳	155	202	73.15%	
黄河同力 2 期	5000		155	202	73.15%	2011 年初投产
合计			1,070	1,390		

资料来源：公司数据

2010 年 4 季度受限电影响售价提升显著。2010 年河南地区前三季度水泥价格比较低迷，在需求较旺盛的 3 季度还出现了比较明显的价格下跌，产能过剩条件下价格战是主要的竞争方式。到第四季度，受到限电等因素的影响，水泥价格迅速攀升，P.O42.5 号水泥价格由 9 月初 240 元/吨升至 11 月的 420 元/吨左右。价格快速上涨一方面原因在于 4 季度处于需求旺盛，更主要的还是受到限电影响，水泥产量锐减。

图表 3. 河南郑州 P.O42.5 号水泥价格走势



资料来源：数字水泥网

从 2010 年河南地区的水泥产量来看，河南水泥产量受到限电影响较其他省份影响更为显著，水泥单月产量在 10、11 月同比下降 38%和 27%。而同期东南部主要省份单月产量多数与前一年持平，因此去年 4 季度水泥价格暴涨受限电影响更明显。

图表 4.河南地区 2010 年限电期间与上年同期水泥产量对比

单月产量 (万吨)	2009	2010	同比减少%
9 月	1,076	1,038	(3.55)
10 月 1,08	2	668	(38.22)
11 月	1,148	832	(27.49)
12 月 1,10	3	995	(9.74)

资料来源：数字水泥网

图表 5. 华东地区 2010 年限电期间与上年同期水泥产量对比

华东东部地区 2010 年受限电影响产量变化%	江苏	浙江	安徽	福建	江西
9 月单月同比	5	(10)	5	7	2
10 月单月同比 13		(8)	(15)	7	1
11 月单月同比	17	9	7	12	2
12 月单月同比 17		(1)	17	2	2

资料来源：数字水泥网

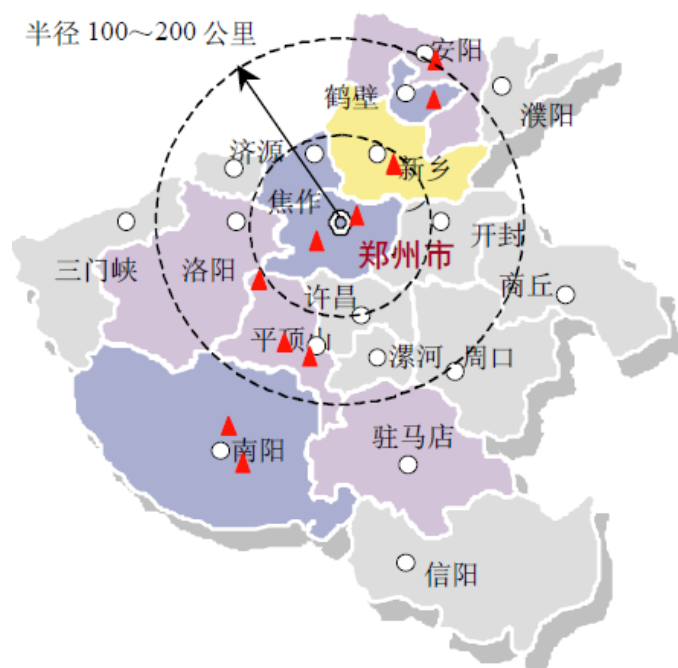
决定未来价格走势的仍将是区域供求关系和企业间竞争情况.今年 1 季度初期水泥价格延续了去年 4 季度的高价，然后略有回落，同比价格仍处于较高水平，但是未来的价格走势更值得关注，区域内的供求关系和企业间的竞争情况对价格走势起关键作用。

产能方面，河南地区目前水泥产量 1.2-1.3 亿吨，今年有 10 条 4,500T/D 的新型干法生产线投产，到年底水泥产能将达到接近 1.7 亿吨，与之相比，东部很多省份产能已经释放完毕，2011 年新增产能很少，河南地区的待投产产能较高，预计对水泥价格存在较强压制作用。

从区域内企业间竞争关系来看，与安徽、湖北地区不同，河南目前还没有市场占有率绝对领先的企业，河南省产能排名分别是天瑞、中联、同力和孟电，除天瑞外均为产能 2,000 万吨以下的企业（其中天瑞略超 2,000 万吨，孟电约为 1,000 万吨），前几大公司规模相差不多，所以区域竞争关系相对难以协调，行业也有推动价格自律和稳定，但是实施起来效果不好。

区域内产能过剩以及没有区域主导企业造成企业对价格没有控制权。如果企业提价，小水泥企业趁机抢占市场份额可能性较大，尤其在豫北，提价的话很快销量就成问题，一些地区如新乡，公司在新乡有 5,000T/D 的生产线，但仅排名第四，产能严重过剩，在此情况下根本没有能力提价。豫南相对较好，但是如果价格提高过大，其他水泥会输入。

图表 6.河南地区水泥企业竞争格局



资料来源：数字水泥网

收购整合存在一定难度：在新增产能受限的条件下，未来水泥企业发展将主要依赖于收购，通过收购推动市场集中度，行业景气才有进一步提升的条件。从目前来看，公司在这方面比较积极，但是收购兼并目前看难以一蹴而就。在市场比较好的情况下，被收购企业提出的条件提高，收购变得比较困难，中联水泥去年在洛阳曾试图做整合，但是收购并不成功。公司在 2010 年底推出的增发计划中一部分资金（3 亿）是用来收购义马水泥（一条 200 万吨生产线），从收购条件来看，义马水泥目前的状况不够理想，义马水泥 2010 年底资产总额为 8.5 亿元，负债总额为 9.8 亿。且去年前三季度处于亏损的状态，由此可见收购的成本相对较高，短期内河南地区通过整合市场集中度迅速提升的可能性较小。

落后产能淘汰空间不大：河南省目前小的水泥生产线也都达到了日产 1,000 吨，落后产能很少，新型干法在 2008 年占比就达到 90%以上，因此落后产能淘汰方面基本没有空间。从所处位置来看，河南的水泥厂一般都是在京广线以西（有石灰石），所以往东运输受到运输距离的影响，往西部运输也不方便，所以主要都是省内消化，难以通过向省外流动释放产能。

综合来看，河南省目前产能过剩相对严重，且在今年有较多生产线投产预期，供求关系不够理想。其次目前市场集中度不够，省内企业价格协同条件较其他区域偏弱。同力水泥虽然在技术以及自身成本控制能力较强，但是所处区域景气程度并不高，多数企业面临较激烈的价格竞争，仍需一段时间消化过剩的产能。

图表 7.业绩摘要

(人民币,百万)	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变化%
营业收入	552	902	63.5
营业成本	(474) (679)		43.2
营业税金及附加	(7)	(11)	61.6
销售费用	(20) (35)		74.6
管理费用	(41)	(86)	112.1
财务费用	(23) (31)		37.8
资产减值损失	2	0	n.m
公允价值变动 0		0	n.m
投资收益	0	0	n.m
汇兑净收益 0		0	n.m
营业利润	(10)	60	n.m
营业外收入	38	2	(95.1)
营业外支出	(0)	(0)	n.m
利润总额 28		62	119.3
所得税费用	(8)	(18)	115.4
净利润 20		44	120.9
少数股东损益	(7)	(12)	67.4
归属于母公司所有者的净利润	13	32	150.0

资料来源:公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371