

2011-08-08

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

建筑材料

增持/维持评级

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

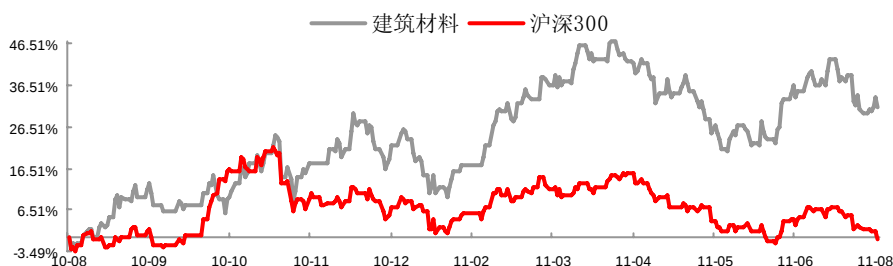
baoyx@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

限电限产令东部水泥价格可维持高位

- 根据历史经验，华东水泥市场风暴的“风眼”一般在苏南和浙北一带，我们近日沿着熟料——粉磨站——混凝土搅拌站的产业链，回访了我们曾经在 3 月份拜访过的湖州、无锡、苏州的三家非 A 股上市企业（我们曾经在 3 月的调研中领先于市场发现了今年可能出现用电紧张的局面）。
- 我们调研中发现：去年因部分停窑而获得丰厚利润的东部水泥企业今年联手限产保价的意愿强烈。今年以来我国东、中部地区出现大面积的用电紧张，水泥企业的被动限电可令企业限产保价的意愿顺利达成，过剩产能可以被有效的控制住。
- 今年 7 月份东部水泥需求淡季的中供给控制的效果较好，目前企业库位不高。东部水泥价格自 4-5 月份以来稳定在高位，6 月份因天气影响略小幅回落，7 月份价格恢复。按照往年惯例三季度末期将逐渐进入需求旺季，今年受房地产政策及信贷紧缩不利影响，下半年或出现“旺季不旺”，但我们判断，在需求不出现大幅下滑的情况下，价格将难以大幅下跌，并可能重拾升势，但创新高的难度亦较大。
- 价格的高位维持，令东部水泥股全年盈利有保障，行业景气度继续高位运行。我们认为，东部水泥股全年盈利预测下调的可能性较小，目前海螺水泥估值为今年 11 倍，接近历史底部，未来有 30% 左右的上涨空间。
- 我们认为未来推动估值回升的催化剂可能有两个：一是固定资产投资增速下滑幅度好于市场预期；二是当 CPI 上行趋势得到控制后，政府为防止经济增速下滑过快对宏观紧缩政策适当放松。
- 我们维持对水泥行业的乐观看法和“增持”评级，目前重点推荐的水泥股排序为：海螺水泥、巢东股份、华新水泥、天山股份、亚泰集团、金隅股份等河北水泥股、塔牌集团。
- 风险提示：若固定资产投资增速出现超预期大幅下滑将令水泥需求受到较大影响，进而价格可能会出现下滑，于是公司盈利情况无法达到我们预测。

最近 52 周行业表现



今年以来我国东、中部地区出现大面积的用电紧张，水泥企业的被动限电可令企业限产保价的意愿顺利达成，在需求未出现大幅回落的情况下，过剩产能被有效的控制住，从今年7月份水泥需求淡季的情况来看，供给控制的效果较好。

【湖州熟料企业】：目前区域公司14条停窑3条，7月份14条生产线中10条集体停窑8天（另外4条实际分布在安徽省境内因此没停窑），并于7月28号复产。由于7月份的停窑，目前公司库位约50%（熟料库容20万吨，水泥库容6万吨），与去年同期基本相当。公司一般正常库位在30-40%左右，淡季50%较为合理。

公司预计按照以往惯例，8月下旬随着需求逐渐启动，停产的生产线可以开启。

目前停窑的主要原因是淡季需求清淡，且配合限电而限产，去年12月份时，区域公司14条生产线停窑7条，停窑原因主要是节能减排被迫停产。

湖州今年供电形势较为紧张，地方采取有序用电方式加以调控。通过电力企业协商，全年电力负荷可以支持满产产能的80%。按照公司产能2000万吨，往年实际往年销售1500万吨，电力方面目前供需平衡，公司认为未来1-2年限电可能会常态化。

【无锡粉磨站】：今年7月份每天停4个小时（一周7×24小时工作制，折算即每周停产1天），自7月25日开始每周停产2天。去年同期也是1周停2天，目前的开工率和去年持平。2010年9-10月旺季时一周7天可满产，12月份因限电影响1周仅运行2天。

8月份是江苏全省限电，另外8月份浙江粉磨站每周限电停产3天。但公司同时表示，目前即便供电充足，1周也会停2天，正好可以供需平衡。

资金方面持续紧张影响需求，下半年或“旺季不旺”

今年的紧缩政策令房地产开工及基建出现放缓，调研的对象表示，下半年旺季或出现“旺季不旺”。

【湖州熟料企业】：目前仍处于淡季，出货量较4-5月份下降了30%。今年上半年出货量与去年基本持平，略有增长（公司产能没有增长），属正常，上半年全年销售计划完成近半。出货量从7月28日感觉到略有回升。

【无锡粉磨站】：公司的直接下游是混凝土搅拌站，供应搅拌站的水泥是现款现货，但搅拌站被房地产开发商欠款，去年开发商货款可以按期付到70%，目前为60%以下。

江阴市一共有17家混凝土搅拌站，目前还没有出现停产，但预计若资金紧张持续则到年底很难支撑。公司自有混凝土搅拌站，大量应收款回收困难。

由于江阴基建项目较少，下游需求以房地产为主，受房地产开工放缓目前感觉需求比同比萎缩，另外来自工矿企业需求也感到放缓，8月份公司估算同比需求量可能少20%左右。

去年公司产量150万吨，今年上半年产量将近70多万吨，4月份单月出货量18-19万吨，6月份为15-16万吨，7月份单月出货量11万吨，目前日出货量在4000吨左右，公司预计8月份和7月份基本持平（可能略少一点）。

【苏州混凝土搅拌站】：混凝土的需求端分为三类，市政项目，商品房，工业企业。

市政工程项目公司一直没有参与，主要原因是市政工程回款周期较长，且今年苏州市政工程的款项拖欠异常严重。

目前资金链紧张令建筑工程延缓，对房地产影响甚于工业厂房。上半年商品房大量出现工期拖延，但完全停工的很少，例如打桩的时间拖延，原本1个月拖延至3个月工期。

2003年公司下游客户需求中工业企业和商品房占比为8:2，2005年之后逐渐商品房需求占比提升至6成左右，2008年商品房需求达到最高，占比达8成，从2010年开始公司调整战略，接单向工业企业倾斜，工业企业厂房等工程的工期短、并且甲方为外资，资金较为充裕。

公司去年产量230万方，今年预计270万方，公司认为，自身的出货量上升不代表市场需求的提升，主要是今年资金紧张的情况下，部分实力较弱的企业被挤出局。

混凝土旺季是9月启动延续至12月直到农历过年结束。整个苏州市场的需求，上半年平稳和去年基本持平，下半年公司认为有隐忧，主要是外部资金状况感到没有改善的迹象。

公司认为，苏州相对于沿海大城市，房地产受紧缩政策的影响相对较弱，主要是苏州的房价上涨比较缓和。

部分混凝土企业因资金问题暂时停产

【苏州混凝土搅拌站】：公司秉承台湾的管理体系，对应收账款控制较为严格，目前平均应收账款回收周期为4个月，最长达到6个月（金融危机时）。

按照混凝土行业的惯例，一般是隔月清款（原因是混凝土施工完毕后本身需要28天的养成期），因此应收账款一般是2个月清款。垫资比例公司控制在20%左右。下半年公司认为垫资比例会提高。

目前江苏省混凝土企业出现了资金链断裂而停产的，但比例不大。由于混凝土企业没有存货，所以破产的可能性较小，公司下半年市场份额有望继续扩大。

经历了大半年的资金紧张，市场对资金问题很敏感，甲方一旦出现货款严重拖欠，其他混凝土企业目前一般也难以再敢于向其赊销。

需求不出现大幅下滑的情况下，水泥价格可维持高位

东部水泥价格自4-5月份以来稳定在高位，6月份因天气影响略小幅回落，7月份恢复，按照往年惯例，三季度末期需求将逐渐进入旺季，今年受房地产政策及信贷紧缩不利影响，下半年或出现“旺季不旺”，但我们认为，在需求不出现大幅下滑的情况下，价格将难以大幅下跌，并可能重拾升势，但创新高的难度亦较大。

以往对市场造成冲击的大量小粉磨站，今年由于熟料寡头联手控制熟料价格，利润空间被压缩，杀价意愿较弱，华东大部分市场掌控在海螺、南方等大型企业手中。

【湖州熟料企业】：目前高标号42.5水泥出厂价480元/吨（含税），熟料430元/吨（含税），低标号32.5水泥450元/吨（含税，产量占比不到10%）。

今年3月中旬熟料出厂价400元/吨（含税），水泥42.5为460元/吨（含税），

32.5 为 430 元/吨（含税），去年高标号最高达到 520 元/吨，熟料最高达到 460-470（含税）元/吨。

42.5 标号水泥价格从 4-5 月份涨到 480 元/吨之后较为稳定，6 月底受天气影响出现过短暂回调，幅度在 20 元/吨左右，7 月份限产后价格恢复。

公司对目前的价格较为满意，预计能维持到年底。

【无锡粉磨站】：江阴的水泥价格历来是华东的低谷，主要原因是运输方便且小粉磨站聚集，目前公司 42.5 标号的水泥出厂价 420 元/吨（含税），水泥价格 3 月份 420 元/吨（含税），4-5 月份上涨 20 元/吨，6 月份受天气影响价格小幅回落 20 元/吨，维持至今。去年四季度水泥价格最高达到过 470 元/吨（短暂冲至 500 元/吨，但成交量很低）。

公司认为，对于粉磨站而言，目前对于上游基本没有议价能力，市场价格掌控在海螺等企业中，并且熟料价格今年被海螺、南方等寡头联手控制住，粉磨站的利润空间受到挤压，可以腾挪的空间较少，因此水泥市场掌控在海螺、南方等大型企业中。

【苏州混凝土搅拌站】：商品混凝土成本主要由三大类构成：水泥、矿粉、胶结材料，其中水泥占 70%。目前公司的购买的水泥（高标号）出厂价为 400 元/吨（含税），另付运费约 26 元/吨，今年水泥出厂价格稳定在 400 元/吨以上，去年高标号水泥最低出厂价低至 200 余元/吨，2010 年 7 月份之前公司采购水泥均价为 330 元/吨（高标号出厂价，含税），目前海螺出厂价维持在 430 元/吨（高标号，含税），其他中小企业如盘固、金峰在 400 元/吨（高标号，含税）左右。

东部水泥股全年盈利有保障，行业景气继续高位运行

我们认为，水泥价格的高位维持，令东部水泥股全年盈利有保障，行业景气度继续高位运行。

从我们对水泥——粉磨站——商品混凝土企业的调研中发现，由于产业链上游水泥企业（熟料生产商）集中度较高，议价能力强，并且通过联手控制熟料价格稳定水泥市场价格，令产业链的利润集中在上游熟料企业。

【湖州熟料企业】：目前公司毛利率 30%以上，去年 4 季度毛利率曾达到 40%以上，目前吨熟料净利润约 80-100 元，去年四季度最高达到 130 余元。

今年煤炭成本上升较多，目前采购价格达到 1100 元/吨（含税），年初时为 880 元/吨（含税），另外，停窑导致的开工率下降也令成本上升。

【无锡粉磨站】：熟料进货价目前为 400 元/吨（到厂价，含税），熟料价格 3 月底为 380 元/吨（到厂价，含税），4-5 月份上涨后维持至今，令公司利润被上游压缩。

目前江浙熟料生产基本被大企业垄断，公司很难在当地买到低价熟料，熟料主要来自江西、溧阳、秭归、巢湖，从巢湖运至江阴运费 27-28 元/吨（船运），秭归运至江阴运费 75-80 元/吨（船运）。

公司目前吨水泥净利润不到 40 元。去年四季度最高达到 80 元，去年 8 月份之前水泥价格不到 300 元，公司毛利率不到 5%，吨净利润仅 10 元左右。

【苏州混凝土搅拌站】：由于下游混凝土搅拌站与施工单位签订的购买合同一般是开

口合同，一般水泥涨价幅度达到 30 元/吨时便可触发提价条款，混凝土在建筑工程中价值占比较低（我们测算约为钢筋的 1/3），下游施工单位对于混凝土处于“不得不用”的位置，刚性需求令水泥的涨价可以顺利传导。目前混凝土约 400 元/方（含税），毛利率约 20%。

盈利预测及估值

价格的高位维持，令东部水泥股全年盈利有保障，行业景气度继续高位运行。我们认为，东部水泥股全年盈利预测下调的可能性较小，目前海螺水泥估值为今年 11 倍，接近历史底部，未来有 30% 左右的上涨空间。

我们判断未来推动估值回升的催化剂可能有两个：一是固定资产投资增速下滑幅度好于市场预期；二是当 CPI 上行趋势得到控制后，政府为防止经济增速下滑过快对宏观紧缩政策适当放松。

我们维持对水泥行业的乐观看法和“增持”评级，目前重点推荐的水泥股排序为：海螺水泥、巢东股份、华新水泥、天山股份、亚泰集团、金隅股份等河北水泥股、塔牌集团。

表 1：重点推荐水泥上市公司盈利预测

证券简称	股价 (2011-08-07)	EPS			PE			评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
海螺水泥	25.87	1.05	2.32	2.94	24.64	11.15	8.80	买入
华新水泥	28.22	0.71	1.79	2.18	39.75	15.77	12.94	买入
巢东股份	20.89	0.27	1.53	1.81	77.37	13.65	11.54	增持
天山股份	31.30	1.39	2.82	4.04	22.52	11.10	7.75	买入
青松建化	19.50	0.64	1.23	1.56	30.47	15.85	12.50	买入
金隅股份	14.05	0.69	1.05	1.33	20.36	13.38	10.56	增持
亚泰集团	7.39	0.26	0.86	1.12	28.42	8.59	6.60	买入

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

若固定资产投资增速出现超预期大幅下滑将令水泥需求受到较大影响，进而价格可能会出现下滑，于是公司盈利情况无法达到我们预测。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。