

2015-1-14

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

上峰水泥 (000672)

主业优势明显 海外布局弹性高

分析师: 范超

☎ (8621)68751757

✉ fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080001

联系人: 李金宝

☎ (8621)68751757

✉ Lijb2@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

报告要点

■ 事件描述

近期我们调研了上峰水泥, 主要观点如下:

■ 事件评论

- **区域格局稳定, 主业优势明显。**目前华东市场整体水泥需求与全国平均水平相当, 前 11 月水泥产量累计增速 1%; 但是供给端来看控制较好, 基本没有新增产能, 因此整体维持紧平衡格局。集中度看, 海螺和中建材两大龙头市场份额为 60% 以上, 为价格体系构筑了一定基石。较好的外部格局之外, 公司自身也具备明显的竞争优势: 首先是体制优势, 浙商民企控股、央企和上市公司参股的多元化股权结构为经营效率和质量铺就雄厚基石; 其次是公司凭借民企精细化管理、矿山储备、自建码头运输便利等优势, 积累了较为明显的成本优势, 几与海螺媲美。
- **海外布局弹性高。**公司公告称在吉尔吉斯斯坦与当地 ZETH 公司共同建设一条 2800TPD 产线, 其中公司持股 58%, 达产时间在 16 年年中。目前该国由于将上马大量的水电站等基建工程, 带来水泥需求十分旺盛; 同时区域水泥供给严重不足, 未来几年每年缺口在 500 万吨左右, 目前北部地区水泥出厂价在 90 美元/吨, 吨成本略高于国内, 预计 35 美元, 那么吨毛利在 55 美元, 吨净利 45 美元, 初步测算, 投产后年释放业绩占比 14 年的 40% 左右 (假定全年放量后)。同时, 为了规避同类竞争者, 公司已经率先抢占了区域的主要石灰石资源。未来随着需求的不断验证和产线运营释放, 不排除以后会继续追加投资的可能性。
- **多元布局构筑新空间。**1、公司目前熟料、水泥产能分别为 1000、600 万吨, 熟料销售收入占比 60%。14 年收购亚东和海狮后, 公司水泥产能增加 180 万吨, 预计 15 年熟料、水泥收入各占一半, 长期熟料占比 35% 左右。2、公司 14 年将有 200 万吨骨料项目投产, 同时拟再建一条 200 万吨骨料项目, 同时混凝土方面也会加大布局。3、公司参与研发的除尘脱销技术在业内领先, 同时喷煤管改造技术也在积极布局, 将彻底摆脱氨水消耗进行脱销, 未来亦将通过工艺改造进一步缩减脱销成本。4、大股东旗下资产较多, 有房地产、金融、文化传媒等, 为公司长期发展铺就了一定空间。
- 预计 14~16 年 EPS 为 0.50、0.63、0.71 元, 对应当前股价的 PE 为 16、13、11.5 倍, 给予“推荐”评级。

区域格局稳定 主业优势明显

华东水泥市场的供需、结构及集中度

公司的主要销售市场为华东区域，而目前来看，华东地区经历前几年大规模的房地产和基础设施建设后，城镇化率已经较高，因此整个市场需求结构来看，房地产和基建的占比已经有所下降，占比约 30%，相反农村市场占比目前已经相对偏高。

从需求角度来看，受投资放缓影响，华东水泥市场依然面临着下行之风险，2014 年前 11 月水泥产量累计增速 1%，增速与去年同期相比下滑 8.5 个百分点，和全国水平基本相当。不过，供给端来看，受制于政府严控新线投产（即便是投新线，也是采取淘汰落后的等量置换原则），因此供给冲击基本为 0。因此整个华东供需格局来讲，目前总体相对稳定。

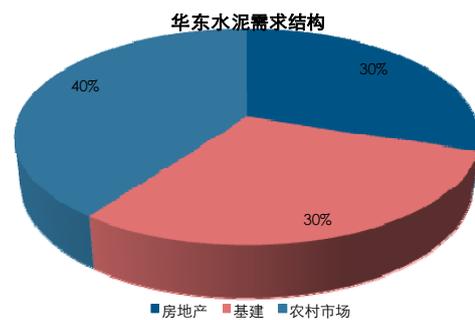
集中度看，目前华东地区集中度较高，仅海螺和中建材二者的合计占比就达 60%，因此一定程度上构筑了价格体系基石。

图 2：华东前 11 月水泥累计产量增速为 1%，与同期相比下降 8.5 个点



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：华东下游需求结构



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：全国及各地区的新干法产能情况

新干法熟料产能	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
全国	134,912	156,282	172,554	180,713	187,963	191,059
华北	16,033	20,575	23,247	24,301	25,318	26,066
东北	9,071	9,703	10,075	10,230	10,530	10,840
华东	41,794	46,060	50,257	51,637	52,598	52,598
中南	32,138	35,946	39,046	40,726	41,616	42,422
西南	23,765	28,368	30,888	32,655	35,010	35,688
西北	12,112	15,630	19,040	21,164	22,891	23,446

资料来源：长江证券研究部

表 2：全国及各地区的新干法产能冲击

新干法熟料产能冲击	2011	2012	2013	2014E	2015E
全国	15.8%	10.4%	4.7%	4.0%	1.6%

华北	28%	13%	5%	4%	3%
东北	7%	4%	2%	3%	3%
华东	10%	9%	3%	2%	0%
中南	12%	9%	4%	2%	2%
西南	19%	9%	6%	7%	2%
西北	29%	22%	11%	8%	2%

资料来源：长江证券研究部

表 3：华东地区水泥市场集中度

年份	合计	海螺水泥	南方水泥	中联水泥	金峰水泥	红狮水泥	上峰水泥	盘固水泥	天山股份	磊达水泥	珍珠集团
2008	19856	5084	4867	877	1008	893	310	450	388	155	
2009	21601	5549	5022	877	1008	893	465	605	698	155	155
2010	22221	5859	5022	877	1163	893	465	605	698	155	155
2011	24127	7068	5022	1032	1318	893	620	605	698	310	310
2012	26235	8060	5642	1342	1318	893	775	605	698	465	620
2013	26700	8215	5642	1497	1318	893	775	605	698	465	620
2014	27088	8370	5643	1497	1318	893	775	760	698	620	620
	比重	海螺水泥	南方水泥	中联水泥	金峰水泥	红狮水泥	上峰水泥	盘固水泥	天山股份	磊达水泥	珍珠集团
2008	70.66	25.60	24.51	4.42	5.07	4.50	1.56	2.26	1.95	0.78	
2009	71.42	25.69	23.25	4.06	4.67	4.13	2.15	2.80	3.23	0.72	0.72
2010	71.52	26.37	22.60	3.95	5.23	4.02	2.09	2.72	3.14	0.70	0.70
2011	74.09	29.29	20.81	4.28	5.46	3.70	2.57	2.51	2.89	1.28	1.28
2012	77.83	30.72	21.51	5.12	5.02	3.40	2.95	2.31	2.66	1.77	2.36
2013	77.63	30.77	21.13	5.61	4.94	3.34	2.90	2.27	2.61	1.74	2.32
2014	78.24	30.90	20.83	5.53	4.87	3.30	2.86	2.81	2.58	2.29	2.29

资料来源：水泥地理，长江证券研究部

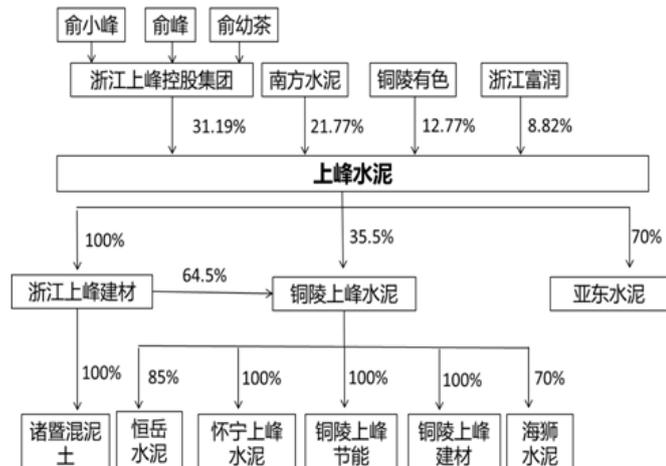
公司的竞争优势

我们认为公司的竞争优势体现两点：

体制优势：1、公司的大股东是上峰控股，实际控制人为俞氏家族，为浙商民企，因此具备较为灵活的经商意识。2、二股东为中建材控股的南方水泥，中建材为央企中最为精细化管理的企业，经营效率非常高；3、三股东为铜陵有色，是安徽省最大的国有企业；4、四股东为浙江富润，为上市公司。因此整体来看，股东背景都比较雄厚。

成本优势：1、公司是国内第 4 大民营水泥企业，整体规模在 20-30 名，整体管理效率很高；2、公司具备一定的矿山资源，因此原材料端来看具备一定成本优势；3、公司在长江边建有自己的货运码头，进而扩大了熟料的运输半径及成本；综合来看，公司的成本优势仍然较为明显，可以媲美海螺。

图 1：公司的股权结构



资料来源：Wind, 长江证券研究部

目前，上峰水泥有 7 条产线，分布在安徽和浙江，合计产能约 28500TPD，年产约 1000 万吨熟料，水泥约 800 万吨。

表 4：公司产线情况

企业名称	设计产能 (T/D)	地址	备注
安徽			
	5000		
铜陵上峰水泥股份有限公司	5000	安徽省铜陵市天门镇	上峰建材持铜陵水泥64.5%股份，上峰水泥持有铜陵水泥35.5%的股份。
	5000		
怀宁上峰水泥有限公司	5000	安徽省安庆市怀宁县	
	5000		2012.4.27投产
浙江			
	2500		
浙江上峰水泥集团有限公司	1000	浙江省诸暨市次坞	

资料来源：卓创资讯，长江证券研究部

海外布局弹性高 顺势而为走出去

公司日前公告了拟在吉尔吉斯斯坦北部地区楚河州克明区建设 2800TPD 熟料产线及配套粉磨站，项目总投资 1.14 亿美元，预计项目建成后年均收入 1.07 亿美元，投资回收期为 5.7 年。公司以自有资金出资 3438 万美元，其余资金以贷款解决。

需求角度看，区域未来几年将保持高景气。目前，吉尔吉斯斯坦国家政局逐步趋稳，下一步将是振兴经济发展基础设施建设。凭借充裕的水资源，该国计划在 2014 年至 2022 年，修建 270 座小型水电站，水泥需求量约为 3383~4320 万吨。另外考虑到部分铁路公路建设的铺开，预计未来每年水泥需求在 558~700 万吨，按照目前该国的产能计算，因此整个国家每年水泥缺口在 500 万吨以上。

盈利能力来看，区域水泥盈利远高于国内水平。目前吉尔吉斯斯坦北部价格约 90 美元/吨，成本估计比国内略高，预计吨毛利在 55 美元，吨费用略高于平国内水平，假定 5 美元左右，所得税率为 10%，那么吨净利在 45 美元左右，达产后假定全年销量 100 万

吨，若以 14 年净利润 4.03 亿元（EPS 为 0.50 元）为基数折算，考虑到 58% 的权益比例，那么增厚业绩幅度为 40%，不过鉴于产线达产时间为 16 年年中，因此对 16 年年增厚幅度会有折扣。

另外，吉尔吉斯斯坦由于高山隔断，南北地区交通不是特别便利，因此水泥市场存在隔离。在北部地区，就一条落后湿法产线，产量为 50 万吨；同时，为了规避同类竞争者进入北部地区，公司已经将北部仅有的 2 个大矿石纳入麾下，规避了后顾之忧。而南部地区有 4 条产线，多为新线，合计产量为 115 万吨，故南部不是公司的布局重点。

进度方面，产线建设周期 18 个月，预计投产时间在 16 年年中，如果吉尔吉斯斯坦需求符合预期，产线投产顺利的话，不排除公司会继续追加投资建设产线。

图 1：吉尔吉斯斯坦地理位置



资料来源：谷歌地图，长江证券研究部

多元布局构筑新空间

主营之外，公司也在一定范围内进行其他领域布局，体现在：

1、积极收购粉磨站，提升水泥比重。早起公司囿于粉磨站的短板制约，熟料占比在 80%~90% 左右，公司目前熟料、水泥产能分别为 1000、600 万吨，熟料销售收入占比 60%。14 年收购亚东和海狮后，公司水泥产能增加 180 万吨，预计 15 年熟料、水泥收入各占一半，长期熟料占比预计在 35% 左右。

2、扩大混凝土和骨料的销售。混凝土和骨料盈利能力较高，公司具备一定的矿山储备，未来将加大在该领域的销售。目前公司在怀宁地区具备一条 200 万吨的骨料产线，今年投产，同时拟在铜陵地区再建设一条 200 万吨骨料产线。

3、技术创新与储备。公司与其他公司合作研发的除尘和脱销技术较为先进，同时公司现在正在积极合作研发进行的回转窑喷煤管改造技术，通过提高煤的利用效率，在窑内降低氮氧化物的污染，未来将通过进一步的工艺改造，进一步缩减脱销成本。

4、新型产业领域有想象空间。公司大股东上峰控股在上市公司之外，还有其他相关布局，如房地产，传媒文化、动漫影视方面等，为公司未来长期发展也铺就了一定想象空间。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2544	2907	3115	3509	货币资金	353	581	623	698
营业成本	1929	2125	2181	2352	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	615	782	935	1157	应收账款	88	101	108	122
%营业收入	24.2%	26.9%	30.0%	33.0%	存货	221	244	250	269
营业税金及附加	16	18	19	22	预付账款	49	54	55	60
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	76	87	93	105	流动资产合计	1039	1355	1438	1601
%营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	115	132	141	159	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	长期股权投资	36	36	36	36
财务费用	95	45	37	22	投资性房地产	7	7	7	7
%营业收入	3.7%	1.5%	1.2%	0.6%	固定资产合计	1936	2107	2265	2410
资产减值损失	-1	1	1	1	无形资产	259	246	234	222
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	-5	0	0	0	递延所得税资产	22	0	0	0
营业利润	309	500	644	848	其他非流动资产	1	1	1	1
%营业收入	12.1%	17.2%	20.7%	24.2%	资产总计	3311	3763	3992	4288
营业外收支	41	41	41	41	短期贷款	854	825	542	152
利润总额	350	541	684	889	应付款项	609	670	688	741
%营业收入	13.7%	18.6%	22.0%	25.3%	预收账款	100	114	122	137
所得税费用	89	138	174	227	应付职工薪酬	12	13	13	15
净利润	261	403	510	663	应交税费	37	55	69	88
归属于母公司所有者的净利润	260.8	403.2	510.4	573.9	其他流动负债	32	36	37	40
少数股东损益	0	0	0	89	流动负债合计	1643	1713	1470	1173
EPS (元/股)	0.32	0.50	0.63	0.71	长期借款	157	157	157	157
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	39	78	117	155
					负债合计	1839	1949	1744	1486
					归属于母公司	1460	1802	2236	2724
					少数股东权益	12	12	11	100
					股东权益	1472	1814	2248	2824
					负债及股东权益	3311	3763	3992	4310
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.321	0.496	0.627	0.705
					BVPS	1.79	2.22	2.75	3.35
					PE	5.46	3.53	2.79	2.48
					PEG	0.18	0.12	0.09	0.08
					PB	0.98	0.79	0.64	0.52
					EV/EBITDA	3.65	2.55	1.73	0.97
					ROE	17.9%	22.4%	22.8%	21.1%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。