

上市公司动态报告

水泥

正处增长爆发期

投资正当时

我们观点：水泥行业充分竞争的行业，而水泥产品本身不具有差异性，难以靠产品差异性获得超额利润，因此，产能扩张速度是水泥公司业绩增长的基本保障和条件。产能也是决定公司长期价值的基本条件。投资水泥公司的增长最主要看产能扩张。而冀东水泥正处在产能增长的爆发期，正是投资的最佳时期。

未来两年进入爆发式增长

冀东水泥目前产能大约在 4000 万吨，其中 08 年新增产能 1500 万吨，以目前在建的生产线计算，预计 2009、2010 年水泥产能将分别超过 5000 万吨和 6000 万吨。

战略方针微调，西北华北为主

公司适时调整了战略，在过去三北战略的基础上，将精力主要投入在两个重点区域，一是京津冀地区环渤海经济圈，二是西部大开发。公司目前的主要区域市场华北和西北地区，受投资拉动的因素影响，市场区域景气度较高。

成本正进一步下降

水泥成本中主要因素煤炭的价格正在进一步的下降，有利的降低了水泥的生产成本，而余热发电的投产，进一步降低生产成本，增强竞争力。

联手中材有利于区域环境

中国中材一旦拿下冀东，两家自然会走到一起，竞争减弱，市场的主导地位进一步增强，有利于维持北部水泥市场。

预测和估值

我们预测 08-10 年 EPS 分别为 0.41, 0.73 和 0.99 元（未考虑配股扩大股本摊薄因素），目标价 12 元，维持增持评级。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	3,860.41	5,178.60	8,092.06	10,569.00
主营收入增长率	32.58%	34.15%	56.26%	30.61%
净利润（百万）	946.80	1,145.13	1,658.63	2,145.60
净利润增长率	36.40%	20.95%	44.84%	29.36%
ROE	367.76	500.83	886.77	1,203.73
EPS（元）	74.94%	36.18%	77.06%	35.74%
P/E	13.78%	8.38%	13.44%	16.18%
P/B	0.382	0.413	0.731	0.993
EV/EBITDA	28.80	26.64	15.04	11.08

冀东水泥（000401）

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

当前股价：9.90 元

目标价格 6 个月：12.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-4.3/5.5	33.7/54.4	-59.9/6.2
12 月最高/最低价（元）		26.13/4.90
总股本（万股）		121,277
流通 A 股（万股）		56,350
总市值（亿元）		120
流通市值（亿元）		55.79
近 3 月日均成交量（万）		1,081
主要股东		
冀东水泥集团有限责任公司		40.78%

股价表现



相关研究报告

08.10.31	股价具有产业投资价值
08.08.21	冀东水泥 08 年中报点评：业绩低于预期 长期增长不变
08.01.03	冀东水泥实际控制人拟变更事件简评

未来两年进入爆发式增长

冀东水泥截至到 07 年底拥有水泥产能 2500 万吨，07 年公司新建 7 条水泥生产线，包括本部丰润的三条 5000t/d 水泥生产线，三友二期的一条 4000t/d 生产线，陕西扶风和泾阳的两条 4500t/d 生产线以及吉林磐石二期的 4000t/d 生产线。

这 7 条线有 6 条基本在 08 年达产，三友二期预计 09 年初建成投产，可为 09 年全年业绩贡献利润，以此计算 08 年底公司水泥产能已经接近 4000 万吨。

表 1：2008 年新增产能分布

生产线	地区	投产日期	生产规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)
丰润三期 A 线	河北唐山	2008.11	5000	180
丰润三期 B 线	河北唐山	2008.12	5000	180
丰润三期 C 线	河北唐山	2008.9	5000	180
收购隆丰水泥	河北唐山	2008 年	2500	80
泾阳二期	陕西泾阳	2008.10	4500	160
扶风二期	陕西扶风	2008.10	4500	160
磐石二线	吉林磐石	2008 年底	4000	150
合计				1090

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

此外 09 年目前在建的生产线还包括山西冀东海天闻喜、湖南临澧等在内的两条 4500t/d 熟料线，预计 09 年中期前也可完工达产，下半年还有内蒙古阿巴嘎旗的 2500t/d 投产，大同冀东 4500t/d，武川二期和重庆合川的两条 5000t/d，交城一期的 1800t/d。预计 09 年产能将达到 5000 万吨，

表 2：2009 年新增产能分布

生产线	地区	投产日期	生产规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)
三友二期	河北唐山	2009 年初	4000	150
冀东唐县	河北保定	2009 年底	4500	160
海天闻喜	山西运城	2009 上半年	4500	160
交城一期	山西交城	2009 年	1800	60
大同冀东	山西大同	2009 年底	4500	160
湖南临澧	湖南常德	2009 年中期	4500	160
阿巴嘎旗	内蒙古锡林浩特	2009.10	2500	80
武川二期	内蒙古	2009 年底	5000	180
重庆合川	重庆	2009	5000	180
合计				1290

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

此外还有公司目前还有拟建的多条生产线，在 2010 年及以后投产，大规模的产能释放将是公司未来两年业绩增长最重要的支撑和保障。

表 3：2010 年及未来规划的部分产能分布

生产线	地区	投产日期	生产规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)
沙流河熟料线	河北	2010	4000	150
涞水县	河北	2010	4500	180
内蒙古达茂旗	内蒙古	2010	4500	180
交城二期	山西交城	2010	4500	180
辽宁葫芦岛	辽宁	2010	4500	180
重庆璧山	重庆	2010	4500	180
重庆屏山	重庆	2010	4500	180
合计				1230

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

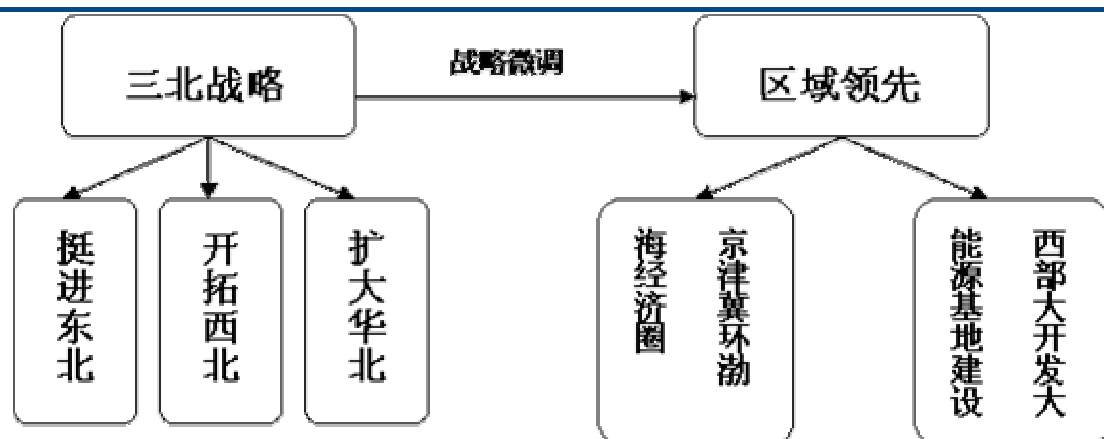
重点区域市场景气度高

战略方针微调，华北西北为主

此前,冀东水泥的扩张基本上是遵循“三北”战略进行，即通过一系列扩产计划将华北、东北、西北纳入自己的势力版图。但今年冀东水泥公布的一系列扩产计划几乎全部集中在华北和西北。

尽管公司并未否定原来的三北战略，但以冀东目前的实力想在三北地区全面推进，难度颇大。因此公司适时调整了战略，在过去三北战略的基础上，确定‘扩大既有区域优势,拓展新的发展区域’的方针,稳健推进区域领先的发展战略。将精力主要投入在两个重点区域，一是京津冀地区环渤海经济圈，其巨大经济增长潜力，庞大的基础建设投资将会拉动水泥需求；二是西部大开发带动陕西、内蒙古、陕西经济增长，大能源基地建设的启动带动水泥需求。

图 1：华北地区煤炭价格走势



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

根据数字水泥网统计，冀东水泥在华北地区的市场占有率已经达到 30% 以上，西北将成为其下一个抢占资源的重点区域，抢占西北市场的重点又落在山西。继今年上半年公布一系列扩产计划后，12 月 2 日，冀东水泥宣布拟与山西卦山水泥共同组建冀东水泥交城有限责任公司，建设日产 1800 吨熟料及日产 4500 吨熟料水泥生产线项目，预计投资总额约为 10 亿元。

受国家重点建设项目拉动，目前华北市场和西北市场水泥投资增速在全国六大区域中排名靠前，分别为 107% 和 113%。尤其是西北地区是最看好的区域，新疆、宁夏、陕西等地区今后将是国家能源重点开发地区。受国家重点建设拉动，西北地区 1~11 月份水泥投资同比增长 113.34%，但因基数较小，仅占全国水泥总投资 7.42%。

图 2：华北地区水泥投资增速

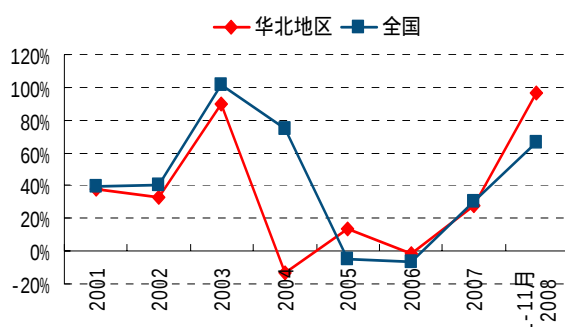


图 3：西北地区水泥投资增速

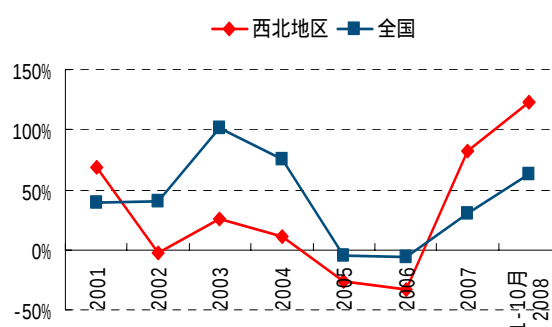


图 4：东北地区水泥投资增速

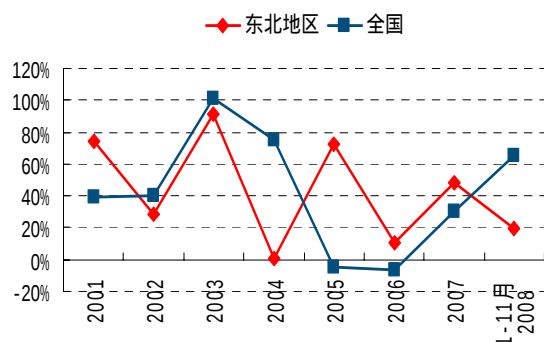
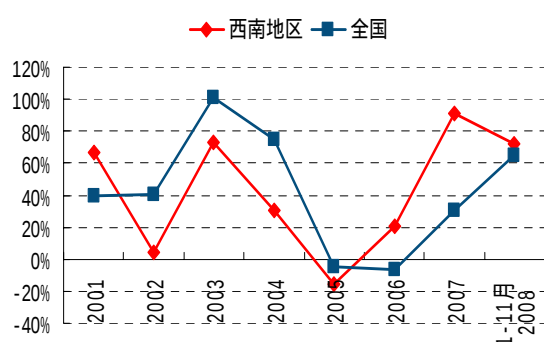


图 5：西南地区水泥投资增速

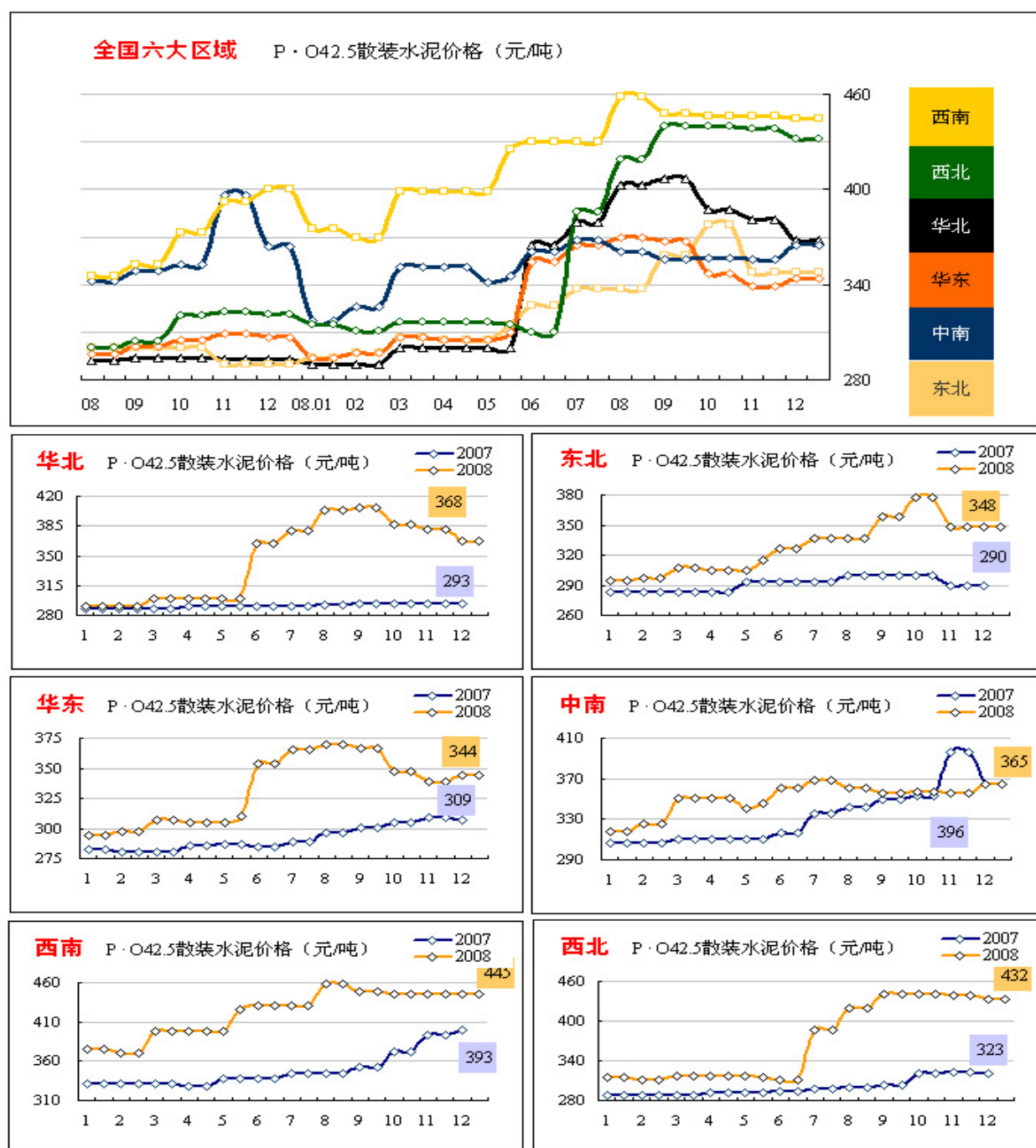


资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

北方市场景气度高

从全年 1-12 月份六大区域水泥价格走势可以看出，目前全国六大区域中，西南，西北和华北的水泥价格明显高于全国平均水平，尤其是西南、西北地区受灾后重建和投资拉动的因素影响，下半年吨水泥价格基本都维持在 430 元以上，显示出较高的市场景气度。华北市场受煤炭价格大幅走低的带动，区内水泥价格下半年开始跌幅明显。但水泥价格下跌的幅度要低于煤价下跌幅度，降价部分已经完全被煤价下降所吸收。

图 6：全国六大区域水泥价格



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

落后产能淘汰空间大

从落后水泥淘汰速度空间上看，华北、东北、华南三个地区的未来可淘汰的落后产能空间大，未来 4 年的淘汰产能占 07 年产量比都高于全国水平。本次 08 年应予淘汰落后水泥产能的企业名单中，河北，山东和广东的淘汰力度非常大，今年将分别淘汰 57、87 和 265 条落后产能生产线。这些地区制定了非常严格的淘汰计划，

淘汰量和淘汰力度均高于发改委制定的指标，若能顺利执行，对地区水泥市场的稳步发展将起到积极作用。

华北地区较大的落后产能淘汰空间对于地区水泥市场的景气度也起到一定支撑作用。

表 4：分区域淘汰落后产能状况

	07 年水泥产量 (万吨)	07-08 落后产能淘汰 (万吨)	09-10 落后产能淘汰 (万吨)	4 年淘汰产能占 07 年产量比 (%)
全国	136117	13640	14810	20.90%
华北地区	17194	2100	1900	23.26%
东北地区	7442	700	1000	22.84%
华东地区	53293	5000	5100	18.95%
华南地区	35576	4050	4450	23.89%
西南地区	15164	1130	1720	18.79%
西北地区	7448	660	640	17.45%

资料来源：中信建投证券研发部

成本仍有下降空间

煤炭价格仍有下跌空间

12 月份全国煤炭价格继续下跌趋势，尤其是华北地区跌幅最大，其中天津每吨煤价下降了 340 元，山西大同吨煤价格下跌 210 元，河北开滦吨煤下降 155 元。以目前煤炭行业的供需情况对比来看，今年前三个月煤价仍会处于一个走弱的态势。这对于水泥业的利润水平起到一定支撑作用。

图 7：华北地区煤炭价格走势

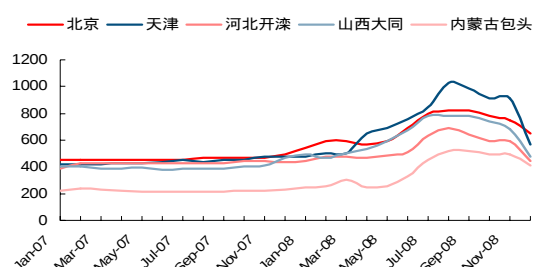


图 8：西南地区煤炭价格走势

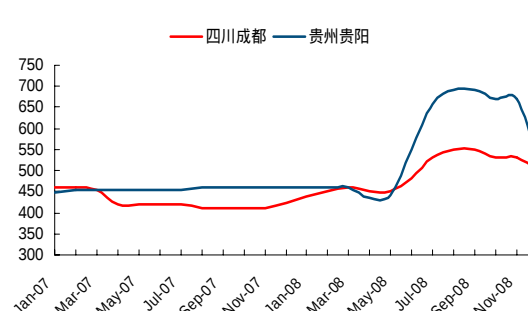


图 9：东北地区煤炭价格走势

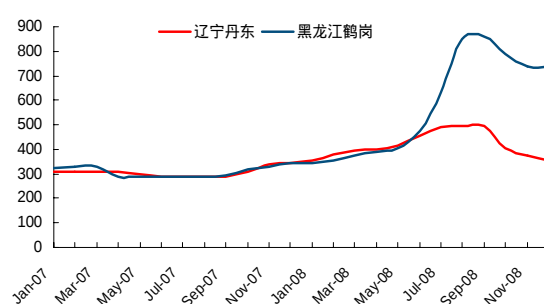
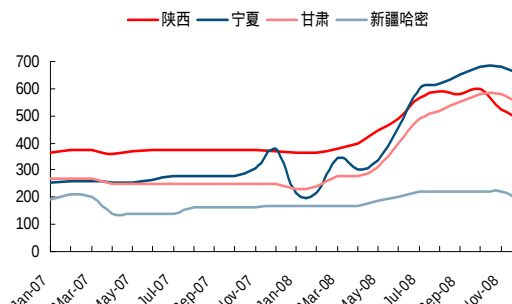


图 10：西北地区煤炭价格走势



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

大规模余热发电项目 09 年进入投产期

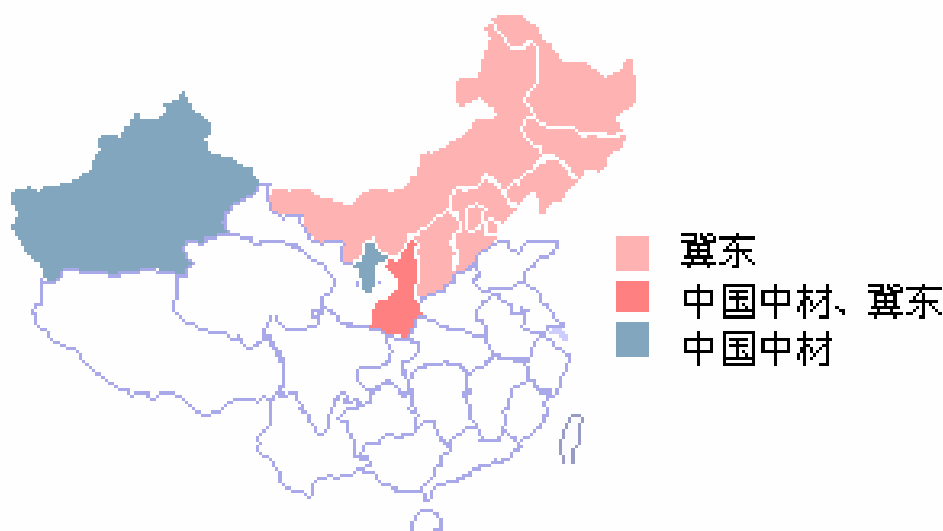
在水泥生产成本中，煤和电一般占 50% 以上，因此降低煤耗和电耗是水泥降低成本的主要途径。目前利用的纯低温余热发电技术，每吨水泥熟料可发电 30kwh—40kwh，一般可占水泥厂用电的 1/3。冀东水泥建设的新型干法水泥生产线，大部分都已配套建设纯低温余热发电项目，并且在 09 年大部分投入运行，这将有效降低公司产品成本，增强竞争力，提升利润水平。

联手中材有利于区域市场环境

中材与冀东水泥的故事，可以追溯到去年。2007 年 10 月，中材和中国建材都与唐山市签署了战略合作协议，双方都在唐山拟就水泥等领域进行全面合作。2008 年 1 月 2 日，根据冀东水泥发布的公告表述，中材或其所属的上市公司将采用直接增资的方式对冀东水泥实现控股。中材方面表示将用 3 年时间，投入资金不少于 130 亿元，使冀东水泥年生产能力达到 1.3 亿吨、年销售收入达到 300 亿元，将冀东水泥打造成国内最大、世界前五名的水泥企业集团。具体的投资计划为：2008 年投入 40 亿元，2009 年 40 亿元，2010 年 50 亿元。

一旦并购完成，中材正式控股冀东水泥，这也无疑对冀东水泥形成巨大利好，首先，中材和冀东本身就都是水泥行业第一梯队的领军人物，两者的强强结合，有利于北方水泥市场的发展和稳定。其次，由于冀东的“三北”战略区域覆盖了华北、东北、西北地区，中国中材控股后，北方水泥的概念和实质进展将大大加快，北方水泥的版图将更大。第三、中国中材已是赛马实业、天山股份的实际控制人，在西北的势力本身很强，拿下冀东水泥后、若再把祁连山收入囊中，整个北方水泥市场会更快的得到整合，有利于整个北方水泥发展。第四、中国中材的进入规划，使冀东水泥原有的战略规划增加一倍，将会大大提升冀东水泥的发展速度，进一步提升冀东水泥的价值。另外，冀东在京津地区的老对手北京金隅和中国中材是战略合作伙伴，中国中材拿下冀东后，两家自然会走到一起，市场的主导地位进一步增强。

图 11：华北地区煤炭价格走势



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

盈利预测

公司 07 年年底水泥总产能已经达到 2500 万吨，到 08 年年底将拥有水泥总产能 4000 万吨，根据目前已经拟建的生产线，预计 2009、2010 年水泥产能将分别超过 5000 万吨、6000 万吨。

经估算，公司 2008，2009，2010 三年的收入增长率分别为 34.15%，56.26%，30.61%，对应 08-10 年的 EPS 分别为 0.41 元，0.73 元，0.99 元。给予目标价 12 元，维持增持评级。

风险分析

固定资产投资启动时间风险

在“保增长”的宏观调控目标指导下，政府将会采取多重刺激经济的方案保证经济的平稳增长，特别是加大对投资领域的政策支持。09 年政策性的固定资产投资能否快速启动，将影响到行业景气状况。

淘汰落后可能小于预期

淘汰落后水泥的力度可能小于预期，而大量的新增产能可能进一步短期影响行业的供需状况，影响水泥价格下滑。

报表预测

	2006A	2007A	2008F	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表 (万元)								
营业收入	2,911.84	3,860.41	5,178.60	34.15%	8,092.06	56.26%	10,569.00	30.61%
营业成本	2,240.59	2,822.72	3,883.95	37.60%	6,040.68	55.53%	7,839.00	29.77%
营业费用	150.90	198.96	264.11	32.74%	407.44	54.27%	525.28	28.92%
管理费用	192.16	243.24	315.89	29.87%	461.25	46.01%	560.16	21.44%
财务费用	160.61	200.91	160.88	-19.92%	113.74	-29.30%	137.54	20.92%
投资收益	36.92	12.90	25.00	93.80%	15.00	-40.00%	15.00	0.00%
营业利润	166.17	364.78	532.93	46.10%	1,012.35	89.96%	1,428.49	41.11%
利润总额	272.91	506.21	689.76	36.26%	1,221.29	77.06%	1,657.81	35.74%
净利润	210.22	367.76	500.83	36.18%	886.77	77.06%	1,203.73	35.74%
NOPLAT	272.19	470.34	576.56	22.58%	935.78	62.30%	1,301.37	39.07%
资产负债表 (万元)								
货币资金	729.23	1,009.19	1,346.44	33.42%	2,103.94	56.26%	2,747.94	30.61%
应收帐款	140.60	110.08	147.67	34.15%	230.75	56.26%	301.38	30.61%
预付款项	277.51	677.90	1,066.30	57.29%	1,670.36	56.65%	2,454.26	46.93%
存货	452.17	530.73	744.87	40.35%	1,158.49	55.53%	1,503.37	29.77%
流动资产合计	1,857.45	2,795.91	3,797.09	35.81%	5,932.05	56.23%	8,010.71	35.04%
非流动资产	4,926.16	6,192.22	7,740.91	25.01%	8,208.36	6.04%	8,128.80	-0.97%
资产总计	6,783.61	8,988.13	11,538.00	28.37%	14,140.42	22.56%	16,139.51	14.14%
短期借款	1,165.57	2,121.80	932.79	-56.04%	1,900.38	103.73%	2,476.49	30.32%
应付帐款	398.09	506.80	638.46	25.98%	992.99	55.53%	1,288.60	29.77%
预收款项	173.58	273.72	408.36	49.19%	618.76	51.52%	893.55	44.41%
流动负债合计	2,738.57	3,951.52	3,103.84	-21.45%	4,724.98	52.23%	5,945.41	25.83%
非流动负债	1,439.35	2,079.83	2,096.94	0.82%	2,329.35	11.08%	2,091.49	-10.21%
少数股东权益	208.92	288.75	361.11	25.06%	489.22	35.48%	663.13	35.55%
母公司股东权益	2,396.76	2,668.03	5,976.12	123.99%	6,596.87	10.39%	7,439.48	12.77%
净营运资本	(881.12)	(1,155.61)	693.25	N/A	1,207.07	74.12%	2,065.30	71.10%
投入资本IC	4,983.61	6,674.28	8,528.46	27.78%	9,682.01	13.53%	10,360.64	7.01%
现金流量表 (万元)								
净利润	227.32	420.88	573.19	36.19%	1,014.89	77.06%	1,377.64	35.74%
折旧摊销	367.35	381.11	0.00	N/A	532.55	N/A	579.57	8.83%
净营运资金增加	196.96	(274.49)	1,848.86	N/A	513.82	-72.21%	858.23	67.03%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	837.78	55.66%	922.27	10.09%	1,289.40	39.81%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(1,975.00)	N/A	(985.00)	N/A	(485.00)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	1,474.46	5334.81%	820.23	-44.37%	(160.40)	N/A
现金净增 (减)	124.03	281.64	337.25	19.74%	757.50	124.61%	644.00	-14.98%

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

田东红 高级经济师，建筑建材行业高级分析师；韩梅 建筑建材行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010