

水泥制造

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

冀东水泥

000401

强烈推荐

产能持续扩张，期待区域领先战略的落实

公司今日发布 2008 年报，报告期内公司实现营业收入 456,873 万元，同比增长 31.97%（按可比口径）；实现归属于母公司的净利润 44,603 万元，同比增长 22.58%。08 年公司的基本每股收益为 0.41 元，符合我们的预期。公司本报告期拟每股派送现金红利 0.10 元（含税）。

6-12 个月目标价： 20.00 元

当前股价： 14.35 元

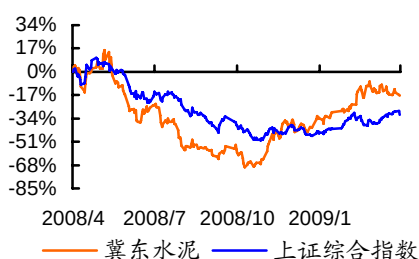
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2347.39
总股本(百万)	1213
流通股本(百万)	515
流通市值(亿)	74
EPS (TTM)	0.37
每股净资产(元)	2.44
资产负债率	67.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
冀东水泥	0.35	30.57	108.3
上证综合指数	7.04	24.98	12.20



相关报告

投资要点：

- **09-10 年公司将持续快速扩张。**08 年公司熟料及水泥产能保持快速增长，全年有 6 条熟料水泥生产线建成投产，公司全年销售水泥 2,063 万吨，同比增长 15%。在成本推动下 08 年公司水泥售价同比高出 28 元/吨左右，两因素共同推动公司全年实现销售收入 456,873 万元，同比增长 31.97%。09-10 年公司将持续快速扩张，预计 09 年公司将完成 6 条生产线的建设，同时陆续启动 12 条左右的新线建设，这些生产线全部完工后公司的水泥产能将达到 7500 万吨，较 08 年底水平增长接近一倍。
- **区域领先战略有利于逐步提高公司在水泥区域市场的占有率和盈利能力。**公司 08-10 年的此轮产能扩张仍以“三北”战略为主，并注重这些新建生产线的选点布局与该区域内公司的既有生产线形成呼应和合力，以加强在区域内的市场领先地位。以内蒙古中西部市场为例，公司 08-09 年在当地将陆续投建 3 条生产线计 330 万吨的熟料产能，这些生产线与公司在当地原有的武川生产线合计产能将达到 500 万吨，从而在较短时间内建立起对区域水泥市场的控制力。公司在山西市场的选点布局和建设规划也遵循的是这种区域领先的市场策略，这将有利于公司在中长期内避免产能盲目扩张所带来的恶性竞争和管理成本大幅攀升现象。
- **新增产能的运转效率将直接影响公司的短期业绩表现。**公司在 08 年新增水泥产能 1500 万吨，09、10 年预计还将分别增加 1500、2000 万吨，新增产能的集中投放一方面可能对这些区域的短期水泥供需关系及水泥价格形成一定压力，同时其实际运转率的高低也将直接影响公司的短期业绩表现。
- **维持强烈推荐的投资评级。**公司在区域领先战略指导下的产能扩张有利于巩固公司在北方地区的市场领导地位，随着国家财政刺激政策效应在下半年的逐步显现，公司将是水泥市场逐步复苏的主要受益者之一，维持强烈推荐的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3,860	4,569	6,336	9,180
同比(%)	33%	18%	39%	45%
归属母公司净利润(百万元)	368	446	655	1,075
同比(%)	75%	23%	47%	64%
毛利率(%)	26.9%	28.6%	27.3%	28.4%
ROE(%)	13.8%	7.4%	9.8%	13.8%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.54	0.89
P/E	47.32	39.07	26.57	16.19
P/B	6.52	2.88	2.60	2.24
EV/EBITDA	19	15	11	8

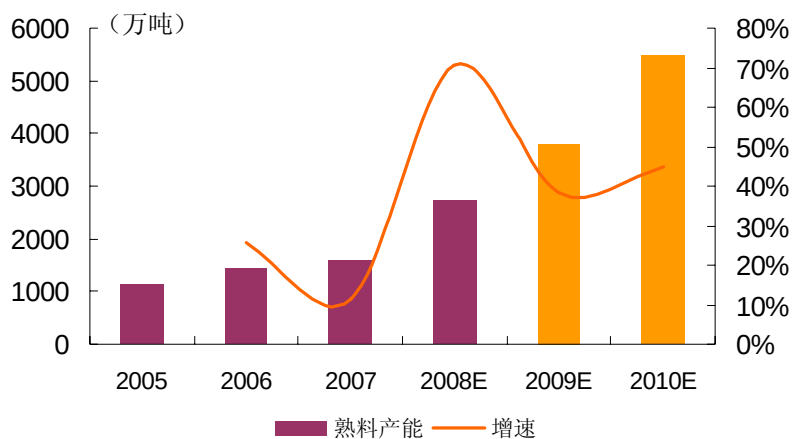
资料来源：中投证券研究所

1. 08-10 年公司在“三北”区域将持续扩大生产规模

08 年公司熟料及水泥产能保持快速增长, 全年有 6 条熟料水泥生产线建成投产, 截止 08 年底公司水泥总产能达到 4,000 万吨。

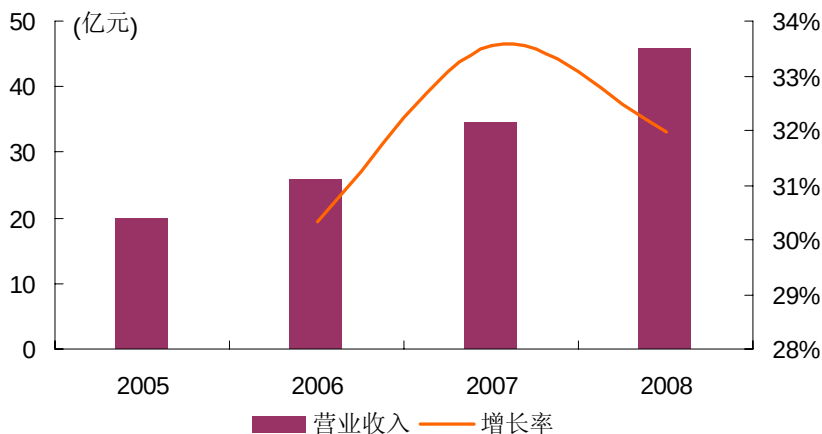
08 年公司销售水泥 2,063 万吨, 同比增长 15%。同时在成本推动下 08 年公司水泥售价同比高出 27 元/吨左右, 两因素共同推动公司全年实现销售收入 456,873 万元, 同比增长 31.97%。

图 1 公司历年熟料产能变化



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 2 公司历年销售收入变化



资料来源：公司资料，中投证券研究所

09 年公司将继续加大新线建设规模, 预计全年新增产能 1100 万吨, 折合增加水泥产能 1500 万吨, 到 09 年底公司水泥产能将达到 5500 万吨左右。2009 年公司预计将完成 6 条生产线 (其中湖南 1 条、山西 2 条、内蒙 2 条和重庆 1 条), 同时 09 年还将陆续开工 12 条生产线, 这些生产线全部完工后公司的水泥产能将达到 7500 万吨左右, 较目前规模几乎增加一倍。

公司 08-10 年的此轮产能扩张仍以“三北”战略为主, 并注重这些新建生

产线的选点布局与该区域内公司的既有生产线形成呼应和合力，这种区域领先的市场战略有利于逐步提高公司在水泥区域市场的占有率和盈利能力。以内蒙古中西部市场为例，公司 08-09 年在当地将陆续投建 3 条生产线计 330 万吨的熟料产能，这些生产线与公司在当地原有的武川生产线合计产能将达到 500 万吨，从而在较短时间内建立起对区域水泥市场的控制力。公司在山西市场的选点布局和建设规划也遵循的是这种区域领先的市场策略，这将有利于避免产能盲目扩张所带来的恶性竞争和管理成本大幅攀升现象。

2. 公司盈利预测

08 年公司单吨水泥平均售价虽然较同期上涨了 27 元/吨达到 221 元/吨(不含合营公司)，但全年水泥业务的毛利率仍较上年下降了 1.8 个百分点，全年毛利率水平为 28.6%。考虑到国内财政刺激政策下的相关基础设施项目的需求拉动效应可能要迟至 09 年 3 季度才能有明显成效，我们预计 09 年公司的盈利水平呈前低后高的走势，09-10 年的毛利率水平在 27%-29%之间。

预计公司 09-10 年的销量分别为 3200 和 4500 万吨，实现销售收入 63.4 和 91.8 亿元。预计公司 09-10 年分别实现归属于母公司的净利润 6.55 和 10.75 亿元，对应的 EPS 分别为 0.54 和 0.89 元。

表 1 公司销量及收入假设（不含合营公司）

	2007	2008	2009E	2010E
销量(万吨)	1,788	2,063	3,200	4,500
+/-	31.3%	15.4%	55.1%	40.6%
价格(元/吨)	194	221	198	204
+/-		2.6%	-10.6%	3.0%
单位营业成本(元/吨)	135	158	144	146
+/-		17.3%	-8.9%	1.4%
主营业务收入(百万元)	3,462	4,569	6,336	9,180
+/-	33.6%	32.0%	38.7%	44.9%
毛利率	30.4%	28.6%	27.3%	28.4%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2796	4147	4538	5870	营业收入	3860	4569	6336	9180
现金	1009	1800	1980	2178	营业成本	2823	3261	4608	6570
应收账款	110	157	203	293	营业税金及附加	34	39	55	80
其它应收款	102	106	105	104	营业费用	199	200	291	427
预付账款	678	1141	922	1314	管理费用	243	526	507	734
存货	531	636	883	1270	财务费用	201	251	281	346
其他	366	306	445	710	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	6192	8206	10039	11677	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	115	120	119	118	投资净收益	13	137	125	135
固定资产	4814	6823	8657	10296	营业利润	365	401	718	1158
无形资产	310	310	310	310	营业外收入	154	223	177	257
其他	953	953	953	953	营业外支出	12	38	0	0
资产总计	8988	12353	14576	17547	利润总额	506	586	895	1415
流动负债	3952	4358	5836	7629	所得税	85	64	150	238
短期借款	2122	2921	3988	5152	净利润	421	522	745	1177
应付账款	507	586	827	1180	少数股东损益	53	85	90	102
其他	1323	851	1021	1298	归属母公司净利润	368	446	655	1075
非流动负债	2080	1580	1580	1580	EBITDA	949	1214	1666	2366
长期借款	1475	975	975	975	EPS（元）	0.30	0.37	0.54	0.89
其他	605	605	605	605	主要财务比率				
负债合计	6031	5938	7416	9209	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	289	374	464	566	成长能力				
股本	963	1213	1213	1213	营业收入	32.6%	18.3%	38.7%	44.9%
资本公积	761	3439	3439	3439	营业利润	119.5	36.0%	44.7%	61.2%
留存收益	944	1390	2045	3120	归属于母公司净利润	74.9%	21.1%	47.1%	64.1%
归属母公司股东权益	2668	6041	6696	7771	获利能力				
负债和股东权益	8988	12353	14576	17547	毛利率	26.9%	28.6%	27.3%	28.4%
现金流量表					净利率	9.5%	9.7%	10.3%	11.7%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	ROE	13.8%	7.4%	9.8%	13.8%
经营活动现金流	604	843	1770	1745	ROIC	8.5%	8.3%	9.4%	11.8%
净利润	421	530	745	1177	偿债能力				
折旧摊销	383	472	667	862	资产负债率	67.1%	48.1%	50.9%	52.5%
财务费用	201	245	281	346	净负债比率				
投资损失	-13	-135	-125	-135	流动比率	0.71	0.95	0.78	0.77
营运资金变动	-439	-274	157	-558	速动比率	0.57	0.81	0.63	0.60
其它	51	5	45	53	营运能力				
投资活动现金流	-1685	-2365	-2375	-2365	总资产周转率	0.49	0.43	0.47	0.57
资本支出	1662	2500	2500	2500	应收账款周转率	19	22	23	24
长期投资	-37	0	0	0	应付账款周转率	6.24	5.97	6.52	6.55
其他	-61	135	125	135	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1362	2312	785	818	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.54	0.89
短期借款	956	800	1067	1164	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.70	1.46	1.44
长期借款	156	-500	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.20	4.98	5.52	6.41
普通股增加	0	250	0	0	估值比率				
资本公积增加	-12	2678	0	0	P/E	47.3	39.1	26.6	16.2
其他	261	-915	-281	-346	P/B	6.5	2.9	2.6	2.2
现金净增加额	280	791	180	198	EV/EBITDA	19	15	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑及建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑及建材行业分析师, 管理学硕士。3 年行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、鲁阳股份、成霖股份、海螺型材、中材国际、中国中铁、中国铁建、中海油服、海油工程。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434