

上市公司动态报告

水泥

长短期价值兼备的水泥龙头

长短期价值兼备

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，冀东水泥正处在产能增长的爆发期，正是投资的最佳时期。此外公司所处的市场景气度高，短期来看利润水平也有保证，是长短期价值兼备的投资品种。

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 5500 万吨和 7000 万吨。

扩张产能主要覆盖高景气地区

公司在过去三北战略的基础上调整为区域领先，在扩大既有京津冀地区市场优势的同时，积极开拓具有投资空间的区外市场。目前的主要区域市场为华北和西北，受投资拉动的因素影响，这些地区景气度较高。尤其是利润水平较好的内蒙古、陕西、重庆等地新增产能较多。

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，有利地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 09-11 年 EPS 分别为 0.73, 1.01 和 1.22 元，目标价 18 元，维持增持评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	4,568.73	8,092.06	10,569.00	13,094.72
主营收入增长率	31.97%	77.12%	30.61%	23.90%
净利润（百万）	1,050.95	1,732.95	2,272.74	2,736.39
净利润增长率	19.61%	64.89%	31.15%	20.40%
ROE	446.03	888.16	1,226.70	1,474.08
EPS（元）	22.58%	99.12%	38.12%	20.17%
P/E	7.53%	13.57%	16.56%	17.47%
P/B	0.368	0.732	1.011	1.215
EV/EBITDA	38.07	19.12	13.84	11.52

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：13.28 元

目标价格 6 个月：18.00 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）		161
流通市值（亿元）		74.8
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

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

产能进入高速扩张期

截止 2008 年底，公司有 6 条熟料水泥生产线建成投产，水泥总产能达到 4000 万吨。2009 年公司将又有 6 条生产线建成投产，有 12 条熟料水泥生产线带余热发电项目将陆续开工建设，公司预计今年在京津唐、吉林、陕西区域合计新增水泥产能 1500 万吨，总产能达到 5500 万吨，到 2010 年将超过 7000 万吨，扩张速度十分迅猛。

表 1：2008 年投产产能分布

生产线	地区	投产日期	生产规模 (t/d)	水泥产能 (万吨)
丰润三期 A 线	河北唐山	2008.11	5000	200
丰润三期 B 线	河北唐山	2008.12	5000	200
丰润三期 C 线	河北唐山	2008.9	5000	200
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	200
扶风二期	陕西扶风	2008.10	4500	200
磐石二线	吉林磐石	2008 年底	4000	160
合计				1240

表 2：2009 年投产产能分布

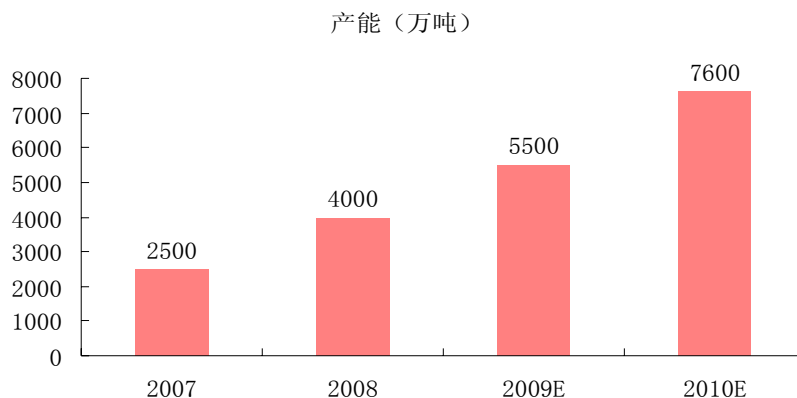
生产线	地区	投产日期	生产规模 (t/d)	水泥产能 (万吨)
海天闻喜	山西运城	2009 上半年	4500	200
大同一期	山西大同	2009 年底	4500	200
湖南临澧	湖南常德	2009 年中期	4500	200
阿巴嘎旗	内蒙古	2009.10	2500	100
武川二期	内蒙古	2009 年底	5000	200
江津一期	重庆	2009	5000	200
合 计				1100

表 3：2009 年开工建设生产线分布

生产线	地区	生产规模 (t/d)	水泥产能 (万吨)
三友二期	河北唐山	4500	200
启新	河北	4500	200
沙流河	河北	4000	160
陕西凤翔	陕西	4500	200
重庆璧山	重庆	4500	200
重庆合川	重庆	4600	200
江津二期	重庆	4500	200
保定唐县	河北	4500	200
河北涞水	河北	4500	200
大同二期	山西	4500	200
辽宁葫芦岛	辽宁	4500	200
山东烟台	山东	4500	200
合计			2360

我们认为，水泥行业作为充分竞争的行业，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。

图 1：产能扩张



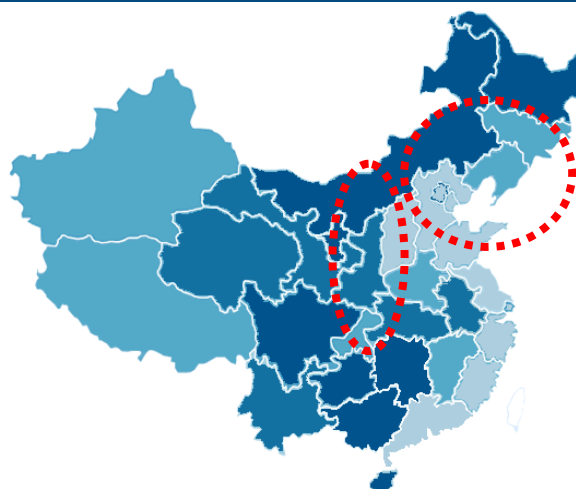
资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

覆盖区域市场景气度高

区域领先战略

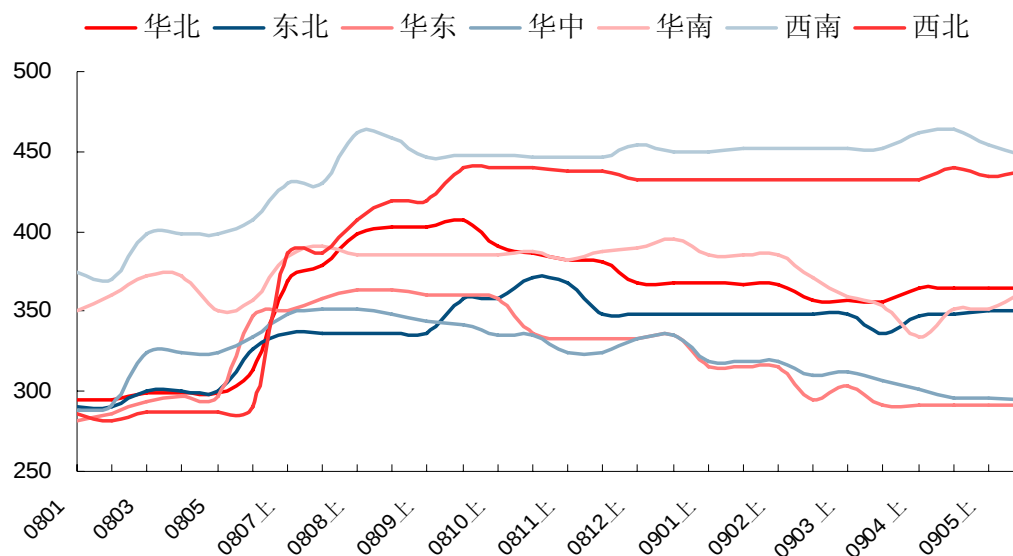
从 2000 年提出“三北布局”到目前的“区域领先”，冀东水泥的优势版图在不断扩大，目前生产线覆盖的区域包括京津冀、内蒙古、东北、陕西、山西和重庆。战略上是在扩大既有京津冀地区优势的同时，拓展景气度高的西北和西南地区优势。

图 2：全国各地 1-4 月水泥产量同比增速



深蓝：增速 > 30%，普蓝：增速 20%-30%，海蓝：增速 10%-20%，浅蓝：增速 < 10% 资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 3：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

京津冀未来潜力较大

京津冀是公司的主要优势区域，2008年丰润三期3条日产4500吨熟料水泥生产线陆续投产，新增水泥产能600万吨，目前公司在该地区的产能已经达到1600万吨。从固定资产投资来看，河北、天津要明显高于全国平均水平，尤其是河北省从今年开始伴随大型项目的开工建设已经显示出投资加速的趋势。随着北京地区地铁基建、京沪高速、津秦客运专线，承秦高速公路等一批基建项目的启动建设，将有效拉动水泥需求。

而从供给上看，河北的水泥投资增速经历08年的高峰期后已经开始有向下的趋势，加上该地区水泥落后产能淘汰空间较大，我们认为未来京津冀地区水泥的供需关系会逐渐改善。这在水泥价格的变动趋势上已经可以看到一些积极的信号，水泥价格随着需求回升和销售淡季的过去，价格已经开始回升。

图 4：京津冀地区固定资产投资

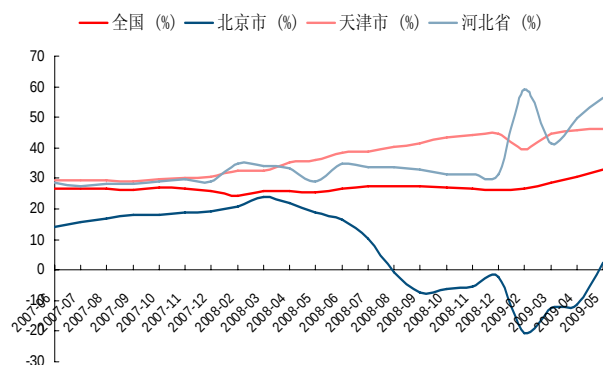
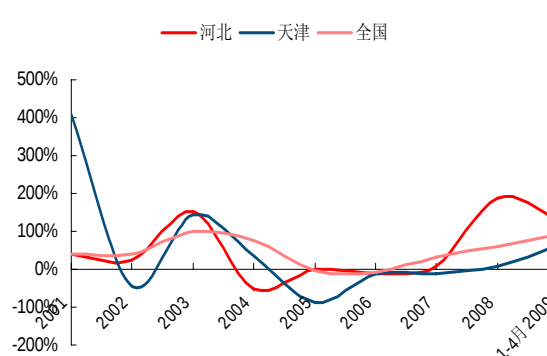


图 5：京津冀地区 and 全国水泥固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

内蒙古景气高企

内蒙古 2009 年安排固定资产投资 7100 亿元，自年初开始就保持了极高的增长速度，未来市场前景较好。去年公司在内蒙古的日产 5000 吨和 2500 吨的生产线分别贡献利润 1.2 个亿和 3934 万元，占合并报表净利润的 22.96%，吨水泥利润高达 60 元。今年还将投产呼和浩特武川二期日产 5000 吨熟料水泥生产线和锡林浩特一期 2500 吨熟料生产线，达产后公司在内蒙古的产能将新增 300 万吨，扩张到 600 万吨。使公司在“呼包鄂”金三角的市场占有率将进一步提升。除新建产能外，近期公司还在通过不断收购内蒙古子公司股权提高权益产能。

图 6：内蒙古地区 and 全国固定资产投资增速

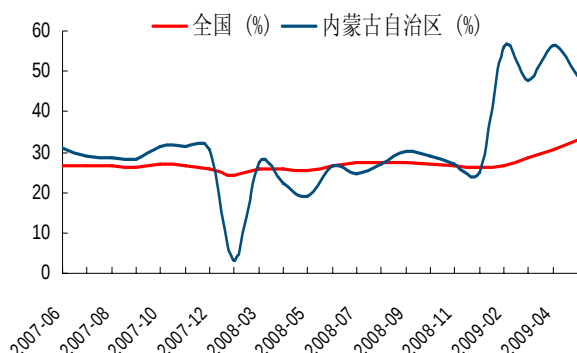
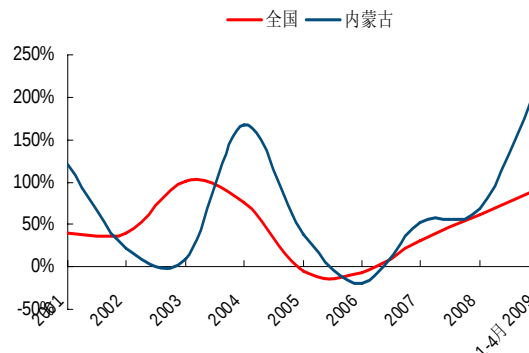


图 7：内蒙古地区 and 全国水泥固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

山西地区：战略布局意义更大

大运高速沿边是山西省经济发展的中心轴线和经济重心，水泥产业发展相对滞后，大规模生产线比较匮乏，公司在大运高速沿边布点，从北至南分别在大同、吕梁、运城建设熟料水泥生产线，初步完成了山西省战略布局。冀东今年在山西有两条生产线达产，产能达到 400 万吨。大同二期在建，完工后产能将达到 600 万吨。区内主要以落后湿法产能为主，未来淘汰空间较大，区内水泥亟待整合。我们认为进军山西对于冀东而言战略布局意义要大于区域市场本身的吸引力，无论是资源优势还是地理位置都是公司选择入主山西的重要原因。

图 8：山西地区及全国固定资产投资增速

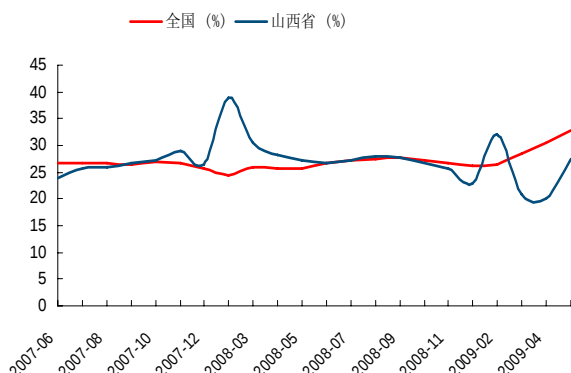
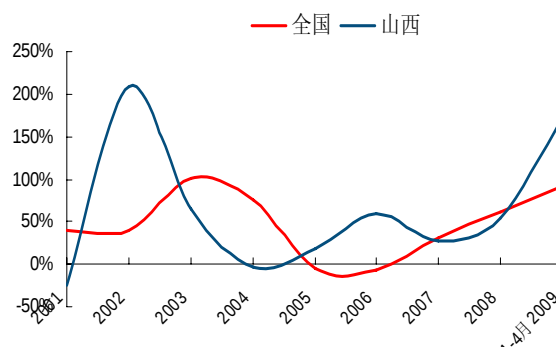


图 9：山西地区 and 全国水泥固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

陕西地区：地区局势变数较大

陕西省近年来固定资产投资一直保持较快增长速度，09 年安排固定资产投资 6300 亿元，区内水泥市场需求较为旺盛。公司 08 年投产了两条线后在该区内的产能已经达到 800 万吨，市场占有率逐步提升，基本完成关中经济带布局。目前在建的还有一条陕西凤翔的生产线，达产后公司在陕西的产能将上千万，地区控制能力进一步加强。此外，陕西地区最大看点还包括区内另一水泥龙头 ST 秦岭，上市公司业绩进一步恶化加之冀东生产线布局与其重叠使 st 秦岭内外交困，重组预期强烈，地区局势存在较大不确定性。

图 10：陕西地区 and 全国固定资产投资增速

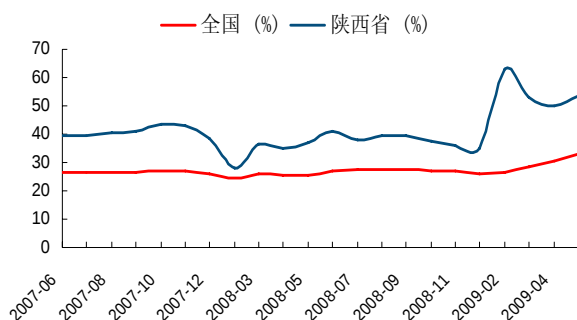
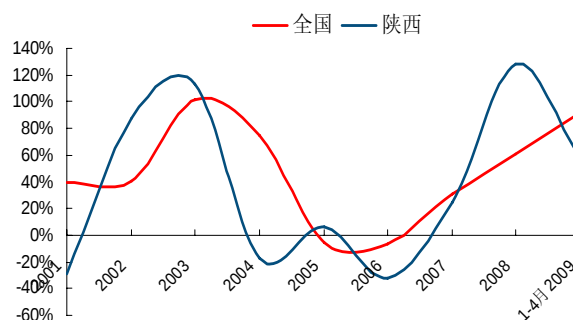


图 11：陕西地区 and 全国水泥固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

东北地区：供需逐渐改善

过去几年东北水泥投资的过度建设造成了水泥利润的大幅下滑，使得 08 年东北地区的水泥投资速度明显落后于全国，而伴随东北老工业基地振兴规划推动该地固定资产投资增速则一直高位运行。我们认为未来该地区供需关系将会明显改善，水泥利润将会提升。伴随公司磐石二期投产后，在东北地区水泥产能达到 800 万吨，主要分布在沈阳、鞍山、吉林等城市周边，09 年在建还有一条辽宁葫芦岛 200 万吨的生产线，目前在东北的战略主要是跟随政策。

图 12：东北地区 and 全国固定资产投资增速

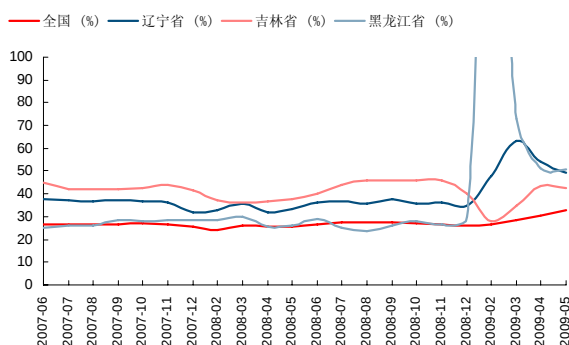
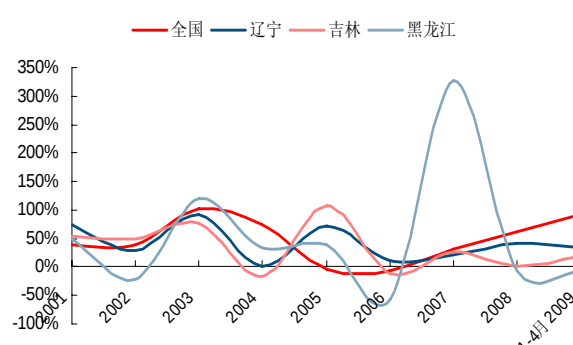


图 13：东北地区 and 全国水泥固定资产投资增速



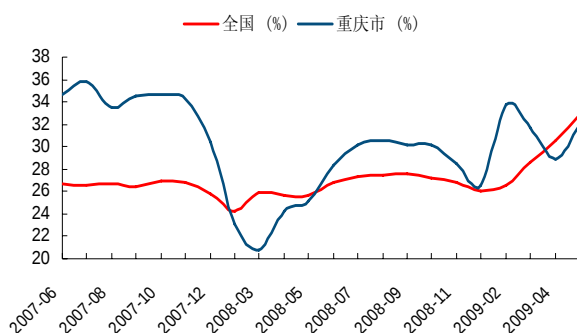
资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

重庆地区：短期利润较高，未来将会回落

公司之前的战略布局一直在华北、东北和西北。此次建线西南重庆主要是看中该市场仍有发展空间。根据规划情况，公司分别在重庆璧山、合川建设熟料水泥生产线，最终地区产能将达到 800 万吨，但主要在明年以后

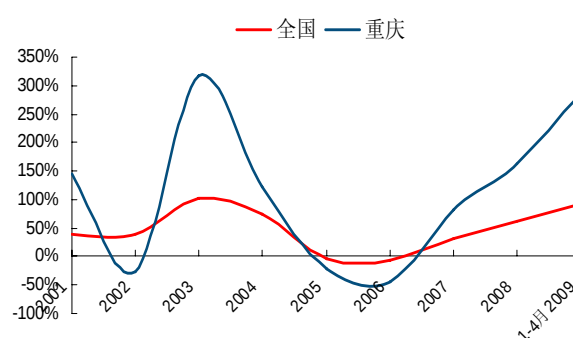
才发挥作用。目前来看，作为崛起的西部区域经济的重要代表，重庆两江新区发展会需要一批重大工程建设，未来区内水泥需求仍会保持旺盛局面。今年前4个月水泥产量增速保持在14%以上。不过四川过度的投资将使今明两年区内水泥供需压力加大，利润水平会出现回落。

图 14：重庆地区和全国固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网，中经网，中信建投证券研究发展部

图 15：重庆地区和全国水泥固定资产投资增速

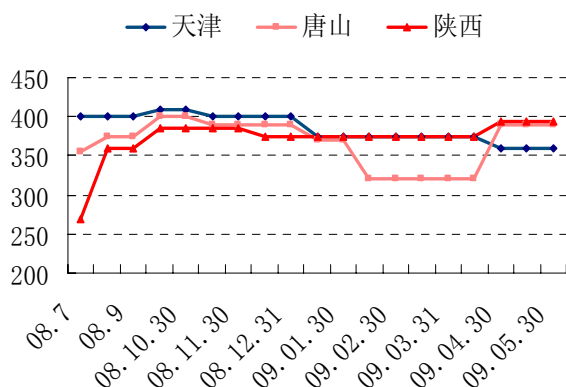


成本降低提升盈利能力

截止到6月8日，秦皇岛煤炭含税车板价已经较去年同期下跌了22.4%。目前煤炭价格底部正在逐渐形成，未来下跌空间不大，在外煤价格偏低和用电高峰来临的背景下国内进货商加紧囤煤，内外部价差正在逐步缩小。但目前而言，进口量的快速增加势必对国内煤炭价格的季节性上扬造成一定压力，因此，2009年国内煤炭价格的季节性走势可能较往年要平缓一些，煤价不会出现大幅上涨，预计稳中略升，全年估计同比仍然降低20%。公司水泥价格进入四月份以后上调回补了一季度的跌幅，预期下半年毛利率会逐步改善。

图 16：公司产品出厂价格 P, O. 42.5

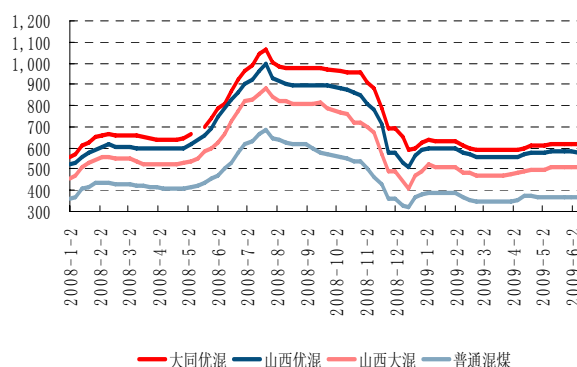
单位：元/吨



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

图 17：秦皇岛煤炭车板含税车板价

单位：元/吨



大规模余热发电项目 09 年进入投产期

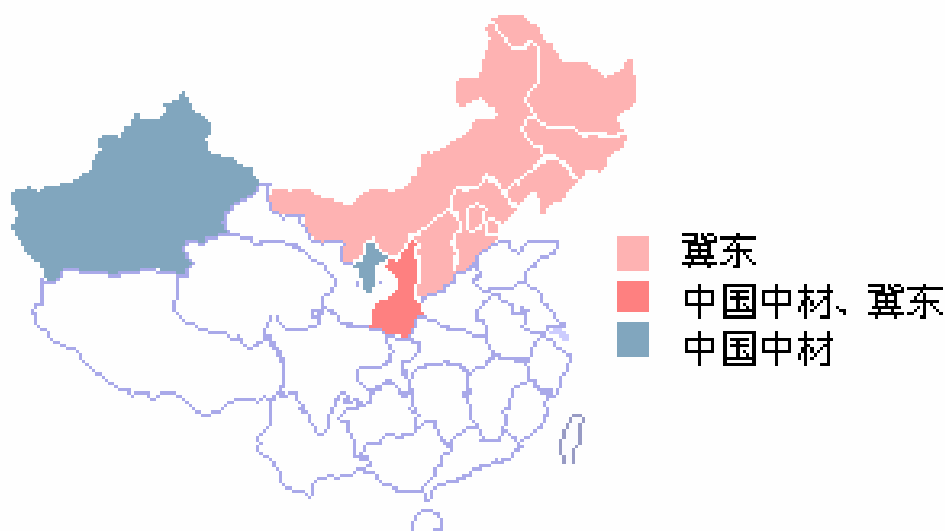
在水泥生产成本中，煤和电一般占 50% 以上，因此降低煤耗和电耗是水泥降低成本的主要途径。目前利用的纯低温余热发电技术，每吨水泥熟料可发电 30kwh—40kwh，一般可占水泥厂用电的 1/3。冀东水泥建设的新型干法水泥生产线，大部分都已配套建设纯低温余热发电项目，并且在 09 年大部分投入运行，这将有效降低公司产品成本，预计可为公司节省成本 1 个亿，有效提升利润水平。

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 18：华北地区煤炭价格走势



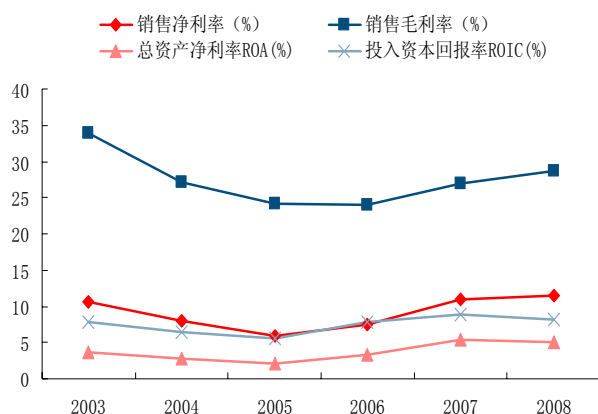
资料来源：数字水泥网，中信建投证券研究发展部

公司财务分析

盈利能力持续改善，管理费用上升较快

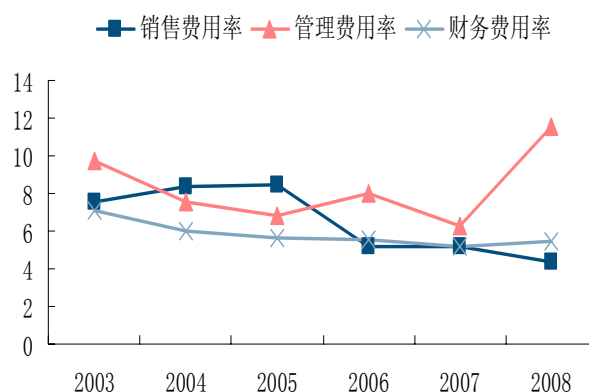
公司从 2006 年开始盈利能力持续改善，毛利率净利率等一直保持上升趋势，总资产回报率和资本回报率也明显提高，到 08 年受经济危机冲击略有下滑，整体来看公司快速的投资扩张之路并非盲目扩张，投入的资本都产生了不错的回报，表明公司管理层对行业的理解判断较为准确。从三项费用率来看，销售费用率持续下降，财务费用率保持平稳，但伴随跨区域新建投资的上升，对公司管理提出更高的要求，相关成本 08 年上升较快。

图 19：销售毛利率和销售净利率历年变化



资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部

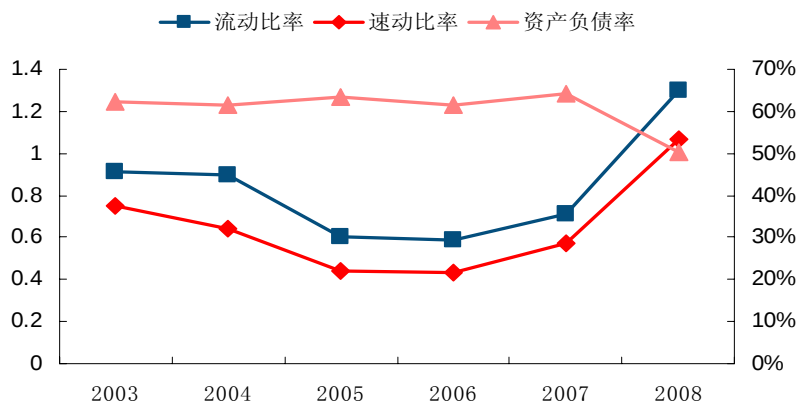
图 20：三项费用变化



偿债能力改善支撑快速扩张之路

公司产能的快速扩张对资金的需求较高，08 年通过定向增发募集资金后偿债能力得到明显改善，资产负债率大幅降低，流动比率速动比率迅速提高，为公司后续的投资发展保证了较好的资金支持。

图 21：流动比率和速动比率和资产负债率变化



资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部

盈利预测

公司 08 年年底水泥总产能已经达到 4000 万吨，到 09 年年底将拥有水泥总产能 5500 万吨，根据目前已经拟建的生产线，预计 2010 年水泥产能将超过 7000 万吨。

经估算，公司 2009，2010，2011 三年的收入增长率分别为 77.12%，30.61%和 23.90%，对应 09-11 年的 EPS 分别为 0.73 元，1.01 元，1.22 元。给予目标价 18 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

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（万元）								
营业收入	3,462.02	4,568.73	8,092.06	77.12%	10,569.00	30.61%	13,094.72	23.90%
营业成本	2,410.63	3,261.36	5,762.98	76.70%	7,527.00	30.61%	9,325.76	23.90%
营业费用	184.47	199.65	346.54	73.58%	429.99	24.08%	532.09	23.75%
管理费用	341.79	526.16	792.14	50.55%	982.88	24.08%	1,216.45	23.76%
财务费用	184.12	250.70	228.49	-8.86%	272.84	19.41%	357.18	30.91%
投资收益	55.90	137.61	178.89	30.00%	214.66	20.00%	257.60	20.00%
营业利润	356.19	400.84	1,042.41	160.05%	1,450.94	39.19%	1,778.77	22.59%
利润总额	491.32	585.97	1,298.91	121.67%	1,794.02	38.12%	2,211.08	23.25%
净利润	74.62	64.12	259.78	305.16%	358.80	38.12%	486.44	35.57%
NOPLAT	416.70	521.85	1,039.13	99.12%	1,435.21	38.12%	1,724.64	20.17%
资产负债表（万元）								
货币资金	860.88	2,061.59	1,861.17	-9.72%	2,430.87	30.61%	3,011.79	23.90%
应收帐款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
预付款项	93.46	127.86	221.70	73.39%	289.56	30.61%	358.76	23.90%
存货	619.80	1,195.32	1,771.62	48.21%	2,524.32	42.49%	3,456.89	36.94%
流动资产合计	473.94	811.61	1,105.23	36.18%	1,443.53	30.61%	1,788.50	23.90%
非流动资产	2,490.33	4,530.62	5,562.72	22.78%	7,475.86	34.39%	9,591.73	28.30%
资产总计	5,719.93	8,206.22	8,744.16	6.56%	9,195.21	5.16%	9,094.77	-1.09%
短期借款	8,210.26	12,736.84	14,306.89	12.33%	16,671.08	16.52%	18,686.50	12.09%
应付帐款	1,958.59	1,854.50	1,390.64	-25.01%	1,878.01	35.05%	1,716.45	-8.60%
预收款项	448.08	828.96	947.34	14.28%	1,237.32	30.61%	1,533.00	23.90%
流动负债合计	231.06	166.80	166.80	0.00%	166.80	0.00%	166.80	0.00%
非流动负债	3,521.34	3,488.38	3,230.30	-7.40%	4,065.64	25.86%	4,258.90	4.75%
少数股东权益	1,739.17	2,938.30	3,993.75	35.92%	4,455.39	11.56%	4,995.14	12.11%
母公司股东权益	288.24	384.77	535.73	39.24%	744.24	38.92%	994.80	33.67%
净营运资本	2,661.51	5,925.39	6,547.11	10.49%	7,405.80	13.12%	8,437.66	13.93%
投入资本IC	(1,031.01)	1,042.24	2,332.42	123.79%	3,410.22	46.21%	5,332.83	56.38%
现金流量表（万元）								
净利润	416.70	521.85	1,039.13	99.12%	1,435.21	38.12%	1,724.64	20.17%
折旧摊销	338.38	399.41	0.00	N/A	548.95	N/A	600.44	9.38%
净营运资金增加	(149.88)	2,073.25	1,290.18	-37.77%	1,077.80	-16.46%	1,922.61	78.38%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	551.78	2.52%	1,074.61	94.75%	1,272.28	18.39%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(848.85)	N/A	(813.07)	N/A	(270.14)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	96.65	256.24%	308.16	218.84%	(421.22)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	(200.41)	N/A	569.70	N/A	580.92	1.97%

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