

杨东森
010-88087428
yangds@cmschina.com.cn

2009年7月16日

冀东水泥(000401.SZ)/16.47元

库存加速下降，下半年发展趋势看好

原材料·建材

目标估值: 18.5-20.7元

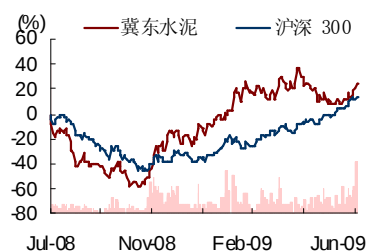
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3188
总股本(万股)	121277
已上市流通股(万股)	121167
总市值(亿元)	184
流通市值(亿元)	184
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	53.1%
主要股东	河北省冀东水泥集团
主要股东持股比例	40.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	39	19
相对表现	-5	-38	4



相关报告

- 1、《冀东水泥(000401)区域控制力弱，外延式扩张战略存疑》
2008/10/28
- 2、《冀东水泥(000401)产能逆势扩张，福兮祸兮?》
2009/04/23

基建投资对冀东水泥需求的拉动作用已经显现，华北、东北地区水泥价格稳中有升。公司库存正在加速下降，趋于正常，地产复苏和基建拉动作用进一步增强，有望超过产能增长，在3季度带动水泥价格上涨。上调09、10和11年EPS为0.74、0.97和1.09元，估值区间“18.5-20.7元”，维持“审慎推荐-A”的评级。

- 1-6月，公司销售水泥1150万吨左右，6月销量在300万吨左右。
- 京津塘地区的日销量已经从年初的3.8-4.0万吨的水平，提高到6月份的日均5万吨左右的水平。5、6月份以来，公司产销已接近平衡。当前，公司在华北地区的库存正在加速消化，熟料库存已降至50万吨左右的水平。
- 6月，公司综合销售价格环比增加4-6元，到330元附近。6月，京津塘地区煤价650元/吨左右，较4月份上涨约30元。公司水泥毛利率在25%左右。
- 受4万亿投资拉动影响，公司的销售结构已经发生了较大变化。基建占比已大幅上升。下半年和10年，预计基建拉动作用将进一步增强。
- 全国地产复苏形势似乎出现。河北、山西、陕西、内蒙古、吉林等地区的地产行业当前也出现了复苏的趋势，地产行业好转将拉动水泥需求进一步增长。
- 上半年大量的产能投放压制了水泥价格的上涨。3、4季度水泥需求的进一步增长，有利于减缓产能的过快投放压力。东北市场出现涨价，华北价格相对稳定，存在着3季度需求超过供给增长，进而涨价的可能。
- 冀东水泥处于快速发展时期，我们看好冀东水泥的中长期发展前景。短期内随着主要区域内供需形势的进一步好转，新生产线和余热发电项目投产，预计公司利润有较大幅度增长。09、10、11年公司销售收入分别为68.4、92.3、119.4亿，EPS分别为0.74、0.97和1.09元。按09年25-28倍市盈率估值，合理估值区间为18.5-20.7元，维持“审慎推荐-A”的投资评级。
- 风险提示：地产复苏是长期繁荣还是回光返照存在较大不确定性；所在主要区域产能存在过快增长的问题。

财务数据与估值

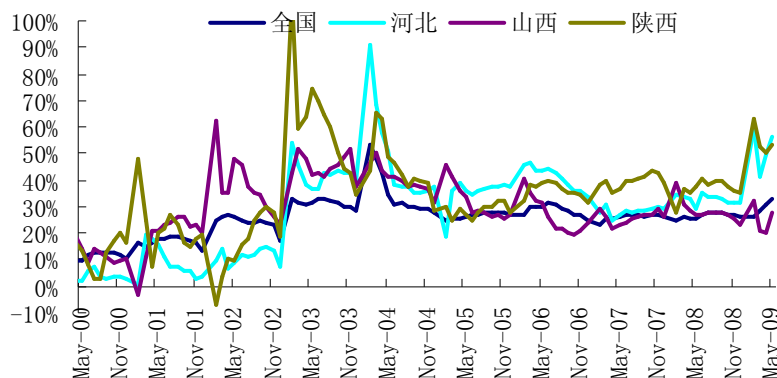
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3860	4569	6842	9225	11937
同比增长	33%	18%	50%	35%	29%
营业利润(百万元)	365	401	886	1096	1445
同比增长	120%	10%	121%	24%	32%
净利润(百万元)	368	446	892	1171	1319
同比增长	75%	21%	100%	31%	13%
每股收益(元)	0.38	0.37	0.74	0.97	1.09
PE	42.7	44.3	22.1	16.9	15.0
PB	5.9	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：招商证券

一、所在区域固定资产投资旺盛、地产投资复苏

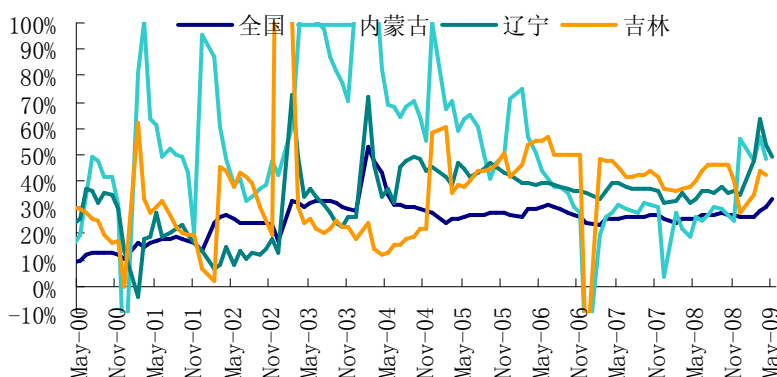
冀东水泥生产、销售所在主要省份，固定资产投资旺盛，明显高于全国水平，呈大幅复苏的态势。同时，这些地区的固定资产投资水平，距历史高点仍有较大差距，具有进一步提高的空间。

图1：冀东水泥所在主要区域固定资产投资水平1



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

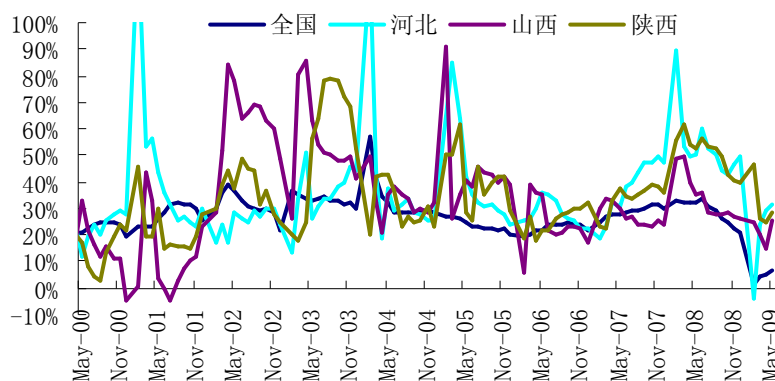
图2：冀东水泥所在主要区域固定资产投资水平2



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

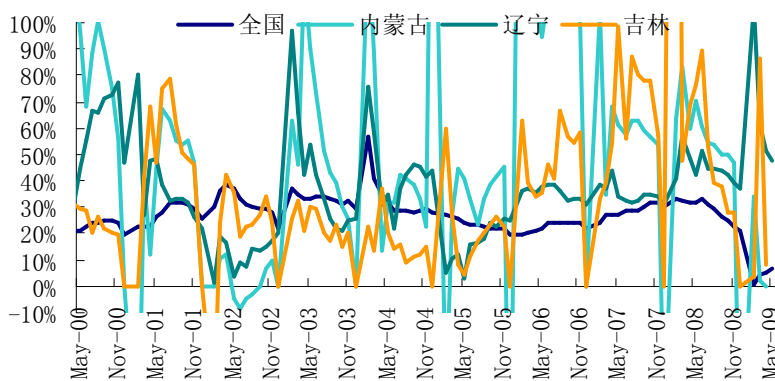
受宏观经济的影响，冀东水泥所在主要区域的地产投资也出现了大幅萎缩，当前，跟随全国地产形势，也出现了复苏的迹象。如果这些区域的地产大幅回暖，则将显著改善冀东水泥的需求结构和需求水平。

图3：冀东水泥所在主要区域房地产开发投资完成额1



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图4：冀东水泥所在主要区域房地产开发投资完成额2



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

二、区域市场产能投资状况

冀东水泥所在主要区域也出现了水泥行业固定资产投资高速增长的问题。但是东北地区增速大幅低于全国水平，山西等地区仍然存在大量落后产能可以淘汰，冀东水泥面临的过度竞争问题将主要出现在河北、湖南、四川等市场，受产能扩张冲击的幅度相对较小。

表 1：冀东水泥所在主要市场水泥行业固定资产投资情况

省份	行业固定资产投资增速			行业固定资产投资增量（亿元）		
	09年1-4月	09年下半年	10年	09年1-4月	09年下半年	10年
北京	0	0	0	0	0	0
天津	65.3%	50%	25%	1.0	0.9	2.4
河北	131.6%	110%	40%	19.0	108.2	178.1
山西	172.9%	100%	60%	7.7	46.5	86.7
内蒙古	214.9%	150%	55%	11.4	90.7	158.3
陕西	57.3%	50%	40%	16.4	41.3	80.8
辽宁	33.4%	25%	15%	12.1	53.9	76.0
吉林	18.6%	20%	18%	1.8	21.7	25.6
黑龙江	-5.8%	5%	6%	1.4	15.6	16.6
湖南	116.7%	100%	50%	21.0	126.9	190.4
重庆	283.6%	120%	100%	13.8	77.2	154.5

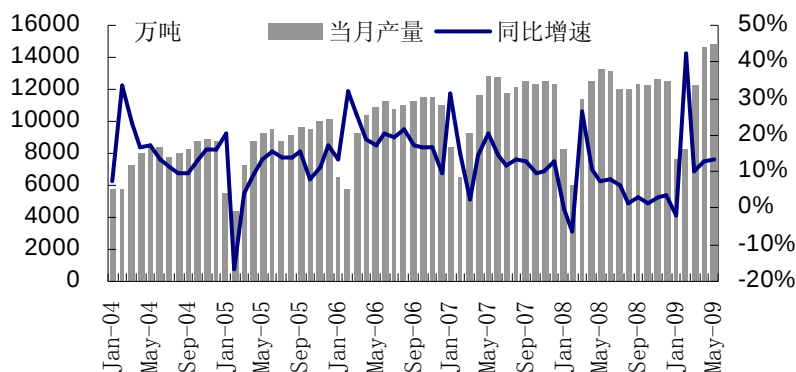
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心

三、区域市场产量增长较快

1-5月，在当前的固定资产投资水平上，冀东水泥所在主要区域的水泥产量已实现高速增长。5、6月份，在京津塘地区，冀东水泥已基本实现了产销平衡。

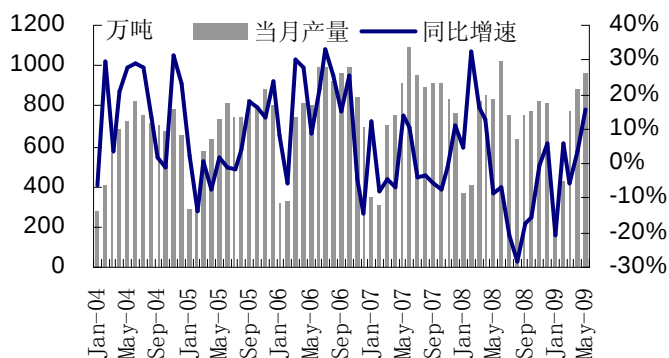
随着下半年基建投资、房地产投资共同拉动作用的增强，预计冀东水泥所在主要区域的水泥产量将有进一步的较大幅度增长。

图5：全国水泥产量及增速



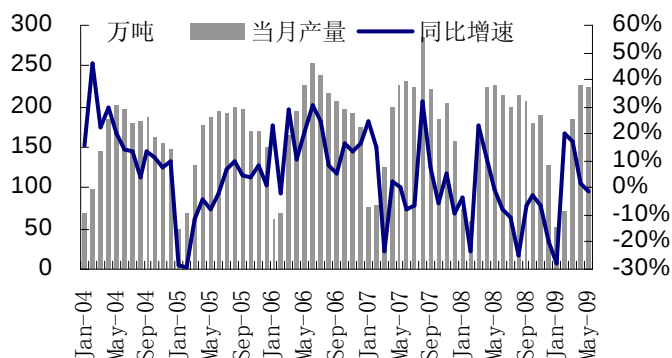
数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图6：河北水泥产量和增速情况



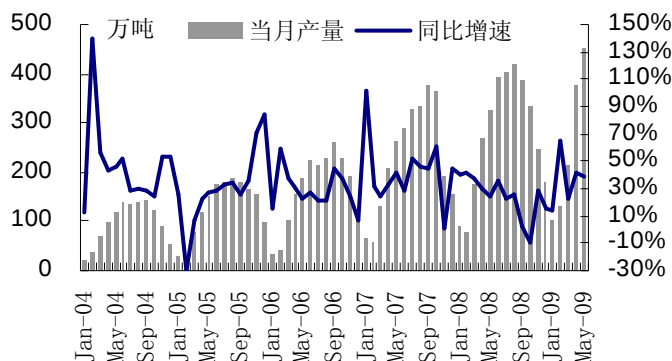
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图7：山西水泥产量和增速情况



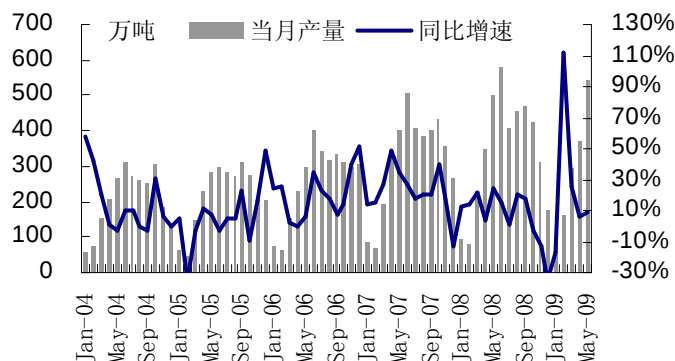
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图8: 内蒙古水泥产量和增速情况



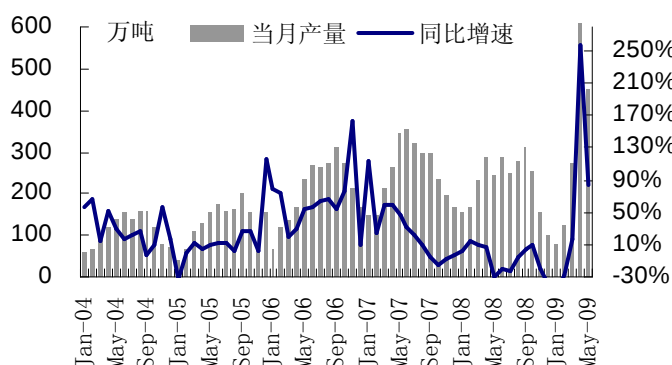
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图9: 辽宁水泥产量和增速情况



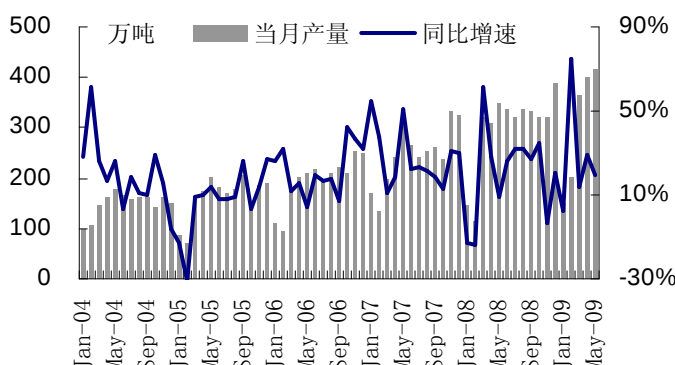
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图10: 吉林水泥产量和增速情况



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图11: 陕西水泥产量和增速情况

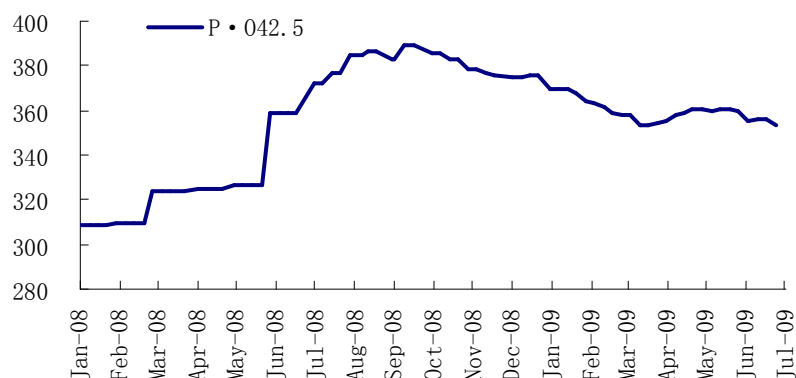


资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

四、区域市场价格稳中向上，东北出现提价趋势

在全国水泥产量增速明显超过08年同期的情况下，全国水泥价格持续下滑，反映了全国水泥产能过快投放的事实。

图12: 全国水泥价格的波动趋势

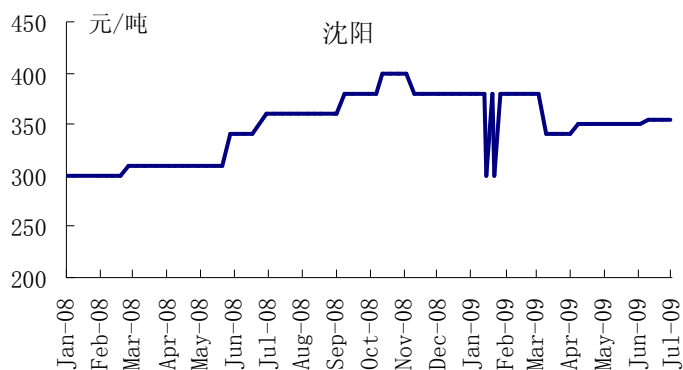


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

与全国水泥价格形势不同的是，北方水泥价格相对稳定，东北出现了提价趋势，

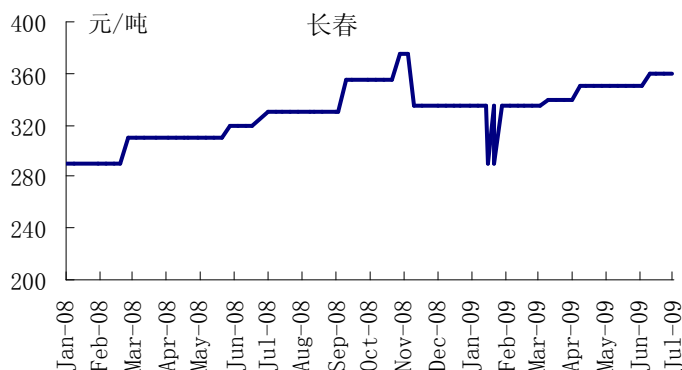
而华北水泥价格稳中向上。我们预计，随着需求的进一步扩张，地产复苏和基建项目加快，短期内有可能出现供需缺口，华北水泥价格在三季度有涨价的可能。涨价时间将较往年滞后 1-3 个月。

图 13: 沈阳水泥价格情况 (P.O42.5)



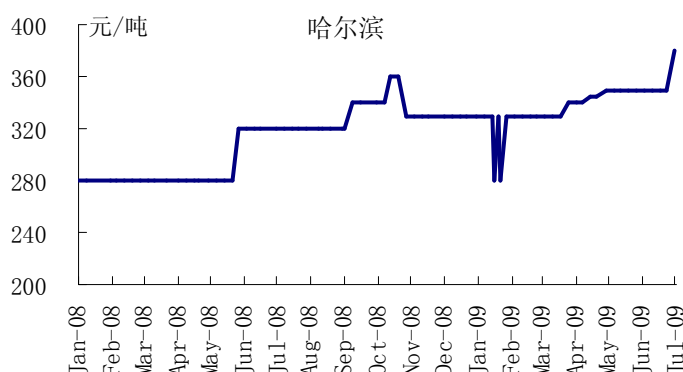
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 14: 长春水泥价格情况 (P.O42.5)



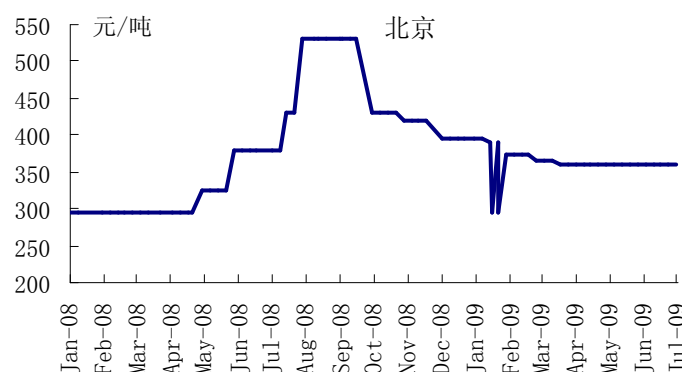
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 15: 哈尔滨水泥价格情况 (P.O42.5)



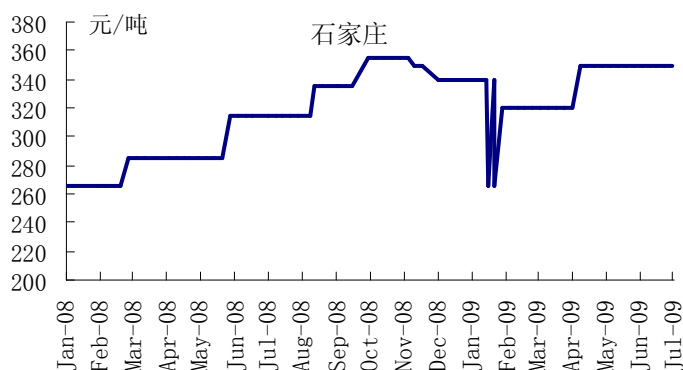
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 16: 北京水泥价格情况 (P.O42.5)



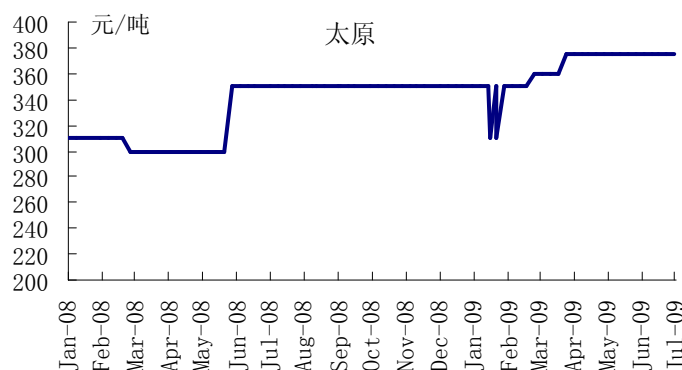
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 17: 石家庄水泥价格情况 (P.O42.5)

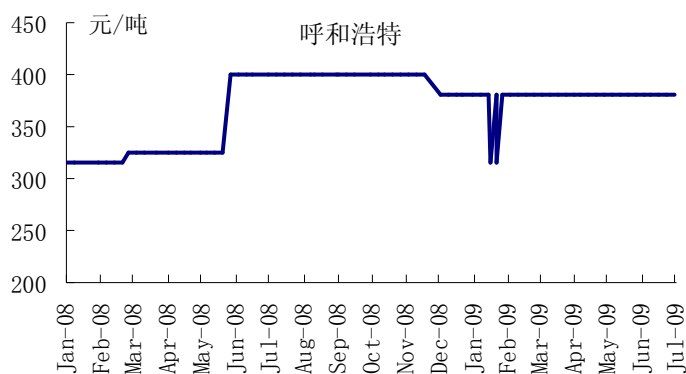


资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

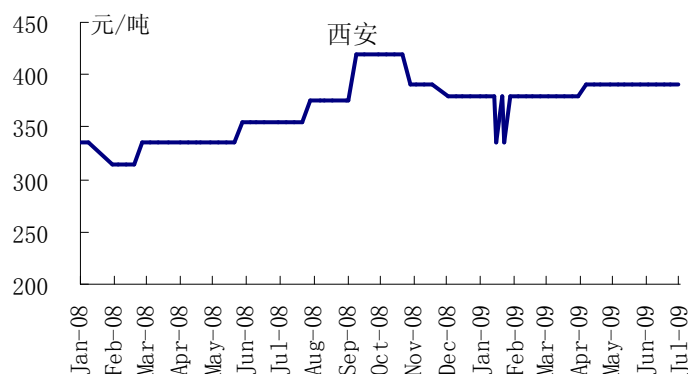
图 18: 太原水泥价格情况 (P.O42.5)



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 19: 呼和浩特水泥价格情况 (P.O42.5)


资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图 20: 西安水泥价格情况 (P.O42.5R)


资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

五、余热发电效益显著

09 年, 公司有 11 条余热发电生产线投产, 利润贡献在 2 亿元左右。

表 2: 冀东水泥的余热发电情况

省份	生产线地点	余热发电规模 (MW)	投产情况
河北省	河北唐山丰润区	25	投产
		17	投产
	河北唐山古冶	7.9	投产
		9	在建
	河北唐县	9	在建
		9	规划
	河北滦县	15	投产
	河北涿水	9	在建
	河北平泉	4.5	规划
	河北沙流河	9	规划
内蒙古	内蒙古呼和浩特	9	投产
	内蒙古呼和浩特	9	在建
	内蒙古阿巴嘎旗	5.4	在建
吉林	吉林磐石	5	投产
	吉林扶余	5	投产
陕西	陕西宝鸡扶风	18	投产
	陕西泾阳	9	投产
	陕西凤翔	9	在建
湖南	湖南临澧	9	投产
山西	山西大同	9*2	在建
	山西运城	9	在建
	山西交城	9	规划
辽宁	辽宁葫芦岛	12	在建
山东	山东烟台	9	在建
	重庆合川	10	在建
重庆	重庆璧山	9	在建
	重庆江津	6*2	在建
	四川屏山	9	规划

资料来源: 招商证券研发中心

六、维持“审慎推荐-A”投资评级

当前，冀东水泥仍然处在大规模的生产线扩张中。我们认为，水泥生产线的大规模建设是无法改变的趋势，全行业正在从通常的产能过剩走向产能严重过剩的局面。在这样的背景下，具有规模优势、余热发电优势的大企业建设更多的生产线，有利于增强在行业竞争中的地位，并为行业中长期的整合奠定基础。

冀东水泥仍然处在成长期，在战略上，正在加强内部管理、控制成本；在加快对部分市场的整合并购力度；正在加强对混凝土搅拌站领域的开拓。我们看好公司的长期发展前景。

1-6 月，公司实现净利润 2.96-3.14 亿。因为 1 季度亏损，利润全部来自 2 季度，2 季度的 EPS 约为 0.26 元。3 季度是传统旺季，预计 EPS 在 0.26-0.30 之间。4 季度 EPS 不会低于 0.15 元，再考虑到余热发电因素，公司全年的 EPS 在 0.7-0.8 元之间。

公司 08 年销售水泥 2060 万吨，预计 09、10、11 年将分别达到 3110、4100、5200 万吨，销售收入分别为 68.4、92.3、119.4 亿，EPS 分别为 0.74、0.97 和 1.09 元。

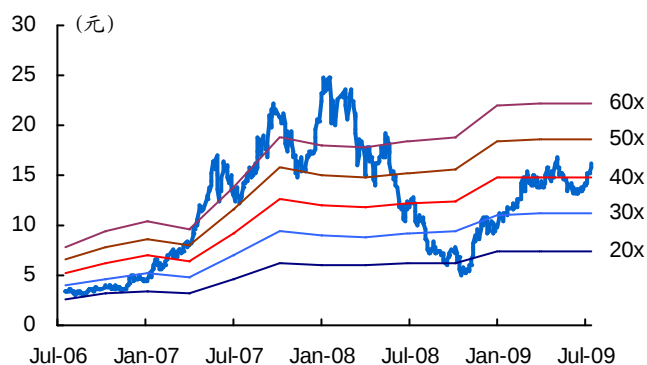
按 09 年 25-28 倍市盈率估值，合理估值区间为 18.5-20.7 元。

DCF 估值为 17.8 元。

综合考虑，公司的合理估值区间为 18.5-20.7 元。

考虑到水泥产能过快增长的形势，我们维持“审慎推荐-A”的投资评级。

图 21：冀东水泥历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 22：冀东水泥历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 3: 冀东水泥的产能情况

省份	生产线地点	生产线规模 (t/d)	熟料产能(万吨)	投产情况
河北	唐山丰润区	5000*5	775	已投产
		2500	77.5	2005.3
	唐山古冶	3200	99.2	2002
		4500	139.5	2010.6
		5000	155	规划
	唐山滦县	5000	155	2004.3
		4000	124	2010.10
	保定唐县	4500	139.5	2010.4
		4500	139.5	规划
	保定涞水	4500	139.5	2010.10
	承德平泉县	2500	77.5	规划
	唐山沙流河	4000	124	规划
		5000	155	投产
内蒙古	呼和浩特	5000	155	在建
		5000	155	在建
	鄂尔多斯	2500	77.5	2008.6
	阿巴嘎旗	2500	77.5	2009.11
山西	大同	5000	155	2009.9
		1800	55.8	投产
	吕梁交城	4500	139.5	2010.10
		1000	31	投产
辽宁	辽阳灯塔市	4500	139.5	2010.5
		2500	77.5	投产
	鞍山大乐屯	5000	155	2004.8
		4500	139.5	预计 10 年投产
吉林	葫芦岛	4500	139.5	2000.4
		4000	124	2008.12
	磐石市	1000	31	投产
		2500	77.5	投产
陕西	宝鸡扶风	5000	155	投产
		5000	155	2008.10
	泾阳	5000*2	310	2007.10、2008.10
		4500	139.5	2010.12
湖南	凤翔	4500	139.5	2010.12
山东	临澧	4500	139.5	2009.6
	烟台	4500	139.5	2010.10
重庆	合川	4600	142.6	2010.6
	璧山	4500	139.5	2010.8
四川	江津	3200*2	198.4	2009.8、2009.12
	屏山	4500	139.5	规划
云南	昆明	2500	77.5	规划
	思茅	1000	31	规划

资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:**1、《冀东水泥（000401）_产能逆势扩张，福兮祸兮？》2009/09/23**

公司 08 年营业收入同比增长 31.97%，营业成本增长 35.29%，成本压力导致毛利率下降 1.8 个百分点。09 年 1 季度实现营业收入 6.14 亿元，同比增长仅 3.71%。公司目前处于产能大幅扩张阶段，但在全行业产能过剩的情况下，高速扩张战略带来的不确定性较大。预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.82 元和 0.90 元，调升至“审慎推荐-A”的投资评级。

2、《冀东水泥（000401）_区域控制力弱，外延式扩张战略存疑》2008/10/28

1-9 月及 3 季度公司受产量增加和售价提高影响，营业收入增长较快，但毛利率同比明显下降，利润增速大幅放缓。公司区域市场控制力弱，大规模的外延式扩张战略在目前的宏观和行业形势下，正面临两难局面。我们下调对公司的盈利预测为 0.39 元、0.38 元和 0.53 元，维持“审慎推荐-B”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2796	4531	2922	3746	4839
现金	1009	2062	300	300	300
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	366	182	650	876	1134
应收款项	110	128	121	166	334
其它应收款	102	153	164	212	275
存货	531	812	899	1196	1515
其他	678	1195	788	996	1282
非流动资产	6192	8206	10979	14577	16430
长期股权投资	115	838	125	130	135
固定资产	4814	4356	7809	11443	13328
无形资产	310	384	346	311	280
其他	953	2627	2699	2693	2687
资产总计	8988	12737	13901	18323	21270
流动负债	3952	3488	3941	7441	9379
短期借款	2122	1855	2212	5182	6538
应付账款	507	829	887	1196	1538
预收账款	274	167	468	631	812
其他	1049	638	374	432	491
长期负债	2080	2938	2904	2904	2905
长期借款	1475	2314	2314	2314	2314
其他	605	625	590	591	591
负债合计	6031	6427	6845	10345	12284
股本	963	1213	1213	1213	1213
资本公积金	761	3444	3444	3444	3444
留存收益	944	1268	1893	2713	3636
少数股东权益	289	385	506	608	693
母公司所有者权益	2668	5925	6550	7370	8293
负债及权益合计	8988	12737	13901	18323	21270

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	604	629	2118	2261	2575
净利润			892	1171	1319
折旧摊销			587	902	1147
财务费用			210	395	551
投资收益			(15)	(15)	(15)
营运资金变动			331	(319)	(555)
其它			112	126	128
投资活动现金流	(1685)	(2743)	(3378)	(4500)	(3000)
资本支出			(4000)	(4500)	(3000)
其他投资			622	0	0
筹资活动现金流	1362	3332	(501)	2239	425
借款变动			(4)	2970	1356
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(268)	(351)	(396)
其他			(230)	(380)	(536)
现金净增加额	280	1218	(1762)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3860	4569	6842	9225	11937
营业成本	2823	3261	4926	6642	8547
营业税金及附加	34	40	62	83	107
营业费用	199	200	349	461	597
管理费用	243	526	424	563	704
财务费用	201	251	210	395	551
资产减值损失	8	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	138	15	15	15
营业利润	365	401	886	1096	1445
营业外收入	154	223	287	377	275
营业外支出	12	38	20	26	50
利润总额	506	586	1152	1447	1670
所得税	85	64	138	174	267
净利润	421	522	1014	1273	1403
少数股东损益	53	76	122	102	84
母公司所有者净利润	368	446	892	1171	1319
EPS (元)	0.38	0.37	0.74	0.97	1.09

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	18%	50%	35%	29%
营业利润	120%	10%	121%	24%	32%
净利润	75%	21%	100%	31%	13%
获利能力					
毛利率	26.9%	28.6%	28.0%	28.0%	28.4%
净利率	9.5%	9.8%	13.0%	12.7%	11.0%
ROE	13.8%	7.5%	13.6%	15.9%	15.9%
ROIC	6.5%	5.4%	8.3%	8.5%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	50.5%	49.2%	56.5%	57.8%
净负债比率	47.5%	35.6%	32.6%	40.9%	41.6%
流动比率	0.7	1.3	0.7	0.5	0.5
速动比率	0.6	1.1	0.5	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	5.7	4.9	5.8	6.3	6.3
应收帐款周转率	30.8	38.4	55.0	64.3	47.7
应付帐款周转率	6.2	4.9	5.7	6.4	6.3
每股资料(元)					
每股收益	0.38	0.37	0.74	0.97	1.09
每股经营现金	0.63	0.52	1.75	1.86	2.12
每股净资产	2.77	4.89	5.40	6.08	6.84
每股股利	0.12	0.10	0.22	0.29	0.33
估值比率					
PE	42.7	44.3	22.1	16.9	15.0
PB	5.9	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	24.7	22.3	13.8	9.7	7.4

分析师简介

杨东森：中国人民银行研究生部金融学硕士，中国科学技术大学管理科学学士，四年金融从业经验，三年证券从业经验。主要从事建材行业研究，重点研究公司包括海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、青松建化、塔牌集团、南玻 A、金晶科技、福耀玻璃、北新建材及海螺型材等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。