

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

2009年9月14日

太行水泥(600553.SH)/10.13元

拟注入水泥资产优良，公司发展潜力巨大

原材料·建材

目标估值: 8.4-10.8元

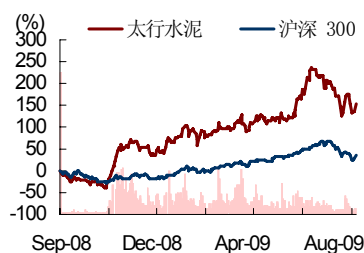
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2845
总股本(万股)	38000
已上市流通股(万股)	36844
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	57.4%
主要股东	河北太行华信建材公司
主要股东持股比例	30%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	47	156
相对表现	3	5	121



相关报告

- 1、《建材行业 2009 年度中期投资策略_全球气候变暖、低碳经济与建材工业的转变》2009/06/15
- 2、《建材行业 2009 年度投资策略_水泥工业步入新时代》2008/12/04

近日，我们对金隅集团和太行水泥进行了调研，太行水泥经营好于去年同期，金隅集团拟注入的资产质量优良，公司有望成为全国主要的大型水泥公司之一，我们首次给予公司“审慎推荐-A”的投资评级。

- **区域市场固定资产投资旺盛拉动水泥需求。**09 年上半年河北基建投资和城市街道改造带来的房地产投资相对旺盛，水泥需求形势较好，价格稳中有升。公司在河北的销售价格在 320 元/吨左右，同比提高约 30 元/吨；尽管房地产的需求比例从 50%-60% 下降到 30% 左右，但房地产下降的需求被基建取代，导致公司销量基本稳定。
- **主要市场产能过剩情况较好。**石家庄、承德、邯郸等地新投产的生产线对公司产生的竞争压力不大，仅是区域性局部过剩。08 年底河北新型干法比例接近 50%，河北将会加快落后产能淘汰，实施等量替换政策，目前河北新建生产线速度远小于其它地区。同时，北京、天津不再规划建设新的生产线，竞争压力较小。华北地区经济发展潜力巨大，行业景气将得以延续。
- **金隅水泥资产优良。**其一，全部水泥资产集中在京津冀地区，地区发展潜力大，需求相对旺盛；其二，金隅在京津冀地区整合水泥行业资产的力度大，已占区域市场新型干法水泥总产能的 27.5%，金隅和太行在北京的高标号水泥市场占 70% 的份额；其三，金隅在水泥窑处理污泥、城市垃圾方面有实质性进展，未来潜力巨大；其四，公司管理水平优秀，成本控制能力强。
- **资产重组提升规模优势。**太行水泥业务占金隅集团的 40% 左右，金隅股份承诺 1 年内将全部水泥资产（约 900 万吨熟料产能）注入公司，资产注入和未来的大规模对外并购扩张，将为公司带来飞跃式发展。
- **预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.22、0.24 和 0.33 元。**资产注入进程，对股价影响显著，建议密切关注。考虑资产注入带来的溢价，按 10 年 35-45 倍市盈率估值，估值区间为“8.4-10.8 元”，首次给予公司“审慎推荐-A”评级。

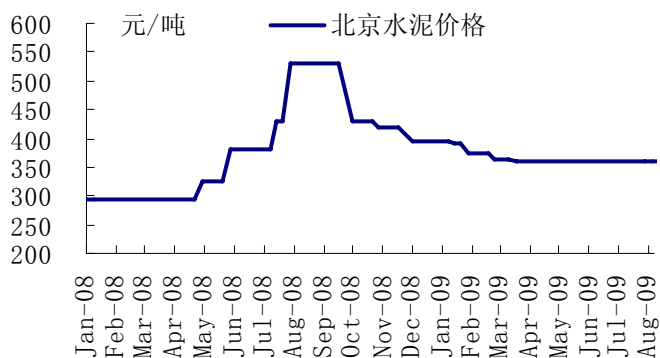
□ **风险提示：**资产重组进程存在较大不确定性；河北地产行业面临重大挑战。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1262	1453	1683	2100	2450
同比增长	8%	15%	16%	25%	17%
营业利润(百万元)	2	-38	37	43	81
同比增长	-122%	-2476%	-198%	17%	87%
净利润(百万元)	51	35	82	93	126
同比增长	40%	-32%	137%	12%	36%
每股收益(元)	0.13	0.09	0.22	0.24	0.33
PE	75.5	110.7	46.7	41.6	30.6
PB	5.0	4.8	4.5	4.1	3.8

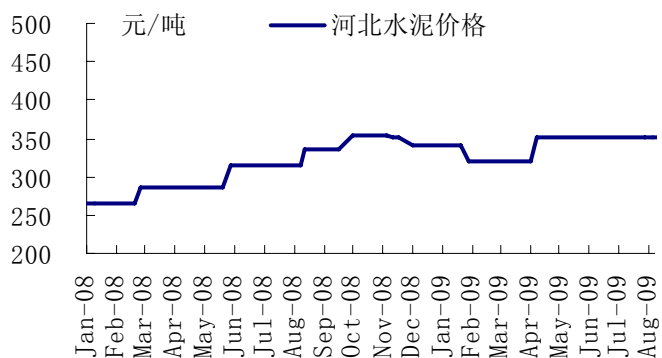
资料来源：招商证券

图1: 北京水泥价格走势



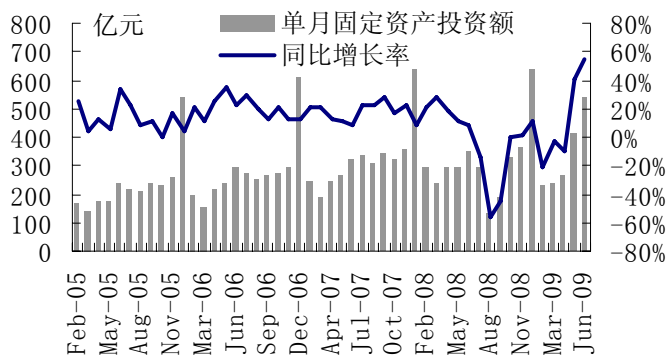
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图2: 河北水泥价格走势



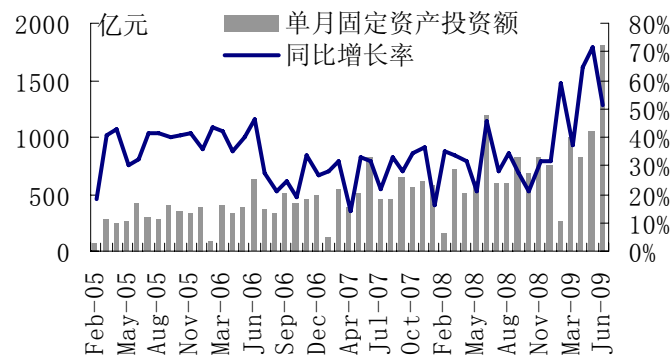
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图3: 北京固定资产投资情况



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图4: 河北固定资产投资情况



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

表 1: 太行水泥的生产线情况

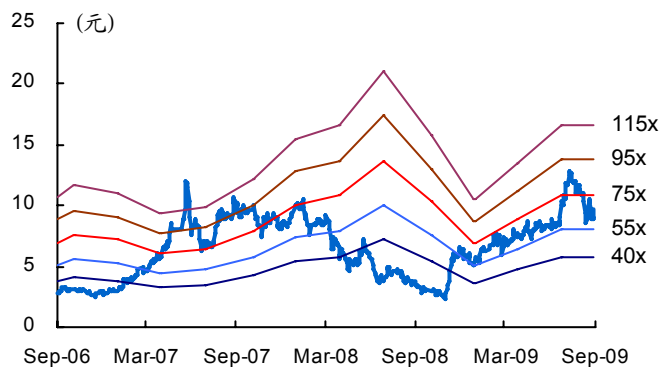
省份	生产线地点	生产线规模 (t/d)	熟料产能(万吨)	投产情况	股权比例	08 年水泥产量 (万吨)
河北	邯郸	1*2000	62.0	已投产	100%	176.5
		1*2500	77.5	已投产		
		1*5000	155.0	在建		
北京	保定	1*3200	99.2	已投产	75%	-
		1*3200	99.2	已投产	67%	120.0
黑龙江	哈尔滨	1*1200	37.2	已投产	43%	-

资料来源: 招商证券研发中心

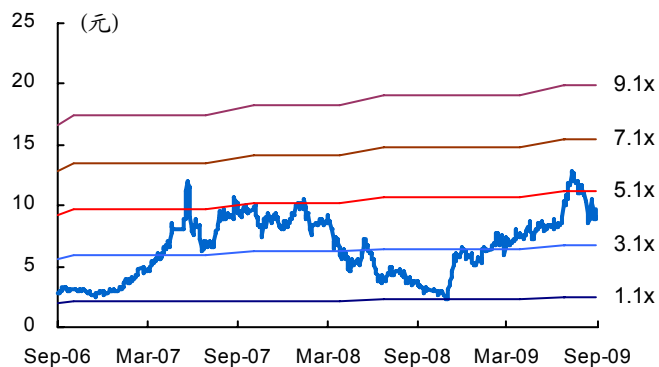
表 1: 金隅股份的生产线情况

省份	生产线地点	生产线规模 (t/d)	企业名称	熟料产能 (万吨)	08 年水泥产量 (万吨)
北京	房山	1*2000	北京市琉璃河水泥有限公司	62.0	176.5
		1*2500		77.5	
	石景山	1*1100	北京燕山水泥厂	34.1	-
		1*2000		62.0	
	昌平	1*3200	北京水泥厂有限责任公司	99.2	31.4
		1*1500		46.5	
河北	房山	1*1200	北京市平谷区水泥二厂	37.2	71.7
		1*2500		77.5	
		1*2500		77.5	
	石家庄鹿泉	1*2500	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司	77.5	285.7
		1*5000		155	
天津	石家庄赞皇	1*2500	京隅集团赞皇县水泥公司	77.5	-
		1*2500		77.5	
		1*2500		77.5	

资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 太行水泥历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 太行水泥历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《建材行业 2009 年中期投资策略-全球气候变暖、低碳经济与建材工业的转变》2009/6/15。我们强调“具备区域整合优势的公司具有长期投资价值”。
- 2、《建材行业 2009 年度投资策略_水泥工业步入新时代》2008/12/04。我们在本篇报告中提出“09 年的投资机会将体现在成本控制优势明显、区域控制力强、兼并收购有重大进展的企业上”。

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	776	835	1364	1354	1477
现金	144	240	694	526	508
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	195	133	168	210	245
应收款项	163	118	126	151	184
其它应收款	24	10	10	13	15
存货	191	259	270	336	389
其他	59	75	95	118	137
非流动资产	1273	1229	1329	1707	1672
长期股权投资	33	41	45	50	60
固定资产	1134	1013	1107	1478	1432
无形资产	27	29	26	23	21
其他	78	146	151	156	159
资产总计	2049	2064	2693	3061	3149
流动负债	1120	1032	1478	1751	1727
短期借款	469	501	600	800	800
应付账款	225	231	339	422	449
预收账款	98	54	81	101	117
其他	328	247	458	428	361
长期负债	4	84	200	220	230
长期借款	0	80	200	220	230
其他	4	4	0	0	0
负债合计	1123	1116	1678	1971	1957
股本	380	380	380	380	380
资本公积金	218	218	218	218	218
留存收益	176	210	267	332	420
少数股东权益	152	141	150	160	174
母公司所有者权益	774	807	865	930	1018
负债及权益合计	2049	2064	2693	3061	3149

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	137	144	508	206	183
净利润		35	82	93	126
折旧摊销			109	132	148
财务费用			36	57	61
投资收益			2	(1)	(1)
营运资金变动			335	(102)	(168)
其它		109	(56)	27	17
投资活动现金流	(15)	19	(207)	(510)	(113)
资本支出		0	(200)	(500)	(100)
其他投资		19	(7)	(10)	(13)
筹资活动现金流	(69)	(134)	153	135	(88)
借款变动			220	220	10
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(25)	(28)	(38)
其他		(134)	(41)	(57)	(60)
现金净增加额	53	30	455	(168)	(18)

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	1262	1453	1683	2100	2450
营业成本	1020	1241	1354	1687	1951
营业税金及附加	5	6	10	13	15
营业费用	97	87	109	137	159
管理费用	76	98	135	164	184
财务费用	53	57	36	57	61
资产减值损失	11	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	(2)	1	1
营业利润	2	(38)	37	43	81
营业外收入	84	108	80	88	97
营业外支出	7	3	3	3	3
利润总额	79	67	115	129	175
所得税	4	20	23	26	35
净利润	75	48	92	103	140
少数股东损益	24	13	9	10	14
母公司所有者净利润	51	35	82	93	126
EPS (元)	0.13	0.09	0.22	0.24	0.33

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	8%	15%	16%	25%	17%
营业利润	-122%	-2476%	-198%	17%	87%
净利润	40%	-32%	137%	12%	36%
获利能力					
毛利率	19.1%	14.6%	19.5%	19.7%	20.4%
净利率	4.0%	2.4%	4.9%	4.4%	5.1%
ROE	6.6%	4.3%	9.5%	10.0%	12.4%
ROIC	3.4%	0.9%	3.2%	3.8%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	54.1%	62.3%	64.4%	62.1%
净负债比率	28.7%	28.1%	29.7%	33.3%	32.7%
流动比率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8
存货周转率	5.8	5.5	5.1	5.6	5.4
应收帐款周转率	6.3	10.3	13.8	15.1	14.6
应付帐款周转率	4.4	5.4	4.8	4.4	4.5
每股资料(元)					
每股收益	0.13	0.09	0.22	0.24	0.33
每股经营现金	0.36	0.38	1.34	0.54	0.48
每股净资产	2.04	2.12	2.28	2.45	2.68
每股股利	0.00	0.02	0.07	0.07	0.10
估值比率					
PE	75.5	110.7	46.7	41.6	30.6
PB	5.0	4.8	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	14.5	18.7	12.8	10.1	8.1

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

免责条款

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。