

建筑材料
冀东水泥(000401.SZ)/15.95 元
产能加速扩张，吨毛利有望超预期
事 项

2010 年 2 月 3 日，我们对冀东水泥进行了调研。

主要观点

- **建成及在建产能在未来三年逐步释放。**公司水泥产能在 2009 年底达到 6000 万吨，预计 09 年产量仅为 3180 万吨，建成的产能将在 2010 年得到释放，预计 10 年产量可达 5800 万吨。此外，目前公司有在建水泥生产线 15 条，预计 2010 年新增产能将会接近 3000 万吨，2010 年底产能将会达到 9000 万吨，在 2011 年有望进入“亿吨俱乐部”。未来三年公司产量的增长将会拉动公司业绩强劲增长。
- **兼并重组推动的“区域领先”战略可能会在 2010 年给市场带来超预期因素。**在国务院 38 号文件下达后，公司将扩张的形式由新建改为重组，目前仍然在积极寻找新的目标，推进区域领先战略。继完成对 ST 秦岭的收购后，昨天又宣告完成了对康达系（承德）三家公司的收购，进一步确立了在河北和陕西的控制性地位。兼并重组可能在 2010 年带给市场超预期的因素。
- **积极拓展海外市场，2010 年或有新成果。**在国内建线受阻后，冀东水泥目前已将眼光投向了海外市场，尤其是非洲、东南亚等新兴市场，2010 年或有战果。
- **信息系统建设完善，区域性统一采购效果明显。**公司的信息系统建设完善，各条生产线详细的成本销售情况每天都能够得到实时反映，煤炭、粉煤灰等主要材料的区域性统一采购进展良好。
- **一季度价格较为坚挺，主要区域市场 2010 年向好。**主要区域市场 2010 年初水泥价格得以维持在 09 年 4 季度的高位，没有出现大幅度下滑，2010 年开年整体景气程度好于 09 年。对归属母公司净利润贡献达到 30% 的陕西市场 10 年产能压力不大，辽宁吉林产能压力也较小，京津冀地区固定资产投资保持高增长，公司主要区域市场 2010 年向好。
- **搅拌站或成未来利润新增长点。**公司 2009 年投资完成了总计 1200 万方的混凝土搅拌站建设，计划 2010 年再投资 2000 万方的混凝土产能。搅拌站是建筑工程领域高毛利率的子行业，毛利率在 30% 以上，搅拌站将会成为未来公司利润的又一增长点。
- **我们预测公司 2009、2010、2011 年主营业务收入分别为 79.5 亿、145.5 亿、194.5 亿，归属母公司净利润分别为 10 亿、20 亿、26 亿，EPS 分别为 0.83 元、1.66 元、2.20 元，对应 09 年动态 PE 为 20 倍，10 年动态 PE 为 10 倍，给予强烈推荐评级。**

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

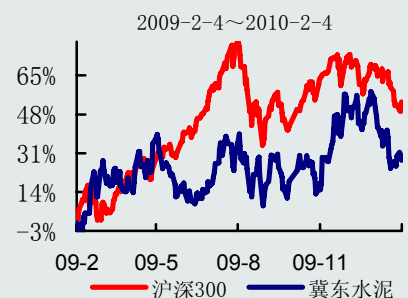
Email: zhangchi@hczq.com

投资评级

投资评级：强推
 评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	121277
流通 A 股/B 股(万股)	121167/0
资产负债率(%)	50.46
每股净资产(元)	4.89
市盈率(倍)	43.37
市净率(倍)	3.26
12 个月内最高/最低价	11.6/19.95

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

图表 1 冀东水泥产能统计及产量预计

名称	生产线类型	状态	预计产量（万吨）			
			2009E	2010E	2011E	
河北						
丰润本部	5000t/d*2	投产	400	400	400	
丰润马蹄山	4500t/d	投产	150	180	180	
丰润马头山	4500t/d	投产	150	180	180	
丰润刺山	4500t/d	投产	150	180	180	
唐山三友	3180t/d	投产	150	150	150	
唐山三友二线	4500t/d	在建		60	120	
唐山启新	4500t/d	在建			180	
唐山隆丰	2500t/d	投产	100	100	100	
滦县	5000t/d	投产	200	200	200	
保定唐县	4500t/d	投产		180	180	
河北涞水	4500t/d	在建		90	180	
承德平泉	2500t/d*2	在建		200	400	
收购康达	4000t/d	在建		50	150	
控股邢台奎山	5000t/d	投产		200	200	
控股邢台奎山	2500t/d	投产		120	120	
合计			1300	2290	2920	
内蒙古						
五川	5000t/d	投产	200	200	200	
五川二线	4500t/d	投产		180	180	
鄂尔多斯	2500t/d	投产	120	120	120	
锡林浩特	3200t/d	投产		150	150	
达茂旗	5000t/d	在建		100	200	
合计			320	750	850	
山西						
闻喜	4500t/d	投产	50	180	180	
大同	4500t/d	在建		100	180	
阳泉	5000t/d	在建		50	200	
合计			50	330	560	
陕西						
扶风	4500t/d	投产	180	180	180	
扶风二线	4500t/d	投产	180	180	180	
泾阳	5000t/d	投产	200	200	200	
泾阳二线	4500t/d	投产	180	180	180	
凤翔	5000t/d	在建		120	230	
控股秦岭水泥	2000t/d	投产		120	120	
控股秦岭水泥	2000t/d	投产		120	120	
控股秦岭水泥	5000t/d	投产		200	200	
合计			740	1300	1410	
吉林						
吉林	2500t/d	投产	120	120	120	
磐石	2500t/d	投产	120	120	120	

	磐石二线	4500t/d	投产	180	180	180
	合计			420	420	420
辽宁						
	鞍山	4500/d	投产	180	180	180
	葫芦岛	5000t/d	发改委审批			100
	辽阳	2500t/d	投产	120	120	120
	合计			300	300	400
湖南						
	醴陵	4500t/d	投产	50	180	180
	合计			50	180	180
重庆						
	璧山	5000t/d	在建		50	200
	合川	4500t/d	在建		50	180
	江津	3200t/d	投产		150	150
	江津二期	4500t/d	在建			180
	合计			0	250	710
山东						
	烟台	4500t/d	在建			180
	合计			0	0	180
总计				3180	5820	7630

资料来源：华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4531	6956	12754	17560
现金	2062	2518	4931	7179
应收账款	128	461	451	718
其它应收款	153	341	484	614
预付账款	1195	1872	3335	5335
存货	812	1268	2567	2627
其他	182	497	985	1086
非流动资产	8206	7677	7574	7352
长期投资	838	495	633	654
固定资产	4356	5320	5633	5619
无形资产	384	458	517	593
其他	2627	1404	792	486
资产总计	12737	14633	20327	24912
流动负债	3488	4240	7356	8798
短期借款	1855	1777	3515	4682
应付账款	829	1235	2465	2640
其他	805	1227	1376	1476
非流动负债	2938	3003	3524	4119
长期借款	2314	2586	2975	3589
其他	625	417	549	530
负债合计	6427	7243	10880	12917
少数股东权益	385	585	985	1495
股本	1213	1213	1213	1213
资本公积金	3444	3444	3444	3444
留存收益	1262	2148	3805	5842
归属母公司股东权益	5919	6805	8462	10499
负债和股东权益	12737	14633	20327	24912

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	629	735	936	1504
净利润	522	1207	2409	3176
折旧摊销	403	255	303	325
财务费用	251	261	289	341
投资损失	-138	-77	-90	-102
营运资金变动	-369	-1371	-1945	-2273
其它	-40	460	-31	36
投资活动现金流	-2743	332	-111	-7
资本支出	2589	0	0	0
长期投资	-215	-334	133	23
其他	-369	-2	22	16
筹资活动现金流	3332	-209	1588	751
短期借款	-104	-77	1738	1167
长期借款	1180	272	389	614
普通股增加	250	0	0	0
资本公积增加	2683	0	0	0
其他	-677	-405	-539	-1030
现金净增加额	1218	457	2413	2248

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4569	7950	14550	19457
营业成本	3261	5406	9894	13353
营业税金及附加	40	71	130	172
营业费用	200	265	390	510
管理费用	526	742	1289	1676
财务费用	251	261	289	341
资产减值损失	28	16	18	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	138	77	90	102
营业利润	401	1266	2630	3486
营业外收入	223	164	178	188
营业外支出	38	22	24	28
利润总额	586	1408	2784	3646
所得税	64	201	375	470
净利润	522	1207	2409	3176
少数股东损益	76	200	400	510
归属母公司净利润	446	1007	2009	2666
EBITDA	1054	1782	3222	4152
EPS（元）	0.37	0.83	1.66	2.20

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	32.0%	74.0%	83.0%	33.7%
营业利润	12.5%	215.8%	107.8%	32.5%
归属母公司净利润	22.6%	125.8%	99.5%	32.7%
获利能力				
毛利率	28.6%	32.0%	32.0%	31.4%
净利率	9.8%	12.7%	13.8%	13.7%
ROE	7.5%	14.8%	23.7%	25.4%
ROIC	6.8%	13.6%	22.2%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	50.5%	49.5%	53.5%	51.9%
净负债比率	70.48%	67.69%	64.33%	67.67%
流动比率	1.30	1.64	1.73	2.00
速动比率	1.06	1.34	1.38	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.58	0.83	0.86
应收账款周转率	41	24	29	32
应付账款周转率	5.11	5.24	5.35	5.23
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.83	1.66	2.20
每股经营现金	0.52	0.28	0.77	1.24
每股净资产	4.88	5.61	6.98	8.66
估值比率				
P/E	44	20	10	7
P/B	3.36	2.92	2.35	1.89
EV/EBITDA	21	13	7	5

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801