

分析师： 刘元瑞，邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

引进战略投资者，财务状况改善—冀东水泥增发点评

事件描述

冀东水泥今日发布非公开发行预案，其主要内容为：

- 发行股票数量为 134,752,300 股，发行价格为 14.21 元/股，募集资金总额为 1,914,830,183 元；
- 募集资金扣除发行费用后将全部用于补充公司流动资金；
- 非公开发行的发行对象为菱石投资有限公司。

本次非公开发行股票方案尚需提交公司股东大会审议批准，并经商务部和证监会核准后方可实施。

事件评论

第一，增发表明公司长期投资价值得到产业投资者认同。

- 非公开发行之后，菱石投资持股比例占到 10%，将成为公司第二大股东。

表 1：菱石投资将成为公司第二大股东

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
冀东发展集团有限公司	502316617	41.42%	502316617	37.28%
安徽海螺水泥股份有限公司	131766342	10.86%	131766342	9.78%
菱石投资	0	0	134,752,300	10.00%
其他公众股股东	578687655	47.72%	578687655	42.94%
合计	1212770614	100%	1347522914	100%

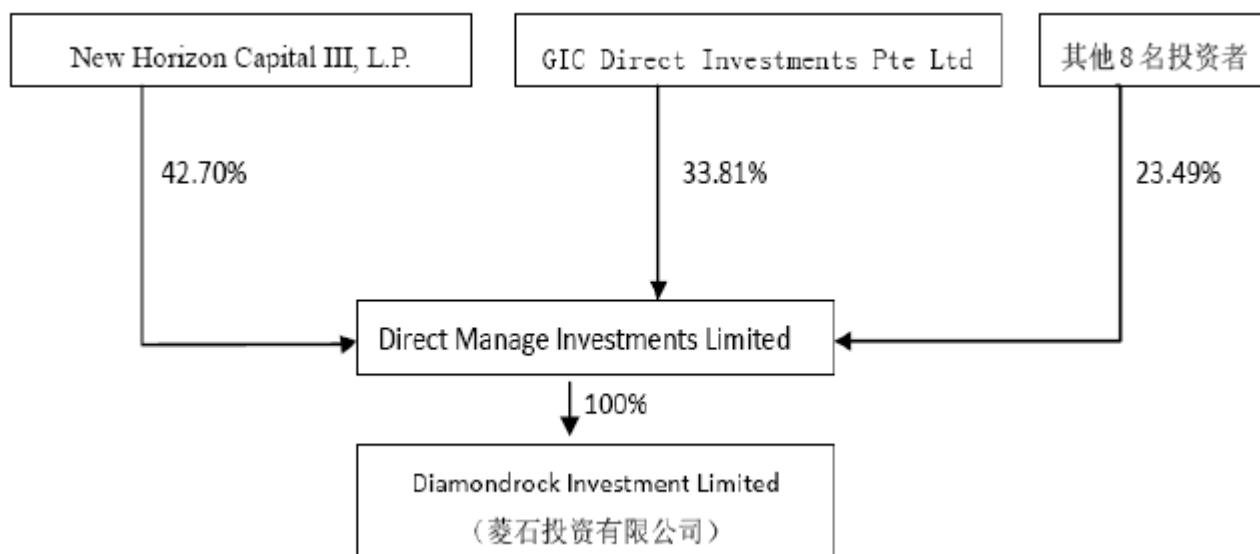
资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 菱石投资为国外战略投资者，非公开发行表明冀东长期投资得到国外产业投资者认同。

菱石投资有限公司为 Direct Manage Investments Limited 全资子公司。主要股东有 New Horizon Capital

III, L.P.和 GIC Direct Investments Pte Ltd（以下简称“GICDI”）。New Horizon Capital III, L.P.是一家于 2008 年 9 月在开曼群岛注册成立的有限合伙企业，是专注于中国的私募股权投资基金。GICDI 最终控股方为新加坡财政部公司，由新加坡政府直接投资有限公司负责管理。

图 1: 菱石投资股权结构



资料来源: 公司公告 长江证券研究部

- 在此之前, 公司原有股东也数次增持公司股票, 公司价值也受到认可。

事实上, 公司原有股东安徽海螺水泥股份有限公司于 4 月 27 日、冀东发展集团有限公司于 4 月 29 日分别增持公司股票, 表明了公司价值已经广受认可。

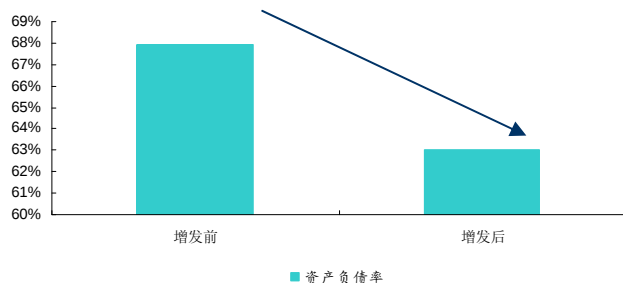
第二, 增发将改善公司财务状况。

- 资产负债率降低, 流动比率、速动比率提高

公司的资产负债率一直维持较高水平, 流动比率、速动比率处于较低水平。截止 2010 年 3 月 31 日, 公司负债总额为 1,642,211.58 万元, 资产负债率达 67.95%, 水泥制造业行业平均资产负债率仅为 46.19%。

本次非公开发行股票完成后, 按照公司 2010 年 3 月 31 日财务数据测算, 公司归属于母公司的所有者权益将增加约 19 亿元, 合并报表口径资产负债率将降低 4.95%至 63.00%, 流动比率将由 1.05 升至 1.57, 速动比率将由 0.78 上升至 1.36。

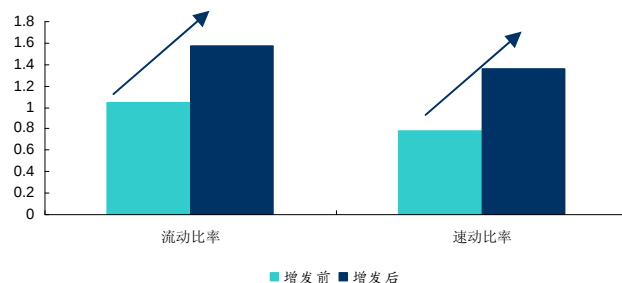
图 2: 资产负债率降低



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

- 财务费用降低

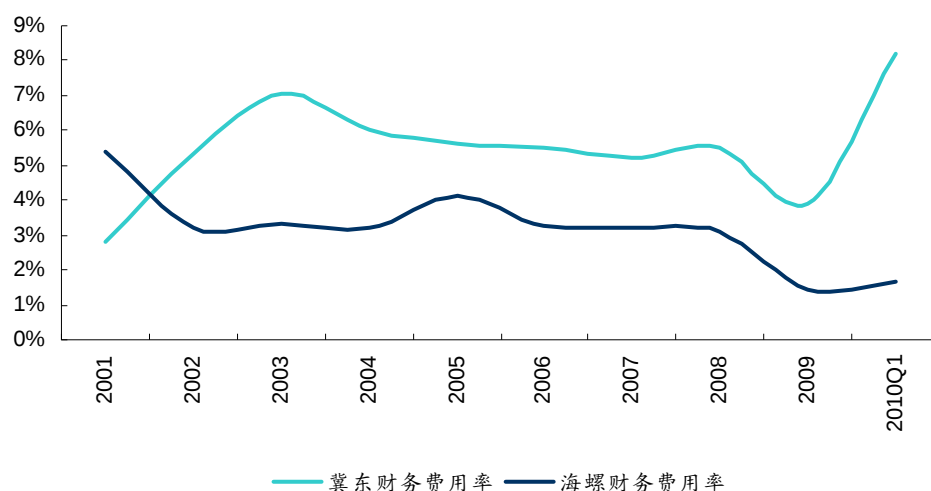
图 3: 流动比率、速动比率提高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

近年来公司一直处于快速发展阶段，资产规模不断增长。随着生产规模的扩大，流动资金需求也在增长，公司为维持日常经营需要大量资金支付经营活动的现金支出，若流动资金不足以支付上述费用时，公司一般通过短期借款的方式进行弥补，使得财务费用负担较重。

图 4：冀东财务费用率高于海螺



资料来源：Wind, 长江证券研究部

次非公开发行所募集资金补充流动资金后，公司营运资金压力将得到一定程度缓解，相当于减少等额短期债务融资，从而减少财务费用。以一年期短期借款利率 5.31% 利率水平（2008 年 12 月 23 日起执行）测算，本次非公开发行募集资金 191,483.02 万元（含发行费用），用于补充流动资金后，公司相当于每年降低利息费用约 10,167.75 万元。

第三， 维持“推荐”评级。

我们预计 2010 年~2012 年 EPS 分别为 1.08、1.45、2.14 元（考虑增发摊薄），对应的 PE 分别为 13.36、9.91、6.73，由于公司产能扩张快速，区域景气高企，兼并收购将进一步提高市场控制力，增发后财务状况得到改善，我们维持公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6938	11392	16655	21947	货币资金	3045	1631	2724	5738
营业成本	4738	7837	11725	15253	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2200	3554	4930	6694	应收账款	829	1362	1991	2624
% 营业收入	31.7%	31.2%	29.6%	30.5%	存货	888	1469	2198	2859
营业税金及附加	48	78	115	151	预付账款	1255	2077	3108	4043
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	211	337	506	621
销售费用	264	410	666	746	流动资产合计	6422	7192	11029	16533
% 营业收入	3.8%	3.6%	4.0%	3.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	848	1367	1999	2524	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.2%	12.0%	12.0%	11.5%	长期股权投资	1161	1561	1921	2321
财务费用	272	375	303	296	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.3%	1.8%	1.3%	固定资产合计	4792	5961	6423	5706
资产减值损失	24	44	52	52	无形资产	738	701	666	633
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	21	21	21	21
投资收益	392	400	400	400	递延所得税资产	51	7	9	9
营业利润	1136	1679	2196	3325	其他非流动资产	8432	8432	8432	8432
% 营业收入	16.4%	14.7%	13.2%	15.1%	资产总计	21617	23876	28501	33654
营业外收支	145	208	347	421	短期贷款	3242	0	0	0
利润总额	1280	1887	2543	3746	应付款项	2843	4702	7037	9153
% 营业收入	18.5%	16.6%	15.3%	17.1%	预收账款	426	700	1024	1349
所得税费用	216	318	429	632	应付职工薪酬	57	95	142	185
净利润	1064	1569	2114	3114	应交税费	-231	-348	-476	-686
归属于母公司所有者的净利润	983.9	1449.8	1953.9	2878.5	其他流动负债	279	459	687	884
少数股东损益	81	119	160	236	流动负债合计	6616	5609	8413	10884
EPS (元/股)	0.73	1.08	1.45	2.14	长期借款	5653	5653	5653	5653
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1970	2120	3056	4161	其他非流动负债	1635	1635	1635	1635
取得投资收益	242	0	0	0	负债合计	13904	12896	15701	18172
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	6688	9835	11496	13942
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-4654	-1614	-1367	-419	股东权益	1026	1144	1304	1540
其他	-589	0	0	0	负债及股东权益	7713	10979	12800	15483
投资活动现金流净额	-5243	-1614	-1367	-419	基本指标				
债券融资	597	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	13	1915	0	0	EPS	0.730	1.076	1.450	2.136
银行贷款增加 (减少)	4226	-3242	0	0	BVPS	5.51	8.11	8.53	10.35
筹资成本	574	-593	-596	-727	PE	19.68	13.36	9.91	6.73
其他	-1804	0	0	0	PEG	0.46	0.31	0.23	0.16
筹资活动现金流净额	3607	-1920	-596	-727	PB	2.61	1.77	1.68	1.39
现金净流量	334	-1414	1093	3014	EV/EBITDA	12.94	9.22	6.48	4.02
					ROE	14.7%	14.7%	17.0%	20.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究。

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。