

战略资本抄底助推外延式扩张

——冀东水泥（000401）非公开增发动态点评

分析师

但朝阳

李龙

☎0755-83516255

☎0755-83516194

✉ danzy@cgws.com ✉ lil@cgws.com

PCN: S1070200010015 PCN: S1070110030004

投资评级：推荐（维持）

当前股价（2010/6/22）：15.60元

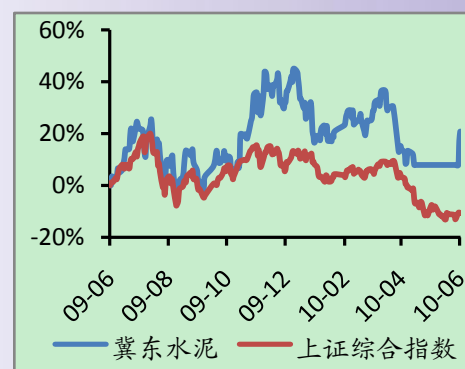
公司主要数据（年）

公司总股本（亿股）	12.13
公司流通股（亿股）	12.12
十大流通股东持股比例	60.03%
ROE	14.71%
ROA	7.14%
每股净资产（元）	4.14
资产负债率	64.32%
当前基本每股收益（元）	0.61

公司盈利预测（单位：亿元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	69.38	116.57	164.33	191.09
营业利润	11.36	27.14	39.20	46.00
净利润	10.64	21.62	30.66	35.77
净利增速	121%	94%	42%	17%
EPS(元)	0.61	1.18	1.68	1.96
PE	25.64	13.20	9.30	7.98

相对上证综合指数走势



相关报告

- **事件：**公司公告拟向境外战略投资者“菱石投资”非公开发行1.35亿股，发行价格14.21元，计划募集资金19.15亿元。发行完成后菱石投资持有公司10%的股份。本次发行尚需公司股东大会的审议批准，并由商务部和中国证监会核准后方可实施。我们预计增发将在今年四季度完成。
- **优化资本结构，提高抗风险能力。**随着产能规模不断扩大，公司依靠短期借款解决流动资金不足的问题，从而增加了财务费用。本次非公开发行补充流动资金后，将每年为公司节省利息费用1亿元左右。目前公司的资产负债率为67.95%，高于水泥制造业行业平均水平21.76个百分点。此次非公开发行完成之后，公司归属母公司所有者权益将增加19亿元左右，合并报表口径资产负债率将降低至63%。流动比率和速动比率分别提升至1.57和1.36，公司资本结构得到优化，抗风险能力提高。
- **顺应产业结构调整，加速外延式扩张。**公司作为北方最大的水泥企业，在国家淘汰落后产能和水泥行业结构调整的背景下，发展战略以新建生产线为主调整为兼并收购为主。公司通过对秦岭水泥的成功收购（09年贡献公司三成利润）积累了丰富的经验，加强了公司对外延式扩张的信心。我们认为公司此次募集资金实际将主要用于兼并收购，对长远发展影响深远。
- **产业资本抄底，价值被明显低估。**国内水泥行业龙头海螺水泥在08年8月大举增持6123万股成功抄底之后，截止今年4月累计增持6062.5万股，合计持有1.2亿股，其中今年前4个月公司股价调整期间累计增持2000万股（平均成本在15-16元之间）。公司控股股东冀东发展集团也于今年4月末增持757万股（平均成本15.1元）。此次引入菱石投资的增发价格亦接近于公司目前股价15.60元，体现战略投资者对公司前景的认可。
- **估值及投资评级：**在不考虑增发后股本摊薄的情况下，预计公司10-12年EPS1.18/1.68/1.96元。考虑本次增发的1.35亿股，摊薄后10-12年EPS1.1/1.53/1.78元，对应PE分别14/10/9倍。目前公司股价已具有足够的安全边际，本次增发将有利于公司业绩释放，结合我们对行业景气周期的判断，给予“推荐”的投资评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财务预测(百万元)

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	财务分析指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6937.73	11656.70	16433.00	19108.90	收益率				
减：营业成本	4737.96	8159.69	11503.10	13376.23	毛利率	31.71%	30.00%	30.00%	30.00%
营业税金及附加	47.80	80.31	113.22	131.66	三费/销售收入	19.95%	5.88%	5.35%	5.14%
营业费用	264.25	443.99	625.91	727.84	EBIT/销售收入	22.24%	26.72%	26.37%	26.25%
管理费用	847.76	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.06%	40.49%	36.14%	34.58%
财务费用	271.85	241.15	253.17	254.84	销售净利率	15.34%	18.54%	18.66%	18.72%
资产减值损失	23.90	20.04	20.04	20.04	资产获利率				
加：投资收益	391.54	2.10	2.10	2.10	ROE	14.71%	22.85%	25.24%	23.40%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.14%	13.22%	18.89%	21.58%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	22.28%	30.47%	22.41%	23.17%
营业利润	1135.75	2713.62	3919.66	4600.40	增长率				
加：其他非经营损益	144.68	167.87	167.87	167.87	销售收入增长率	51.85%	68.02%	40.97%	16.28%
利润总额	1280.44	2881.48	4087.53	4768.26	EBIT 增长率	86.72%	101.90%	39.11%	15.75%
减：所得税	216.00	719.85	1021.36	1191.54	EBITDA 增长率	69.70%	126.33%	25.80%	11.26%
归属母公司股东净利润	983.87	1911.46	2711.31	3162.77	净利润增长率	103.97%	103.08%	41.84%	16.65%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	资本结构				
货币资金	3045.28	3349.81	3684.79	4053.27	资产负债率	64.32%	46.28%	59.21%	49.24%
应收和预付款项	2277.48	4298.25	4971.87	5807.77	投资资本/总资产	33.56%	59.16%	68.40%	79.77%
存货	887.83	2138.23	2127.75	2832.89	带息债务/总负债	18.11%	69.10%	50.36%	59.79%
长期股权投资	1161.10	1161.10	1161.10	1161.10	流动比率	97.06%	276.19%	174.65%	310.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	80.45%	211.29%	137.50%	237.36%
固定资产和在建工程	13196.85	11663.49	10130.12	8596.75	收益留存率	87.67%	87.67%	87.67%	87.67%
无形资产和开发支出	758.92	680.36	601.80	523.24	资本管理效率				
其他非流动资产	78.79	65.06	51.34	51.34	总资产周转率	0.32	0.49	0.72	0.82
资产总计	21617.32	23567.37	22939.84	23237.43	固定资产周转率	0.76	1.00	1.62	2.22
短期借款	2518.00	696.44	0.00	0.00	应收账款周转率	12.29	9.01	12.40	11.11
应付和预收款项	3524.56	2349.55	5722.04	3580.67	存货周转率	5.34	3.82	5.41	4.72
长期借款	6840.79	6840.79	6840.79	6840.79	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
其他负债	1020.71	1020.71	1020.71	1020.71	EBIT	1542.76	3114.75	4332.81	5015.22
负债合计	13904.06	10907.48	13583.53	11442.16	EBITDA	2085.58	4720.37	5938.42	6607.11
股本	1212.77	1212.77	1212.77	1212.77	NOPLAT	1152.67	2210.69	3124.23	3636.04
资本公积	3325.51	3325.51	3325.51	3325.51	EPS	0.61	1.18	1.68	1.96
留存收益	2149.32	3825.16	6202.26	8975.17	BPS	4.14	5.17	6.64	8.36
归属母公司股东权益	6687.59	8363.44	10740.53	13513.45	PE	25.64	13.20	9.30	7.98
少数股东权益	1025.67	1275.85	1630.71	2044.66	PB	3.77	3.02	2.35	1.87
股东权益合计	7713.26	9639.28	12371.24	15558.10	PS	3.64	2.16	1.54	1.32
负债和股东权益合计	21617.32	20546.76	25954.77	27000.27	PCF	12.74	-45.56	3.36	15.52
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	EV/EBIT	12.63	7.87	5.51	4.77
经营性现金净流量	1970.15	400.00	460.00	510.00	EV/EBITDA	9.34	5.19	4.02	3.62
投资性现金净流量	-5242.95	-210.00	-60.00	-45.00	EV/NOPLAT	16.91	11.08	7.64	6.58
筹资性现金净流量	3606.88	-80.00	-18.00	10.00	EV/IC	2.69	1.76	1.52	1.29
现金流量净额	334.09	110.00	382.00	475.00	ROIC-WACC	0.22	0.27	0.20	0.21

资料来源：Wind 长城证券金融研究所

研究员介绍及承诺:

李 龙: 建筑、建材行业研究员。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>