



建材/原材料

冀东水泥 (000401)

增资混凝土：不可忽视的业绩弹性因素

韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 S0880208070351

本报告导读：

投资要点：

为加快混凝土市场区域整合进度，快速抢占市场先机，经与集团公司友好协商，双方拟对混凝土投资公司按原比例增加注册资本 5 亿元，大股东冀东发展集团以现金增资 2.55 亿元，冀东水泥以现金增资 2.45 亿元。本次增资完成后，混凝土投资公司注册资本由 4.81 亿元增加到 9.81 亿元，大股东占注册资本的 51%，冀东水泥注册资本的 49%。

国外成熟市场水泥公司控制区域内水泥价格，一方面是通过控制上游原材料和控制水泥产能，另一方面通过控制下游混凝土搅拌站实现对销售渠道的控制。我们在中期策略报告中所阐述的水泥为朝阳行业论据之一就是目前中国水泥集中度低、尚未有真正企业开始拓展混凝土。本质上混凝土销售半径小于水泥，控制了改销售渠道有助于提升价格。

公司 2009 年华北 35%、西北 25%、吉林 17%、辽宁 67% 的水泥销售去向是混凝土搅拌站。自身 2009 年混凝土搅拌站产能 400 万立方米、销售 140 万立方米，实现利润 5000 万元。通过收购和新建目前混凝土产能约为 2400 万立方米，规划年底达到 4000 万立方米，2011-12 年产能达到 6000 万和 1 亿立方米。该次注资有助于该产业链战略实施。

混凝土运输半径更小，若控制了运输半径内有效份额价格控制力度比水泥更有效，这不仅能增加混凝土自身盈利，更有助于提升水泥盈利水平。目前公司在战略执行初期，股价未有充分反映该战略、但绝对是不可忽视的业绩弹性因素。合理 PE16-24 倍，以 2010 年 EPS 衡量有 12-68% 空间，2011 年 EPS 衡量有 47-120% 空间，增持。行业首配。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,569	6,938	10,206	14,628	18,024
(+/-)%	32.0%	51.9%	47.1%	43.3%	23.2%
经营利润 (EBIT)	514	1,016	1,583	2,357	3,075
(+/-)%	6%	98%	56%	49%	30%
净利润	436	984	1,573	2,293	2,834
(+/-)%	20%	126%	60%	46%	24%
每股净收益 (元)	0.36	0.81	1.30	1.70	2.10
每股股利 (元)	0.10	0.00	0.32	0.43	0.53

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	11%	15%	16%	16%	17%
净资产收益率 (%)	7%	15%	16%	20%	21%
投入资本回报率 (%)	5%	6%	8%	11%	13%
EV/EBITDA	30.0	17.6	12.9	9.2	7.2
市盈率	51.7	22.9	14.3	10.9	8.8
股息率 (%)	0.5%	0.0%	1.7%	2.3%	2.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**24.00**

上次预测：24.00

当前价格：18.56

2010.08.02

交易数据

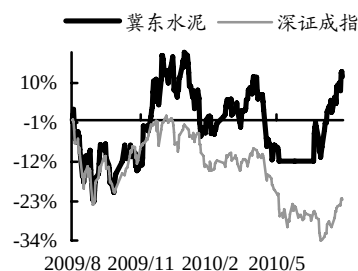
52 周内股价区间 (元)	12.42-19.95
总市值 (百万元)	22,509
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,213/1,212
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	105

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,723
每股净资产	5.54
市净率	3.3
净负债率	193%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	(0.01)	0.02
Q2	0.27	0.43
Q3	0.35	0.48
Q4	0.21	0.36
全年	0.81	1.30

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	24%	23%	14%
相对指数	9%	26%	36%

相关报告

《中报预增 50-100%，行业首配、空间巨大》	2010.07.09
《夯实股价底部，利润和股价未来空间巨大》	2010.06.22
《海螺及冀东集团增持：估值几近投资成本》	2010.04.29
《估值几近吨投资成本，进入长期价值区间》	2010.04.25
《区域振兴保障需求，估值几近重置成本》	2010.03.29

模型更新时间: 2010.08.02

股票研究

原材料

建材

冀东水泥 (000401)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 24.00

当前价格: 18.56

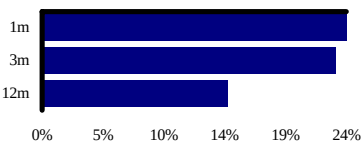
公司网址

www.jdsn.com.cn

公司简介

公司是一个以水泥生产为主业,集干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料为一体的大型建材企业集团,是华北地区最大的高标号水泥供应商,也是全国产销量最大的液体助磨剂制造商。公司现拥有 18 个控股子公司、3 个分公司、1 个参股公司,水泥产能 2000 万吨。公司主营硅酸盐水泥制造、销售,主导产品为“盾石”牌 42.5r、32.5r 低碱高品质硅酸盐水泥,产品出厂合格率、标号合格率一直保持在 100%。公司“盾石”商标于 2005 年被国家工商总局评定为中国驰名商标。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.42-19.95

市值 (百万)

22,509

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,309	2,912	3,462	4,569	6,938	10,206	14,628	18,024
主营业务成本	1,757	2,241	2,411	3,261	4,738	6,881	9,775	11,949
税金及附加	18	26	32	40	48	70	101	124
主营业务利润	535	646	1,020	1,267	2,152	3,254	4,752	5,950
其他业务利润	10	13	9	28	24	35	50	62
营业费用	197	151	184	200	264	389	557	687
管理费用	158	192	342	526	848	1,247	1,787	2,127
EBIT	190	290	484	514	1,016	1,583	2,357	3,075
财务费用	130	161	184	251	272	302	359	390
营业利润	61	129	300	263	744	1,282	1,998	2,685
所得税	24	46	75	64	216	327	473	622
少数股东损益	9	17	53	76	81	122	177	232
净利润	128	210	364	446	984	1,573	2,293	2,834
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	456	729	861	2,062	3,045	4,546	5,129	5,546
其他流动资产	1,145	1,128	1,629	2,469	3,376	5,539	7,940	9,783
长期投资	111	106	570	838	1,161	1,521	1,901	2,377
固定资产合计	4,710	4,480	4,811	6,911	13,197	15,054	15,197	16,087
无形及其他资产	162	296	306	409	786	1,149	1,351	1,601
资产合计	6,585	6,784	8,210	12,737	21,617	27,893	31,639	35,541
流动负债	2,681	2,739	3,521	3,488	6,616	9,042	10,618	11,992
长期负债	1,504	1,439	1,739	2,938	7,288	7,814	8,041	8,167
股东权益	2,176	2,397	2,662	5,925	6,688	9,767	11,487	13,612
投入资本(IC)	5,057	5,004	5,844	8,564	14,037	16,202	18,011	20,391
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	149	241	411	458	845	1,316	1,959	2,556
折旧与摊销	333	336	342	403	529	529	635	730
流动资金增量	(85)	44	498	518	(1,191)	(53)	1,463	1,241
资本支出	1,403	239	683	2,606	7,206	2,762	994	1,883
自由现金流	(836)	294	(429)	(2,263)	(4,627)	(850)	151	176
经营现金流	509	847	537	629	1,970	1,616	902	1,690
投资现金流	576	756	1,462	3,124	(5,243)	(2,762)	(994)	(1,883)
融资现金流	1,227	1,838	2,206	4,079	3,607	(346)	(182)	(272)
现金流净额	2,311	3,441	4,205	7,832	334	(1,493)	(274)	(466)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	25.9%	26.1%	18.9%	32.0%	51.9%	47.1%	43.3%	23.2%
EBIT 增长率	-2.4%	52.2%	67.1%	6.1%	97.7%	55.8%	48.8%	30.5%
净利润增长率	-10.7%	64.6%	73.1%	22.6%	125.9%	59.9%	45.8%	23.6%
利润率								
毛利率	23.9%	23.1%	30.4%	28.6%	31.2%	30.0%	30.6%	31.1%
EBIT 率	8.2%	10.0%	14.0%	11.2%	14.6%	15.5%	16.1%	17.1%
净利润率	5.5%	7.2%	10.5%	9.8%	14.2%	15.5%	15.0%	115.0%
收益率								
净资产收益率(ROE)	5.9%	8.8%	13.7%	7.5%	14.7%	16.1%	20.0%	20.8%
总资产收益率(ROA)	1.9%	3.1%	4.4%	3.5%	4.6%	5.6%	7.2%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.9%	4.8%	7.0%	5.3%	6.0%	8.1%	10.9%	12.5%
运营能力								
存货周转天数	85.6	70.5	70.1	71.9	65.5	62.2	66.2	71.2
应收账款周转天数	68.61	31.76	18.54	22.41	43.64	48.67	48.67	48.67
总资产周转天数	1,040.9	850.3	865.6	1,017.6	1,137.3	997.6	789.5	719.7
净利润现金含量	3.98	4.03	1.48	1.41	2.00	1.03	0.39	0.60
资本支出/收入	61%	8%	20%	57%	104%	27%	7%	10%
偿债能力								
资产负债率	63.6%	61.6%	64.1%	50.5%	64.3%	60.4%	59.0%	56.7%
净负债率	81.6%	77.4%	83.9%	35.6%	76.6%	40.7%	36.0%	33.4%
估值比率								
PE	139.9	85.0	49.1	51.7	22.9	14.3	10.9	8.8
PB	8.2	7.5	6.7	3.8	3.4	2.3	2.2	1.8
P/S	9.7	7.7	6.5	4.9	3.2	2.2	1.5	1.2
EV/EBITDA	52.52	43.97	33.29	30.00	17.64	12.93	9.15	7.20
股息率	0.0%	0.5%	0.7%	0.0%	1.2%	2.0%	2.7%	2.8%

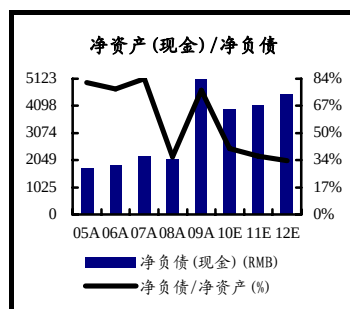
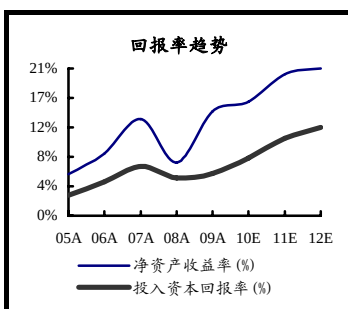
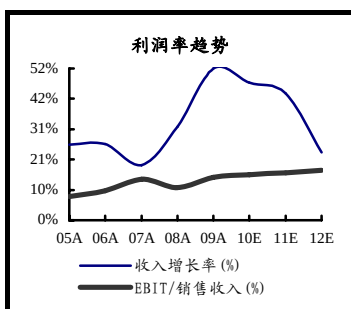
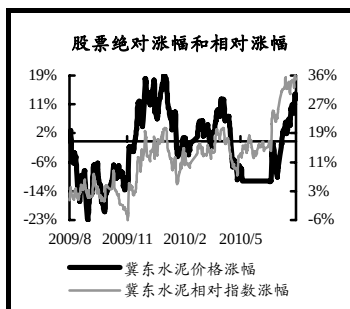
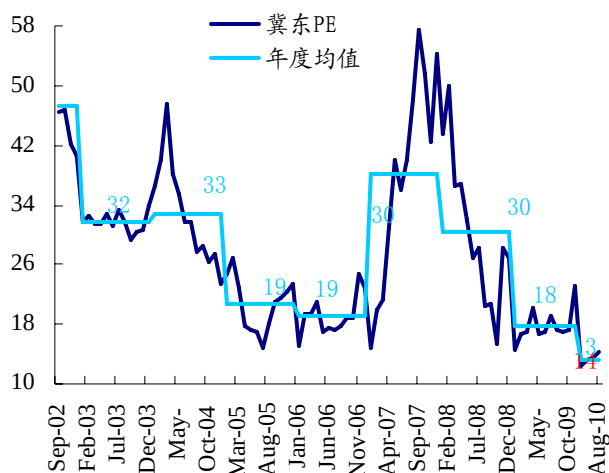


表 1: 盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水泥销量-万吨	1970	2249	3413	5093	7029	8163
增速	23%	14%	52%	49%	38%	16%
水泥价格涨幅	-9%	15%	-4%	3%	4%	4%
煤炭价格涨幅	7%	50%	-10%	10%	3%	2%
余热发电量-亿度			8.20	14.00	18.00	18.00
毛利率	30.6%	28.5%	31.2%	30.0%	30.6%	31.1%
净利润	364	436	984	1,573	2,293	2,834
净利润增速	73%	20%	126%	60%	46%	24%
每股收益 (EPS)	0.38	0.36	0.81	1.30	1.70	2.10

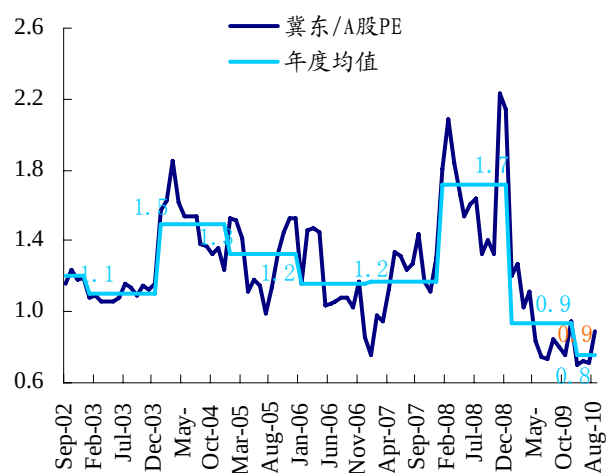
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 1: 冀东水泥动态 PE 时间序列



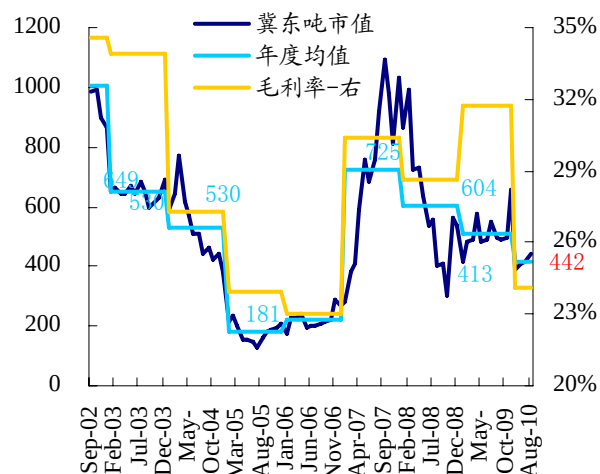
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 2: 冀东水泥动态 PE/A 股 PE 时间序列



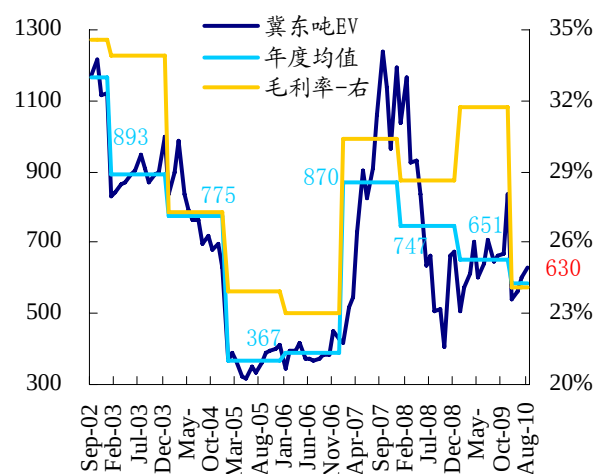
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 3: 冀东水泥吨市值及毛利率时间序列



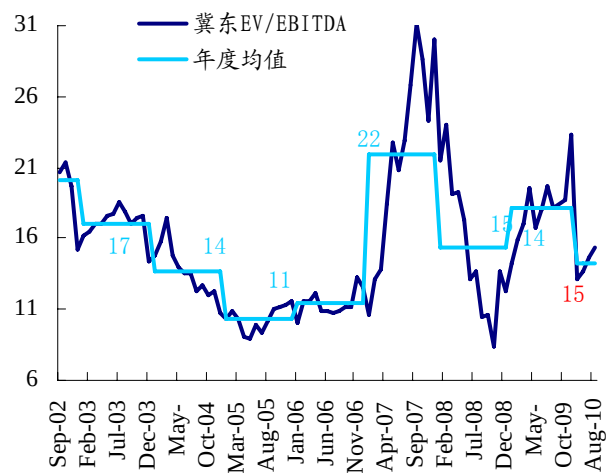
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 4: 冀东水泥吨 EV 及毛利率时间序列



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 6: 冀东水泥 EV/EBITDA



数据来源：WIND，国泰君安证券

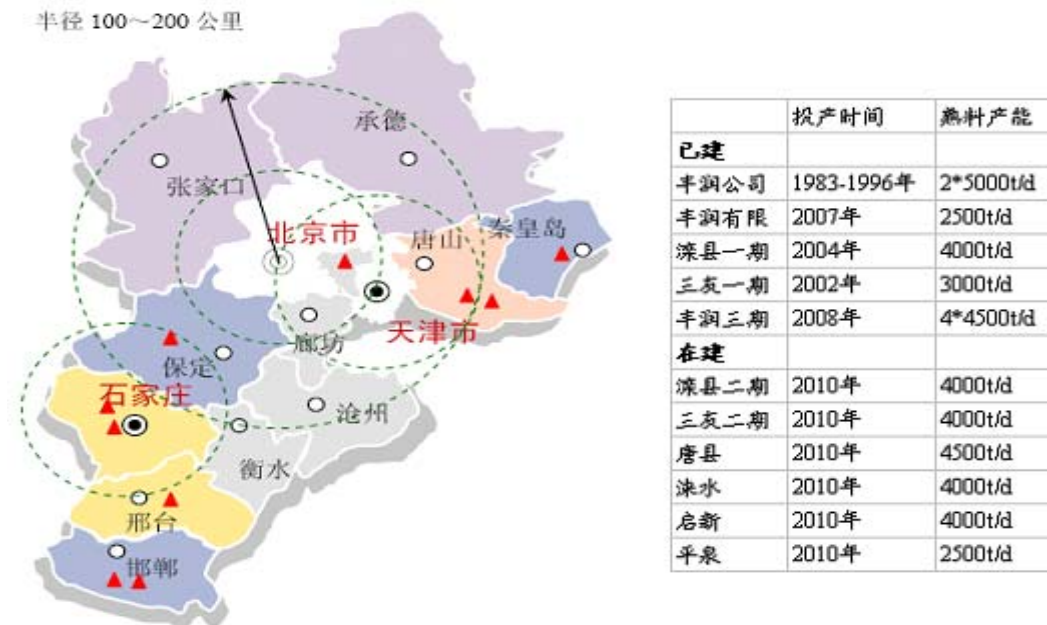
图 7: 公司水泥生产基地布局



产能	2009	2010
京津唐	1940	2615
内蒙古	840	990
山西	390	610
吉林	520	520
辽宁	300	470
陕西	920	1120
四川	120	540
湖南	230	230
山东		300
合计	5260	7395

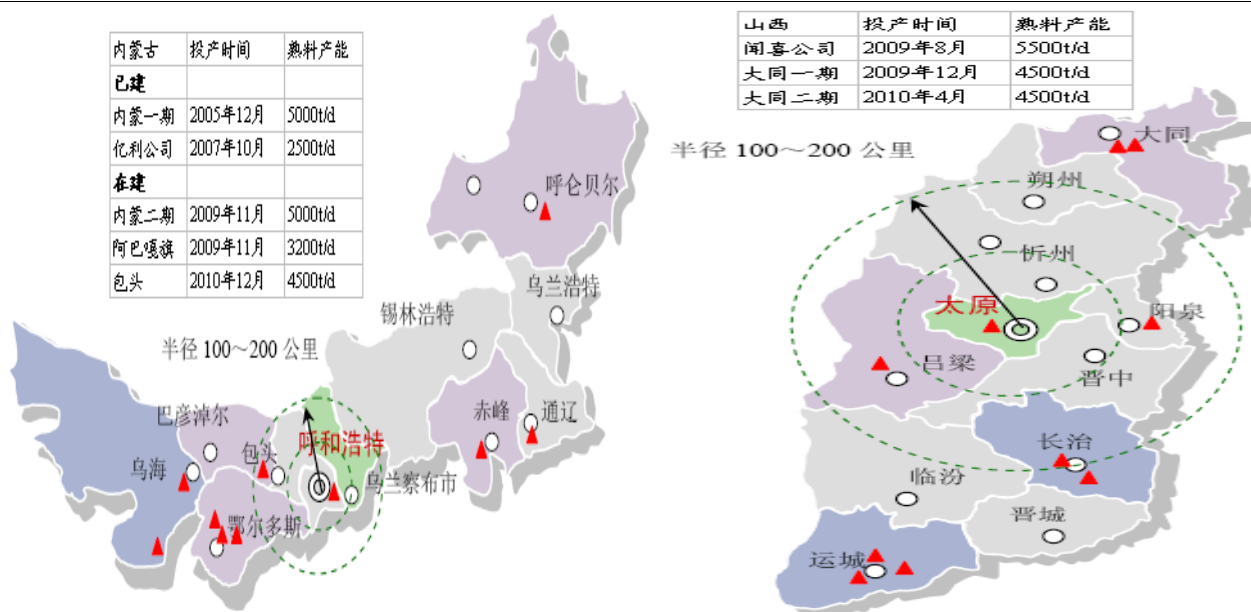
数据来源：冀东水泥，国泰君安证券研究

图 8：公司京津唐水泥生产基地布局



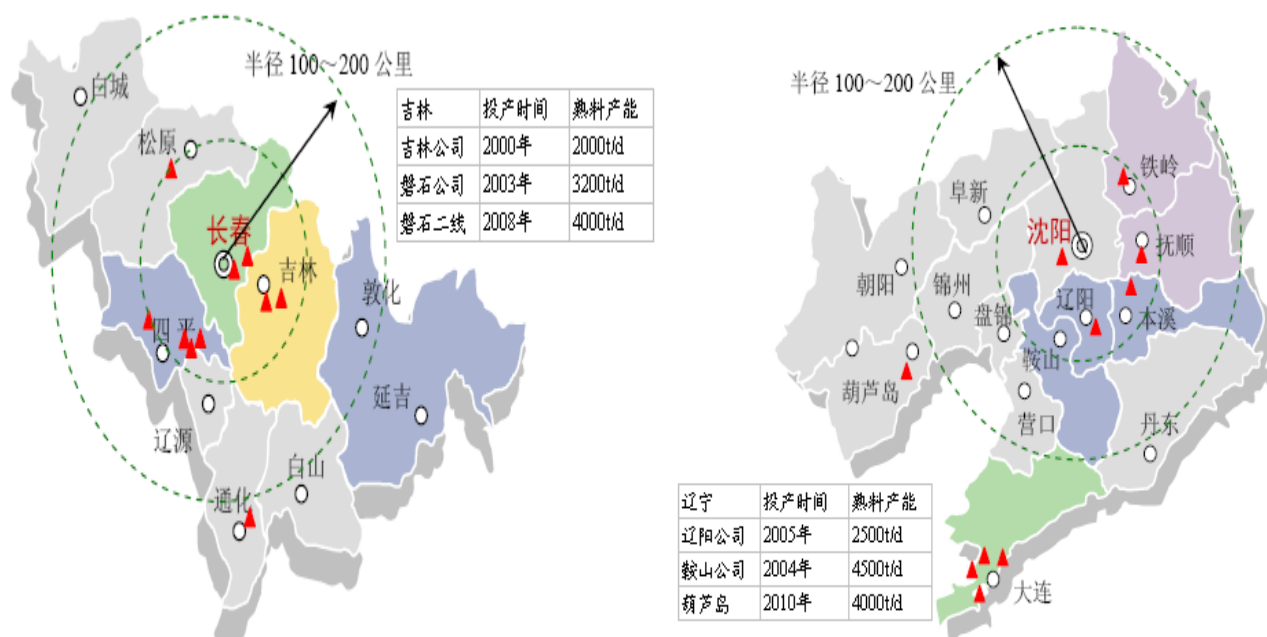
数据来源：冀东水泥，国泰君安证券研究

图 9：公司内蒙古和山西水泥生产基地布局



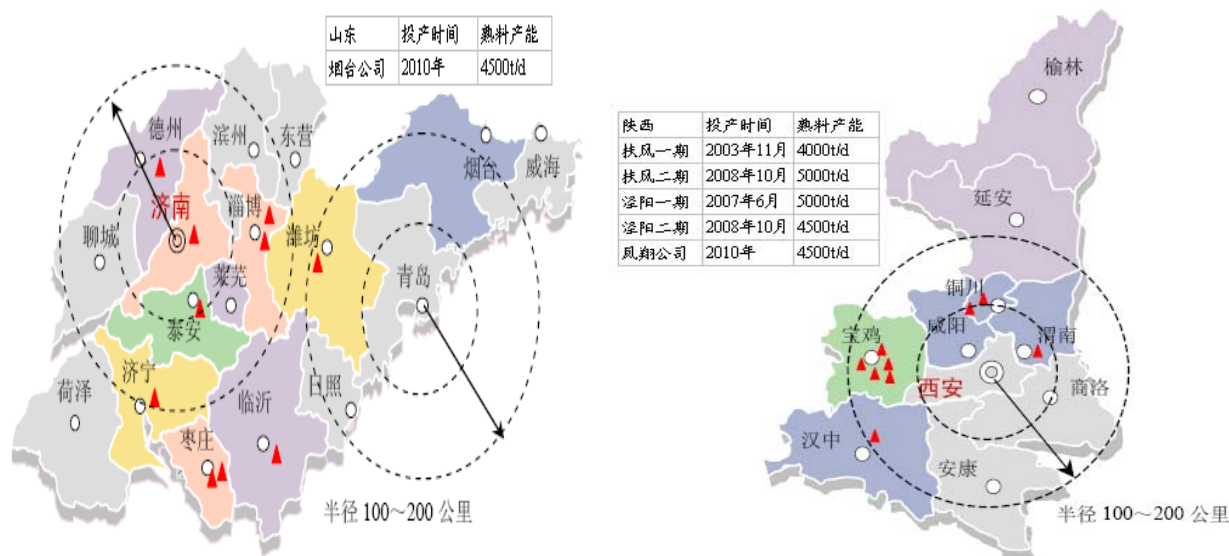
数据来源：冀东水泥，国泰君安证券研究

图 10：公司辽宁和吉林水泥生产基地布局



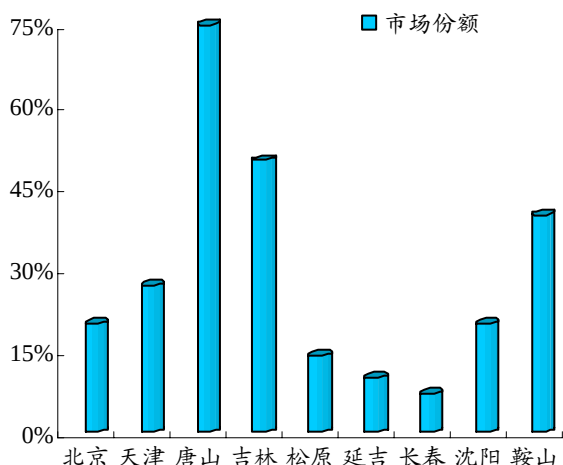
数据来源：冀东水泥，国泰君安证券研究

图 11：公司山东和陕西水泥生产基地布局



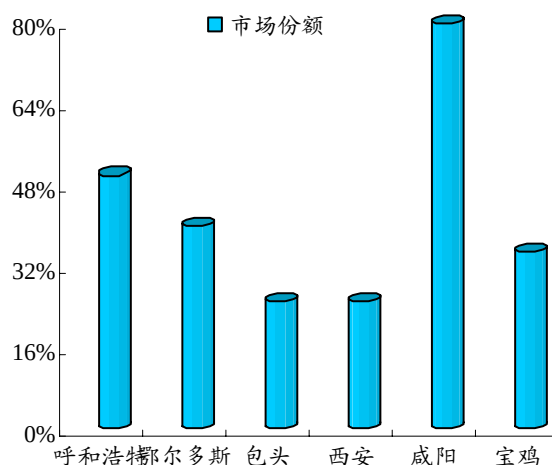
数据来源：冀东水泥，国泰君安证券研究

图 12: 公司京津唐和东北地区市场份额



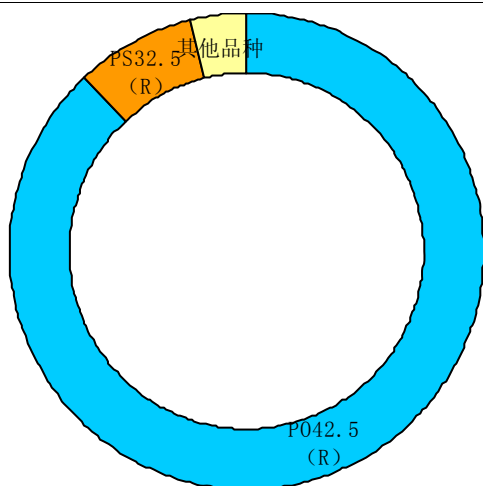
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 13: 公司陕西和内蒙古市场份额



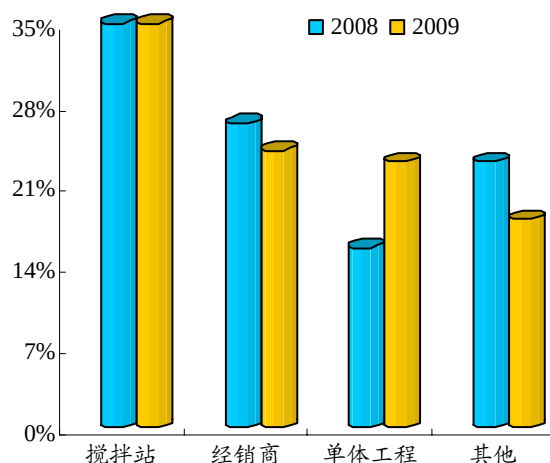
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 14: 华北区产品销量结构



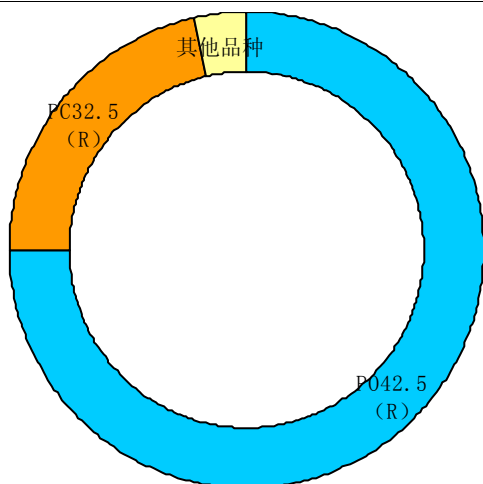
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 15: 华北水泥内销客户结构



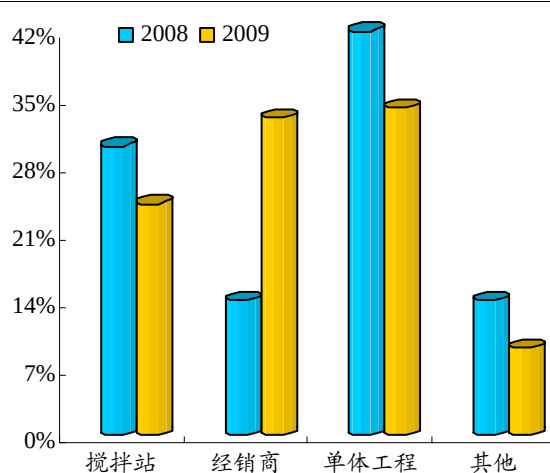
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 16: 西北区产品销量结构



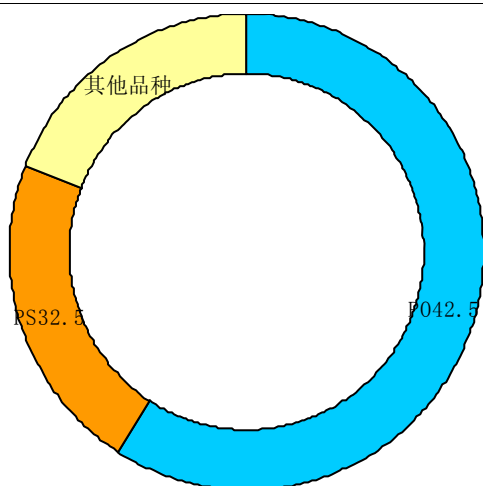
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 17: 西北水泥内销客户结构



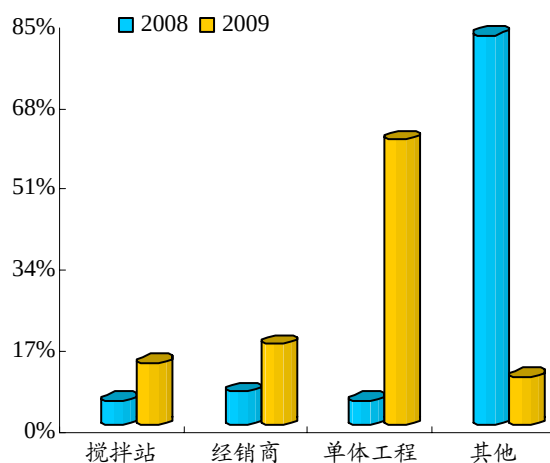
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 18: 吉林产品销量结构



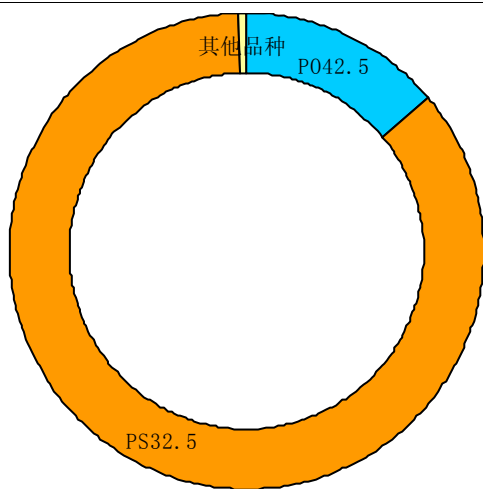
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 19: 吉林水泥内销客户结构



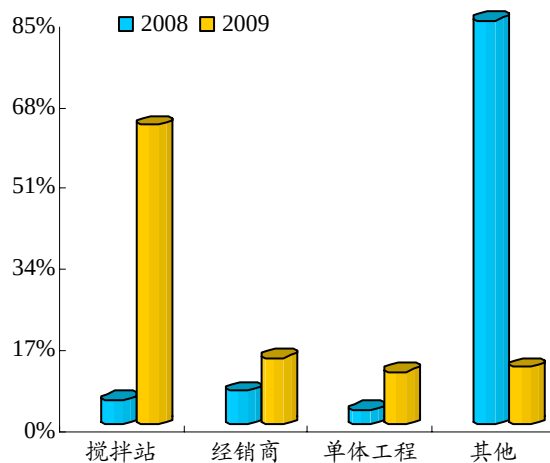
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 20: 辽宁产品销量结构



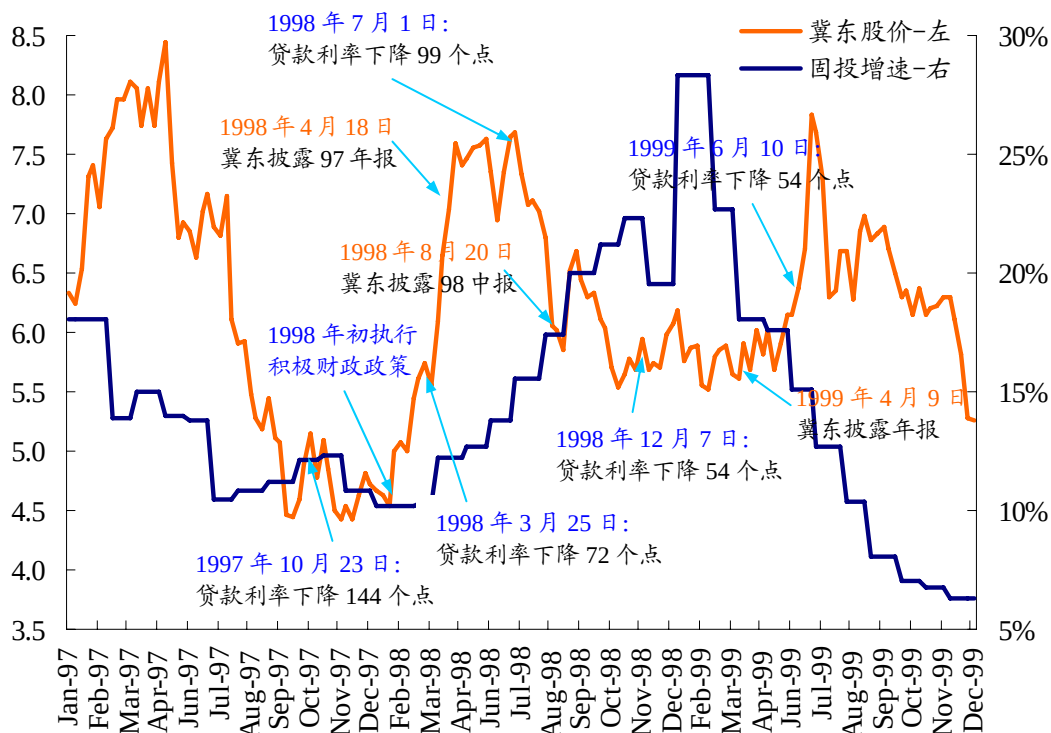
数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 21: 辽宁水泥内销客户结构



数据来源: 冀东水泥, 国泰君安证券研究

图 22: 1997-1999 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 23: 2010 年省区水泥利润情况

2010年1~5月度水泥利润总额排名				2010年1~5月度水泥利润总额增速排名				单位: 亿元		
排名	地区	利润总额	增长(%)	排名	地区	利润总额	增速(%)	地区	利润总额	增速(%)
	全国	2,342.80	24.71							
1	山东	17.04	11.57	1	黑龙江	1.67	1,749.98	贵州	-0.27	-129.12
2	河南	13.24	51.92	2	天津	0.35	1,026.26	湖北	0.15	-96.86
3	河北	12.54	42.22	3	浙江	3.29	506.76	重庆	0.24	-94.04
4	四川	12.17	-27.79	4	广东	10.42	375.79	山西	-1.56	-77.08
5	广东	10.42	375.79	5	海南	2.53	277.95	西藏	0.25	-70.15
6	陕西	8.65	54.45	6	云南	6.56	147.42	上海	0.04	-64.73
7	江苏	8.18	10.16	7	广西	7.47	101.05	宁夏	1.33	-47.37
8	安徽	7.81	98.32	8	安徽	7.81	98.32	四川	12.17	-27.79
9	广西	7.47	101.05	9	陕西	8.65	54.45	北京	0.70	-10.42
10	云南	6.56	147.42	10	河南	13.24	51.92	吉林	3.20	1.30

数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 24: 2010 年省区水泥毛利率情况

2010年1~5月度水泥毛利率排名				2010年1~5月度水泥毛利率涨跌排名						单位: %	
排名	地区	毛利率	增减	排名	毛利率提升前10			毛利率下跌前10			
	全国	14.77	-0.50		地区	毛利率	增减	地区	毛利率	增减	
1	甘肃	30.21	-2.99	1	海南	26.65	12.40	贵州	11.08	-8.57	
2	青海	27.81	0.04	2	黑龙江	18.01	6.17	重庆	13.44	-7.36	
3	新疆	27.15	0.90	3	云南	19.89	6.03	四川	15.86	-6.96	
4	海南	26.65	12.40	4	广东	15.09	5.34	宁夏	25.08	-5.24	
5	宁夏	25.08	-5.24	5	广西	19.39	4.02	湖北	11.39	-5.05	
6	陕西	23.02	-0.17	6	内蒙古	21.86	2.90	北京	12.02	-4.65	
7	内蒙古	21.86	2.90	7	天津	10.27	2.32	安徽	12.69	-3.27	
8	西藏	21.69	-2.38	8	浙江	9.04	1.83	甘肃	30.21	-2.99	
9	云南	19.89	6.03	9	辽宁	11.13	1.81	西藏	21.69	-2.38	
10	广西	19.39	4.02	10	湖南	17.55	1.04	上海	7.80	-1.75	

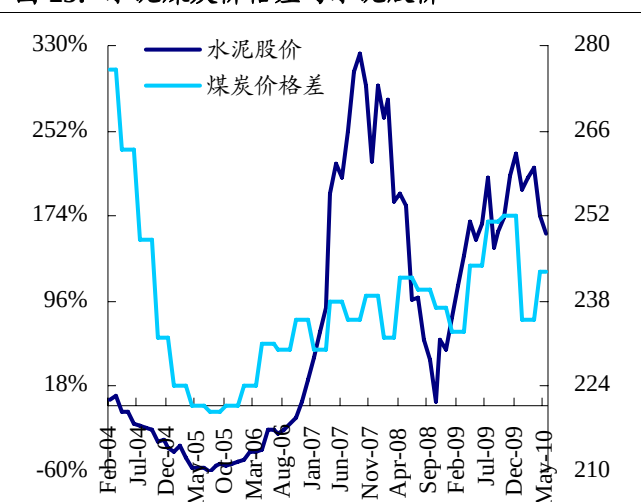
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

表 2: 水泥新增供需边际测算

万吨	08 上	08 下	08 全年	09 上	09 下	09 全年	10 上	10 下	10 全年	11 全年
水泥产量	64417	73868	138285	73462	89436	162898	85771	98208	183979	194985
水泥产量增加	2991	263	3254	9045	15568	24613	12309	8772	21081	11006
水泥完成投资	446	605	1051	746	954	1700	921	1210	2131	1000
淘汰落后产能	1060	4240	5300	1000	5000	7000	2000	7000	9000	8000
干法水泥产能增加	8195	11117	19312	11080	14270	25350	16882	14577	31459	14166
实际产能净增加	7135	6877	14012	10,080	9,270	18,350	14882	7577	22459	6166
新增供需边际	-4144	-6614	-10757	-1,035	6,298	6,263	-2,573	1,195	-1,378	4,840

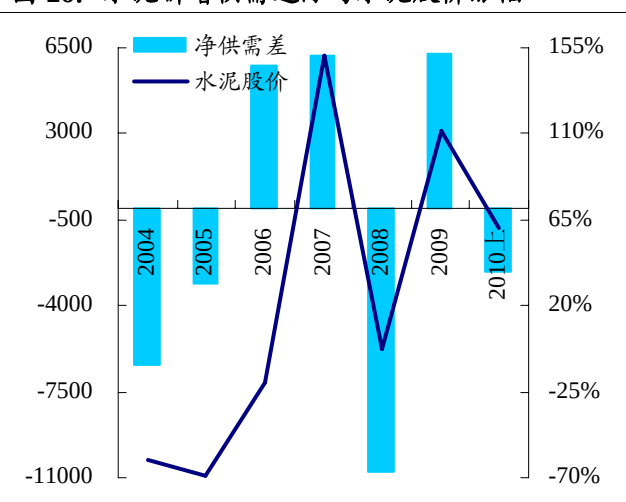
数据来源: CEI, DC, 国泰君安证券研究

图 25: 水泥煤炭价格差与水泥股价



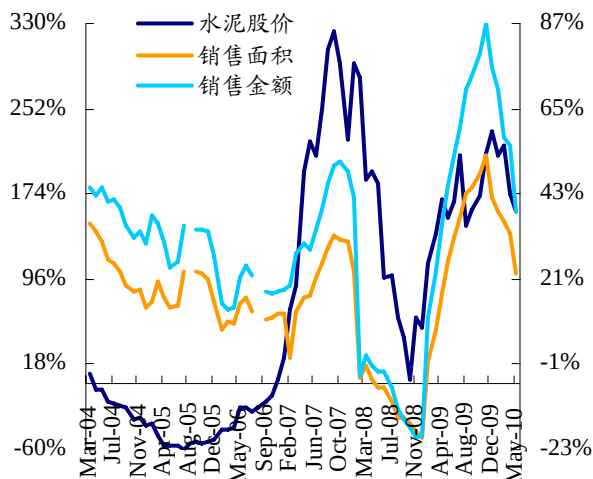
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 26: 水泥新增供需边际与水泥股价涨幅



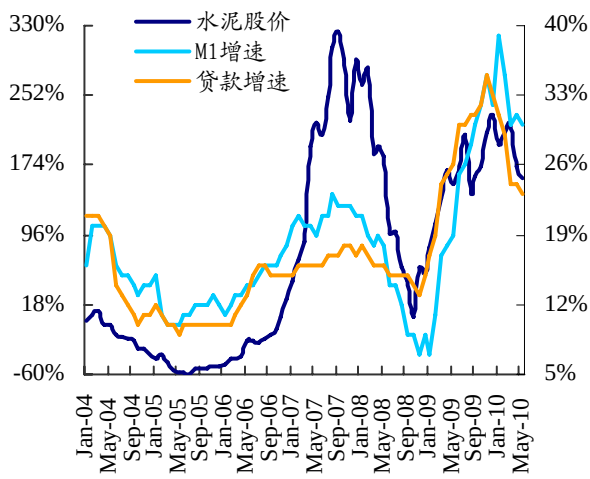
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 27: 水泥股价与地产销售面积金额增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 28: 月末 M1 与贷款同比增速



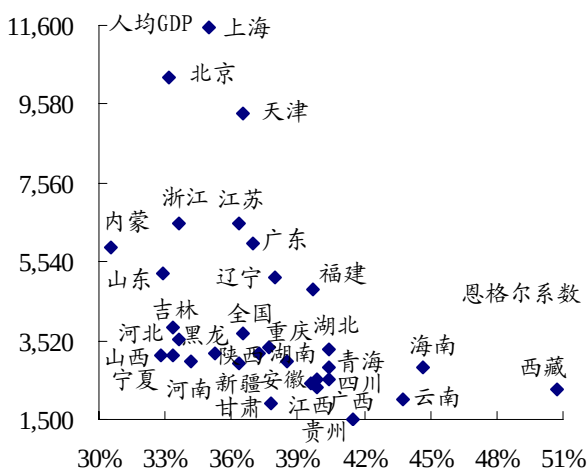
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

表 3: 水泥峰值时间人均水泥消费量及城镇化率

	台湾	日本	韩国	德国	法国	中国 2009
峰值时间	1993	1991	1997	1972	1972	
人均消费量-吨	1.33	0.70	1.34	0.68	0.57	1.22
人均累计消费量-吨	19	20		11	10	12
城镇化率	78%	78%	80%	80%	70%	47%

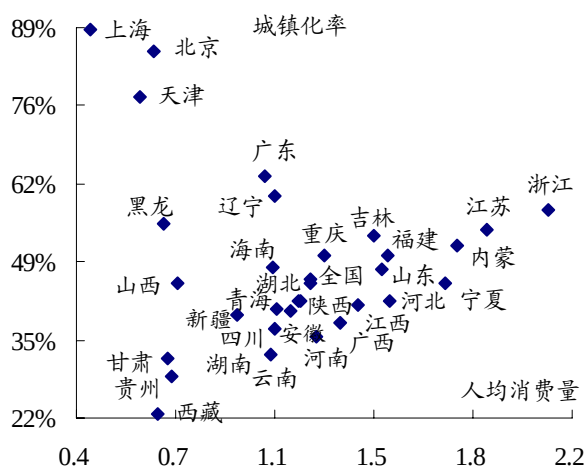
数据来源: 水泥协会, 建材研究院, 国泰君安证券研究

图 29: 恩格尔系数与人均 GDP



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 30: 城镇化率与人均消费量



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		