

在建生产线提供确定增量, 余热发电平滑毛利下滑风险

——冀东水泥(000401)调研简报

核心观点

1、未来两年产销量将快速扩张, CAGR 达 45%。公司 2009 年年底水泥总产能约 6000 万吨, 今年年底已建和在建产能将达到近 1 亿吨, 公司规划在 2011-2012 年还将新增 3000 万吨左右的产能。从产能的角度来看, 公司未来两年扩张速度居于行业之首。预计 10 年全年水泥及熟料产销量 5200 万吨左右, 11 年将达到 7300 万吨左右, 未来两年公司水泥及熟料产销量 CAGR 达 45%。

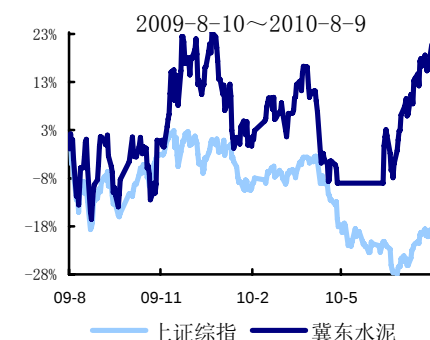
2、水泥生产线已经上升为一种战略资源。从调研情况来看, 目前水泥生产线的潜在价值正在提高。在 2009 年 9.30 新建生产线受限之后, 行业内企业通过新建生产线进行扩张的模式已经无法持续, 而通过兼并收购的外延式模式目前存在诸多障碍, 在新建生产线受限的情况下, 被并购方认为生产线的价值将提升, 存在待价而沽的心态。在这种背景下, 我们认为公司充足的在建生产线已经上升为一种战略资源, 而且这种资源优势别的企业短期难以复制。

3、毛利率面临一定压力, 但主要市场仍处在良性竞争范围内。我们判断行业在下半年到明年上半年的供给压力较大。唐山地区下半年将有 1000 万吨左右的新产能投放。海螺也将在下半年进入陕西市场, 下半年在礼泉和迁阳有两条 5000t/d 的生产线投产。公司主要市场毛利率面临一定压力。但总体上看, 公司主要市场区域仍处在良性范围内津、河北、陕西的投资增速一直高于全国平均水平。京津唐地区是公司的传统市场, 控制力强、陕西市场在收购秦岭后也成坐大之势、山西, 内蒙几无实质对手、在东北和亚泰形成双雄之势。整体上看, 主要市场的竞争环境仍然处于良性状态, 冀东在主要市场都具备一定的控制力。

4、余热发电可有效平滑毛利下滑风险。2010 年公司计划再投产 12 台机组, 总装机容量 10.25 万 KW, 增加 70%, 这些余热发电装备如果全部运行年发电能力可达 18 亿度, 每年节约成本近 6 亿元, 将在未来两年节约吨成本 10 元左右, 比目前提高 2 元。以 09 年公司的吨毛利 59 元估算, 可以抵御毛利率下滑幅度超过一个点。这也是我们认为公司对于未来一年内行业可能出现的毛利率下滑具有更强的抵抗力的一个重要逻辑。

5、盈利预测与投资评级。根据调研信息, 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.15 元、1.55、2.10 元。考虑到公司长期的竞争优势和投资价值, 我们维持公司“推荐_A”的评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	121277.06
流通A股(万股)	121170.27
52周内股价区间(元)	12.42-19.95
总市值(亿元)	229.21
总资产(亿元)	216.17
每股净资产(元)	5.51
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-冀东水泥(000401):中期业绩高增长, 关注反弹机会》 2010-07-09
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-冀东水泥(000401):业绩超预期, 看点是高成长性》 2010-03-30

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	6938	10796	15307	20297
同比增速(%)	52%	56%	42%	33%
净利润(百万)	984	1393	1886	2542
同比增速(%)	126%	42%	35%	35%
EPS(元)	0.81	1.15	1.55	2.10
P/E	23.33	16.43	12.19	9.00

研究员: 傅浩

电话: 010-84183227

Email: fuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210070004

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

一、在建生产线是量增的保障，更上升为战略资源

未来两年产销量 CAGR 达 45%

公司 2009 年年底水泥总产能约 6000 万吨，今年年底已建和在建产能将达到近 9500 万吨，公司规划在 2011-2012 年还将新增 3000 万吨左右的产能。从产能的角度来看，公司未来三年扩张速度居于行业之首。

我们梳理了公司近两年的产能投放情况。2009 年公司有武川二期、阿巴嘎旗、大同一期、闻喜公司、临澧公司、江津一期这六条生产线投产，加上收购的奎山水泥和秦岭水泥，新增的产能近 2000 万吨。这些新增产能大部分将在今年释放，预计公司全年的水泥和熟料销量将达到 5200 万吨，同比增 51%。

难能可贵的是今年公司仍然将有 2010 万吨的产能投产，而且从投产时间来看，大部分生产线都是在今年下半年投产，这将保证公司在明年仍然有可观的产能释放量。而根据我们对于行业供需端的判断，行业供给压力最大的时期可能会在今年下半年到明年上半年之间过去。在 11 年下半年之后，我们认为行业基本面将得到很好的改观，行业的盈利能力有望得到提升，这有利于公司释放的产能有效转化为业绩。预计 11 年全年水泥及熟料产销量将达到 7300 万吨左右，未来两年公司水泥及熟料产销量 CAGR 高达 45%。

表 1：公司 2010 年投产产能情况

项目名称	预计投产时间	生产线规模	水泥产能：万吨
滦县二期	2010 年底	4000t/d	140
三友公司	2010 年 8 月	4000 t/d	180
唐县公司	2010 年 4 月	4500 t/d	200
涿水公司	2010 年底	4000 t/d	200
启新公司	2010 年底	4000 t/d	200
康达项目	2010 年底	4000 t/d	120
大同二期	2010 年 4 月	4500 t/d	160
凤翔公司	2010 年底	4500 t/d	200
璧山一期	2010 年 11 月	4500 t/d	150
合川一期	2010 年 11 月	4600 t/d	150
江津二期	2010 年 11 月	3200 t/d	120
烟台公司	2010 年 10 月	4500 t/d	300
总计			2010

资料来源：国都证券

生产线已经上升为一种战略资源

从调研情况来看，目前水泥生产线的潜在价值正在提高。在 2009 年 9.30 新建生产线受限之后，行业内企业通过新建生产线进行扩张的模式已经无法持续，而通过兼并收购的外延式模式目前存在一定障碍。一般规模太小的生产线并购方也不愿意要，而较大的生产线在还能够生存下去的情况下，被并购方也不愿意出售。国企还稍好，如果政府能够很好的推动，相对较容易，但是也有地方政府由于税收的原因，也不愿意地方企业被兼并。私企则难度较大，私企业主一般算计的更为精明，在并购谈判中只能占便宜，不能吃亏，而且在不能够新建产能的背景下，很多企业主认为未来生产线将升值，有一种待价而沽的心态，这加大了并购难度。

在这种背景下，我们认为公司充足的在建生产线资源显得尤为珍贵，这使得公司在同行中具备了短期难以复制的优势。我们认为政策对新建生产线在短期内还很难放开，在建生产线已经成为决定未来两年水泥企业增长的一种战略性资源。从产业资本的角度来看，冀东在行业内的比较优势已经得到产业资本的青睐，大股东冀东发展集团和第二大流通股股东海螺集团今年都对公司进行了增持。公司近期还引进了战略投资者菱石投资，从增发价格来看，战略投资者对公司二级市场的价格也是较为认同的。

表 2：产业资本多次购买公司股份

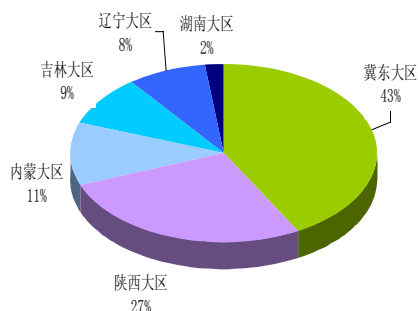
产业资本	时间	购买股份：万股	收购价格
安徽海螺股份有限公司	2008.08.08	6123.5	-
安徽海螺股份有限公司	2010.04.27	6062.5	-
冀东发展集团	2010.04.29	757	15.1
菱石投资	2010.6	13475.2	14.21

资料来源：国都证券

二、毛利率面临一定压力，但主要市场仍处在良性竞争范围内

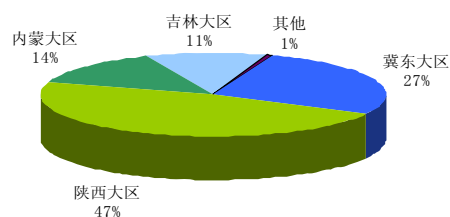
2009 年公司的水泥销量中，冀东大区（主要是京津唐地区）占 43%，陕西大区占 27%，为占比最大的两个区域。利润占比中，合营公司按 100%算的话，陕西地区占 47%，冀东大区占 27%。其中，陕西大区增长最快，实现利润总额 8 亿元，按权益比例算对公司利润贡献率达到 29.28%，其次是内蒙大区实现利润总额 2 亿元，对公司利润贡献率为 17.63%。

图 1：公司各区域产销量占比



资料来源：国都证券 注：按合营公司 100%比例

图 2：公司各区域利润占比



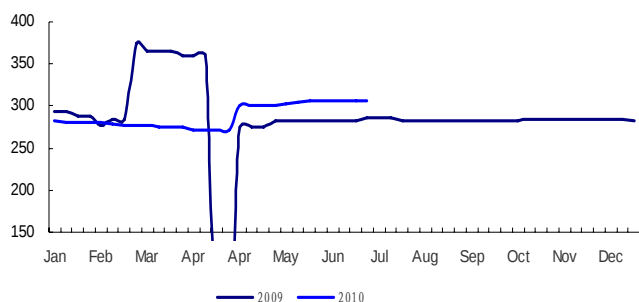
资料来源：国都证券 注：按合营公司 100%比例

京津唐和陕西明年将面临一定压力

今年上半年唐山周边地区的水泥价格保持平稳。天津市场价格稳中有升，主要原因一方面是由于天津市场在基建需求的拉动下在 5-6 月份进入小旺季，水泥需求上升。另一方面，天津地区目前施行车辆限载政策，使得水泥原材料的运输成本上升，也提高了外地水泥进入的运费，因此价格有所上涨。这也部分影响了公司的水泥进入天津市场的成本，但是公司认为这种影响是有限的。北京地区由于房地产调控的影响，水泥需求有所下降。陕西地区的水泥市场价格上半年略低于去年同期，但仍然大幅高于 08 年同期，处在历史高位上。

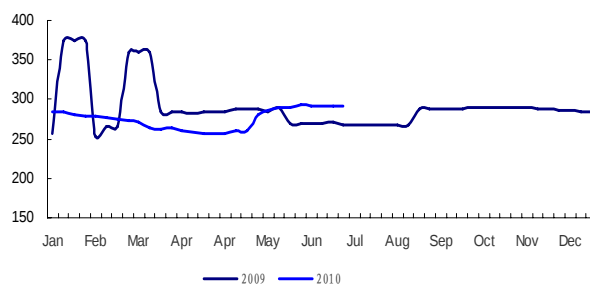
另外，从供给上看，今年下半年唐山地区将有 1000 万吨左右的新产能投放。海螺也将在下半年进入陕西市场，下半年在礼泉和迁阳有两条 5000t/d 的生产线投产。这些新增的生产线将主要在明年释放产能，对明年的市场构成一定压力。

图 3：北京水泥煤炭价格差



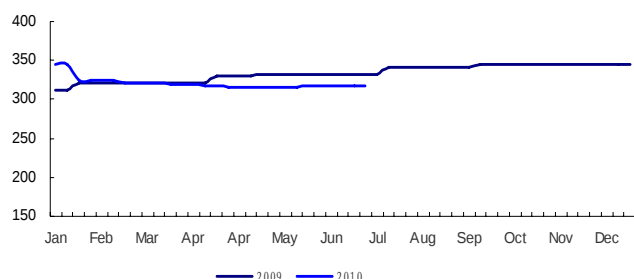
资料来源：数字水泥、煤炭信息网

图 4：天津水泥煤炭价格差



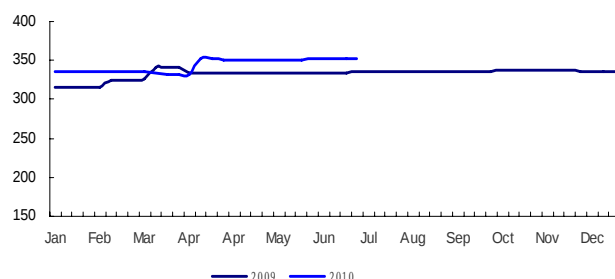
资料来源：数字水泥、煤炭信息网

图 5: 西安水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥、煤炭信息网

图 6: 呼和浩特水泥煤炭价格差

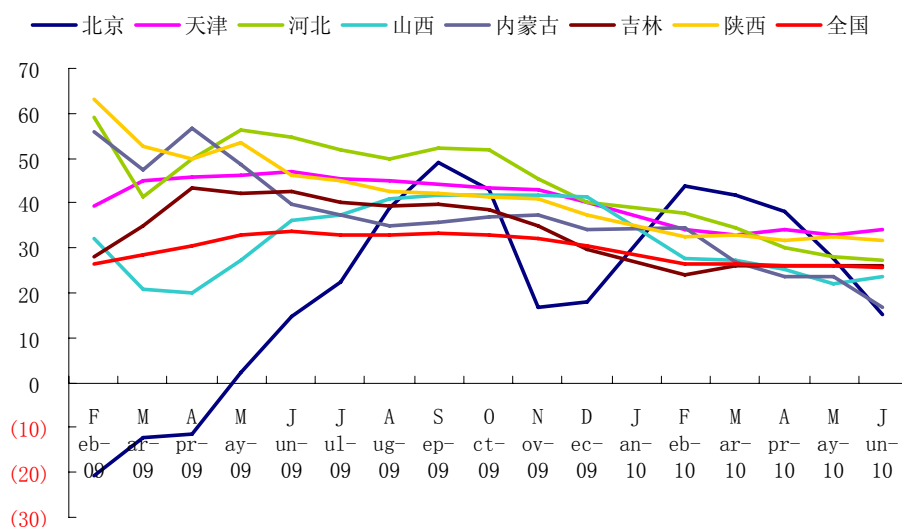


资料来源: 数字水泥、煤炭信息网

主要市场仍处在良性竞争中

目前公司各个区域毛利排序依次为内蒙、陕西、吉林、京津唐地区。从公司利润构成来看,公司主要的利润贡献区域在京津唐和陕西地区。这两个主要的利润贡献区域中,除了北京外,天津、河北、陕西的投资增速一直高于全国平均水平。

图 7: 公司主要市场区域投资增速高于全国水平



资料来源: 国家统计局, 国都证券

从竞争环境来看,目前冀东所在的主要市场中能够和公司进行竞争的手也有限,京津唐地区是公司主要的传统控制力强、陕西市场在收购秦岭后也成坐大之势、山西,内蒙几无实质对手、在东北和亚泰形成双雄之势。整体上看,主要市场的竞争环境仍然处于良性状态,冀东在主要市场都具备一定的控制力。这也使得公司能够获得较为合理的毛利率。

表 3: 公司主要市场竞争状况分析

市场区域	供需压力	公司地位	主要竞争对手
京津唐	目前不大, 明年有一定压力	公司的传统市场, 控制力强	金隅 众喜、声威、海螺 (潜在)
陕西	目前不大, 明年有一定压力	收购秦岭后控制力加强	无
内蒙	较小	龙头	在大同几乎无
山西	一般	龙头	亚泰
吉林	一般	区域主要供应商之一	

资料来源: 国都证券

对于毛利率面临的压力, 我们的理解是, 这是行业基本面在筑底过程中必须经历的过程, 并不是冀东所在市场独有的。相反, 公司主要的华北和西北市场相对于全国其它区域而言尚处在良性的竞争环境中, 毛利率崩溃的概率很小, 我们认为公司在产销量上的增量能够很大程度覆盖毛利率下滑的风险。

三、余热发电装机容量将增加 70%, 可有效平滑毛利下滑压力

公司目前已建、在建新型干法水泥熟料生产线项目将要全部安装水泥纯低温余热发电设备, 采用海螺川崎、华效资源两家公司的纯低温余热发电技术。目前公司安装纯低温余热发电设备运作正常, 吨熟料大约发电 40 度, 节约吨水泥成本约 8 元。2009 年公司共投产 14 台机组, 总装备 16 万 KW, 全年累计发电 8.2 亿度, 为公司节约成本 2.8 亿元。2010 年公司计划再投产 12 台机组, 总装机容量 10.25 万 KW, 增加 70%, 这些余热发电装备如果全部运行年发电能力可达 18 亿度, 每年节约成本近 6 亿元, 将在未来两年节约吨成本 10 元左右, 比目前状况提高 2 元。

我们认为公司的余热发电规模的上升是有效平缓短期毛利下滑压力的一个重要手段, 以 09 年公司的吨毛利 59 元估算, 如果新的余热发电节约的吨成本提高 2 元, 可以抵御毛利率下滑幅度超过一个点。这也是我们认为公司对于未来一年内行业可能出现的毛利率下滑具有更强的抵抗力的重要逻辑。

表 4: 公司目前已投产余热发电项目

序号	项目名称	项目熟料生产线	装机容量 (MW)	年设计发电量 (万 KWh)	并网时间
1	三友一期	3200 T/D	7.9	6004	2008.4
2	丰润三期	3*5000T/D	23.8, 11.6	26904	2008.12
3	滦县公司	5000T/D	15	11400	2008.12
4	丰润公司	2*4000T/D	9	13680	2008.5
5	吉林公司	2500T/D	5	3800	2008.9
6	磐石公司	3600T/D+4000T/D	14.3	10868	2008.11
7	泾阳公司	2*4500 T/D	20.7	15732	2008.11
8	扶风公司	3600+4500 T/D	17.2	13072	2008.12
9	武川一期	4500 T/D	7.3	5548	2009.5
10	闻喜公司	4500 T/D	7.7	5852	2009.9

11	临澧公司	4500 T/D	9.1	6916	2009.7
12	丰润有限	2500 T/D	5	3800	2009.12
合计			162.6	123576	

资料来源：国都证券

表 5：公司在建余热发电项目

序号	项目名称	项目熟料生产线	装机容量 MW	年设计发电量（万 KWh）	并网时间（计划）
1	三友二期	5000T/D	10	7600	2010.5
2	唐县公司	4500 T/D	9.1	6916	窑投产后一个月
3	启新项目	4500 T/D	8.4	6384	窑投产后一个月
4	武川二期	4500 T/D	7.3	5548	2009.11
5	阿巴嘎旗	3200T/D	6.2	4712	2009.11
6	凤翔公司	4500 T/D	8.5	6460	窑投产后一个月
7	大同一期	4500 T/D	7.6	5776	2010.4
8	大同二期	4500 T/D	7.6	5776	2010.5
9	合川公司	4500 T/D	8.6	6536	窑投产后一个月
10	璧山公司	4500 T/D	8.6	6536	窑投产后一个月
11	江津公司	2*3200 T/D	9.8	7448	2010.7
12	烟台公司	7200 T/D	11	8360	窑投产后一个月
合计			107.7	81852	

资料来源：国都证券

四、盈利预测与评级

我们对公司的 EPS 对毛利率做了敏感性分析，在较为悲观的情况下，10 年的毛利率下降到 08 年的水平，EPS 仍然能够达到 1.06 元，同比增 31%。在较为乐观的假设下，假设毛利率和 09 年持平，那么 EPS 为 1.23 元，同增 52%。公司业绩增长具备较强的安全边际。

我们认为虽然行业毛利率在未来面临一定的下滑风险，公司 10 年毛利率大幅低于 09 年可能性很小。谨慎起见，假设公司 10、11 年的毛利率保持 30%、12 年毛利率提高到 31%，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.55、2.10 元。我们认为公司的在建生产线和在行业中具备比较优势的市场布局是未来最大的投资价值所在，而且这种优势短期内不可复制，在中长期将更为凸显。考虑到公司长期的竞争优势和投资价值，我们维持公司“推荐_A”的评级。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	6422	9060	12610	16487	营业收入	6938	10796	15307	20297
现金	3045	4318	6123	8119	营业成本	4738	7500	10634	13894
应收账款	372	337	651	618	营业税金及附加	48	70	99	132
其它应收款	458	225	760	665	营业费用	264	378	536	710
预付账款	1255	1705	2344	3177	管理费用	848	1188	1684	2334
存货	888	1921	2056	3071	财务费用	272	538	609	609
其他	404	554	677	837	资产减值损失	24	20	24	23
非流动资产	15196	17436	18045	18639	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1161	1185	1187	1187	投资净收益	392	530	530	530
固定资产	9128	12209	13581	14331	营业利润	1136	1632	2251	3125
无形资产	738	893	1098	1336	营业外收入	205	200	200	200
其他	4168	3148	2180	1785	营业外支出	61	60	60	60
资产总计	21617	26496	30655	35125	利润总额	1280	1772	2391	3265
流动负债	6616	11548	14041	14666	所得税	216	255	338	494
短期借款	2518	6952	7867	7626	净利润	1064	1517	2053	2770
应付账款	2054	2231	3086	3090	少数股东损益	81	124	167	229
其他	2044	2365	3088	3950	归属母公司净利润	984	1393	1886	2542
非流动负债	7288	5747	5360	6435	EBITDA	1408	2719	3550	4514
长期借款	5653	4653	4153	5153	EPS（元）	0.81	1.15	1.55	2.10
其他	1635	1094	1207	1282					
负债合计	13904	17295	19401	21101					
少数股东权益	1026	1150	1317	1546					
股本	1213	1213	1213	1213					
资本公积金	3326	3326	3326	3326					
留存收益	2120	3513	5399	7941					
归属母公司股东权益	6659	8052	9937	12479					
负债和股东权益	21617	26496	30655	35125					

现金流量表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1970	1197	2708	2525
净利润	1064	1517	2053	2770
折旧摊销	0	549	690	780
财务费用	272	538	609	609
投资损失	-392	-530	-530	-530
营运资金变动	0	-872	-116	-1129
其它	1025	-5	3	25
投资活动现金流	-5243	-2256	-761	-834
资本支出	4673	2599	1085	1124
长期投资	-831	29	-0	-0
其他	-1401	372	324	290
筹资活动现金流	3607	2332	-143	305
短期借款	664	4434	915	-241
长期借款	3339	-1000	-500	1000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-119	0	0	0
其他	-277	-1102	-558	-454
现金净增加额	0	1273	1805	1996

主要财务比率				
	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力	51.9%	55.6%	41.8%	32.6%
营业收入	191.8%	43.7%	37.9%	38.8%
营业利润	125.9%	41.6%	35.4%	34.8%
归属母公司净利润				
获利能力	31.7%	30.5%	30.5%	31.5%
毛利率	14.2%	12.9%	12.3%	12.5%
净利率	14.8%	17.3%	19.0%	20.4%
ROE	8.6%	11.1%	14.1%	16.6%
ROIC				
偿债能力	64.3%	65.3%	63.3%	60.1%
资产负债率	63.97%	70.40%	64.80%	63.48%
净负债比率	0.97	0.78	0.90	1.12
流动比率	0.83	0.61	0.75	0.91
速动比率				
营运能力	0.40	0.45	0.54	0.62
总资产周转率	28	30	31	32
应收帐款周转率	3.29	3.50	4.00	4.50
应付帐款周转率				
每股指标(元)	0.81	1.15	1.55	2.10
每股收益	1.62	0.99	2.23	2.08
每股经营现金	5.49	6.64	8.19	10.29
每股净资产				
估值比率	21.68	15.31	11.31	8.39
P/E	3.20	2.65	2.15	1.71
P/B	20.06	10.38	7.95	6.26
EV/EBITDA	51.9%	55.6%	41.8%	32.6%

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵		liyun@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com