



上市公司半年报点评

研究报告
建筑材料—水泥

买入 维持

冀东水泥（000401）

2010 年 08 月 23 日

延续高增长态势，今明两年高成长可期

建筑工程行业分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

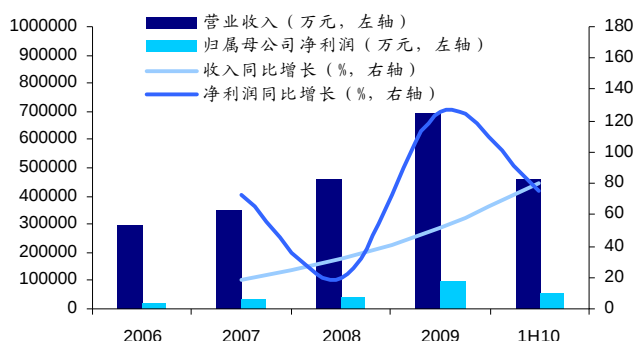
蒲世林
SAC 执业证书编号：S0850210080005
pusl@htsec.com
021-23219054

8 月 20 日收盘价 19.32 元，六个月目标价 24.30 元

事件。公司今日发布 2010 年上半年业绩公告。2010 年上半年公司实现营业收入 45.80 亿元，同比增长 79.97%，实现归属于母公司净利润 5.42 亿元，同比增长 75.37%，扣除非经常性损益后的净利润为 5.38 亿元，同比增长 79.54%，每股收益 0.45 元。净资产收益率为 7.79%，同比提升 2.70 个百分点。每股经营性现金流 0.23 元。

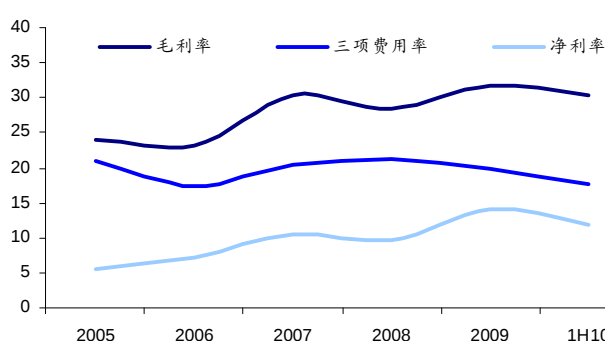
水泥销量和吨利润的大幅增长是业绩提升的主要原因。公司上半年收入和利润保持了高速增长态势，利润增长略超过我们的预期，展示了良好的成长性。除了费用率的控制以外，水泥销量和吨利润的同比大幅提升是利润实现较快增长的主要原因。报告期内，山西大同一期、内蒙古阿巴嘎旗、重庆江津一期、内蒙古二期等项目陆续达产增效；收购并纳入合并范围的奎山水泥项目运行良好；唐县、三友二期水泥熟料生产线项目及曹妃甸年产 120 万吨矿渣细磨生产线项目期末建成投产；完成秦岭水泥 18.56% 股权过户，成为该公司第一大股东。公司上半年水泥销量 2230 万吨（总销量，包含少数股东权益和合销量），同比增长 61%，上半年吨水泥净利润（不包含合营部分）为 25 元，同比提升 7 元。

图 1 2006-1H2010 公司收入和利润增长情况



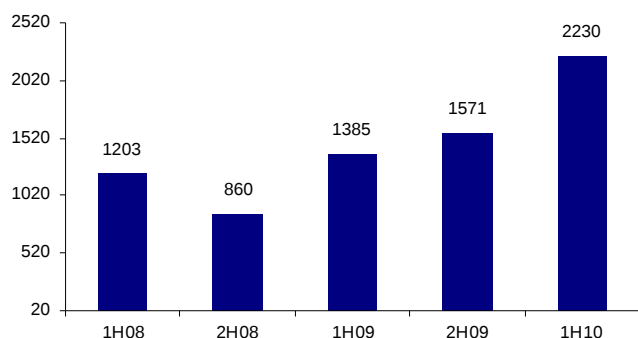
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 2005-1H2010 盈利能力变化 (%)



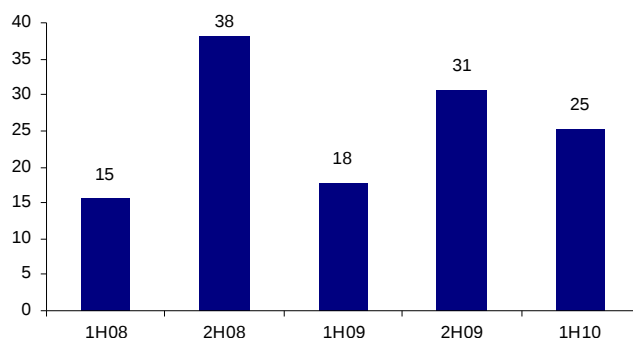
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2008-1H2010 半年度水泥销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

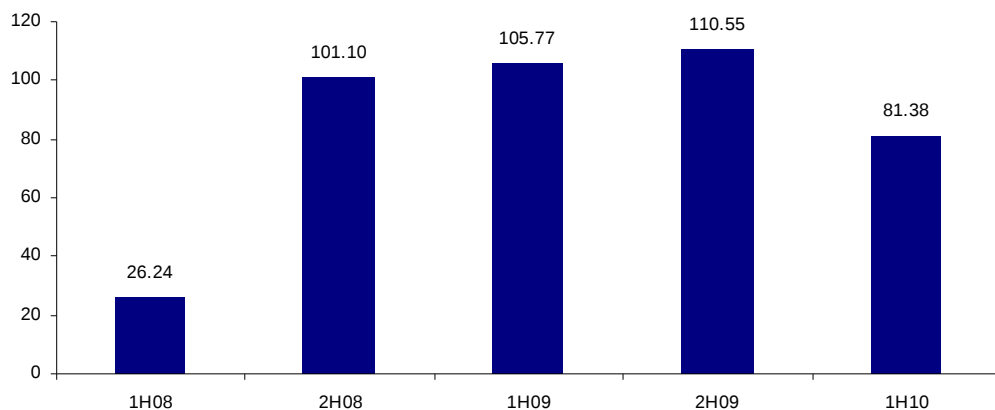
图 4 2008-1H2010 半年度吨水泥净利润情况（元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

陕西区域的吨利润有所下滑，但仍将维持高位。陕西市场是公司主要利润贡献区域之一。扶风、泾阳两个合营公司贡献了大部分的投资收益。2010 年上半年投资收益为 1.45 亿元，同比下滑 10.97%，仍占净利润的 24%。公司在陕西的吨水泥净利润上半年为 81 元，而 2009 年上半年吨净利润为 106 元，同比下滑 25 元。我们认为水泥行业作为周期性行业 and 传统制造业，吨利润不可能长期保持较高的水平，吨利润的下滑是我们预料中的事，预计今年陕西市场吨利润将保持在 80 元左右的较高水平。

图 5 2008-1H2010 陕西市场吨利润情况（元）

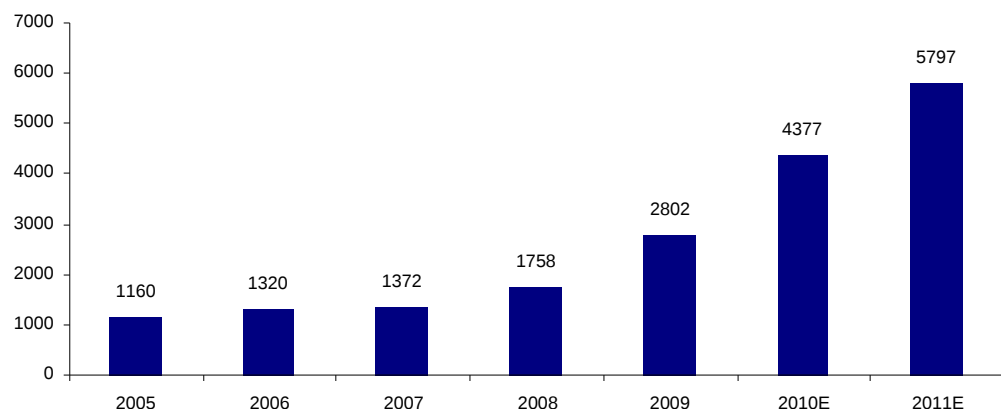


资料来源：公司公告，海通证券研究所

费用控制、税收返还的增加是业绩增长的其他因素。公司上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.23 个百分点、4.04 个百分点和 0.11 个百分点，三项费用控制良好，规模效应显现。另外，上半年由于资源综合利用税收返还的增加而使得营业外收入同比大幅增长 243%（这其中有税收返还时点的问题），也是业绩增长的次要原因之一。

今明两年的高成长性比较确定。公司 2009 年之前产能增长较慢，自 2009 年开始产能进入快速扩张期。2009-2011 年有效熟料产能分别增长 59.4%、56.2%、32.4%。公司产能扩张方式主要以新建方式为主，辅以收购。2009 年公司收购了奎山水泥，介入秦岭水泥的重组，近期又斥资收购位于承德的康达水泥。从地域来看，公司产能扩张的主要区域为以京津冀为主，另外重庆、山西、内蒙地区产能扩张也较快。在国家对水泥行业产能进行限制的背景下，公司未来 2 年产能能有这样的增速已具有一定的优势。从盈利能力角度来看，随着国家控制新型干法产能的效果在 2011 年显现和落后产能大力淘汰，我们判断公司核心市场京津冀地区在今年下半年和明年仍将保持较好的盈利水平。另外公司拟非公开增发引进战略投资者新天域资本，这将改善公司较高的资产负债率水平，为后续高增长奠定基础。

图 6 2005-2011 年公司熟料有效产能增长情况(万吨)



资料来源:公司公告、海通证券研究所

盈利预测及投资建议。根据最新的情况我们适当调整了盈利预测,同时我们假设公司非公开发行在今年内完成,明年由于资产负债率的下降财务费用率明显下降。按照发行后摊薄的股本我们预测公司 2010-2011 年的每股收益为 1.14 元、1.62 元,按公司 8 月 20 日收盘价 19.32 元计算,2010-2011 年动态市盈率为 16.95 倍、11.93 倍,仍然具有较强的估值吸引力,战略投资者的引进对公司中长期发展有利,维持“买入”评级,按照 2011 年 15 倍市盈率,给予 6 个月目标价 24.3 元。

表 1 冀东水泥单季度利润表(万元)

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
营业收入(万元)	59236	137551	146949	113138	61431	193077	231104	210732	126382	331654
yoy (%)					3.71	40.37	57.27	86.26	105.73	71.77
营业成本(万元)	42979	95502	103606	85582	45715	128181	151587	149889	95867	222648
毛利率 (%)	27.44	30.57	29.50	24.36	25.58	33.61	34.41	28.87	24.14	32.87
营业税金及附加(万元)	428	1260	1399	902	323	1189	1717	1551	579	2634
销售费用(万元)	3802	5917	5325	4921	4118	5912	7831	8664	6896	10122
销售费用率 (%)	6.42	4.30	3.62	4.35	6.70	3.06	3.39	4.11	5.46	3.05
管理费用(万元)	9892	12847	12834	16678	12882	20025	20437	31729	17047	23669
管理费用率 (%)	16.70	9.34	8.73	14.74	20.97	10.37	8.84	15.06	13.49	7.14
财务费用(万元)	5360	7540	6103	6067	4027	8918	9193	5162	10381	12405
资产减值损失(万元)			87	2528	-32	670	1051	701	-16	2316
投资净收益(万元)	201	2329	3198	8032	3906	12359	12858	10031	5154	9327
营业利润(万元)	-3024	16655	20793	4492	-1696	40541	52146	23067	782	67187
yoy (%)					-43.93	143.42	150.79	413.50	-146.11	65.73
营业外收入(万元)	1135	6338	2766	12070	651	1554	5355	12966	3583	3979
营业外支出(万元)	109	282	124	3282	47	501	1104	4405	266	959
利润总额(万元)	-1998	22711	23436	13280	-1091	41594	56397	31629	4098	70207
所得税费用(万元)	150	2713	1384	2165	915	5431	10222	5033	1345	13129
所得税率 (%)	-6.81	13.31	6.84	41.26	-18.30	18.58	23.48	23.30	-127.37	21.57
净利润(万元)	-2148	19998	22051	11115	-2006	36163	46176	26596	2753	57077
归属母公司净利润(万元)	-1993	17428	18496	9622	-1703	32618	42731	25105	3014	51202
yoy (%)					-14.55	87.16	131.03	160.90	-276.93	56.98
少数股东损益(万元)	-154	2570	3555	1493	-303	3545	3444	1491	-261	5875
摊薄每股收益(元)	-0.02	0.14	0.15	0.08	-0.01	0.27	0.35	0.21	0.02	0.42

资料来源:聚源数据、海通证券研究所

表 2 冀东水泥利润预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	346201.71	456873.39	693772.88	1249408.69	1769252.15
yoy (%)	18.89	31.97	51.85	80.09	41.61
营业成本(万元)	241062.52	327304.27	473795.70	876406.98	1240510.80
毛利率 (%)	30.37	28.36	31.71	29.85	29.89
营业税金及附加(万元)	3178.35	3989.06	4780.12	9640.48	13645.62
销售费用(万元)	18447.00	19965.01	26425.01	46228.12	65462.33
销售费用率 (%)	5.33	4.37	3.81	3.70	3.70
管理费用(万元)	34179.39	52616.02	84775.73	124940.87	173386.71
管理费用率 (%)	9.87	11.52	12.22	10.00	9.80
财务费用(万元)	18411.51	25070.04	27184.52	40100.00	33630.00
资产减值损失(万元)	894.90	2773.40	2389.99	2500.00	2500.00
投资净收益(万元)	5590.49	13760.51	39153.58	32290.50	28254.60
营业利润(万元)	35618.53	38916.10	113575.39	181882.74	268371.29
营业外收入(万元)	14643.45	22309.78	20525.22	29570.93	33499.65
营业外支出(万元)	1130.31	3797.37	6056.95	6000.00	6000.00
利润总额(万元)	49131.67	57428.51	128043.66	205453.67	295870.94
所得税费用(万元)	7461.87	6411.88	21599.91	39036.20	59174.19
有效所得税率 (%)	15.19	11.16	16.87	19.00	20.00
净利润(万元)	41669.80	51016.63	106443.75	166417.47	236696.75
归属母公司净利润(万元)	36386.84	43552.29	98386.79	153104.08	217761.01
yoy (%)	73.09	19.69	125.90	55.61	42.23
少数股东损益(万元)	5282.96	7464.34	8056.96	13313.40	18935.74
摊薄每股收益(元)	0.27	0.32	0.73	1.14	1.62

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、东华科技

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。