

湘财证券研究所
建材行业研究员
黄诗涛

Tel: 021-68634510-8251

E-Mail: hst3133@xcsc.com

李莹

S0500208070141

Tel: 021-68634510-8273

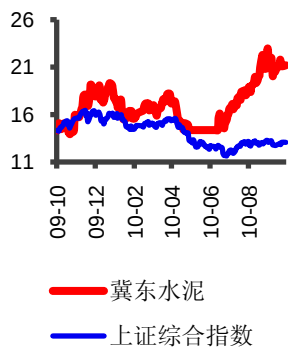
E-Mail: ly2573@xcsc.com

公司评级

本次评级	买入
------	----

基本资料

收盘价(元)	21.09
总股本(百万)	1213
流通股本(百万)	1212
流通市值(亿)	255.55


□ 产能扩张紧跟三北地区需求的快速增长

中国经济发展的梯度规律决定了三北地区是未来十年快速发展的一片热土。以滨海新区、曹妃甸经济区为核心的环渤海地区，以长吉图为先导的图们江区域，以关中-天水为纽带的西部走廊，均拥有优越的地理区位优势、强大的辐射能力。国家级规划的出台对这些区域长期快速的发展起到了强力的支撑。

公司采取“区域领先”的战略，在主要的区域均成为市场领导者，保证了长期高位的毛利率。2000 至 2009 年公司的产能复合增长率达 32%，未来两年熟料产能将扩张 50%。

□ 控制上游，加快下游布局

公司目前的绝大部分生产线均有三十年使用年限以上的自有矿山支持，且公司已控制了唐山地区大部分的矿山。这为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

随着水泥销售逐渐向混凝土搅拌站集中，混凝土搅拌站逐渐成为一条重要的水泥销售渠道。公司的混凝土产能目标是 2012 达到 1 亿立方米，以 40% 产能利用率和每立方米混凝土使用 250 公斤水泥来计算，可使用水泥 1000 万吨，相当于 09 年水泥销量的 1/3。

□ 管理日趋成熟，期间费用率下降

自 04 年开始，公司不断地在管理制度上进行尝试和突破。经过多年的实践，公司 08、09、10 年上半年的期间费用率分别为 21%、20% 和 18%，呈现逐年下降的趋势。对比海螺的发展历程，公司的管理效率提升空间还有不少。

□ 投资建议：

在以下估值假设下，我们预计公司 10、11、12 年实现销售收入 107、154、181 亿元，实现利润 12.7、21.4、28 亿元，考虑增发摊薄后 EPS 为 0.97、1.47、1.93 元，鉴于所在区域的长期景气和产业链一体化的良好前景，给与 2011 年 20 倍 PE，12 个月目标价为 29.4 元，给与“买入”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6938	10699	15378	18058
收入同比 (%)	52%	54%	44%	17%
归属母公司净利润	984	1175	1983	2595
净利润同比 (%)	126%	19%	69%	31%
毛利率 (%)	31.7%	30.1%	31.9%	32.9%
ROE (%)	14.7%	14.9%	17.3%	18.8%
每股收益 (元)-未考虑增发摊薄	0.81	0.97	1.64	2.14
P/E	26.00	21.76	12.90	9.86
P/B	3.82	3.25	2.23	1.85
EV/EBITDA	17	12	8	7

- **投资风险:** 落后产能淘汰不力, 煤炭价格上涨过快, 产能投放延后, 收购整合不力。

目 录

1. 盈利预测与说明.....	4
1.1. 盈利预测的假设说明:	4
1.2. 主要财务数据预测	4
1.3. 三大财务报表预测	5
2. 产能扩张紧跟三北地区需求的快速增长	6
2.1. 三北区域是下一片发展热土	6
2.2. “区域领先”的发展战略	7
2.3. 产能大幅增长, 重点还在京津冀.....	9
3. 定向增发助推兼并收购.....	10
4. 控制上游, 加快下游布局	11
5. 管理日趋成熟, 期间费用率下降	12
6. 主要区域市场分析	13
5.1. 华北大区分析	13
5.2. 西北大区分析	15
5.3. 东北大区分析	21
7. 风险提示.....	25

1. 盈利预测与说明

1.1. 盈利预测的假设说明:

根据我们对当前行业供需形势和公司所在市场水泥行业格局的整体判断,假定未来三年,水泥平均价格涨幅每年在10元/吨左右,煤炭价格10、11、12年的涨幅分别为100、50、50元/吨。

根据公司公布的余热发电项目进度,我们假定2011年底公司所有生产线均配备余热发电设备,09、10、11、12年公司的余热发电装机容量分别为163MW、263MW、360MW、360MW,余热发电量分别为8.2、12、20、24亿度。

根据公司未来几年的产能投放进度,以及我们对公司主要销售区域需求的判断,假定公司10、11、12年的水泥/熟料销量为5017、6888、7741万吨。

根据我们对公司的观察,认为公司管理效率正在提高,且这种提高具有持续性,所以假定公司10年公司管理费用率为11.5%,11~14年公司管理费用率为11%。

根据公司的未来产能投资计划,我们假定未来三年公司的资本性开支分别为30、10、5亿元。

根据公司公布的增发方案,我们假定公司于2011年完成增发,增发价格14.21元/股,增发股数为1.35亿股。

图表 1 核心估值假设

	2009	2010E	2011E	2012E
水泥销量(万吨)	3413	5017	6888	7741
水泥价格涨幅(元)	-	10	10	10
煤炭价格涨幅(元)	-	100	50	50
余热发电量(亿度)	8.2	12	20	24
毛利(百万元)	2200	3221	4904	5946
毛利率	31.7%	30.1%	31.9%	32.9%
吨毛利(元)	64	64	71	77

1.2. 主要财务数据预测

2010、2011、2012年营业收入分别为107亿、154亿、181亿,增长率分别为54%、44%、17%。

2010、2011、2012年净利润分别为1269亿、2141亿、2803亿，增长率分别为19%、69%、31%。

2010、2011、2012年EPS（考虑增发后）分别为0.97元、1.47元、1.93元。

1.3. 三大财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6422	8066	11716	12931	营业收入	6938	10699	15378	18058
现金	3045	2140	3076	3612	营业成本	4738	7479	10474	12112
应收账款	372	435	691	787	营业税金及附加	48	84	118	138
其他应收款	458	508	783	949	营业费用	264	408	586	688
预付账款	1255	1905	2824	3370	管理费用	848	1230	1692	1986
存货	888	1599	2204	2515	财务费用	272	618	701	587
其他流动资产	404	1479	2138	1698	资产减值损失	24	0	0	0
非流动资产	15196	18503	19241	19145	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1161	2126	2750	3136	投资净收益	392	450	550	600
固定资产	9128	12165	13520	13518	营业利润	1136	1331	2357	3147
无形资产	738	923	1121	1362	营业外收入	205	201	206	204
其他非流动资产	4168	3288	1850	1129	营业外支出	61	45	49	50
资产总计	21617	26569	30957	32076	利润总额	1280	1487	2514	3302
流动负债	6616	10379	10261	8391	所得税	216	218	373	499
短期借款	2518	6154	4340	938	净利润	1064	1269	2141	2803
应付账款	2054	2236	3442	4284	少数股东损益	81	94	158	208
其他流动负债	2044	1988	2479	3169	归属母公司净利润	984	1175	1983	2595
非流动负债	7288	7208	7924	8373	EBITDA	1950	2801	4151	4966
长期借款	5653	6253	6853	7153	EPS (元)	0.81	0.97	1.47	1.93
其他非流动负债	1635	955	1071	1220					
负债合计	13904	17587	18185	16764	主要财务比率				
少数股东权益	1026	1119	1277	1485	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1213	1213	1348	1348	成长能力				
资本公积	3326	3326	5010	5010	营业收入	51.9%	54.2%	43.7%	17.4%
留存收益	2120	3296	5108	7440	营业利润	191.8%	17.2%	77.1%	33.5%
归属母公司股东权益	6688	7863	11494	13826	归属于母公司净利润	125.9%	19.5%	68.7%	30.8%
负债和股东权益	21617	26569	30957	32076	获利能力				
					毛利率(%)	31.7%	30.1%	31.9%	32.9%
					净利率(%)	14.2%	11.0%	12.9%	14.4%
					ROE(%)	14.7%	14.9%	17.3%	18.8%
					ROIC(%)	8.6%	9.0%	13.3%	17.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	64.3%	66.2%	58.7%	52.3%

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1970	-198	2422	4885
净利润	1064	1269	2141	2803
折旧摊销	543	853	1093	1232

财务费用	272	618	701	587	净负债比率(%)	63.97%	73.88%	64.61%	51.97%
投资损失	-392	-450	-550	-600	流动比率	0.97	0.78	1.14	1.54
营运资金变动	386	-2681	-990	774	速动比率	0.83	0.62	0.92	1.24
其他经营现金流	96	194	26	89	营运能力				
投资活动现金流	-5243	-3775	-1260	-554	总资产周转率	0.40	0.44	0.53	0.57
资本支出	4673	3000	1000	500	应收账款周转率	22	21	21	19
长期投资	-831	1029	600	400	应付账款周转率	3.29	3.49	3.69	3.14
其他投资现金流	-1401	254	340	346	每股指标(元)				
筹资活动现金流	3607	3068	-227	-3795	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.97	1.64	2.14
短期借款	664	3636	-1815	-3401	每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	-0.16	2.00	4.03
长期借款	3339	600	600	300	每股净资产(最新摊薄)	5.51	6.48	9.48	11.40
普通股增加	0	0	135	0	估值比率				
资本公积增加	-119	0	1684	0	P/E	26.00	21.76	12.90	9.86
其他筹资现金流	-277	-1169	-831	-694	P/B	3.82	3.25	2.23	1.85
现金净增加额	334	-905	936	536	EV/EBITDA	17	12	8	7

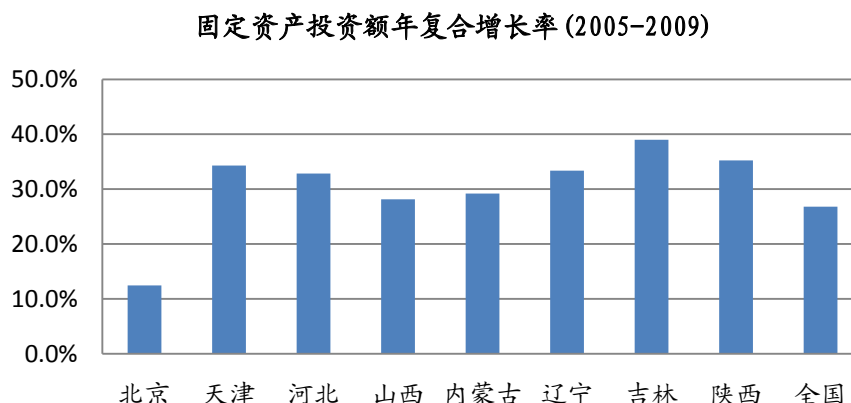
2. 产能扩张紧跟三北地区需求的快速增长

2.1. 三北区域是下一片发展热土

以经济梯度发展的规律来看,在东南部沿海城市的工业化和城市化到达一定程度以后,工业化和城镇化的热点逐步转移到中西部 and 东北三省这些地区,国家政策的扶持重点也逐渐从珠三角、长三角转移到环渤海地区和中西部地区。随着工业化城镇化而来的就是各种基础设施等固定资产投资的热潮。

公司所在市场主要是京津唐、吉林、辽宁、内蒙古、山西、陕西。滨海新区开发规划、曹妃甸循环经济示范区规划、东北地区振兴规划、天水-关中经济区规划以及正在研究的呼包银重点经济区规划等国家级规划也引导资本向这些地区流动。十一五期间,主要省份的固定资产投资规模增速明显高于全国平均水平;从固定投资规模占全国的比重来看,主要省份所占比例逐年上升,相应的是东南部沿海省份的比例下降。

图表 2 “三北”区域固定资产投资额增长率(2005-2009)



数据来源：统计局, WIND

图表 3 “三北”区域固定资产投资占全国的比例

	北京	天津	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	陕西
2005	3.5%	1.8%	4.5%	2.2%	3.4%	4.9%	2.1%	2.3%
2006	3.3%	1.8%	4.7%	2.2%	3.5%	5.3%	2.5%	2.4%
2007	3.1%	1.9%	4.8%	2.2%	3.6%	5.6%	2.8%	2.7%
2008	2.4%	2.1%	5.0%	2.1%	3.6%	6.0%	3.2%	2.9%
2009	2.1%	2.3%	5.4%	2.3%	3.7%	6.0%	3.1%	3.0%

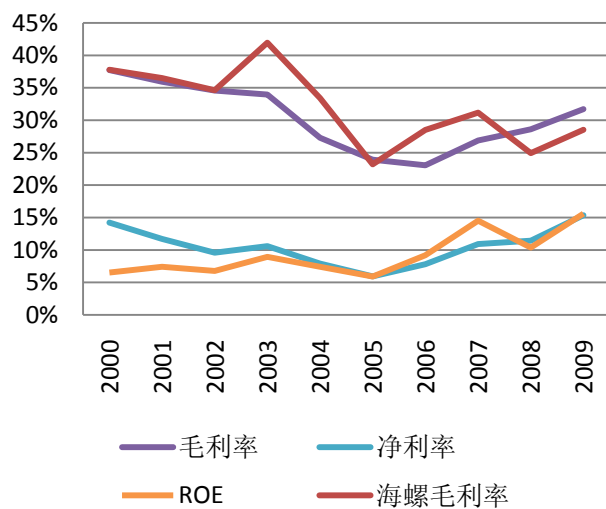
数据来源：统计局, WIND

2.2. “区域领先”的发展战略

自从2000年公司提出“巩固华北，挺进东北，开拓西北”的“三北”战略以来，2000年公司通过收购原吉林松江水泥厂部分资产进军东北市场，2003年公司与世界水泥巨头海德堡在陕西扶风成立合资公司，2004年于辽宁鞍山投产1条4000t/d的生产线，2005年在内蒙古呼和浩特建成1条5000t/d的生产线，至此，公司的“三北”战略基本完成。随后公司确定了重点发展的五大区域，即京津唐区域，长春、吉林周边地区，沈阳周边地区，呼包鄂三角地区，以西安、宝鸡为中心的关中地区。深耕“三北”数年之后，2008年公司提出了“扩大既有区域优势，拓展新的发展区域”的区域领先战略，新建和收购并举，迅速扩大产能。

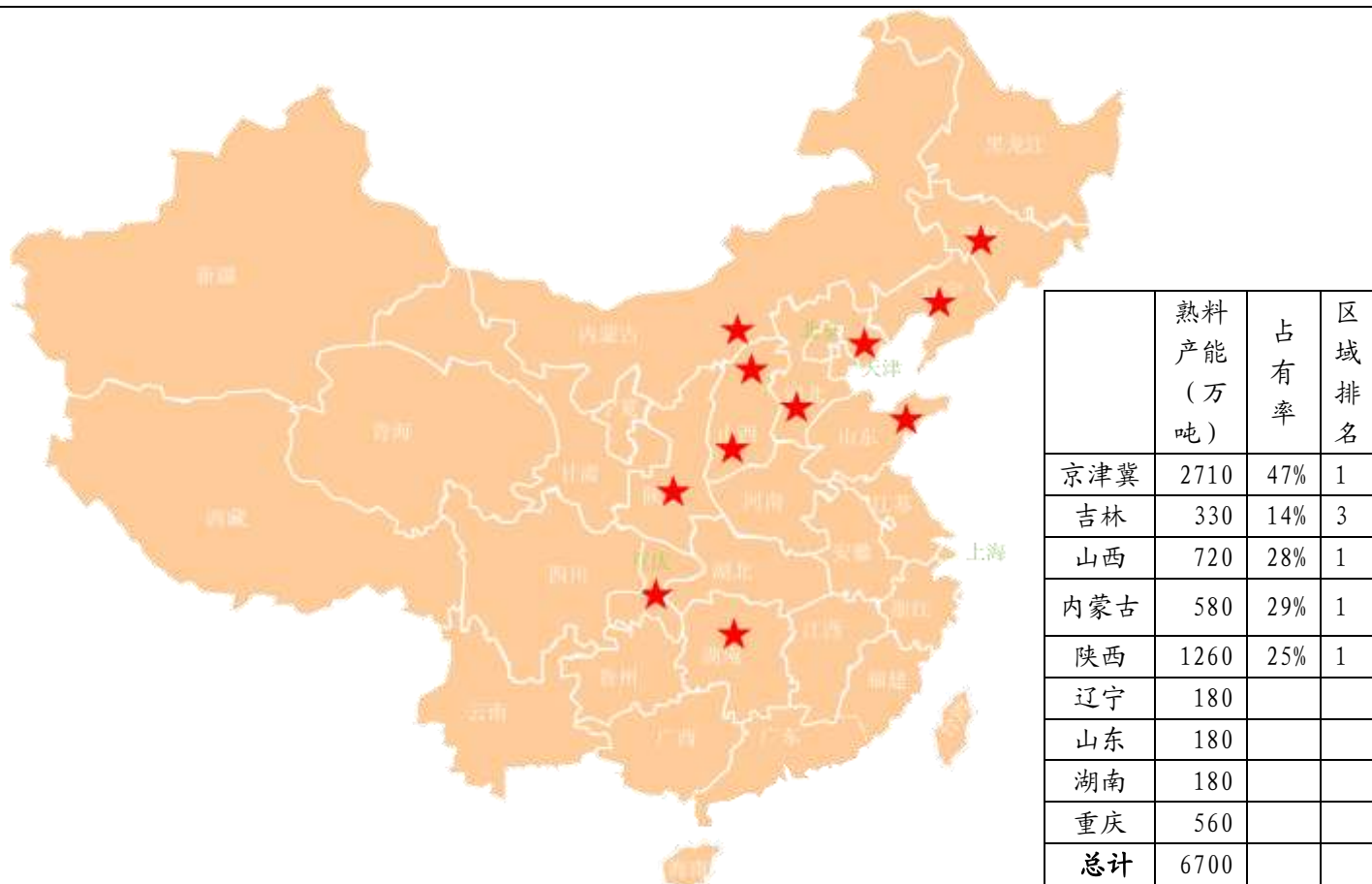
水泥的销售半径只有200公里左右，公司的区域领先战略保证了公司长时间较高的毛利率，从2005至2009年，公司的毛利率保持在25%以上，与海螺不相上下。

图表 4 冀东水泥 2000~2009 盈利情况



数据来源：冀东水泥

图表 5 冀东水泥产能分布



数据来源：冀东水泥、DC

2.3. 产能大幅增长，重点还在京津冀

根据中国水泥网公布的2009 年度水泥企业熟料产能百强榜，公司熟料产能位列全国第五。截止2009 年末，公司熟料年产能为4500 万吨左右，水泥年产能为6000 万吨左右。公司2000年水泥产量240.7万吨，2009年水泥产量2981万吨，年均复合增长率达32.26%。

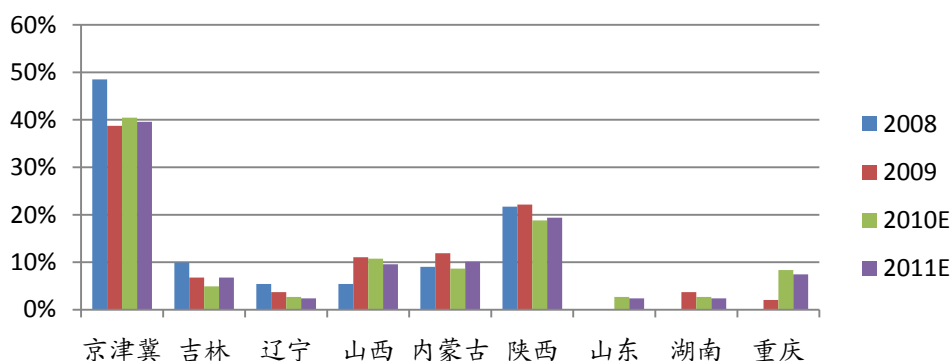
公司目前有12个在建项目，合计熟料产能2650万吨，分布于河北、吉林、陕西、内蒙古、陕西和重庆。收购方面公司正在与山西等地的中型国有企业进行接触。待在建项目全面投产，公司熟料产能将达到7530万吨，水泥产能达到1.1亿吨左右——2010年产能增长37%，2011年产能增长12%，两年复合增长24%。

图表 6 冀东水泥熟料产能规划

(万吨)	2008	2009	2010E	2011E	2009 投产	2010 投产	2011 投产
京津冀	1610	1890	2710	2980	280	820	270
吉林	330	330	330	510			180.00
辽宁	180	180	180	180			
山西	180	540	720	720	360	180	
内蒙古	300	580	580	760	280		180.00
陕西	720	1080	1260	1460	360	180	200.00
山东			180	180		180	
湖南		180	180	180	180		
重庆		100	560	560	100	460	
总计	3320	4880	6700	7530	1560	1820	830

数据来源：冀东水泥

图表 7 冀东水泥产能的区域比例



数据来源：冀东水泥

图表 8 冀东水泥京津冀区域孰料产能规划

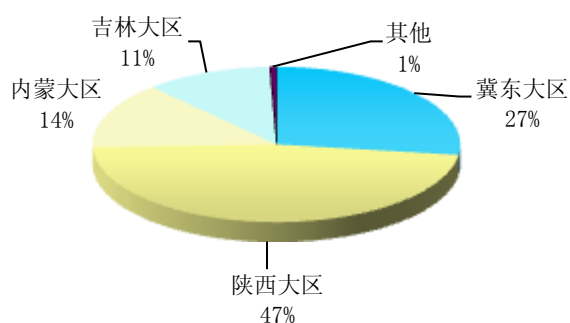
(万吨)	2009	2010E	2011E	2010 投产	2011 投产
唐山	1250	1970	1970	720	0
承德	0	100	190	100	90
保定	0	0	180	0	180
邢台	280	280	280	0	0
总计	1530	2350	2620	820	270

数据来源：冀东水泥

以下是按各子公司、分公司 100%统计，若按实际权益比例考虑，陕西大区贡献了 29%，内蒙大区贡献了 17%。

图表 9 冀东水泥各区域销量（2009）


数据来源：冀东水泥、WIND

图表 10 冀东水泥各区域利润（2009）


数据来源：冀东水泥、WIND

3. 定向增发助推兼并收购

2009年以前公司得产能扩张政策是以新建为主，收购为辅。在38号文出台之后，新建生产线审批收紧，公司政策立刻转变为新建和收购并举，以后过渡到收购为主，新建为辅。公司的主要收购对象是已有市场内的中型国有水泥企业，在已有市场进行兼并。一方面有利于扩大区域优势，发挥协同效应；另一方面国有企业文化和公司比较接近，整合起来相对容易。虽然国有企业存在冗员问题，但在公司产能的急剧扩张之下，冗员问题也不再是问题——多余的员工被重新分配到新的岗位，继续发挥效力，像秦岭水泥的不少员工将被分流至维修公司和混凝土公司。相对于新招的员工，这些老员工不仅培训时间少，而且便于管理。

图表 11 冀东水泥历史收购行为

时间	被收购方	产能（万吨）
2000	吉林松江水泥厂	80
2006	唐山隆丰水泥	80
2008	山西闻喜水泥	40
2009	秦岭水泥	360
2009	河北奎山水泥	280
2010	河北康达水泥	100

数据来源：冀东水泥

2010年6月21日，公司发布公告，拟以14.21元/股的发行价格向菱石投资发行134,752,300股，募集资金总额为1,914,830,183.00元。此次增发将有效缓解公司的资金压力，助推公司开展兼并收购。

4. 控制上游，加快下游布局

水泥熟料中60%的成分是氧化钙，而氧化钙主要由石灰石提供。由于石灰石具有不可再生性，属于资源性产品，因此优质的石灰石矿山是一家水泥业长期发展的基础。控制石灰石矿的采矿权也是水泥行业调控的重要手段之一。在前期公布的《水泥行业准入条件》（征求意见稿）中就提到“新建水泥（熟料）生产线必须有可供开采30年以上的矿山资源保证，并做到规范矿山设计、科学开采。”公司目前的绝大部分生产线均有三十年使用年限以上的自有矿山支持，且公司已控制了唐山地区大部分的矿山。这为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

国外成熟市场水泥公司均已进入水泥下游的混凝土业务——混凝土搅拌业务和砂石骨料业务。国内水泥公司目前尚处于发展混凝土搅拌业务的阶段。由于一个区域的基本建设顺序一般是由交通基础设施为主过渡到城市建设为主。随着城市建设逐渐占主导，水泥销售的渠道逐渐向混凝土搅拌站集中，所以控制了混凝土搅拌站，也就控制了一条主要的水泥销售渠道。公司和集团合资成立混凝土投资公司，进军混凝土搅拌业务。

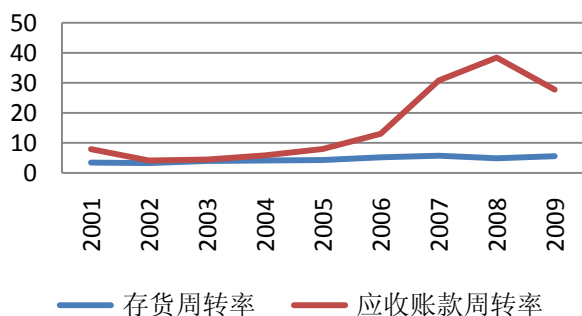
因为进入门槛较低，商混行业目前存在过度竞争，应收款较多等诸多问题。目前在北京、天津等一线城市，主管部门已经开始控制发放混凝土搅拌站的资质。公司已有意整合销售区域内的混凝土搅拌站。09年混凝土搅拌业务产能为400万³，

销售混凝土140万 m^3 。公司的混凝土产能目标是2012达到1亿立方米，以40%产能利用率和每立方米混凝土使用250公斤水泥来计算，可使用水泥1000万吨，相当于09年水泥销量的1/3，这对于公司的水泥销售将是重要的渠道保障。

5. 管理日趋成熟，期间费用率下降

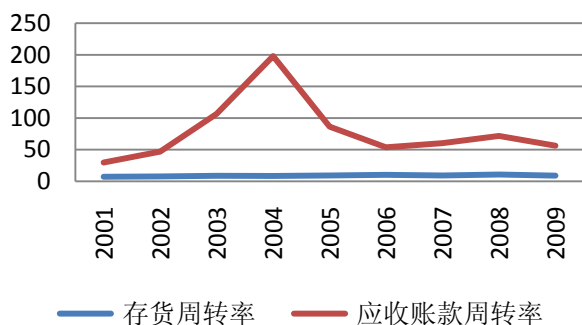
公司在管理体系上的举措主要有：2004年成立物流公司，构建流畅的物流体系；2005年建立全面预算管理体系并加强应收帐款管理；2006年实施大区管理，在大区内实施一体化运作。经过6年多的摸索和实践，公司的管理能力得到很大的提高，各项费用得到控制。对比海螺，公司的管理效率提高的潜力还很大。企业的管理不仅是科学问题，还是一个社会问题，对比华东地区10年前和现在的社会环境，有助于理解海螺的管理效率提升之大。展望数年后的华北地区，企业效率的提高也可翘首期待了。

图表 12 冀东水泥应收帐款周转率和存货周转率（次）



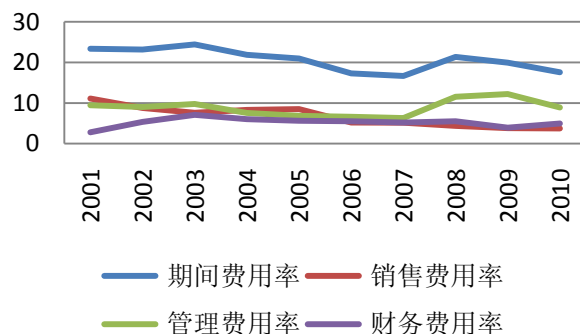
数据来源：冀东水泥、WIND

图表 14 海螺水泥应收帐款周转率和存货周转率（次）



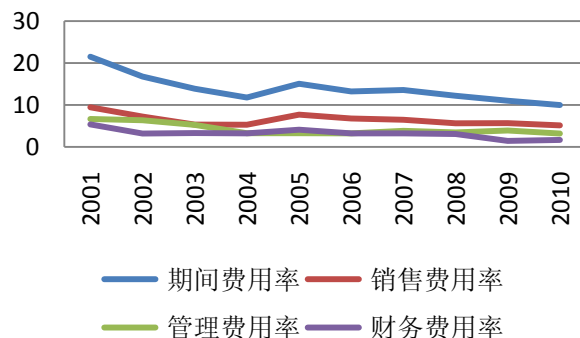
数据来源：海螺水泥、WIND

图表 13 冀东水泥期间费用率(%)



数据来源：冀东水泥、WIND

图表 15 海螺水泥期间费用率(%)



数据来源：海螺水泥、WIND

6. 主要区域市场分析

5.1. 华北大区分析

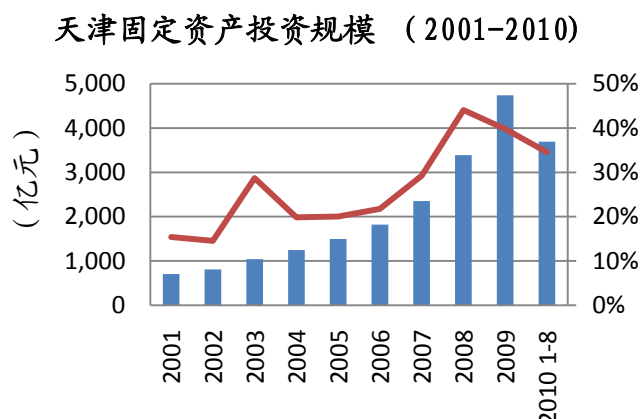
公司在河北省内80%产能则集中于唐山地区，主要供应京津唐市场。北京和天津本地水泥供应能力有限，大部分水泥均从周边省市调入。相对河北中南部公司来说，公司距京津较近。相对唐山本地小水泥来说，公司生产的“盾石”水泥品质更优，品牌效应明显。公司目前销往天津市场的水泥大约在400万吨，占据40%的市场份额，销往北京市场的水泥大约在800万吨。

公司在河北省的主要竞争对手是金隅水泥。双方一方面在彼此重叠的京津市场开展多方面的协同措施，包括组建价格联盟。从近几年的效果来看是不错的一一京津的价格近两年一直保持在高位。另一方面在河北开展错位竞争，金隅主攻冀中南，冀东主导冀东北。金隅在建产能主要集中在冀中南区域，公司则围绕滨海新区和曹妃甸区域进行扩张。

“十一五”以来天津滨海新区和曹妃甸经济示范区的建设给公司带来了巨大的收益。天津滨海新区是继深圳特区、上海浦东新区以来又一个国家重点扶持的区域。如同前两者的持续快速发展一样，滨海新区及其辐射的环渤海地区也将迎来至少十年的快速发展。

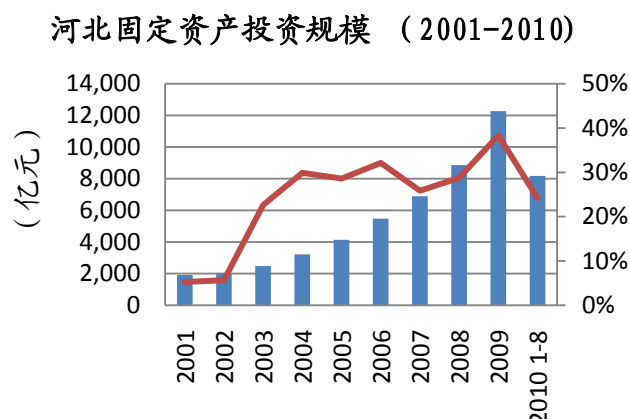
曹妃甸经济示范区的开发目标是建设成依托京津冀，服务环渤海，面向世界的国家级临港循环经济示范区。据中共唐山市委常委、曹妃甸新区管委会主任姚自敏介绍，2009年曹妃甸共安排重点建设项目401项，实际完成固定资产投资1022亿元，2010年全年曹妃甸新区将完成固定资产投资1515亿元。从2011年曹妃甸进入中期快速发展阶段，建设投资将加快进度，到2020年建成区将达到200平方公里左右。

图表 16 天津固定资产投资规模 (2001-2010)



数据来源: 统计局, WIND

图表 17 河北固定资产投资规模 (2001-2010)

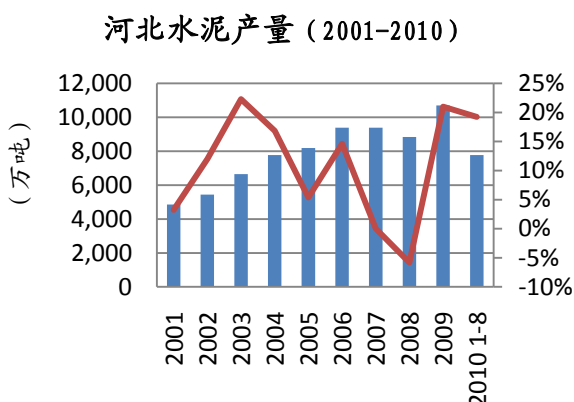


数据来源: 统计局, WIND

河北省落后产能较多, 2009年淘汰落后水泥产能570万吨, 今年的淘汰任务是1314万吨, 占09年河北省水泥产量的16%。在节能减排的压力下, 政府淘汰落后产能的决心之大是空前的, 从河北省的限电政策就可以看出端倪。

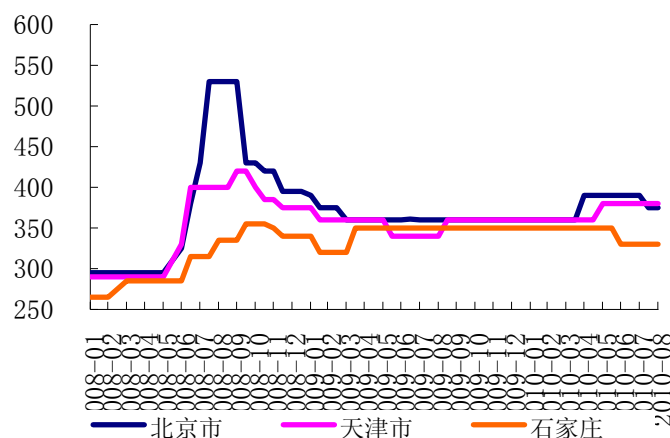
在新建产能方面, 京津地区已明令禁止新建水泥生产线, 河北省今年1-8月水泥投资同比增速77%, 2010年将投产约1000万吨, 2011年将投产约2000万吨, 规模较大。按照产能投放至形成有效供给大约需要6个月到1年的时间, 河北省2012年的新增供给高峰将在2012年出现。以09年的经验来看, 08年河北省新增水泥产能约1500万吨, 09年河北省的水泥价格相对08年下跌了20%。剔除奥运会和“38号文”的影响, 2012年河北省的价格估计仍会有小幅的下跌。

图表 18 河北水泥产量 (2001-2010)



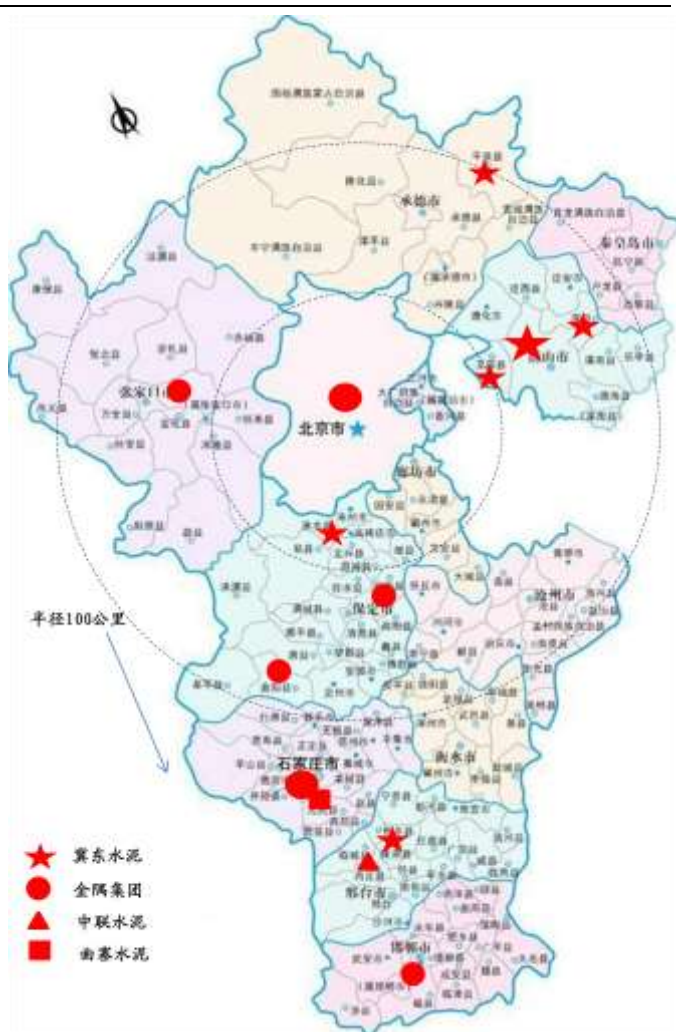
数据来源: DC, WIND

图表 19 京津冀水泥价格



数据来源: DC, WIND

图表 20 冀东水泥河北生产线布局



数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 21 河北省水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线	在建生产线
唐山	冀东水泥	1*2500, 1*3000, 6*4500, 1*5000	3*4000, 1*5000
	飞龙水泥	1*4000	
	圣龙水泥		1*4000
承德	冀东水泥	1*3000	1*2500
	琨博水泥		1*4500
	福成水泥	1*2500	1*2500
张家口	金隅水泥	1*4000	
	基弘水泥	1*2500	1*4000
秦皇岛	浅野水泥	1*4000	
保定	金隅水泥	1*3000, 1*4000	
	冀东水泥		1*4000
石家庄	金隅水泥	3*2500, 3*5000	1*4000
	鼎星水泥	1*4000	
邢台	冀东水泥	1*2500, 1*5000	
	中达集团		1*5000
	金牛能源	2*2500	
邯郸	金隅水泥	1*2500, 1*3000	
	宙石水泥	1*5000	
	海天建设	1*4000	

数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

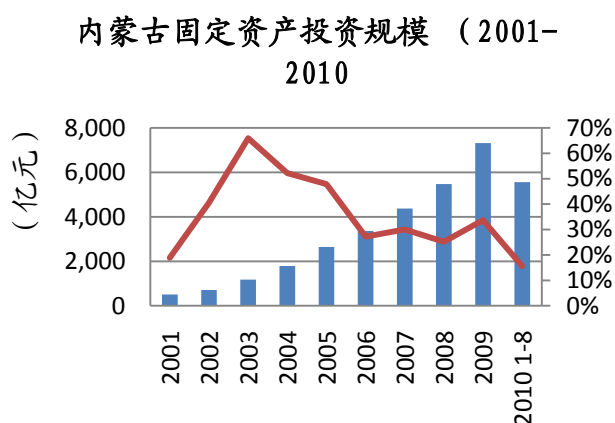
5.2. 西北大区分析

● 内蒙古市场区域优势明显

随着新疆发展规划的出台，内蒙古发展规划也呼之欲出。内蒙古拥有显著的资源优势——煤炭、天然气、风能、太阳能、有色金属、贵重金属和稀有金属的探明保有量均居全国第1位。2001年以来，内蒙古经济发展速度明显加快，2001-2009年，地区生产总值年平均增长速度超过17%，超过全国平均水平7个百分点，经济总量从24位上升到15位。

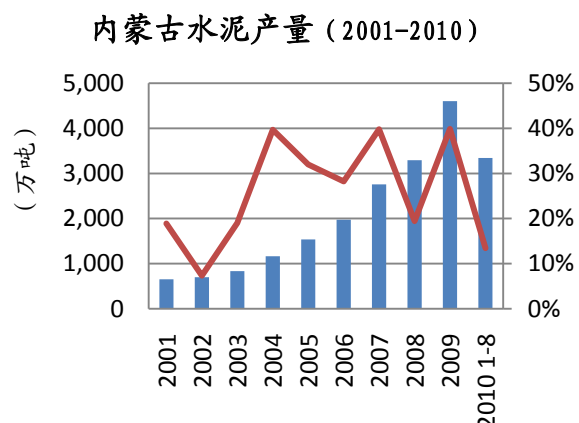
发改委日前组织调研呼包银重点经济区规划，其中涉及的“呼包鄂”区域是内蒙古东接渤海湾、西进新疆、南下关中、北出蒙古的交通枢纽，在内蒙古经济发展中占据着核心位置。2008年，三市以占全区11.13%的土地面积，28.16%的人口，提供了全区60.29%的地区生产总值、52%的固定资产投资、54.65%的地方财政总收入。

图表 22 内蒙古固定资产投资规模(2001-2010)



数据来源：统计局, WIND

图表 23 内蒙古水泥产量(2001-2010)



数据来源：DC, WIND

公司于2005年进入内蒙古，现有4条生产线，另有1条在建。生产线主要位于最发达的“呼包鄂”三角区域。该区域内还有蒙西、乌兰两大地企业——蒙西主导鄂尔多斯地区，乌兰独霸乌兰察布盟南部。冀东则在三市周边分散布局，拥有区位优势，09年内蒙古区域是公司盈利最好的区域之一。在09年公司的利润分布图上，内蒙古大区以9%的销量获取了11%的利润。内蒙古幅员辽阔，各地区水泥一般以本地销售为主。以中部乌兰察布盟、呼和浩特、包头、鄂尔多斯、巴彦淖尔五个地区的产能来计算，公司拥有新型干法产能比例达到29%，拥有较强的控制力。

图表 24 冀东水泥内蒙古生产线布局



数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 25 内蒙古水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线	在建生产线
巴彦淖尔	同达建材		1*4500
	青山水泥		2*2400
乌海	赛马		1*2500
	蒙西	1*1500	
	黄河工贸	1*1500	2*4800
	西水	1*2000, 1*5000	
鄂尔多斯	冀东	1*2500	
	蒙西	1*5000	1*5000
包头	冀东		1*4500
呼和浩特	冀东	2*5000	
	蒙西		1*5000
乌兰察布	乌兰	1*2000, 2*2500, 1*5000	
	民宇		2*2500
锡林郭勒盟	冀东	1*2500	
	大业集团		1*2500
通辽	东蒙水泥	1*1000, 1*5000, 1*6000	

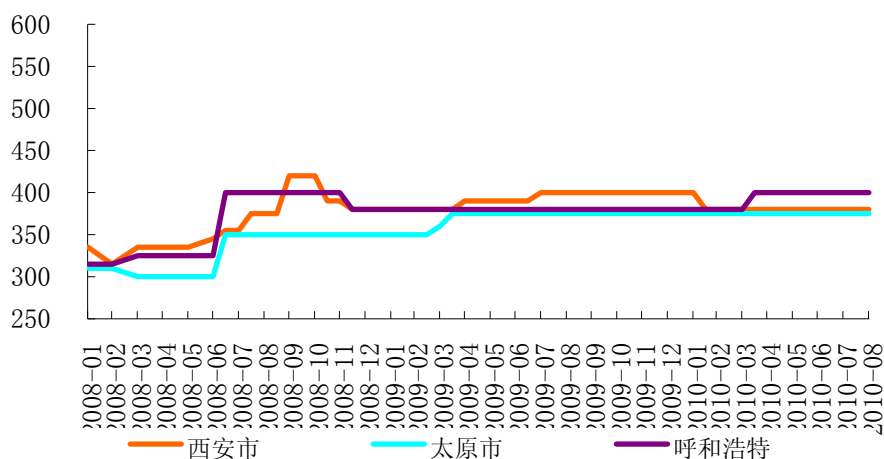
数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

● 陕西市场在建产能众多，收购秦岭壮大公司实力

西部大开发开展至今，陕西经济发展保持了较高速，2005至2009年人均GDP复合增长率为15.4%，高出全国3个百分点。2009年6月，发改委出台了《关中-天水经济区发展规划》，明确了以陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南、杨凌、商洛（部分区县1）和甘肃省天水所辖行政区域组成的关中-天水经济区。明确要求该经济区到2020年人均生产总值翻两番，经济总量占西北地区比重超三分之一，城镇化率达60%。

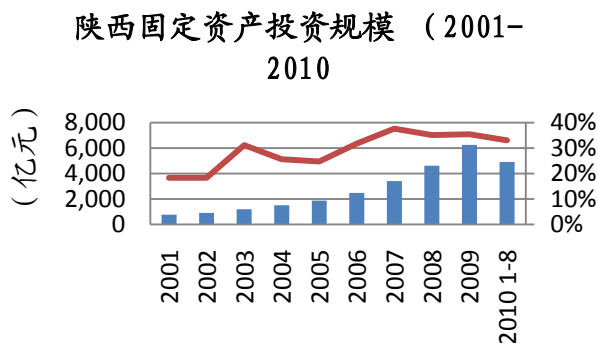
陕西主要的水泥消费区域在西咸地区公司，合计在50%左右。陕西主要的水泥企业（冀东、众喜、声威、社会水泥等）也是分布在宝鸡-咸阳-西安-铜川-渭南沿线。公司在2003年与世界水泥海德堡合资在扶风建设了2X4500d/t的生产线，后来又在泾阳投产了2X5000d/t的生产线。2009年公司收购秦岭3条线，在凤翔和铜川新建2条5000d/t的生产线，产能扩张迅速。但该区域内众喜、声威和免柏也将各有1条新线即将投产，更令人担心的是海螺在西咸地区的4条5000t/d生产线即将投产——一来，海螺出色的管理能力将拉低当地的水泥成本价格线，二来当地的供给短时间急剧扩大。虽然公司与海螺的关系历来很好，但该区域的毛利涨跌还是要看需求能否跟上供给的增长。

图表 26 内蒙古、山西、陕西水泥价格



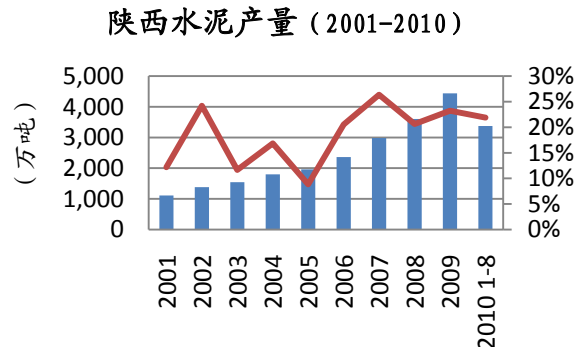
数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 27 陕西固定资产投资规模(2001-2010)



数据来源: 统计局, WIND

图表 28 陕西水泥产量(2001-2010)



数据来源: DC, WIND

图表 29 冀东水泥陕西生产线布局



数据来源: 冀东水泥、DC、公开媒体

图表 30 陕西省水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线	在建生产线
安康	尧柏水泥	1*4000	
汉中	尧柏水泥	1*2500, 1*5000	1*2500
商洛	尧柏水泥	1*2000, 1*2500	
渭南	尧柏水泥	1*2500	
	意大利水泥	1*5000	
西安	尧柏水泥	2*2500	
咸阳	海螺水泥		2*4500
	众喜水泥		1*5000
	冀东水泥	2*5000	
	声威建材	2*2500	
宝鸡	海螺水泥		2*5000
	冀东水泥	2*5000	1*4500
	众喜水泥	2*1000, 1*2500, 1*5000	
	声威建材	1*2500	
	声威建材	2*5000	
铜川	秦岭水泥	1*2000, 1*2500, 1*5000	1*5000
	满意水泥	1*5000	

数据来源: 冀东水泥、DC、公开媒体

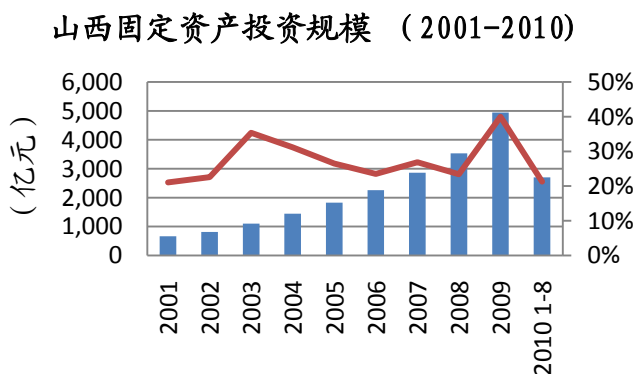
● 山西市场技术领先，众多潜在收购对象

公司目前在山西的布局是一南一北两大基地，在大同和运城各有1条5000t/d生产线，北部大同连接内蒙古“呼包鄂”城市群，南部运城接近“关中-天水经济区”。公司有意通过并购进入中部区域。山西省内以前对水泥产业有所冷落，企业和生产线规模均较小。不少国有企业兴办的水泥企业只有1-2条线，规模也以1000-2500t/d居多。在节能减排和市场竞争的压力下，这些小型企业都将被逐步兼并。通过收购整合松江水泥和秦岭水泥，国有企业对冀东水泥的整合方式比较接受，这对于冀东在山西收购其他国有水泥企业非常有帮助。

相对于中小型生产线，大型生产线的品质和数量上有保证。所以公司在山西市场的水泥有80%销往市政工程和高速公路等重点工程。

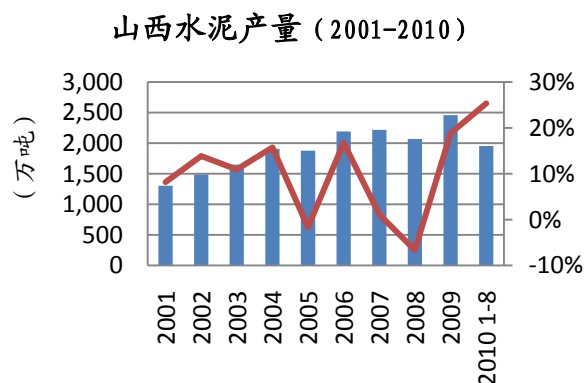
也是看到山西市场的不成熟，不少外来水泥企业对山西市场虎视眈眈，比如浙江金圆就规划了5条5000t/d生产线，目前已建2条。公司目前在大同也有1条生产线在建。但山西省在控制新建生产线和淘汰落后产能方面较严格，08、09年新增水泥产能仅500万吨，10年1-8月水泥投资增速为-5.28%，在建生产线仅有4条。今年将被淘汰的落后产能达800万吨，占09年水泥产量的45%。

图表 31 山西固定资产投资规模 (2001-2010)



数据来源：统计局, WIND

图表 32 山西水泥产量 (2001-2010)



数据来源：DC, WIND

图表 33 冀东水泥山西生产线布局

图表 34 山西省水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线	在建生产线
大同	冀东	1*5000	1*4500
朔州	金圆水泥		1*5000
	同煤集团		1*4500
阳泉	南娄集团		1*2500
	阳泉煤业	1*2500	
	亚美水泥	1*2500	
太原	狮头股份	1*1000, 2*1200, 1*1500	
	金圆水泥	1*4000	
吕梁	吉港宝石	2*2500	
晋中	智海水泥	2*2500	
长治	晋牌水泥	1*2000	
晋城	孟电	1*3000	
运城	冀东	1*5000	
	新绛威顿	1*1000, 1*2500	

数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

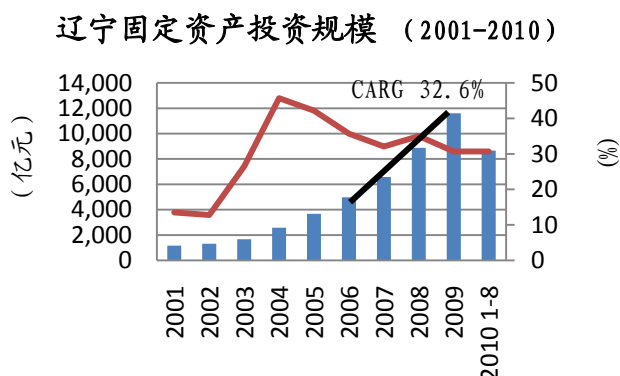
数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

5.3. 东北大区分析

● 区域发展政策支撑旺盛需求

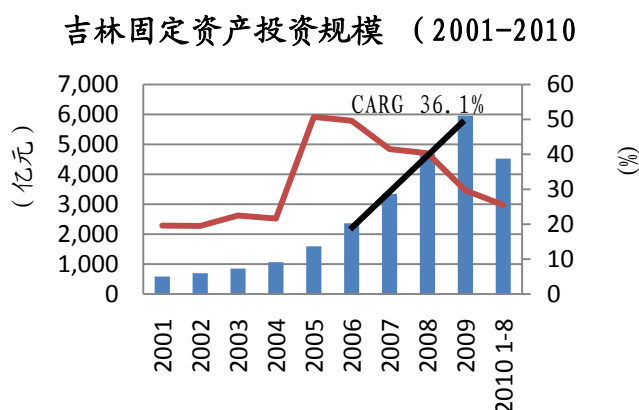
受《东北地区振兴规划》、《十一五规划》、“4万亿投资”的带动，“十一五”期间东北地区投资规模快速增长：辽宁、吉林两省2006至2009年的固定资产投资复合增长率达32.6%、36.1%，高出全国27.6%的平均水平。相应地，辽宁、吉林的水泥产量年度增速分别达13.9%、17%，同期全国平均水平为10.5%。

图表 35 辽宁固定资产投资规模 (2001-2010)



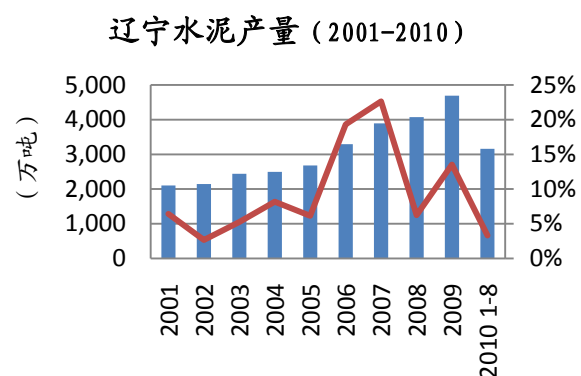
数据来源: 统计局, WIND

图表 37 辽宁固定资产投资规模 (2001-2010)



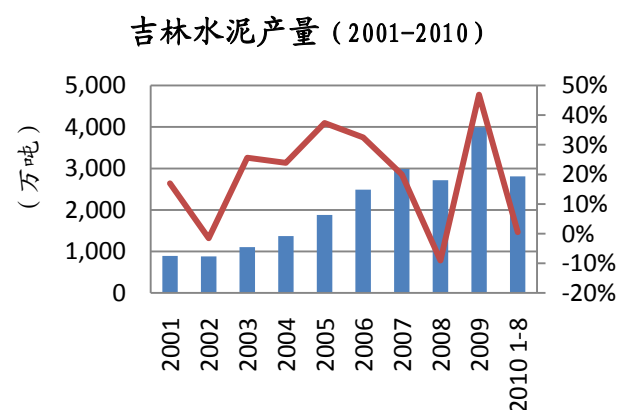
数据来源: 统计局, WIND

图表 36 辽宁水泥产量 (2001-2010)



数据来源: DC, WIND

图表 38 辽宁水泥产量 (2001-2010)



数据来源: DC, WIND

2009年8月17日, 国务院通过了《关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》, 会议要求进一步加强基础设施建设, 为东北地区全面振兴创造条件, 重点推进一批能源、交通、水利项目建设。在振兴东北的背景下, 一大批重大工程如哈大铁路、吉林-图们铁路、哈尔滨-佳木斯铁路、哈尔滨-牡丹江铁路等已经或即将开工。

2009年11月16日, 中国国务院正式批复《中国图们江区域合作开发规划纲要——以长吉图为开发开放先导区》, 这是中国政府迄今为止批准的唯一一个沿边开发开放区域规划。规划提出要加快建设国际大通道畅通工程, 推进珲春口岸国际商品交易中心、中俄韩日四国陆海联运等跨境基础设施合作项目建设, 积极推

进跨境经济合作区和国际产业合作园区建设。规划同时提出，到2012年，中国图们江区域的国际合作取得突破性进展，长吉图先导区成为东北地区经济发展的新亮点；到2020年，中国图们江区域对外开放水平实现重大突破，长吉图地区的经济总量翻两番，达到全国先进水平。

● 新增供给压力较小

近两年东北地区的水泥投资规模下降较快，辽宁、吉林2010前8个月的水泥投资增速分别为-2.47%、3.83%。根据我们跟踪的大型企业投资计划中的新投产和在建生产线数据，今年辽宁仅大鹰在阜新投产1条生产线，天瑞、山水等企业计划在辽宁建设生产线，但目前仍无项目开工；吉林共4条生产线在建设期，预计今年投产2条，明年投产2条。

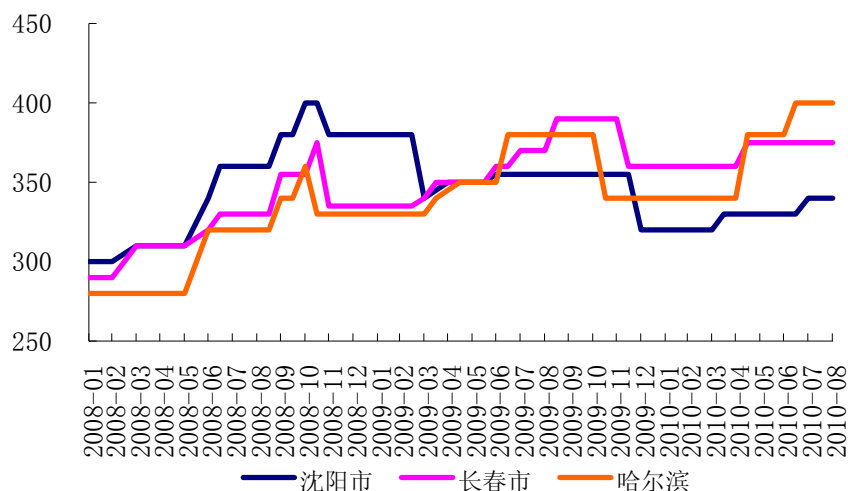
根据发改委公布的各省落后产能淘汰任务表，辽宁、吉林今年将分别淘汰落后产能543.2万吨和85.6万吨，分别占去年全年水泥产量的21%、5%。

● 竞争激烈，短时间难以取得领先地位

辽宁省主要的水泥消费地区是沈阳地区，在沈阳周边200公里以内有众多水泥大型企业，如冀东、山水、天瑞、恒威、金刚、大鹰、铁新等，生产规模均在200至400万吨，竞争比较激烈，价格剧烈波动。目前亚泰拟收购铁岭的铁新水泥和开原水泥，若收购成功则对该区域的竞争态势有改善作用。

吉林的市场格局较好，亚泰、金刚和冀东合计占据了吉林产能的70%以上——吉林市场的价格非常稳定。公司2000年收购吉林松江水泥进入吉林市场，目前有3条新型干法生产线（孰料产能330万吨），在建生产线1条（孰料产能180万吨）。金隅也通过与中国昊华化工合作建立了金隅四平水泥打入吉林市场，不过该线主要用于处理昊华化工的工业废弃物，产能只有100万吨。亚泰和金刚目前共有4条4500t/d的生产线在建，建成之后将优化吉林市场格局，公司则间接受益。

图表 39 内蒙古、山西、陕西水泥价格



数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 40 冀东水泥辽宁生产线布局



数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 41 辽宁省水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线
鞍山	冀东	1*5000
本溪	交通水泥	1*5000
	山水	1*1200, 1*2500, 1*5000
大连	金刚	1*4000
	山水	1*5000
	天瑞	2*5000
	小野田	1*4000
阜新	大鹰水泥	1*2500, 1*4000
葫芦岛	渤海水泥	1*4000
辽阳	台泥	1*5000
	恒威水泥	1*2500, 1*5000
	冀东	1*2500
	山水	*5000
铁岭	天瑞	1*5000
	铁新	2*2500, 1*5000
	开原	1*1000

数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 42 冀东水泥吉林生产线布局



数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

图表 43 吉林省水泥生产线布局

地区	公司	已有生产线	在建生产线
长春	亚泰	2*2000, 2*2500, 1*5000	1*5000
吉林	冀东	2*3500, 1*4000	1*4500
四平	亚泰	1*2500	
辽源	金刚	2*5000	
通化	亚泰	1*1200	1*4000
白山	金刚	1*3200	
延边	亚泰		1*4500
	金刚	1*5000	1*4000

数据来源：冀东水泥、DC、公开媒体

7. 风险提示

公司已多年实施跨区域集团式运作，管理架构稳定，企业制度趋向稳定，企业文化得到认同。目前的风险来自于资金压力、收购整合的不确定性和持续增长的不确定性。在增发完成之后，资金压力将得到一定的缓解。38号文出台之后，企业的扩张主要依靠收购兼并，收购的规模越来越大，收购后的整合是挑战管理层的重大问题。若收购整合进展不顺利，企业的持续增长也无从谈起。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。