

冀东水泥(000401)调研报告

华北市场表现好于预期,未来估值还有提升空间

原材料/水泥

推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 03 月 14 日

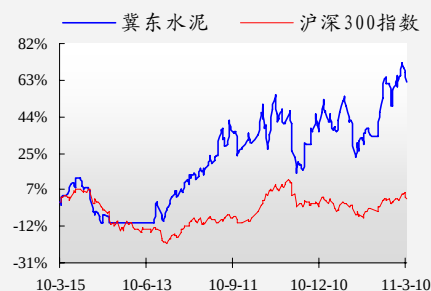
投资要点:

- 公司近年来奉行“三北”战略,积极对外扩张,产能增长迅速,2010 年底实际水泥产能超过 8000 万吨,另外还有将近 2110 万吨在建产能,会在 2011 年、2012 年陆续投产,届时总产能将突破 1 亿吨。
- 公司市场区域主要分布在华北、东北、陕西、湖南和重庆等地。华北市场淡季价格仍保持高位运行,而且 3 月初开始,京津冀地区销量逐步开始达到市场正常水平,好于预期。东北地区价格大致与去年持平,价格启动估计要等到 4、5 月份冬季结束。受本地产能大幅投放影响,陕西市场价格回落幅度较大。
- 华北市场淘汰落后力度很大,小水泥产能冲击逐步减弱,基建和保障房推动需求有保障,冀东和金隅垄断竞争格局将强化市场战略协同,我们对华北市场持乐观态度。
- 东北市场公司投资力度较大,主要集中在吉林和黑龙江地区,公司和亚泰协同效应将得到加强,未来该区域价格有望回升。未来对陕西水泥价格保持谨慎态度。
- 我们假定 2011 年完成增发,那么我们预计公司 2010 年、2011 年(摊薄后)、2012 年(摊薄后)每股收益为 1.19 元、1.57 元、2.06 元,对应的市盈率为 21.9 倍、16.6 倍、12.6 倍,目前估值基本合理。但是我们认为公司具有清晰的发展战略和强大的市场整合能力,未来成长性良好,维持“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	693,773	51.9	98,387	120.6	0.8	15	32.2	-
2010E	1,221,409	76.1	143,732	46.1	1.19	18	21.9	-
2011E	1,640,687	34.3	211,374	47.1	1.57	17	26.6	-
2012E	2,047,573	24.8	277,806	31.4	2.06	19	12.6	-

走势图



市场数据

2011-3-11

收盘价:	26.10 元
52 周最高价:	28.81 元
52 周最低价:	14.12 元
平均持仓成本:	22.23 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	121,277
流通 A 股(万股):	121,224
每股收益(元):	0.90
每股净资产(元):	6.42
每股经营现金流(元):	0.99
市净率:	4.06

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

冀东水泥是我们长期看好并推荐的公司，近期对公司进行了例行调研，并就最新的经营情况和公司的管理人员进行了沟通交流。

一、 产能数据最新更新情况（已投产及在建）

公司是国家 12 家重点扶持大型水泥企业之一，近年来奉行“三北”战略，积极对外扩张，产能增长迅速，随着 2010 年多条生产线陆续投产，加上水泥磨系统扩建，2010 年底实际已投产水泥产能超过 8000 万吨，另外还有将近 2110 万吨在建产能，会在 2011 年、2012 年陆续投产市场，届时总产能将突破 1 亿吨。

表 1：冀东水泥已有生产线一览

单位：万吨

省份	企业名称	生产线规模 (t/d)	熟料产能	水泥产能	公司持股比例	主要市场
河北	唐山分公司	2*4500	320	500	100.00%	北京、天津、唐山、承德
		3*4500	570	750	100.00%	
	丰润有限	1*2500	80	100	100.00%	
	三友公司一期	1*3000	100	140	85.41%	
	三友公司二期		180	220	100.00%	
	滦县公司一期	1*5000	180	100	66.17%	
	滦县公司二期			220	100.00%	
	奎山公司	1*1500、1*2500	280	350	60.00%	
	三河公司	年产 100 万吨	0	100	100.00%	
	唐县公司	1*4500	180	220	100.00%	
	康达公司	1*3200	100	180	100.00%	
	启新公司		180	220	100.00%	
天津	天津公司	年产 80 万吨	0	80	86.36%	
内蒙古	内蒙公司一期	1*5000	180	250	100.00%	呼和浩特、包头
	阿巴嘎旗公司	1*3200	100	180	100.00%	锡林浩特市
	内蒙公司二期	1*5000	180	220	100.00%	呼和浩特、包头
	亿利公司	1*2500	80	160	59.00%	包头、鄂尔多斯
吉林	吉林公司	1*2500	80	150	100.00%	吉林市长春市
	磐石公司	1*3500、1*4000	250	260	100.00%	吉林市长春市
	扶余公司	年产 80 万吨	0	80	100.00%	哈尔滨、长春、松原
辽宁	沈阳公司	年产 160 万吨	0	160	80.00%	沈阳
	辽阳公司	1*2500	80	0	100.00%	辽阳、沈阳
	鞍山公司	1*4000	100	140	50.00%	鞍山、辽阳
	泾阳公司	2*2500	360	460	50.00%	咸阳、西安
陕西	秦岭	1*5000、2*2000	360	440	29.00%	铜川、西安
	扶风公司	2*4500	360	460	48.11%	宝鸡、西安
	凤翔公司		180	220	100.00%	宝鸡、西安
山西	闻喜公司	1*1200	40	50	60.00%	山西运城

	闻喜公司	1*4500	180	220	60.00%	山西运城
	大同公司一期	1*4500	180	220	100.00%	大同、张家口
	大同公司二期		180	220	100.00%	大同、张家口
湖南	临澧公司	1*4500	180	220	100.00%	常德、岳阳
重庆	江津公司一期	1*3200	100	160	55.00%	江津区、主城区
山东	烟台公司		180	220	100.00%	山东
	合计			7670		

资料来源：根据公司调研资料整理

表 2：冀东水泥在建线一览

区域	单位	熟料产能（万吨）	水泥产能（万吨）
河北	涑水公司	180	220
河北	永吉公司	180	220
重庆	江津二期	100	160
重庆	合川公司	180	220
重庆	璧山公司	90	110
河北	平泉公司	180	220
内蒙	包头公司	180	220
陕西	秦岭公司	180	220
山西	阳泉公司	180	220
黑龙江	黑龙江公司		300
	合计		2110

资料来源：根据公司调研资料整理

二、 公司主要区域市场水泥价格情况

公司的市场区域主要分布在华北、东北、陕西、湖南和重庆等地。根据 2010 年中期数据，华北地区、东北地区收入占比大概是 73%和 12%左右，目前占主要位置。

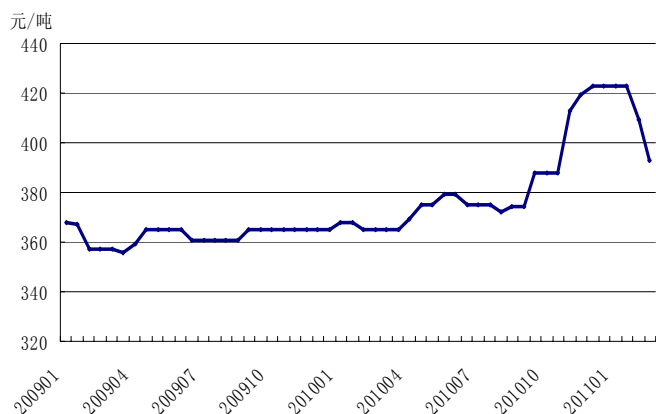
※ 华北市场目前价格情况：淡季仍高位运行

考察这个区域的水泥价格情况发现，市场在四季度水泥限电停产后，价格并未由于限电的结束出现较大范围的松动，整体价格依然维持在一个相对的高位。截止 2 月底，华北市场 P.O42.5 水泥价格仍然维持在 393 元/吨，环比 12 月份最高点回落 30 元/吨，但仍然同比去年高 36 元/吨。

由于天气等因素影响，华北地区从去年 12 月开始逐步进入传统需求淡季。但价格似乎呈现较小起伏，波动幅度要低于华东地区，我们认为一方面华东去年四季度限电价格上涨程度并非如其他区域上涨幅度那么大，另一方面由于落后产能淘汰的关系，使得大水泥企业对于华北市场的控制程度有所加大。

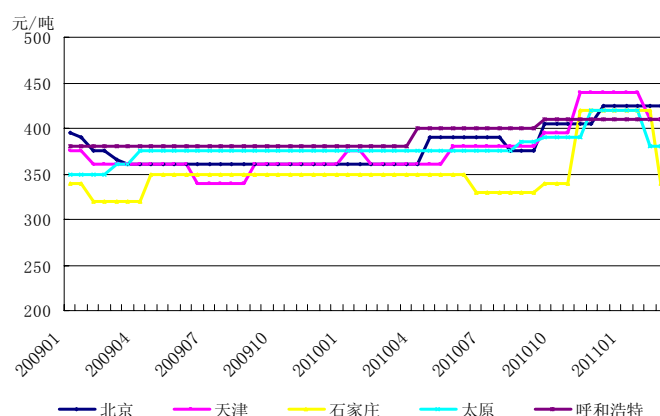
近期我们也了解到北京、天津、河北、山西的市场销量已逐步恢复到正常水平，好于我们的预期。

图 1: 华北地区 P.O42.5 水泥价格（算术平均）



资料来源：东北证券整理

图 2: 华北各主要城市 P.O42.5 水泥价格

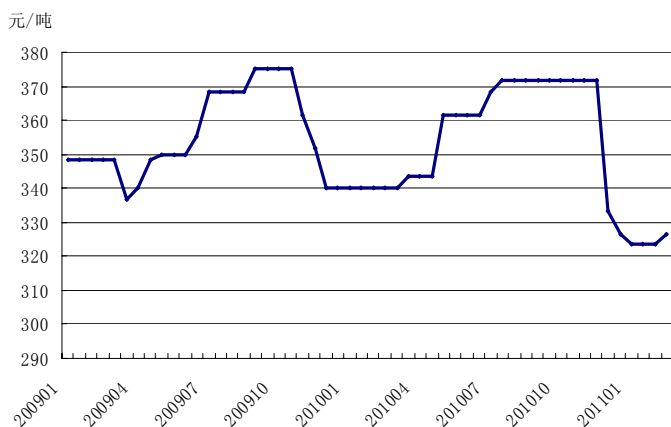


资料来源：东北证券整理

※ 东北市场目前价格情况：大致与往年持平

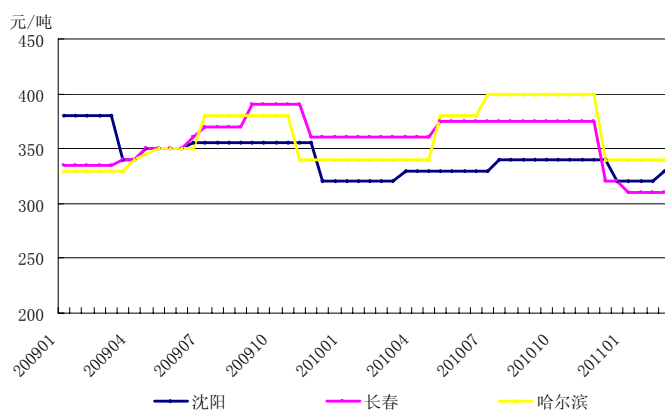
东北从去年 11 月底开始进入冬季，由于天气过于寒冷对施工有影响，因此东北地区的水泥需求启动需要晚于其他市场，一般要等到四、五月份。目前 P.O42.5 水泥价格沈阳地区大概为 330 元/吨，长春地区大概为 310 元/吨，哈尔滨地区大概是 340 元/吨，基本与往年保持相同的情况。

图 3: 东北地区 P.O42.5 水泥价格（算术平均）



资料来源：东北证券整理

图 4: 东北各主要城市 P.O42.5 水泥价格

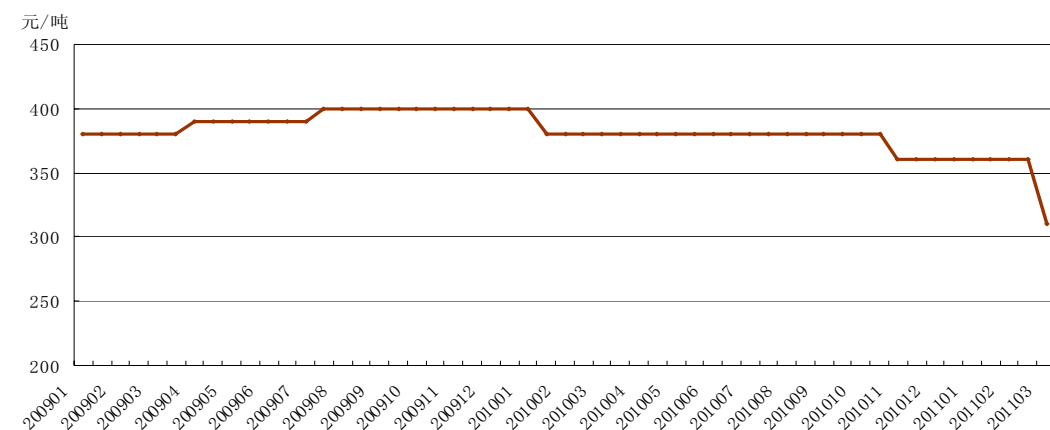


资料来源：东北证券整理

※ 陕西市场目前价格情况：出现较大幅度回落

目前陕西西安 P.O42.5 水泥价格大概在 310 元左右，我们可以发现基本上到了两年以来的新低。从 2008 年开始，陕西市场水泥价格持续保持高位运行，领先国内其他地区。而此次价格回调并创下新低，应该还是背后的产能供需逻辑在起作用。

图 5: 陕西西安 P.O42.5 水泥价格



17%左右份额，基本上两者在京津冀地区形成了良好的合作竞争格局。

通过此轮限电，对当期大型水泥企业影响颇大。行政意义上的举动使得大家看到了合作的重要性，并开始重新审视价格和产量的平衡对于水泥企业盈利的重要影响。此次交流下来，给我们的明显感觉是，目前大企业之间的沟通和协同性明显得到加强，这让我们对华北地区的水泥价格增强了不少信心。

2.2、东北市场——和亚泰的协同效应将得到加强，区域价格有望回升

※ 多因素使得去年东北地区水泥价格整体表现一般

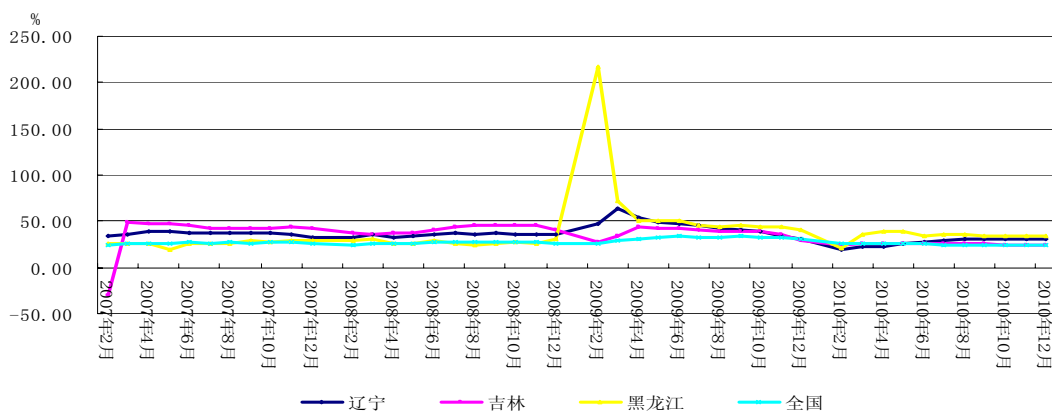
从整体价格表现来看，去年东北水泥市场是仅次于西南市场表现一般的市场。P.O42.5 水泥价格基本在 320-370 元之间按照淡旺季需求不同而涨落。除了黑龙江的价格四季度起来一些外，吉林和辽宁地区的价格整体比较欠佳。

我们分析原因主要有以下几点：

1、上半年由于受雨雪天气的影响，重大基础设施开工项目受到拖延，从固定资产投资月度增速也可以看出，辽宁和吉林地区的速度明显低于全国平均水平。需求并没有得到有效的发挥。

2、没有限电，东北地区在去年国内限电停产中并没有受到限电限产的影响，因此对一定期限内供给的冲击比较有限。

图 6：东北三省固定资产投资增速同比全国



资料来源：东北证券整理

※ 需求有望起来，价格有望回升，未来看好区域市场整合和大企业协同

改革开放以来，东北地区社会经济发展程度要落后东部沿海地区，为此，国家通过出台振兴东北地区等老工业基地等发展规划将在未来社会经济发展方面给予东北以众多的扶持。

从地方政府来看，投资建设力度还是很大，2011 年需求有望继续快速增长。从地方政府工作报告可以看出，大型基础设施建设项目很多：

辽宁方面：明确提出确保哈大客运专线全线通车，京沈客专、沈丹客专、沈阳和大

连地铁工程加快建设。

吉林方面：力争新建梅河至通化等 9 条高速公路；建成吉林至草市等 4 条高速公路；启动长春至白城、四平至松江河快速铁路，加快吉林至珲春高速铁路施工。争取白城机场启动、通化机场竣工，开工长春地铁一号线。

黑龙江方面：计划公路建设完成投资 256 亿元，建设重点工程 31 项；加快哈大铁路客运专线等项目。

目前冀东在东北市场的产能主要分布在吉林（吉林公司：1*2500t/d，磐石公司：1*3500t/d+1*4000t/d，扶余公司：80 万吨），产能超过 400 万吨，另外在吉林永吉投资在建 2*4500t/d 新型干法线，产能有望增加 400 万吨，而亚泰有将近 2500 万吨的产能；辽宁（沈阳公司：160 万吨，辽阳公司：1*2500，鞍山公司：1*4000），产能 420 万吨左右；黑龙江方面公司于今年 2 月份公告将投资组建冀东黑龙江公司（1*7200t/d），产能约 300 万吨。

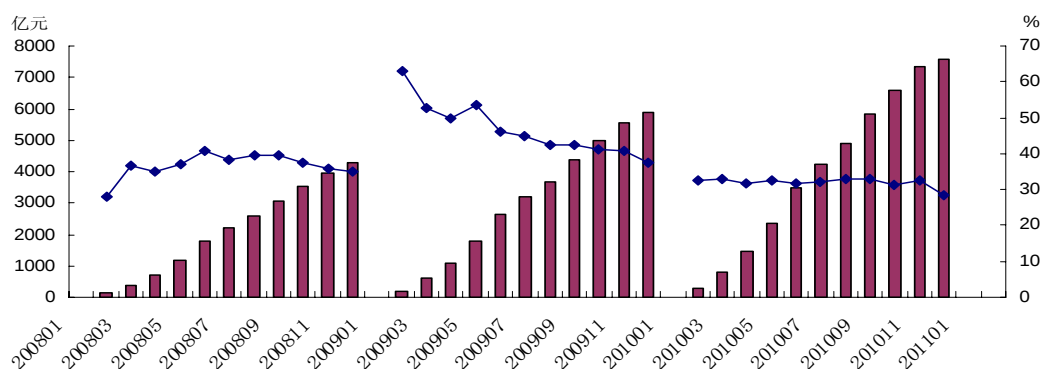
我们认为，分区域来看，吉林和黑龙江的市场相对好一些，亚泰有一定的掌控力，公司和亚泰的协同效应将得到加强。另外，从公开资料显示，中国建材未来也有意整合东北水泥市场，要收购 20 家左右的水泥企业。随着整合的推进和大企业战略协同的加强，我们认为未来东北水泥市场结构将不断得到优化。

2.4、陕西市场——区域产能扩张过快，价格有一定压力

※ 需求高增长，产能高扩张，水泥价格承压

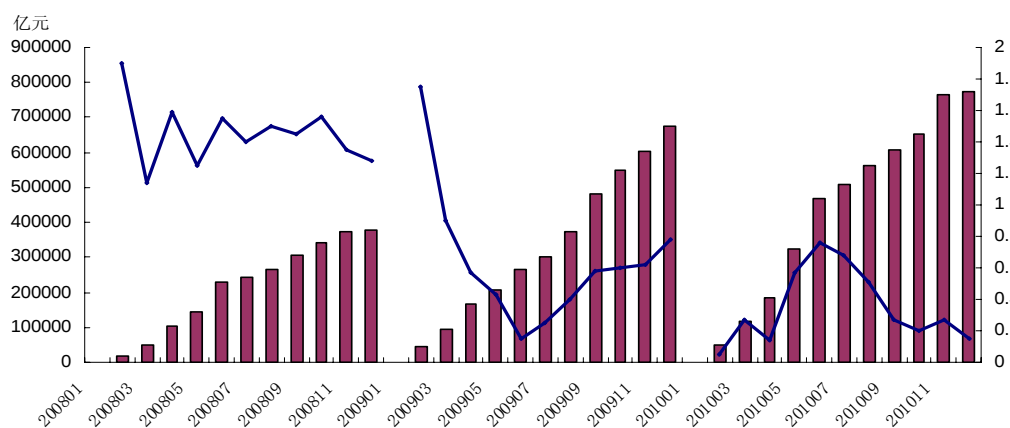
受到西部大开发和地方经济快速发展推动，陕西省固定资产投资近几年持续保持快速发展态势，需求的快速增长推动区域内水泥供求情况保持乐观状况，并使得水泥价格 3 年来持续保持在较高的价位。但是高价格同时引起区域内水泥投资建设的高潮，我们可以看到 2008-2010 年水泥固定资产投资也以较快的速度推进（见图 8），根据数字水泥相关统计，2010 年陕西省共有 15 条熟料生产线投产，产能约 1700 万吨，其中，宝鸡地区投产 5 条、汉中地区投产 2 条，2011 年陕西省仍有将近 1000 万吨产能会投放到市场，到 2012 年陕西水泥产能将达到近 9000 万吨，呈现供大于求局面。

图 7：陕西省固定资产投资增速



资料来源：东北证券整理

图 8: 陕西省水泥固定资产累计完成投资及同比增速



资料来源: 东北证券整理

※ 区域内市场结构及周边区域对陕西市场的影响

从目前陕西市场来看,冀东、海螺、尧柏、声威等地区都占据一定的市场份额,但并没有一个市场领导者能够影响市场,并且这些企业后续均有不少产能投放出来,如海螺今年还有 2 条 4500t/d 的生产线要投产,将对陕西市场产生一定的压力。

另外,陕西周边的市场如宁夏和山西目前产能也面临一定的压力,由于运输半径较短,部分宁夏和山西的产能或将流入周边陕西市场,形成市场冲击。因此,我们对今年陕西地区的水泥价格保持谨慎的态度。

四、 增发将缓解资金压力、并增强未来并购实力

公司 2010 年出台非公开增发方案,拟发行 1.34 亿股,发行价 14.21 元/股,募集 19.04 亿元,公司整体资产负债率偏高,此次募集有助于公司降低财务负担,优化资本结构,提高盈利水平。

更重要的是,在目前新建线暂不放开的情况下,未来水泥行业的扩张更多的依赖企业间的并购重组,而在现在水泥并购成本不断上升的时候,资金实力将成为未来公司发展的重要动力。

五、 估值及投资建议

目前公司增发已获商务部批准,还需证监会审批,我们假定 2011 年完成增发,那么我们预计公司 2010 年、2011 年(摊薄后)、2012 年(摊薄后)每股收益为 1.19 元、1.57 元、2.06 元,对应目前的股价 26.10 元,相应的市盈率为 21.9 倍、16.6 倍、12.6 倍,市净率为 3.26 倍,整体来看,目前估值基本合理。但是我们认为公司具有清晰的发展战略和强大的市场整合能力,未来成长性良好,维持“推荐”评级。

表 3: 公司盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	456873	693773	1221409	1640687	2047573
营业成本	326136	473796	843141	1120267	1397870
营业税金及附加	3989	4780	9771	12305	14333
销售费用	19965	26425	48856	63987	77808
管理费用	52616	84776	134355	172272	204757
财务费用	25070	27185	51408	49798	44142
投资收益	13761	39154	35000	35000	35000
资产减值及公允价值变动	2773	2390	3500	3500	3500
其他收入	(5547)	(4780)	0	0	0
营业利润	40084	113575	172377	260557	347163
营业外净收支	18512	14468	15000	15000	15000
利润总额	58597	128044	187377	275557	362163
所得税费用	6412	21600	31854	46845	61568
少数股东损益	7581	8057	11790	17339	22789
归属于母公司净利润	44603	98387	143732	211374	277806

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。