

冀东水泥 (000401)

产能助推业绩，受益华北寡头协同

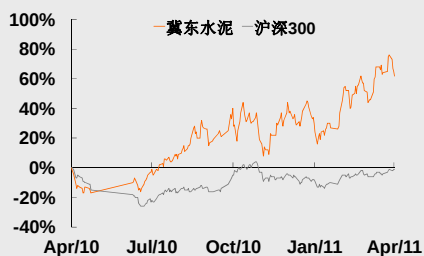
强烈推荐 (首次)

现价：27.72 元

主要数据

行业	水泥制造
公司网址	www.jdsn.com.cn
大股东/持股	冀东发展集团 /41.42%
实际控制人/持股	唐山市国资委 /40.78%
总股本(百万股)	1,213
流通 A 股(百万股)	1,212
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	336.18
流通 A 股市值(亿元)	336.03
每股净资产(元)	6.42
资产负债率(%)	68.9

行情走势图



相关研究报告

《3月水泥行业月报：淡季已然不淡，旺季更值得期待》2011/3/30

《2月水泥行业月报：全年水泥价格上涨10%》2011/2/28

《西部建设重大事项点评：收购增厚业绩90%，上调至“强烈推荐”》2011/1/19

证券分析师

徐炜
S1060110030233
0755-22627752
xuwei850@pingan.com.cn

投资要点

■ 产能增长助业绩大增

公司2010年实现营业收入110.6亿元、归属上市公司股东的净利润14.0亿元，同比分别增长58.3%、40.9%，每股收益为1.15元，拟不进行利润分配。公司全年共生产水泥4,578万吨，同比增长54%；生产熟料4,097万吨，同比增长49%；销售水泥及水泥熟料5,681万吨（统计口径），同比增长49%。

我们认为，公司收入和利润增速较快的主要原因是公司有大量新增产能在2010年全面投产。2010年公司水泥产能跃升至9,000万吨，同比增长50%。唐山项目、三友二期、烟台项目、启新迁建、凤翔项目、大同二期、滦县二期7条水泥熟料生产线及曹妃甸年产120万吨矿渣细磨生产线项目报告期末建成投产，包头、涞水、平泉、阳泉、永吉等5个项目陆续开工。依靠在建项目和兼并收购，预计未来两年公司每年仍将有2000万吨左右的产能增长。

■ 吨成本、平均吨价格微降，吨毛利持平

按我们测算的数据，公司2010年综合吨成本120元/吨、综合均价177元/吨、吨毛利57元/吨，同比分别下降6%、下降5%、上涨1%。吨成本微降的原因是用电成本下降，公司目前余热发电项目总装机容量220.9MW，全年共利用余热发电12.66亿度、同比增长了约60%。均价微降的原因是2010年公司主要经营区域之一的陕西地区的水泥价格受区域产能集中投放的影响，同比出现20~40元/吨的下跌。

我们认为，2011年华北地区的产能增速将显著放缓，区域内淘汰落后产能力度较大，寡头间形成价格协同的概率增大，我们按照乐观情景，假设公司2011年出厂价格同比上涨20%，并据此调整了盈利预测。

■ 一季度亏损无需过虑

公司同时公告一季度将出现900~1350万元的亏损，主要原因是同比营业外收入（主要是补贴收入）大幅减少，及少数股东权益同比增加。我们认为，一季度本属北方施工淡季，销量较少，出现亏损属正常现象。从过往报表看，2005年至2010年6年间有4年的一季度出现亏损，另外两年也仅仅微弱盈利。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,990	11,064	18,092	24,597	30,617
收入同比(%)	53%	58%	64%	36%	24%
净利润	992	1,398	2,802	3,976	4,878
净利润同比(%)	128%	41%	100%	42%	23%
毛利率(%)	31.8%	31.7%	38.6%	40.1%	39.4%
ROE(%)	14.8%	17.3%	25.7%	27.5%	26.1%
每股收益(元)	0.82	1.15	2.31	3.28	4.02
P/E	33.9	24.0	12.0	8.5	6.9
P/B	5.0	4.2	3.1	2.3	1.8

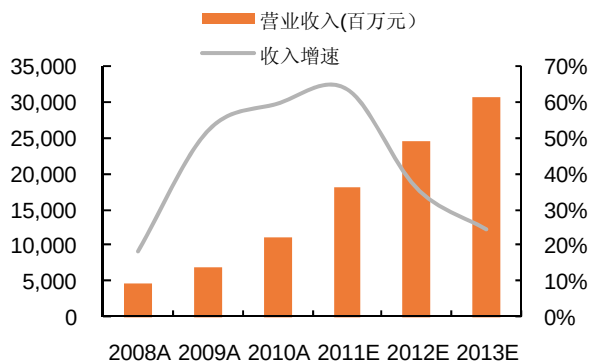
■ 维持“强烈推荐”评级

我们对公司的原 2011 年、2012 年预测 EPS 为 1.88 元、2.35 元，根据对公司最新产能投产情况和对华北地区水泥价格涨幅的假设，我们上调对公司的盈利预测，预计 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 2.31 元、3.28 元和 4.02 元，对应当前 27.72 元股价的动态 PE 分别为 12 倍、9 倍和 7 倍。预计公司 2011 年仍有约 2000 万吨新增产能投产，我们认为，华北地区产能增速将显著放缓，区域内淘汰落后产能力度较大，寡头间形成价格协同的概率较大，价格上涨预期依然强烈，给予公司 2011 年动态 PE 为 15 倍的估值，目标价 35 元，仍有 26% 的上涨空间，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ 风险提示

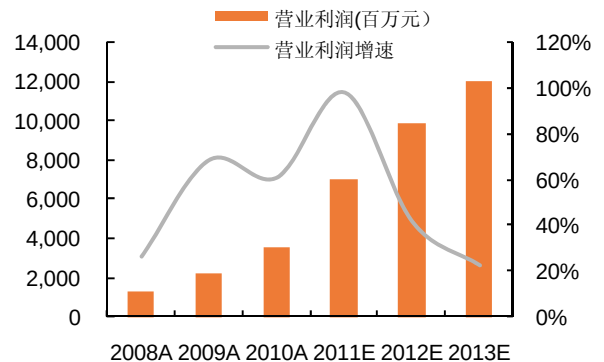
华北地区淘汰落后产能力度低于预期，使得区域内供求关系不能有效改善；寡头间无法形成价格协同，恶性竞争导致价格涨幅低于预期。

图表 1：营业收入及增速



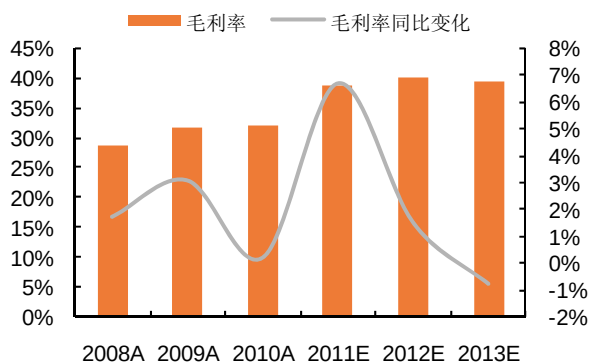
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 2：营业利润及增速



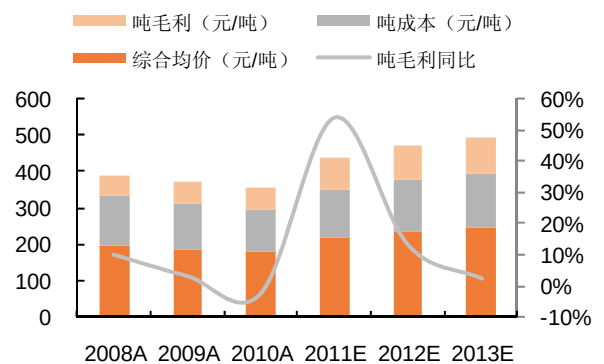
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3：毛利率及同比变化



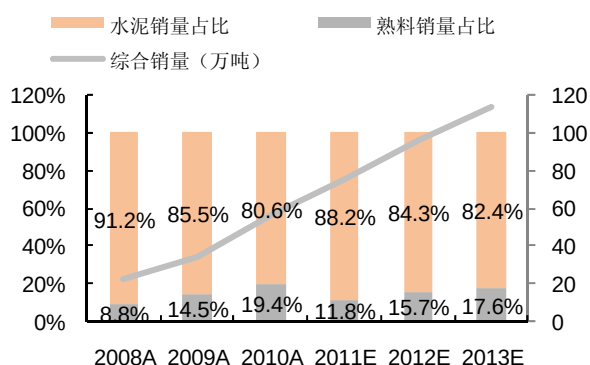
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 4：综合均价和吨毛利变化



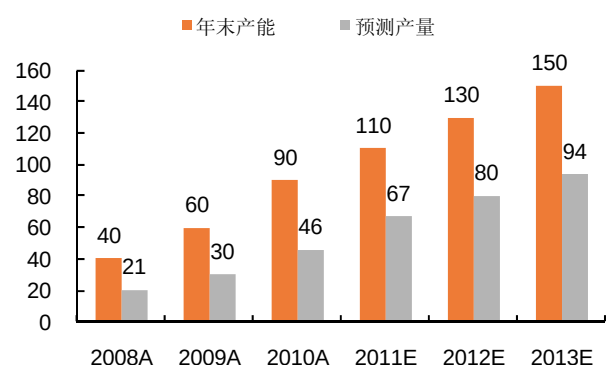
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 5：水泥销量结构预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 6：产能产量预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	6422	7811	12330	16113	营业收入	6990	11064	18092	24597
现金	3045	3256	3618	4919	营业成本	4767	7558	11106	14724
应收账款	372	575	793	1225	营业税金及附加	48	75	122	167
其他应收款	458	121	666	934	营业费用	267	404	660	911
预付账款	1255	1202	2916	3362	管理费用	855	1062	1737	2361
存货	888	1445	2316	2876	财务费用	274	541	1022	1244
其他流动资产	404	1212	2021	2797	资产减值损失	24	19	19	21
非流动资产	15196	22441	28428	33857	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1161	2056	2056	2056	投资净收益	392	331	331	351
固定资产	9128	13489	21381	27551	营业利润	1147	1736	3757	5521
无形资产	738	1132	1393	1718	营业外收入	205	305	305	271
其他非流动资产	4168	5764	3598	2532	营业外支出	61	51	50	54
资产总计	21617	30252	40758	49970	利润总额	1292	1990	4012	5738
流动负债	6616	9059	14066	16096	所得税	216	421	849	1214
短期借款	2518	3821	7693	6909	净利润	1076	1568	3163	4524
应付账款	2054	2795	3902	5654	少数股东损益	83	170	361	548
其他流动负债	2044	2443	2471	3533	归属母公司净利润	992	1398	2802	3976
非流动负债	7288	11903	14239	17317	EBITDA	1964	3139	6093	8700
长期借款	5653	10744	13100	16006	EPS (元)	0.82	1.15	2.31	3.28
其他非流动负债	1635	1159	1140	1311					
负债合计	13904	20962	28305	33413	主要财务比率				
少数股东权益	1026	1211	1572	2120	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	1213	1213	1213	1213	成长能力				
资本公积	3326	3332	3332	3332	营业收入	53.0%	58.3%	63.5%	36.0%
留存收益	2120	3509	6310	9865	营业利润	194.8%	51.4%	116.4%	46.9%
归属母公司股东权益	6688	8079	10881	14436	归属于母公司净利润	127.9%	40.9%	100.4%	41.9%
负债和股东权益	21617	30252	40758	49970	获利能力				
					毛利率(%)	31.8%	31.7%	38.6%	40.1%
现金流量表					净利率(%)	14.2%	12.6%	15.5%	16.2%
单位:百万元					ROE(%)	14.8%	17.3%	25.7%	27.5%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	ROIC(%)	8.7%	8.8%	12.9%	15.5%
经营活动现金流	1970	1699	2417	7621	偿债能力				
净利润	1076	1568	3163	4524	资产负债率(%)	64.3%	69.3%	69.4%	66.9%
折旧摊销	543	862	1314	1935	净负债比率(%)	63.97%	75.76%	76.29%	71.41%
财务费用	274	541	1022	1244	流动比率	0.97	0.86	0.88	1.00
投资损失	-392	-331	-331	-351	速动比率	0.83	0.70	0.71	0.82
营运资金变动	386	-1018	-2970	289	营运能力				
其他经营现金流	83	76	219	-21	总资产周转率	0.41	0.43	0.51	0.54
投资活动现金流	-5243	-6889	-6946	-6992	应收账款周转率	22	22	24	21
资本支出	4673	5527	7000	7000	应付账款周转率	3.31	3.12	3.32	3.08
长期投资	-831	-1282	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1401	-2644	54	8	每股收益(最新摊薄)	0.82	1.15	2.31	3.28
筹资活动现金流	3607	5812	4891	673	每股经营现金流(最新)	1.62	1.40	1.99	6.28
短期借款	664	1303	3872	-784	每股净资产(最新摊薄)	5.51	6.66	8.97	11.90
长期借款	3339	5091	2356	2906	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	33.87	24.04	12.00	8.46
资本公积增加	-119	7	0	0	P/B	5.03	4.16	3.09	2.33
其他筹资现金流	-277	-588	-1337	-1449	EV/EBITDA	23	15	8	5
现金净增加额	334	622	362	1301					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257