



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011 年 4 月 15 日

建材

研究部

罗炜

关雪

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010035
guanxue@cicc.com.cn

推荐

冀东水泥 (000401.SZ)

2010 年业绩略低于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,569	6,938	11,064	16,709	18,493
(+/-)	18.4%	51.9%	59.5%	51.0%	10.7%
主营业务利润	1,267	2,152	3,431	5,643	6,426
(+/-)	26.4%	69.8%	59.4%	64.5%	13.9%
净利润	446	984	1,398	2,144	2,549
(+/-)	21.1%	120.6%	42.1%	53.3%	18.9%
每股收益	0.37	0.81	1.15	1.77	2.10
(+/-)	21.1%	120.6%	42.1%	53.3%	18.9%
市盈率	75.4	34.2	24.0	15.7	13.2
市净率	5.7	5.0	4.2	3.3	2.7
净资产回报率	7.5%	14.7%	17.3%	21.0%	20.6%
投入资本回报率	3.9%	5.4%	5.3%	7.0%	7.6%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%

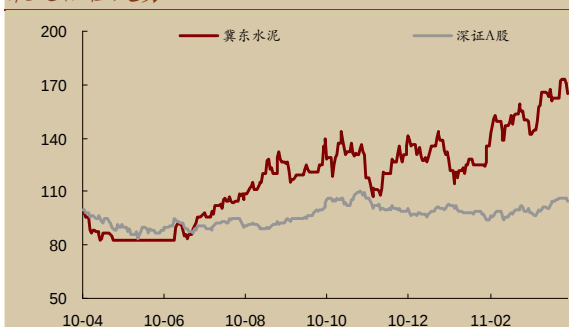
股票信息

A股	
股票代码	000401.CH
当前股价(元)	人民币27.72
日成交量(百万股)	18.73
52周最高价/最低价	人民币30.35/14.12
总市值(百万元)	33,618
发行股数(百万股)	1,213
其中:流通股(百万股)	1,212
主要股东(持股比例)	河北省冀东水泥集团(41.42%)

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[000401.SZ]	-7.63	+12.18	+30.63	+17.31
[深证A股指数]	+0.91	-0.87	+4.11	+6.45

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 业绩低于预期 8%:

冀东水泥 2010 年实现营业收入 110.6 亿元, 同比增长 59.5%, 净利润 14 亿元, 同比增长 42%, 全面摊薄每股收益 1.15 元, 低于预期 8%。低于预期的主要原因是投资收益低于预期及有效税率高于预期。2010 年利润不分配。

正面:

- 营业收入大幅增长 59.5%, 得益于产销量大幅增加。预计 2010 年水泥及熟料产销量约 4700 万吨 (不含陕西联营公司 900 万吨), 同比上升 58%。
- 4 季度单季毛利率 31.8%, 同比提升 3 个百分点, 得益于四季度节能减排限电, 水泥价格淡季不跌反涨。2010 年毛利率 31.7%, 同比基本持平。
- 2010 年在销售收入同比大幅增长的同时, 营业费用和管理费用增长仅为 53% 和 25%。三项费用率从去年同期的 19.9% 下降为 18.1%, 显示公司治理处于持续改善中。

负面:

- 2010 年有效税率提升至 21.2%, 同比提高 4.3 个百分点, 超出我们预期。
- 2010 年陕西联营公司实现投资收益 2.98 亿元, 同比下降 24%, 显示公司陕西产能的盈利能力下降。2011 年上半年陕西关中地区产能还将有一定释放, 价格中短期还将在低位, 预计陕西价格 2012 年回升。

发展趋势:

公司同时预告一季度微亏约 1000 万元, 主要因补贴收入减少以及少数股东权益比重上升。京津地区近期提价增强盈利上调预期, 但是, 考虑到 2010 年业绩略低于预期以及陕西产能盈利能力下降, 我们维持其 2011 和 2012 年盈利预测。

维持推荐评级

冀东水泥 2011 年和 2012 年估值 15.7x 和 13.2x。今年其所在区域还有一定产能释放, 因此价格上涨弹性不如华东和中部大。但明年其所在区域供需好转, 价格将全面回升, 看好冀东长期投资价值。

图表 1: 分产品收入与成本

百万元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
水泥及熟料	10,060	6,846	31.95%	55.22%	53.44%	提高0.79 个百分点

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 分地区收入占比

百万元	营业收入	营业收入比上年增减 (%)	营业收入占比
华北地区	8,224	63.08%	81.75%
东北地区	1,358	-0.34%	13.50%
其他地区	478	534.33%	4.75%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	614	1,905	2,311	2,107	1,264	3,317	3,426	3,058	45.1%	-10.7%	6,938	11,064	59.5%
营业成本	457	1,266	1,516	1,499	959	2,226	2,289	2,085	39.1%	-8.9%	4,738	7,558	59.5%
主营业务税金及附加	3	12	17	16	6	26	24	19	20.1%	-22.5%	48	75	56.4%
主营业务利润	154	627	778	593	299	1,064	1,113	954	61.0%	-14.3%	2,152	3,431	59.4%
营业费用	41	58	78	87	69	101	111	122	41.1%	10.0%	264	404	52.7%
管理费用	129	197	204	317	170	237	260	395	24.4%	51.9%	848	1,062	25.3%
财务费用	40	88	92	52	104	124	139	174	237.5%	25.5%	272	541	99.0%
资产减值	-0	7	11	7	-0	23	-16	12	70.4%	-173.6%	24	19	-21.7%
投资收益	39	124	129	100	52	93	89	97	-3.7%	8.2%	392	331	-15.6%
营业利润	-17	401	521	231	8	672	709	348	50.8%	-50.9%	1,136	1,736	52.9%
经常性业务营业利润	-56	277	393	130	-44	579	620	251	92.7%	-59.4%	744	1,406	88.9%
营业外收入	7	16	54	130	36	40	88	141	8.8%	60.6%	205	305	48.4%
营业外支出	0	5	11	44	3	10	11	28	-35.7%	162.6%	61	51	-15.2%
利润总额	-11	411	564	316	41	702	786	461	45.6%	-41.4%	1,280	1,990	55.4%
所得税	9	54	102	50	13	131	160	116	131.2%	-27.3%	216	421	94.9%
少数股东损益	-3	34	34	15	-3	59	71	44	192.3%	-38.2%	81	170	111.4%
净利润	-17	323	427	251	30	512	555	301	19.8%	-45.9%	984	1,398	42.1%
全面摊薄每股收益	-0.01	0.27	0.35	0.21	0.02	0.42	0.46	0.25	19.8%	-45.9%	0.81	1.15	42.1%
毛利率	25.6%	33.5%	34.4%	28.9%	24.1%	32.9%	33.2%	31.8%	3pt	-1.4pt	31.7%	31.7%	0pt
营业费用率	6.7%	3.1%	3.4%	4.1%	5.5%	3.1%	3.2%	4.0%	-0.1pt	0.8pt	3.8%	3.6%	-0.2pt
管理费用率	21.0%	10.4%	8.8%	15.1%	13.5%	7.1%	7.6%	12.9%	-2.1pt	5.3pt	12.2%	9.6%	-2.6pt
营业利润率	-2.8%	21.0%	22.6%	10.9%	0.6%	20.3%	20.7%	11.4%	0.4pt	-9.3pt	16.4%	15.7%	-0.7pt
净利润率	-2.8%	16.9%	18.5%	11.9%	2.4%	15.4%	16.2%	9.8%	-2.1pt	-6.4pt	14.2%	12.6%	-1.5pt
有效税率	-83.8%	13.2%	18.1%	15.9%	32.8%	18.7%	20.4%	25.3%	9.3pt	4.9pt	16.9%	21.2%	4.3pt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产品销量 (万吨)	2,063	2,956	4,781	6,684	7,113
(+/-%)	15.4%	43.3%	61.7%	39.8%	6.4%
平均价格 (元/吨)	221	235	231	250	260
(+/-%)	2.6%	6.0%	-1.4%	8.0%	4.0%
单位成本 (元/吨)	158	160	158	164	168
(+/-%)	0.1%	1.4%	-1.4%	3.6%	2.4%
吨水泥毛利 (元)	63	74	73	86	92
毛利率 (%)	28.6%	31.7%	31.7%	34.5%	35.4%
销售收入 (百万元)	4,569	6,938	11,064	16,709	18,493
净利润 (百万元)	446	984	1,398	2,144	2,549
净利率 (%)	9.8%	14.2%	12.6%	12.8%	13.8%
每股收益 (元)	0.41	0.81	1.15	1.77	2.10
吨水泥净利 (元)	22	33	29	32	36
吨水泥费用 (元)	47	47	42	44	45

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：历史及预测的财务数据

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,569	6,938	11,064	16,709	18,493	流动资产	4,531	6,422	7,811	10,053	13,403
营业成本	-3,261	-4,738	-7,558	-10,952	-11,940	长期投资	838	1,161	2,056	2,056	2,056
主营利润	1,267	2,152	3,431	5,643	6,426	固定资产	6,911	13,197	19,055	22,374	21,863
营业费用	-200	-264	-404	-609	-674	无形资产和其他资产	457	838	1,331	1,739	2,174
管理费用	-526	-848	-1,062	-1,604	-1,664	总资产	12,737	21,617	30,252	36,221	39,495
息税折旧前利润	542	1,040	1,965	3,429	4,087	流动负债	3,488	6,617	9,059	11,636	11,494
财务费用	-251	-272	-541	-751	-854	长期负债	2,938	7,288	11,903	12,909	13,916
营业利润	291	768	1,425	2,678	3,233	少数股东权益	385	1,026	1,211	1,453	1,743
税前利润	586	1,280	1,990	2,945	3,549	母公司股东权益	5,925	6,688	8,080	10,223	12,343
所得税	-64	-216	-421	-560	-710	负债和权益	12,737	21,618	30,252	36,221	39,496
减：少数股东损益	76	81	170	242	291	财务指标					
归属母公司股东的净利润	446	984	1,398	2,144	2,549	综合毛利率	27.7%	31.0%	31.0%	33.8%	34.7%
期末总股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	净利率	9.8%	14.2%	12.6%	12.8%	13.8%
基本每股收益 (元)	0.41	0.81	1.15	1.77	2.10	净资产收益率	7.5%	14.7%	17.3%	21.0%	20.6%
当期现金股利	121	-	-	429	510	总资产收益率	3.5%	4.6%	4.6%	5.9%	6.5%
每股现金股利 (元)	0.10	-	-	0.35	0.42	总资产负债率	50%	64%	69%	68%	64%
现金流量表(百万元)						净负债率	86%	157%	210%	183%	155%
经营活动现金流	629	1,970	1,699	2,285	5,866	流动比率	1.3	1.0	0.9	0.9	1.2
投资活动现金流	-2,743	-5,243	-6,889	-4,503	-3,503	速动比率	1.1	0.8	0.7	0.7	1.0
融资活动现金流	3,332	3,607	5,812	938	275	利息保障倍数	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3
货币资金增加额	1,218	334	622	-1,280	2,639	应收款项周转期	37	54	37	65	65
						存货周转期	65	47	48	50	48

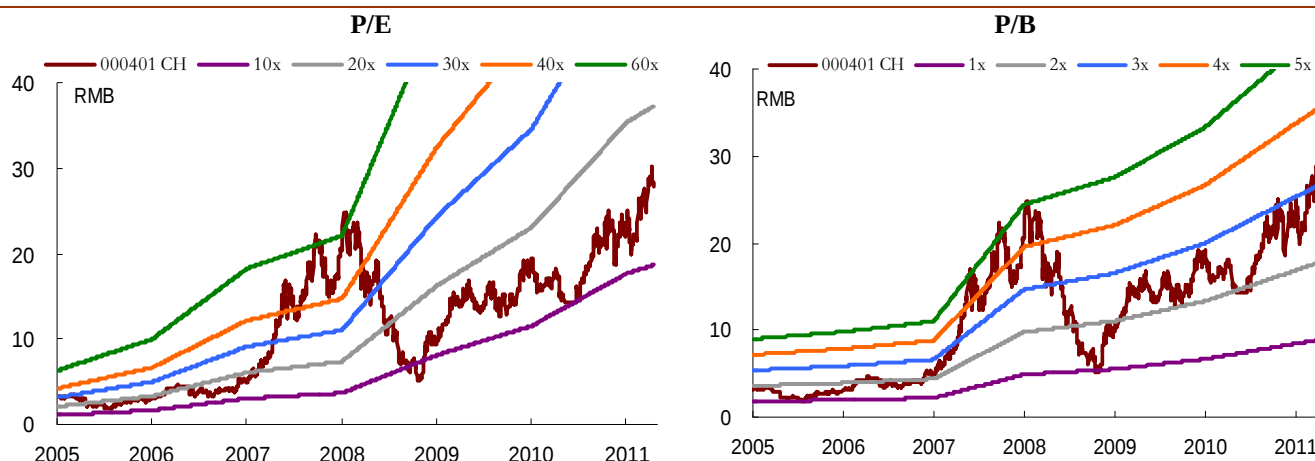
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-4-15	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	40.2	40.0	22.9	13.4	10.0	4.9	4.1	3.2	2.5	24.0	15.4	9.5	7.3
000401.SZ	冀东水泥	CNY	27.7	34.2	24.0	15.7	13.2	5.0	4.2	3.3	2.7	23.2	10.3	6.9	5.8
600801.SH	华新水泥	CNY	52.1	42.0	35.7	13.1	10.0	4.6	4.2	3.2	2.4	17.6	16.3	7.6	6.1
600720.SH	祁连山	CNY	21.1	24.6	20.4	11.7	8.1	4.7	3.9	2.9	2.2	17.8	16.2	9.4	6.5
600449.SH	赛马实业	CNY	39.8	17.4	13.9	12.0	9.6	3.8	3.0	2.7	2.1	13.5	11.8	8.1	6.2
000877.SZ	天山股份	CNY	40.6	45.0	31.2	15.7	11.4	9.1	3.5	2.9	2.4	29.1	19.2	10.7	8.1
600425.SH	青松建化	CNY	25.7	59.6	40.2	30.6	22.7	8.2	5.1	4.7	4.3	31.3	29.5	18.7	15.1
中金覆盖A股平均值				37.5	26.9	16.0	12.1	5.8	4.0	3.3	2.7	22.4	16.9	10.1	7.9
中金覆盖A股中位数				40.0	24.0	13.4	10.0	4.9	4.1	3.2	2.4	23.2	16.2	9.4	6.5
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.2	109.0	47.8	18.6	15.9	6.8	5.9	4.5	3.5	19.7	15.3	7.3	6.7
002233.SZ	塔牌集团	CNY	19.1	36.0	26.0	18.2	15.3	4.0	3.5	3.1	2.8	14.2	12.3	9.5	8.4
601992.SH	金隅股份	CNY	15.8	25.1	23.6	16.8	13.4	4.1	3.2	2.8	2.3	24.1	21.7	16.0	12.3
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.2	20.8	22.7	12.2	9.2	2.2	2.1	1.8	1.5	14.4	16.7	10.3	7.8
000885.SZ	同力水泥	CNY	16.4	36.6	78.1	54.9	23.5	3.8	3.6	n.a	n.a	11.9	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				291.5	37.5	23.1	14.0	5.3	4.6	3.4	2.9	30.9	20.8	11.0	8.7
A股市场中位数				38.3	28.6	16.2	13.2	4.7	4.0	3.1	2.5	24.0	16.3	9.5	7.6
914.HK	海螺水泥	HKD	49.9	43.8	24.5	13.6	10.2	5.4	4.3	3.2	2.5	21.1	13.2	7.8	6.0
3323.HK	中国建材	HKD	28.3	28.7	19.5	10.3	8.4	5.2	3.4	2.5	1.8	16.4	10.8	6.6	5.8
中金覆盖H股平均值				36.3	22.0	11.9	9.3	5.3	3.9	2.9	2.2	18.8	12.0	7.2	5.9
中金覆盖H股中位数				36.3	22.0	11.9	9.3	5.3	3.9	2.9	2.2	18.8	12.0	7.2	5.9
1313.HK	华润水泥	HKD	7.8	19.6	26.5	14.5	11.6	4.2	3.6	2.9	2.4	37.9	19.0	10.8	8.3
1893.HK	中材股份	HKD	8.2	35.7	20.6	14.5	11.9	3.1	2.7	2.2	1.9	10.3	6.5	4.5	3.8
2009.HK	金隅集团	HKD	12.1	16.9	14.8	10.4	8.0	2.8	2.2	1.9	1.5	26.3	14.0	9.4	7.1
691.HK	山水水泥	HKD	7.7	27.1	17.6	10.6	8.8	3.7	3.1	2.5	2.1	11.6	8.5	5.6	4.7
743.HK	亚洲水泥	HKD	5.4	12.2	16.7	12.1	10.2	1.1	1.0	0.9	0.9	8.6	8.7	6.5	5.8
2233.HK	西部水泥	HKD	3.5	0.6	13.0	9.2	7.7	0.2	3.7	2.6	2.0	16.3	9.6	6.0	4.9
H股市场平均值				26.3	20.0	12.3	9.9	3.6	2.9	2.3	1.9	18.9	11.5	7.3	5.9
H股市场中位数				27.1	19.5	12.1	10.2	3.7	3.1	2.5	1.9	16.4	10.8	6.6	5.8
HOLN VX equity	蒙古水泥	CHF	74.2	15.1	22.0	17.9	14.0	1.2	1.2	1.2	1.2	8.3	8.5	8.1	7.1
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	49.9	166.4	22.4	13.1	9.7	0.9	0.8	0.7	0.7	9.3	7.8	7.0	6.2
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	45.5	16.4	14.9	12.7	10.0	0.9	0.8	0.8	0.8	8.3	8.2	7.5	6.8
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.2	18.4	23.4	17.7	13.3	1.2	1.2	1.1	1.1	8.6	9.5	8.5	7.3
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.0	27.5	48.8	25.0	15.1	0.6	0.6	0.6	0.6	5.3	6.8	6.5	5.7
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,117.0	13.4	18.7	19.3	16.9	3.6	3.2	3.0	2.7	7.3	10.4	10.8	9.3
其他市场平均值				42.9	25.0	17.6	13.2	1.4	1.3	1.2	1.2	7.8	8.5	8.1	7.1
其他市场中位数				17.4	22.2	17.8	13.7	1.0	1.0	0.9	0.9	8.3	8.3	7.8	7.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 历史估值走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED