

冀东水泥 (000401.SZ) 水泥行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

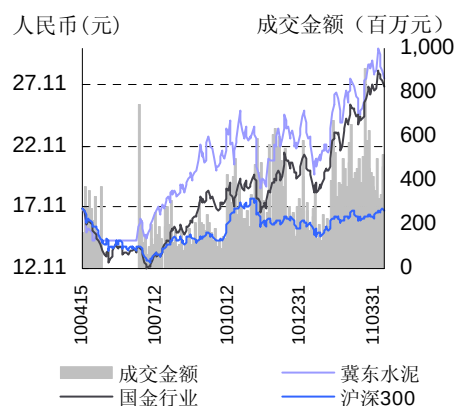
市价(人民币): 27.72元

冀东水泥 2010 年业绩暨 1 季报预亏点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,212.25
总市值(百万元)	33,618.00
年内股价最高最低(元)	30.10/14.37
沪深 300 指数	3353.56
深证成指	12991.92



相关报告

1. 《冀东水泥 2010 年 3 季报点评》, 2010.10.22
2. 《高增长继续中》, 2010.8.23
3. 《冀东水泥 2010 年中报预增公告点评》, 2010.7.9

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.368	0.811	1.153	1.890	2.559
每股净资产(元)	4.89	5.51	6.66	8.39	10.82
每股经营性现金流(元)	0.52	1.62	1.40	2.64	3.37
市盈率(倍)	26.92	23.79	20.49	14.67	10.83
行业优化市盈率(倍)	25.55	50.09	50.09	50.09	50.09
净利润增长率(%)	21.29%	120.58%	40.95%	51.44%	35.37%
净资产收益率(%)	7.53%	14.71%	18.93%	22.52%	23.65%
总股本(百万股)	1,212.77	1,212.77	1,212.77	1,212.77	1,212.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 冀东水泥于 2011 年 4 月 15 日公布年报, 2010 年实现营业收入 110.6 亿元, 同比增长 58%; 归属于母公司的净利润为 14.0 亿元, 同比增长 41%; 以期末股本摊薄后的 EPS 为 1.153 元, 略低于我们之前的预期。
- 冀东水泥于 2011 年 4 月 15 日公布一季度业绩预告: 预计一季度公司将亏损 900 万~1350 万元, 而上年同期为盈利 2985 万元。

经营分析

- **收入产量齐飞、毛利率稳中有升:** 公司全年实现营业收入 110.6 亿元, 同比增长 58%, 以同比口径计算, 水泥及熟料销售量为 5,681 万吨, 同比增长 49%, 综合毛利率持平, 水泥熟料业务毛利率仍上升了 0.8 个百分点。
- **管理费用率下降明显:** 公司加强内部管理, 全年期间费用率为 18.13%, 同比下降 1.82 个百分点; 其中管理费用率同比降低 2.63 个百分点, 财务费用率增加了 0.97 个百分点。
- **未来产量仍将快速增长:** 目前公司仍有 9 条线在建, 今年将投产 7 条线约 1300 万吨熟料产能。以权益产能计算, 产能将增长 30%, 在新建批文稀缺的当下显得尤其可贵。
- **供给面减法逻辑未来在三北区域将续演:** 三北地区的水泥投资增速今年将进入负数区间, 伴随落后产能淘汰的继续进行和集中度的提高, 减法逻辑将逐渐体现。近期吉林、河北的提价也反映出减法逻辑已经开始部分发力。
- **1 季度亏损属正常的季节性现象:** 1 季度属于北方的传统淡季, 自 2007 年以来, 只有 2010 年 1 季度公司实现了盈利。今年一季度的亏损, 有补贴收入同比减少的原因, 也有正常的季节性原因。

投资建议

- 基于公司产量增长迅速, 管理效率持续提升, 所在的三北区域供给减法将逐渐发力, 公司将充分享受景气度的上升, 1 季度的亏损属于正常现象。我们预测公司 2011~2012 年的 EPS 分别为 1.89、2.56 元(未摊薄), 对应 PE 分别为 15、11 倍, 继续维持“买入”评级。

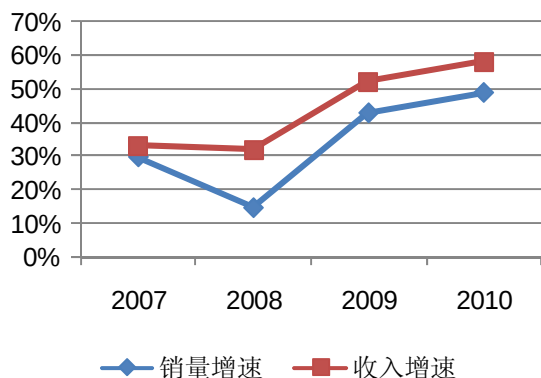
贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

经营分析

收入产量齐飞、毛利率稳中有升

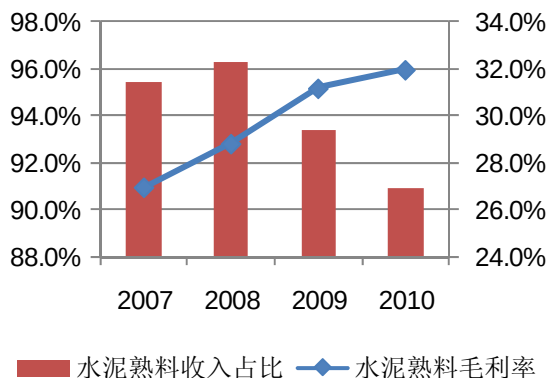
- 公司全年实现营业收入 110.6 亿元，同比增长 58%，其中水泥熟料收入为 100.6 亿，同比增长 55%。以同比口径计算，水泥及熟料销售量为 5,681 万吨，同比增长 49%；产量增速在已公布年报的上市公司中仅次于青松建化，显示出公司良好的成长性。
- 从毛利率上来看，综合毛利率，但水泥业务毛利率仍然延续了 07 年以来的上升势头，同比上升了约 0.8 个百分点。

图表 1：营业收入和产量齐飞



来源：公司公告、国金证券研究所

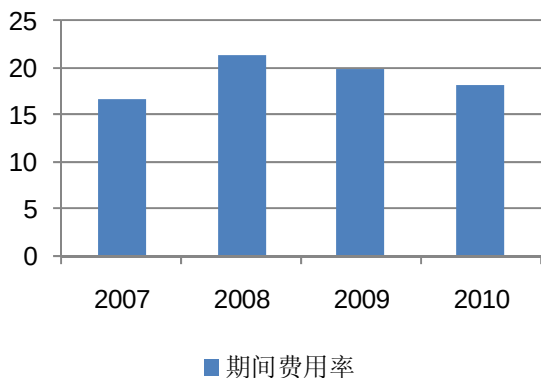
图表 2：水泥熟料毛利率情况



管理费用率下降明显

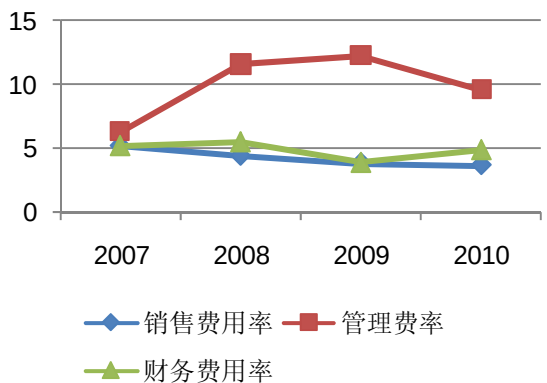
- 公司继续加强内部管理，全年期间费用率为 18.13%，同比下降 1.82 个百分点；其中销售费用率同比降低 0.16 个百分点，管理费用率同比降低 2.63 个百分点，部分在建子公司正式投产，贷款利息费用化，财务费用率增加了 0.97 个百分点。随着公司规模不断扩大，未来费用率有进一步下降趋势。

图表 3：期间费用率变化



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：三项费用率变化



未来产量仍将快速增长

- 在新建批文稀缺的当下，公司的在建产能显得尤其可贵。公司 2010 年投产了 7 条线 1200 万吨的熟料产能，目前仍有 9 条线在建，2011 年将继续投产 7 条线约 1300 万吨熟料产能，2012 年将再投产 2 条线约 360 万吨熟料产能。以权益熟料产能计算，2009、2010 年增长 70%、37%，2011 年预计为 30%。相应地，产量也将快速增长。

图表5：2010年投产生产线

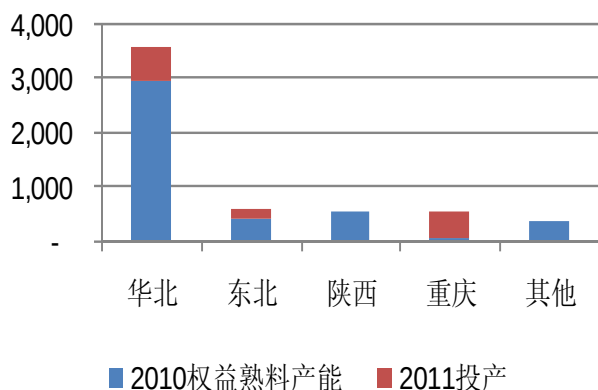
生产线	产能(万吨)	投产时间
三友二期	124	2010.7
唐县冀东	155	2010.4
滦县二期	180	2010
启新冀东	155	2010.11
大同二期	180	2010.7
烟台冀东	200	2010.10.26
凤翔冀东	180	2010.10.25

来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：在建生产线情况

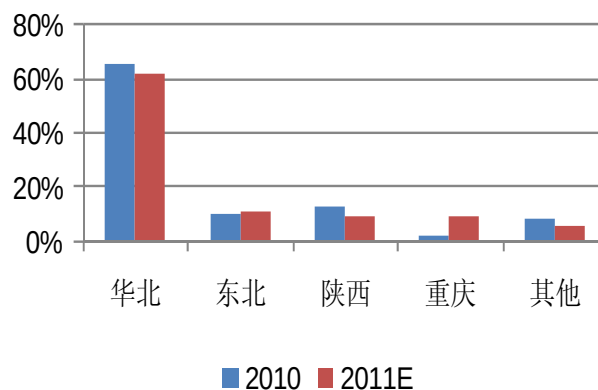
生产线	产能(万吨)	预计投产时间
涑水冀东	180	2011.1
平泉冀东	90	2011.7
阳泉冀东	180	2011.1
包头冀东	180	2011.7
江津二期	100	2011Q2
璧山冀东	180	2011Q2
合川冀东	180	2011Q2
永吉冀东	180	2012
秦岭四期	180	2012.Q1

图表7：权益熟料产能情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表8：熟料产能区域比例



减法逻辑在三北地区续演

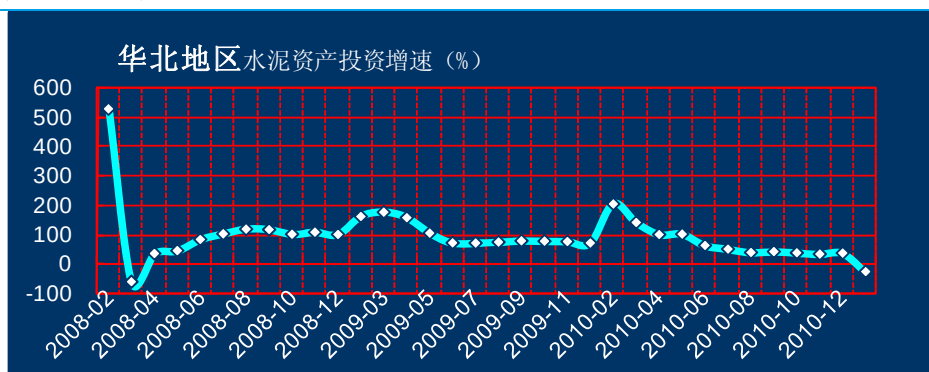
- 除了北京、吉林之外，三北地区去年的水泥投资增速仍为正，其中河北、山西、内蒙古、陕西的水泥投资增速都在15%以上。今年有望整体进入负数区间，伴随落后产能淘汰的继续进行和集中度的提高，减法逻辑将逐渐在三北区域体现。近期吉林、河北的提价反映出减法逻辑已经开始部分发力。

图表9：全国分区域净新增产能

区域	2009产量	2010新增水泥产能	2010年淘汰水泥产能	2010年净增水泥产能/2009年产量	2010产量	2011年新增水泥产能	2011年淘汰水泥产能	2011年净增水泥产能/2010年产量	2012年新增水泥产能	2012年淘汰水泥产能	2012年净增水泥产能/2010年产量
全国	163,125	32984	10728	13.64%	187082	18400	10000	4.49%	7992	10000	-1.07%
华北	19,508	6359	2564	19.45%	23580	3400	2200	5.09%	1450	2191.37	-3.14%
东北	11,218	1471	917	4.94%	12580	1100	700	3.18%	300	699.96	-3.18%
华东	58,238	4135	2135	3.43%	62079	1800	1700	0.16%	1000	1630.09	-1.01%
中南	43,981	5880	2644	7.36%	49153	3000	2500	1.02%	2000	3517.22	-3.09%
西南	20,232	10504	1287	45.56%	26965	4400	2000	8.90%	1000	1058.88	-0.22%
西北	9,948	4635	1182	34.71%	12726	4700	900	29.86%	2000	902.48	8.62%

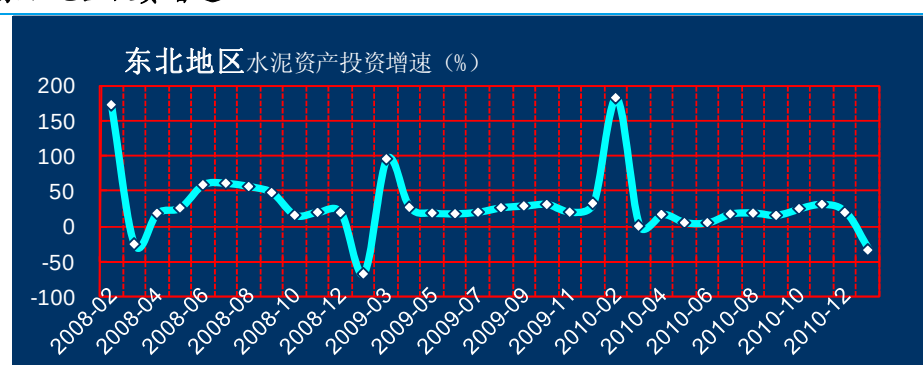
来源：DC、国金证券研究所

图表 10 : 华北地区投资增速



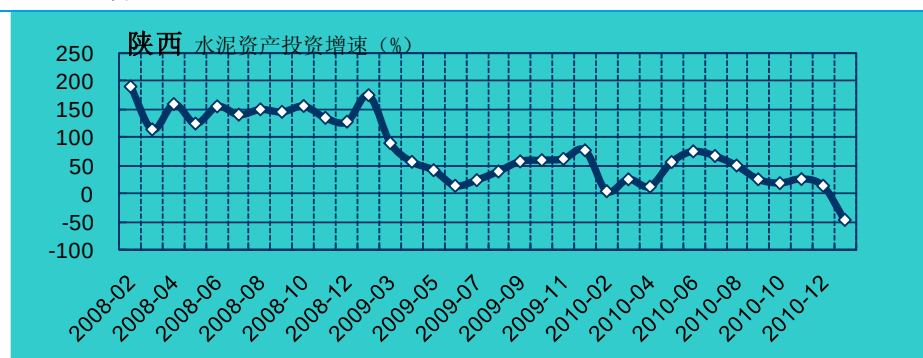
来源: DC、国金证券研究所

图表 11 : 东北地区投资增速



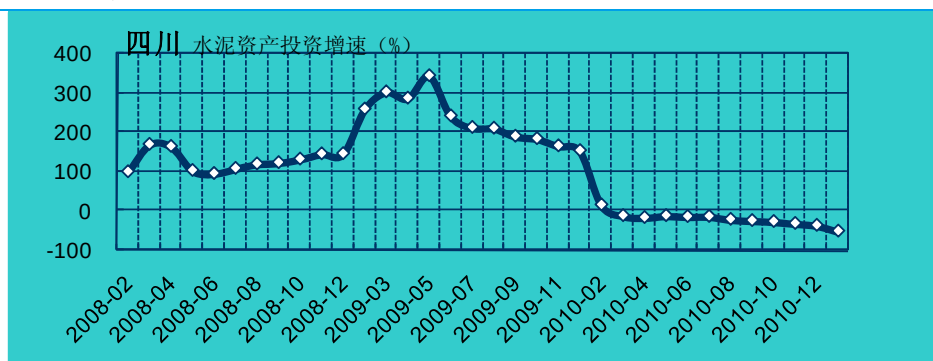
来源: DC、国金证券研究所

图表 12 : 陕西省投资增速



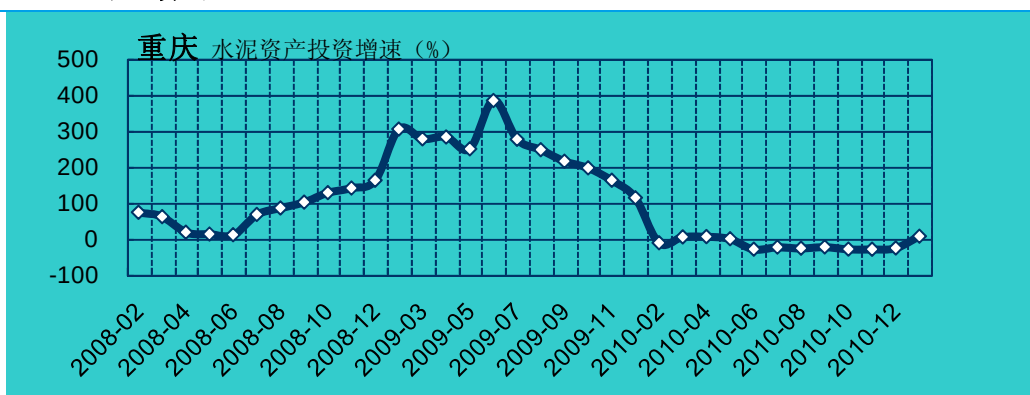
来源: DC、国金证券研究所

图表 13 : 四川省投资增速



来源: DC、国金证券研究所

图表 14 : 重庆市投资增速



来源: DC、国金证券研究所

1 季度亏损属于正常的季节性现象

- 1 季度属于北方的传统淡季, 自 2007 年以来, 只有 2010 年 1 季度公司实现了盈利。今年一季度的亏损, 有补贴收入同比减少的原因, 也有正常的季节性原因。

图表 15 : 2007~2010 年 1 季度净利润

	2007-03-31	2008-03-31	2009-03-31	2010-03-31
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	-15.12	-19.93	-17.03	30.14

来源: 公司公告、国金证券研究所

投资建议

- 基于公司产量增长迅速, 管理效率持续提升, 所在的三北区域供给减法将逐渐发力, 公司将充分享受景气度的上升, 1 季度的亏损属于正常季节性现象。我们预测公司 2011~2012 年的 EPS 分别为 1.89、2.56 元(未摊薄), 对应 PE 分别为 15、11 倍, 继续维持“买入”评级。

风险提示

- 产能投产不及时, 政策放开审批新建产能。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	3	21
买入	0	1	1	1	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.40	1.33	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-29	买入	17.70	N/A
2 2010-06-22	买入	15.60	N/A
3 2010-07-09	买入	16.60	20.00 ~ 20.00
4 2010-08-23	买入	19.60	N/A
5 2010-10-22	买入	23.86	N/A

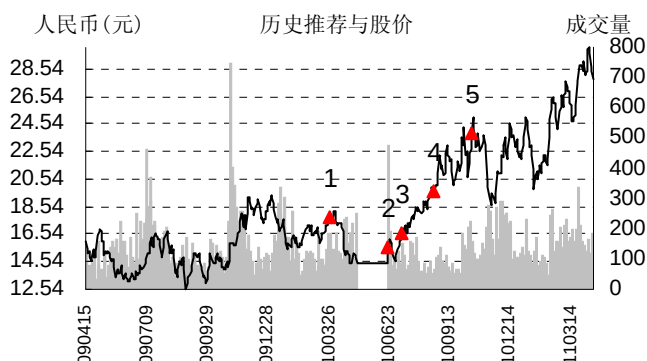
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室