

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 27.72元

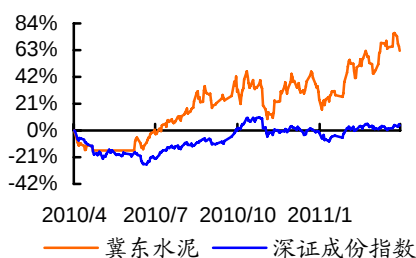
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12991.93
总股本(百万)	1213
流通股本(百万)	1212
流通市值(亿)	336
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	6.36
资产负债率	64.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
冀东水泥	6.86	30.63	24.53
深证成份指数	0.26	5.68	3.87



相关报告

《冀东水泥-产能释放推动业绩增长, 单吨毛利有所下降》2010-10-22
《冀东水泥-业绩依然快速增长, 毛利率下滑》2010-8-23
《冀东水泥-公司参与秦岭水泥重组点评》2010-5-7

冀东水泥

000401

推荐

10年增长看山西、内蒙 11年增长看京津塘

公司今日公布年报, 10年公司实现营业收入 110.64 亿元, 同比增长 58.3%; 实现归属于母公司净利润 13.98 亿元, 同比增长 40.9%; 基本每股收益 1.15 元, 略超我们 1.09 元的预期。2010 年度拟不进行利润分配。

投资要点:

- **产能释放推动业绩增长。**增幅主要来自三部分: 一是 09 年投产的 6 条生产线在 10 年顺利达产, 包括湖南临澧一期、山西闻喜一期、大同一期、内蒙古武川二期 4 条 4500t/d 生产线和内蒙古阿巴嘎旗一期、重庆江津一期 2 条 3200t/d 生产线投产; 二是 10 年投产的生产线, 包括保定唐县一期、唐山三友二期、山西大同二期、陕西凤翔、山东烟台、唐山启新、唐山滦县二期 7 条 4000-4500t/d 生产线, 由于基本在年底投产, 11 年将继续贡献新增业绩; 三是收购的生产线, 包括 09 年 9 月收购奎山冀东 2500t/d 和 10 年 1 月收购的承德康达 3200t/d 生产线。
- **毛利率基本平稳, 但净利率出现一定下滑。**10 年公司毛利率为 31.7%, 与 09 年基本持平, 说明公司主要区域市场价格相对稳定, 没有大起大落。但从净利率看, 则出现一定程度下滑, 这里主要有两个原因, 一是联营公司和合营公司的投资收益减少了约 1 亿元, 主要是陕西泾阳公司、扶风公司和辽宁鞍山公司, 二是管理费用增加了 1.6 亿元, 主要是职工薪酬和日常办公支出, 一方面是新设了公司, 另一方面收购了一些公司, 导致公司合并范围内的公司有所增加。
- **10 年业绩增长主要看山西、内蒙, 11 年业绩增长主要看京津塘区域。**10 年归属母公司净利润增加了 4 亿元, 而内蒙古冀东、内蒙古亿利冀东和大同冀东三家子公司就贡献了 2 亿元净利润, 所以 10 年业绩增长主要看山西、内蒙。由于 10 年年底至 11 年中, 河北共有 7 条生产线相继投产, 而这些生产线的目标区域市场就是京津塘, 我们认为公司 11 年业绩主要看京津塘。
- **资金压力最大的时候或许已经过去。**10 年公司固定资产投资高达 55 亿元, 而内部融资只解决了 17 亿资金, 为解决资金缺口, 公司大量举债, 仅长期借款就增加了 50 亿元, 资产负债率较年初增加 5%, 接近 70% 水平。但随着公司固定资产投资的下滑, 资金需求压力有所下降; 大量在建工程转为固定资产使得折旧大幅增加, 由于折旧不会导致现金流出, 公司经营性现金流会大幅改善, 我们预计资金压力最大的时候或许已经过去, 未来资产负债率会稳步下降。
- **给予“推荐”评级。**根据我们对公司的综合分析, 根据我们对公司的综合分析, 预测公司 11-13 年 EPS 为 1.57、1.77、2.07 元, 对应 11 年 17.75 倍 PE, 估值基本合理, 给予推荐评级。

风险提示:

- 华北固定资产投资增速低于预期, 新增产能高于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11064	14625	16753	18644
同比(%)	58%	32%	15%	11%
归属母公司净利润(百万元)	1398	1899	2147	2508
同比(%)	41%	36%	13%	17%
毛利率(%)	31.7%	32.5%	32.0%	32.0%
ROE(%)	17.3%	19.0%	17.7%	17.1%
每股收益(元)	1.15	1.57	1.77	2.07
P/E	24.04	17.70	15.66	13.40
P/B	4.16	3.37	2.77	2.30
EV/EBITDA	15	11	9	8

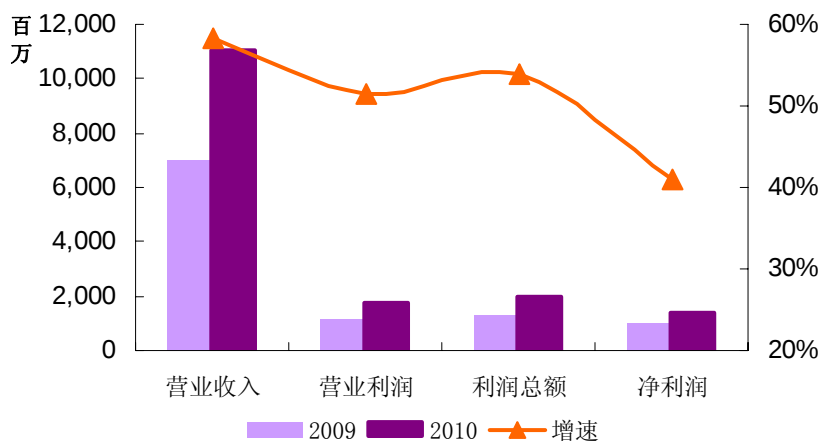
资料来源: 中投证券研究所

一、产能释放推动业绩增长

公司今日公布年报, 10 年共生产水泥 4578 万吨, 同比增长 54%; 生产熟料 4097 万吨, 同比增长 49%; 销售水泥及水泥熟料 5681 万吨, 同比增长 49%。全年公司实现营业收入 110.64 亿元, 同比增长 58.3%; 实现归属于母公司净利润 13.98 亿元, 同比增长 40.9%; 基本每股收益 1.15 元, 略超我们 1.09 元的预期。

产能释放是公司 10 年业绩快速增长的主要原因, 包括三部分: 一是 09 年投产的 6 条生产线在 10 年顺利达产, 包括湖南临澧一期、山西闻喜一期、山西大同一期、内蒙古武川二期 4 条 4500t/d 生产线和内蒙古阿巴嘎旗一期、重庆江津一期 2 条 3200t/d 生产线投产; 二是 10 年投产的生产线, 包括保定唐县一期、唐山三友二期、山西大同二期、陕西凤翔、山东烟台、唐山启新、唐山滦县二期 7 条 4000-4500t/d 生产线, 由于基本在年底投产, 11 年将继续贡献新增业绩; 三是收购的生产线, 包括 09 年 9 月收购奎山冀东 2500t/d 和 10 年 1 月收购的承德康达 3200t/d 生产线。

图 1 公司年度经营情况

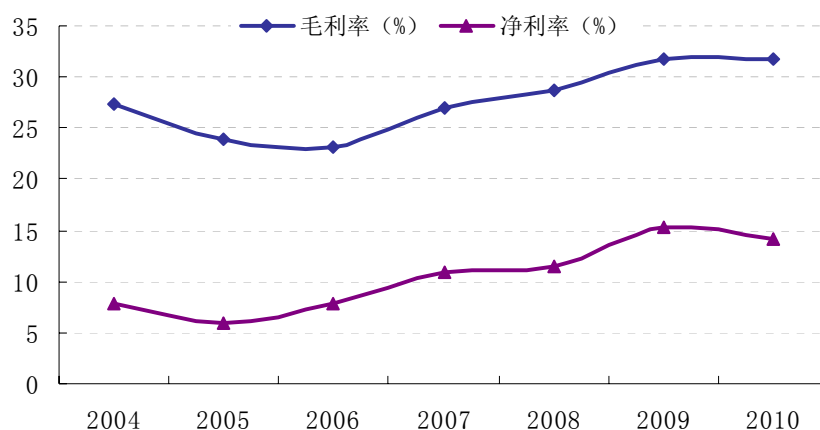


资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、毛利率基本平稳, 但净利率出现一定下滑

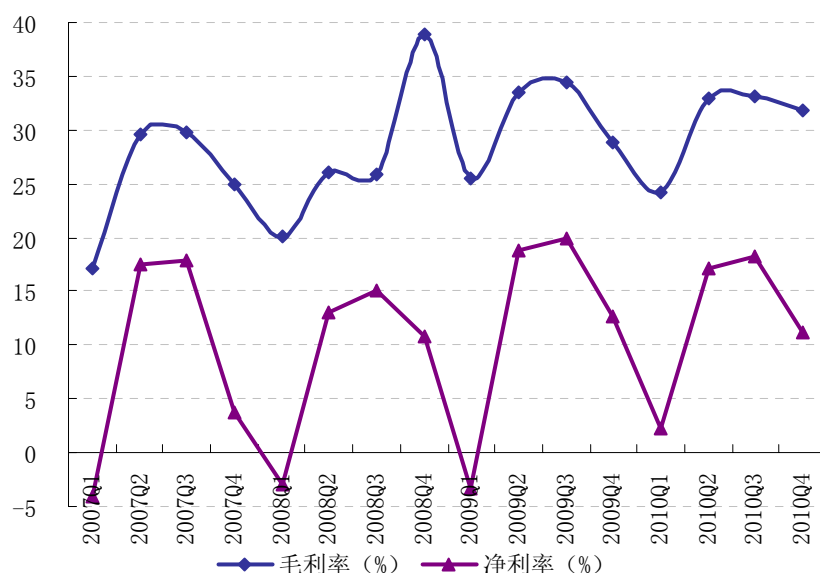
10 年公司毛利率为 31.7%, 与 09 年基本持平, 说明公司主要区域市场价格相对稳定, 没有大起大落。但从净利率看, 则出现一定程度下滑, 这里主要有两个原因, 一是联营公司和合营公司的投资收益减少了约 1 亿元, 主要是陕西泾阳公司、扶风公司和辽宁鞍山公司, 二是管理费用增加了 1.6 亿元, 主要是职工薪酬和日常办公支出, 一方面是新设了公司, 另一方面收购了一些公司, 导致公司合并范围内的公司有所增加。

图 2 近年来公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度运营情况

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入(亿元)	6.97	15.35	14.69	11.31	6.14	19.05	23.11	21.07	12.64	33.17	34.26	30.58
环比增速	-46.3%	120.3%	-4.3%	-23.0%	-45.7%	210.1%	21.3%	-8.8%	-40.0%	162.4%	3.3%	-10.7%
毛利率	20.2%	26.1%	25.9%	38.8%	25.6%	33.5%	34.4%	28.9%	24.1%	32.9%	33.2%	31.8%
费用率	24.3%	14.6%	12.9%	37.9%	34.2%	18.0%	16.2%	21.6%	27.2%	13.9%	14.9%	22.6%
归属股东净利润(亿元)	-0.19	1.74	1.85	1.07	-0.17	3.23	4.27	2.51	0.30	5.12	5.55	3.01
环比增速	-144.9%	-1003.1%	6.6%	-42.3%	-116.0%	-1993.6%	32.5%	-41.2%	-88.0%	1599.0%	8.5%	-45.9%
净利率	-3.0%	13.0%	15.0%	10.9%	-3.3%	18.7%	20.0%	12.6%	2.2%	17.2%	18.3%	11.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、10 年业绩增长主要看山西、内蒙，11 年业绩增长主要看京津塘区域

10 年归属母公司净利润增加了 4 亿元，而内蒙古冀东、内蒙古亿利冀东和大同冀东三家子公司就贡献了 2 亿元净利润，所以 10 年业绩增长主要靠山西、内蒙；而陕西由于供给压力较大，泾阳公司和扶风公司贡献的净利润则下滑了 7700 万元。

由于 10 年年底至 11 年中，河北共有 7 条生产线相继投产，而这些生产线的目标区域市场就是京津塘，所以我们认为公司 11 年业绩主要看京津塘。而山西由于投产生产线较多，区域市场存在供给压力，预计山西闻喜、大同、阳泉的子公司业绩存在下滑的可能。陕西市场由于供给压力，10 年价格出现了一定的调整，但由于泾阳公司和扶风公司水泥单吨净利依然高达 70-80 元，不排除业绩继续下滑的可能。

表 2: 2010-2012 年公司水泥熟料生产线投产进度

区域	生产线	权益	投产时间
河北	承德康达 3200t/d	100%	10 年 1 月收购
内蒙	阿巴嘎旗一期 3200t/d	100%	10 年 1 月
山西	大同二期 4500t/d	100%	10 年 10 月
陕西	凤翔 4500t/d	90%	10 年 10 月
山东	烟台 4500t/d	100%	10 年 11 月
	保定唐县一期 4500t/d	100%	10 年 10 月
	唐山三友二期 4000t/d	85%	10 年 10 月
河北	唐山启新 4000t/d	100%	10 年 11 月
	唐山滦县二期 4000t/d	65%	10 年 12 月
	承德平泉一期 2500t/d	100%	11 年 7 月
	保定涞水 4000t/d	100%	11 年 8 月
	奎山冀东 5000t/d	60%	11 年
	合川一期 4600t/d	100%	11 年 7 月
重庆	江津二期 3200t/d	55%	11 年 7 月
	璧山一期 4500t/d	100%	11 年 9 月
山西	阳泉一期 4500t/d	100%	11 年 10 月
内蒙	包头一期 4500t/d	100%	11 年 10 月
河北	奎山冀东恒实 4000t/d	60%	12 年
吉林	永吉一期 4500t/d+	100%	12 年 6 月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、资金压力最大的时候或许已经过去

10 年公司存货周转率得到改善，但应收账款周转率出现大幅下滑，说明公司生产环节的效率在提高，但销售环节的效率在下降，一定程度上反映了公司主要业务区域市场供给存在一定压力，需要通过放松信用政策来推进产品销售，结果导致经营性现金净流量下降 2.7 亿元，同比降幅 13.8%。

10 年公司固定资产投资高达 55 亿元，而内部融资只解决了 17 亿资金，为解决资金缺口，公司大量举债，仅长期借款就增加了 50 亿元，资产负债率较年初增加 5%，接近 70% 水平。

但随着公司固定资产投资的下滑，资金需求压力有所下降；大量在建工程转为固定资产使得折旧大幅增加，由于折旧不会导致现金流出，公司经营性现金流会大幅改善，我们预计资金压力最大的时候或许已经过去，未来资产负债率会稳步下降。

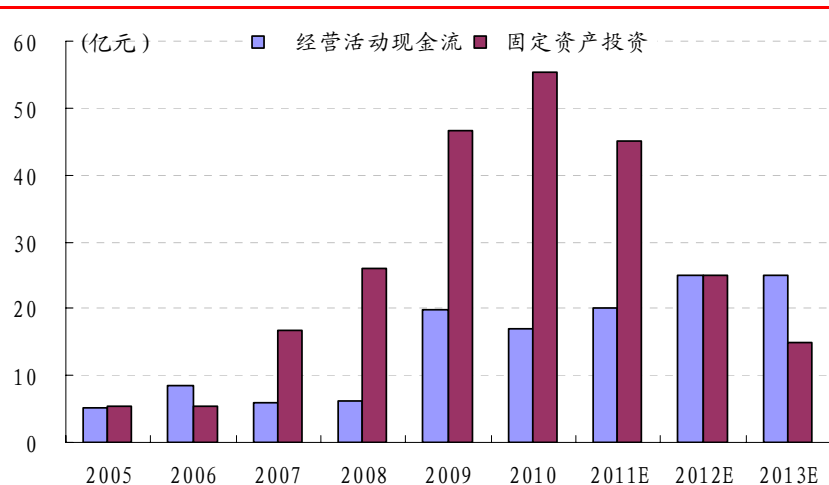
此外，非公开增发预计今年可以成功募集资金，进一步降低了公司的资金压力。

表 3: 公司年度经营数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	4.3	5.2	5.7	4.9	5.6	6.5
应收账款周转率(次)	8.0	13.0	30.8	38.4	27.8	23.4
资产负债率(%)	63.5	61.6	67.1	50.5	64.3	69.3
经营活动现金流(亿元)	5.09	8.47	6.04	6.29	19.70	16.99
增长率(%)		66.5%	-28.7%	4.2%	213.1%	-13.8%
固定资产投资(亿元)	5.3	5.5	16.6	25.9	46.7	55.3
增长率(%)		4.1%	200.6%	55.7%	80.5%	18.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司经营现金流和固定资产投资对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

表 4 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥产能(万吨)	4285	5929	7534	8400	9200
销量(万吨)	2957	4768	6187	7087	7887
+/-	-	61.2%	29.8%	14.5%	11.3%

价格(元/吨)	236	232	236	236	236
+/ -	-	-1.8%	1.9%	0.0%	0.0%
单位营业成本(元/吨)	161	159	160	161	161
+/ -		-1.7%	0.7%	0.7%	0.0%
毛利率	31.8%	31.7%	32.5%	32.0%	32.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 1.57、1.77、2.07 元，对应 11 年 17.7 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7811	9313	12087	14046	营业收入	11064	14625	16753	18644
现金	3256	3403	5528	6819	营业成本	7558	9872	11392	12678
应收账款	575	705	844	931	营业税金及附加	75	104	116	130
其它应收款	121	486	525	534	营业费用	404	534	611	680
预付账款	1202	2253	2404	2638	管理费用	1062	1444	1653	1840
存货	1445	1965	2214	2477	财务费用	541	780	858	818
其他	1212	503	572	647	资产减值损失	19	20	20	20
非流动资产	22441	26479	28021	28254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2056	2488	2789	2989	投资净收益	331	300	330	350
固定资产	13489	19463	21686	22021	营业利润	1736	2172	2432	2827
无形资产	1132	1444	1782	2117	营业外收入	305	424	488	556
其他	5764	3083	1764	1127	营业外支出	51	60	70	80
资产总计	30252	35792	40108	42301	利润总额	1990	2536	2850	3303
流动负债	9059	9462	10398	10916	所得税	421	456	513	595
短期借款	3821	3000	3000	3000	净利润	1568	2079	2337	2708
应付账款	2795	3660	4334	4760	少数股东损益	170	180	190	200
其他	2443	2802	3064	3156	归属母公司净利润	1398	1899	2147	2508
非流动负债	11903	14960	16004	14970	EBITDA	3139	4196	4930	5502
长期借款	10744	13744	14744	13744	EPS (元)	1.15	1.57	1.77	2.07
其他	1159	1217	1260	1226					
负债合计	20962	24422	26402	25886					
少数股东权益	1211	1391	1581	1781	主要财务比率				
股本	1213	1213	1213	1213	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	3332	3332	3332	3332	成长能力				
留存收益	3509	5408	7555	10063	营业收入	58.3%	32.2%	14.5%	11.3%
归属母公司股东权益	8079	9979	12126	14634	营业利润	51.4%	25.1%	12.0%	16.3%
负债和股东权益	30252	35792	40108	42301	归属于母公司净利润	40.9%	35.8%	13.1%	16.8%
					获利能力				
					毛利率	31.7%	32.5%	32.0%	32.0%
					净利率	12.6%	13.0%	12.8%	13.5%
					ROE	17.3%	19.0%	17.7%	17.1%
					ROIC	8.8%	10.1%	10.8%	11.8%
					偿债能力				
					资产负债率	69.3%	68.2%	65.8%	61.2%
					净负债比率	75.76	72.49%	71.14	68.77%
					流动比率	0.86	0.98	1.16	1.29
					速动比率	0.70	0.77	0.95	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.44	0.44	0.45
					应收账款周转率	22	21	20	19
					应付账款周转率	3.12	3.06	2.85	2.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.15	1.57	1.77	2.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.20	3.90	3.98
					每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.23	10.00	12.07
					估值比率				
					P/E	24.04	17.70	15.66	13.40
					P/B	4.16	3.37	2.77	2.30
					EV/EBITDA	15	11	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

王钦，中投证券研究所建筑建材行业分析师，金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434