

评级：强烈推荐

水泥行业

公司点评报告

第一创业研究所

曹 柱 S1080210110001

电 话：0755-25832960

邮 件：caozhu@fcsc.cn

冀东水泥（000401）

——高成长 业绩将飞速增长

交易数据

52 周内股价区间（元）	14.12-30.35
总市值（百万元）	33109
流通股本（亿）	12.13
流通股比率（%）	100.00%

资产负债表摘要(09/10)

每股净资产	6.42
市净率	4.10
资产负债率	69.29%

事件：冀东水泥于 2011 年 4 月 15 日对外发布了年度报告，全年公司共实现主营收入 110.64 亿元，同比增长 58.29%；实现利润总额 19.90 亿元，同比增长 54.01%；归属母公司净利润 13.98 亿元，同比增长 40.88%；基本每股收益为 1.15 元，业绩与我们的预期基本一致。

点评

- **受益产量增长 销售收入同比大幅增加** 公司近年水泥产能处于快速扩张期，产能与产量都保持着较高的增度，截至 10 年底，公司的水泥产能已达 6400 万吨。2010 全年，公司共生产熟料 4097 万吨，同比增长 49%；生产水泥 4578 万吨，同比增长 54%；销售水泥及水泥熟料 5681 万吨，同比增长 49%。受益产量增长，销售收入同比大幅增加。公司全年共实现营业收入 110.64 亿元，同比增长 58%；实现利润总额 19.9 亿元，同比增长 54%；实现归属母公司净利润 13.98 亿元，同比增长 41%，。
- **毛利率同比略有下降** 报告期内，华北地区 P.042.5 水泥的平均价格为 380 元/吨，同比 09 年 363 元/吨的价格略有上涨。而东北地区的平均价格为 356 元/吨，与 09 年基本持平。尽管公司主要产能区域价格略有上涨，但是煤炭的价格同比却有较大幅度的提升，秦皇岛动力煤价格同比上涨了 24%。在这样的情况下，公司 10 年水泥的毛利率与 09 年相比下降 0.11 个百分点，达 31.69%。
- **管理水平改善 三项费用率进一步降低** 报告期内，公司三项费用支出共 20.04 亿元，同比去年 13.96 亿元上涨 43.55%。三项费用占主营收入的比例为 18.13%，同比去年下降 1.82 个百分点。三项费用率的降低，是公司的规模效应的逐步体现，以及公司对期间费用的管控能力进一步提升的表现。
- **看好三北市场的水泥发展空间** 10 年华北地区的固定资产同比增速 24%，东北地区固定资产同比增长 29.35%，西北地区固定资产同比增长 29%。目前，三北地区与东南沿海地区相比，基础设施建设仍相对落后。进入十二五，我们预计三北地区的固定资产投资仍可以保持 18%以上的年均增速。11 年，汇总各地区的政府工作报告，我们认为华北地区的固定资产投资将保持 20%以上的固定资产投资增速，东北地区可以保持 25%以上



的固定资产投资增速，西北可以保持 25%以上的固定资产投资增速度。在固定投资高速增长的情况下，我们认为三北地区的水泥需求增速仍将保持高位。而在国家严格控制水泥生产线的情况下，未来两年三北地区的水泥供需结构有望继续保持良性状态。最近，公司华北产能所集中的的京津唐地区水泥价格平均上涨 50-100 元/吨，已经显现出了该区域良好的供需结构关系。

- **盈利预测与评级** 目前，公司仍处于高速增长阶段。按照公司目前在建与拟建产能规划，我们预计公司 11、12、13 年的水泥与熟料销量可以分别达到 7600 万吨、9000 万吨、10000 万吨，可实现销售收入分别达 187、243、281 亿元。我们预计公司 11、12 年、13 年的每股收益分别为 2.78、4.15、4.91 元，对应目前股价的市盈率分别为 9.93、6.65、5.62 倍，公司的估值还有很大的提升空间，我们维持公司“强烈推荐”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11064	18698	24308	28197
收入同比(%)	58%	69%	30%	16%
归属母公司净利润	1398	3371	5034	5956
净利润同比(%)	41%	141%	49%	18%
毛利率(%)	31.7%	35.5%	36.0%	35.0%
ROE(%)	17.3%	29.4%	30.5%	26.5%
每股收益(元)	1.15	2.78	4.15	4.91
P/E	23.94	9.93	6.65	5.62
P/B	4.14	2.92	2.03	1.49
EV/EBITDA	15	8	7	6



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7811	7576	13964	21153
现金	3256	7576	13964	21153
应收账款	575	0	0	0
其他应收款	121	0	0	0
预付账款	1202	0	0	0
存货	1445	0	0	0
其他流动资产	1212	0	0	0
非流动资产	22441	19215	18006	16725
长期投资	2056	0	0	0
固定资产	13489	15124	15260	14651
无形资产	1132	1132	1132	1132
其他非流动资产	5764	2959	1614	942
资产总计	30252	26792	31970	37878
流动负债	9059	3387	3531	3483
短期借款	3821	3387	3531	3483
应付账款	2795	0	0	0
其他流动负债	2443	0	0	0
非流动负债	11903	10744	10744	10744
长期借款	10744	10744	10744	10744
其他非流动负债	1159	0	0	0
负债合计	20962	14130	14275	14227
少数股东权益	1211	1211	1211	1211
股本	1213	1213	1213	1213
资本公积	3332	3332	3332	3332
留存收益	3509	6880	11914	17870
归属母公司股东权益	8079	11451	16485	22440
负债和股东权益	30252	26792	31970	37878

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1699	5584	7000	7717
净利润	1568	3371	5034	5956
折旧摊销	862	1065	1209	1281
财务费用	541	989	757	479
投资损失	-331	0	0	0
营运资金变动	-1018	136	0	-0
其他经营现金	76	23	0	0
投资活动现金流	-6889	2079	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11064	18698	24308	28197
营业成本	7558	12060	15557	18328
营业税金及附加	75	127	165	191
营业费用	404	654	851	987
管理费用	1062	1496	1945	2256
财务费用	541	989	757	479
资产减值损失	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	331	0	0	0
营业利润	1736	3371	5034	5956
营业外收入	305	0	0	0
营业外支出	51	0	0	0
利润总额	1990	3371	5034	5956
所得税	421	0	0	0
净利润	1568	3371	5034	5956
少数股东损益	170	0	0	0
归属母公司净利润	1398	3371	5034	5956
EBITDA	3139	5425	7000	7717
EPS (元)	1.15	2.78	4.15	4.91

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.3%	69.0%	30.0%	16.0%
营业利润	51.4%	94.2%	49.3%	18.3%
归属于母公司净利润	40.9%	141.1%	49.3%	18.3%
获利能力				
毛利率 (%)	31.7%	35.5%	36.0%	35.0%
净利率 (%)	12.6%	18.0%	20.7%	21.1%
ROE (%)	17.3%	29.4%	30.5%	26.5%
ROIC (%)	8.8%	22.6%	32.0%	38.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	69.3%	52.7%	44.7%	37.6%
净负债比率 (%)	75.76%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	0.86	2.24	3.95	6.07
速动比率	0.70	2.24	3.95	6.07
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.66	0.83	0.81



资本支出	5527	0	0	0	应收账款周转率	22	65	-	-
长期投资	-1282	-2056	0	0	应付账款周转率	3.12	8.63	-	-
其他投资现金									
流	-2644	24	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5812	-3343	-612	-528	每股收益(最新摊薄)	1.15	2.78	4.15	4.91
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	4.60	5.77	6.36
短期借款	1303	-434	145	-48	每股净资产(最新摊薄)	6.66	9.44	13.59	18.50
长期借款	5091	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.94	9.93	6.65	5.62
资本公积增加	7	0	0	0					
其他筹资现金					P/B	4.14	2.92	2.03	1.49
流	-588	-2909	-757	-479	EV/EBITDA	15	8	7	6
现金净增加额	622	4320	6388	7189					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120