

冀东水泥（000401）：产能扩张继续推动业绩快速增长

增持（维持）

建材

当前股价：27.72 元

报告日期：2011 年 4 月 15 日

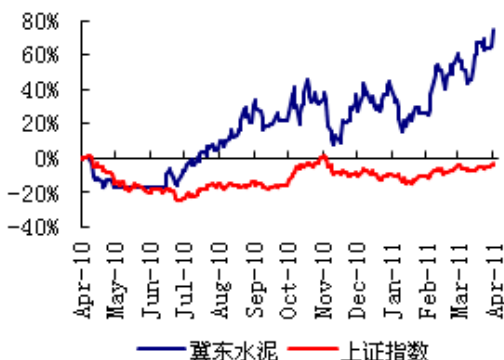
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6990	11064	15887	20258
(+/-)	53.0%	58.3%	43.6%	27.5%
营业利润	1147	1736	2624	3484
(+/-)	194.8%	51.4%	51.1%	32.8%
归属于母公司 的净利润	992	1398	2137	2819
(+/-)	127.9%	40.9%	52.8%	31.9%
每股收益（元）	0.81	1.15	1.76	2.32
市盈率（倍）	34	24	16	12

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	121277/121225
流通市值（亿元）	336.04
每股净资产（元）	7.66
资产负债率（%）	67.22

股价表现（最近一年）



证券分析师：赵军胜
执业证书编号：A0140511010009
010-66045535 zhaojs@txsec.com
联系人：张敏
010-66045584 zhangmin@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

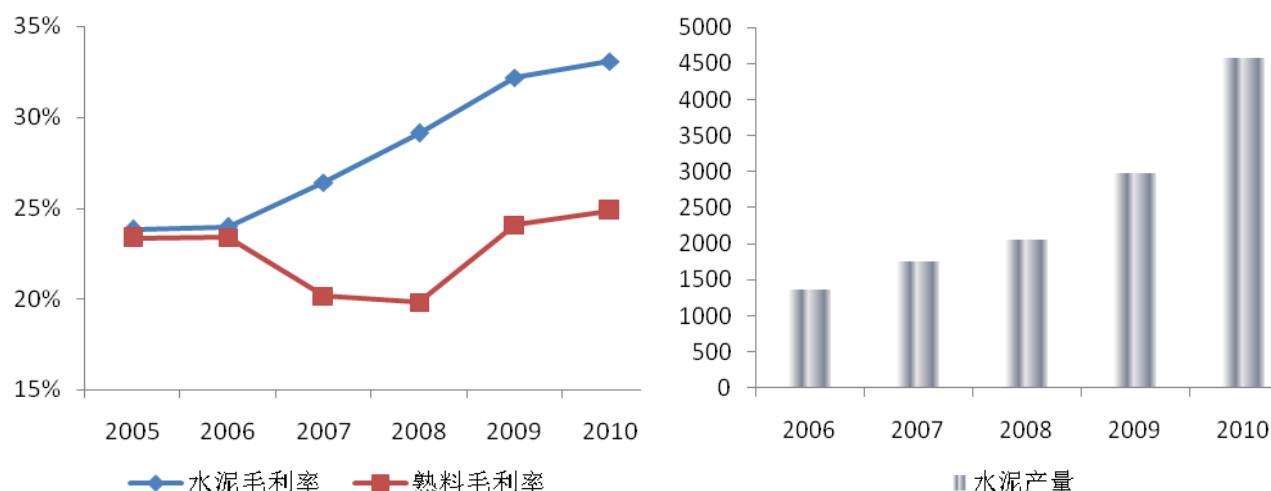
- 2010 年，公司实现营业收入 110.64 亿元，同比增长 58.29%；营业利润 17.36 亿元，同比增长 51.38%；归属于母公司净利润 13.98 亿元，同比增长 40.88%；基本每股收益 1.15 元；公司 2010 年不进行利润分配。
- 业绩增长得益于产能快速增长，2010 年业绩略低于预期。**2010 年投产 7 条熟料生产线，新增熟料产能 1200 万吨，2010 年底熟料总产能约 5300 万吨。2010 年水泥和熟料总销量同比增长 49%，是收入增长的主要原因。2011 年将建设 9 条熟料生产线，其中 7 条年内投产，新增熟料产能约 1000 万吨，同比增长 18.9%，预计公司 2011 年收入增长 43.6%。水泥销售情况稳定，水泥和熟料销售毛利率 31.95%，同比上升 0.79 个百分点；期间费用率同比下降 1.8 个百分点至 18.1%。
- 短期关注京津冀地区水泥涨价。**近期河北石家庄、唐山地区水泥价格上调 30-50 元，预计后期涨价可能仍较大，主要原因：（1）京津冀二季度将查超载，运费上升等因素会推升水泥价格；（2）天气回暖，需求启动，提价有基础；（3）地区内水泥产能主要集中在冀东水泥和金隅股份，集中度较高。
- 重庆、陕西水泥市场存在价格压力。**2011 年公司在重庆地区将投放 3 条熟料生产线，熟料产能约 400 万吨。重庆地区 2010 年新增熟料产能 1395 万吨，超过 2009 年的 1020 万吨，受新增产能影响，预计未来 1-2 年水泥价格仍将面临较大压力；公司在陕西参、控股五条 5000t/d 生产线，陕西市场近期出现价格下跌，主要原因是新增产能投放。公司 2010 年业绩略低于预期的重要原因是公司参股的陕西生产线投资收益下降 19%，约 7700 万元。
- 中长期具备估值优势。**预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.76 元、2.32 元，最新收盘价 27.72 元，对应 PE 16 倍、12 倍。按对菱石投资增发后股本计算，2011-2012 年摊薄 EPS 分别为 1.59 元、2.09 元，对应 PE 为 17 倍、13 倍，仍具备估值优势，维持公司“增持”评级。
- 风险提示：**重庆、陕西市场水泥价格波动风险；煤炭价格上涨风险。

图表 1：冀东水泥利润表各科目变动分析（单位：万元）

科目	2010 年	同比变动	变动原因
营业收入	1106410	58.29%	水泥和熟料销量同比增长 49%
减：营业成本	755843	58.55%	销量上升
毛利率	31.69%	-0.11 百分点	其他业务毛利率下降，但水泥和熟料业务毛利率提高 0.79 个百分点
销售费用	40352	51.41%	销量上升带动编织袋、运输费、搬运费上升
管理费用	106198	24.26%	职工薪酬、办公、租赁费上升
财务费用	54084	97.38%	在建生产线投产，贷款利息费用化，利息支出增加 94%
投资收益	33060	-15.56%	冀东海德堡投资收益减少 7758 万元，同比下降 19.5%
营业利润	173643	51.38%	——
加：营业外收入	30450	48.36%	增值税返还增加 9013 万元，同比增长 55.3%
减：营业外支出	5135	-15.22%	非流动资产处置损失减少
利润总额	198957	55.38%	——
净利润	156850	47.35%	——

资料来源：公司年报、天相投顾整理

图表 2：公司水泥和熟料销售毛利率



资料来源：公司年报、天相投顾整理

图表 3：公司主要市场 2010 年熟料产能投放情况（单位：万吨）

地区	公司 2011 年各地区熟料产能占比	地区 2010 年新增熟料产能	2010 年地区熟料产能增速
京津冀	40%	2068	48.5%
内蒙古	11%	952	37.8%
山西	11%	1596	76.6%
辽宁	4%	589	17.6%
吉林	5%	233	12.1%
陕西	13%	1101	35.0%
重庆	10%	1395	55.3%

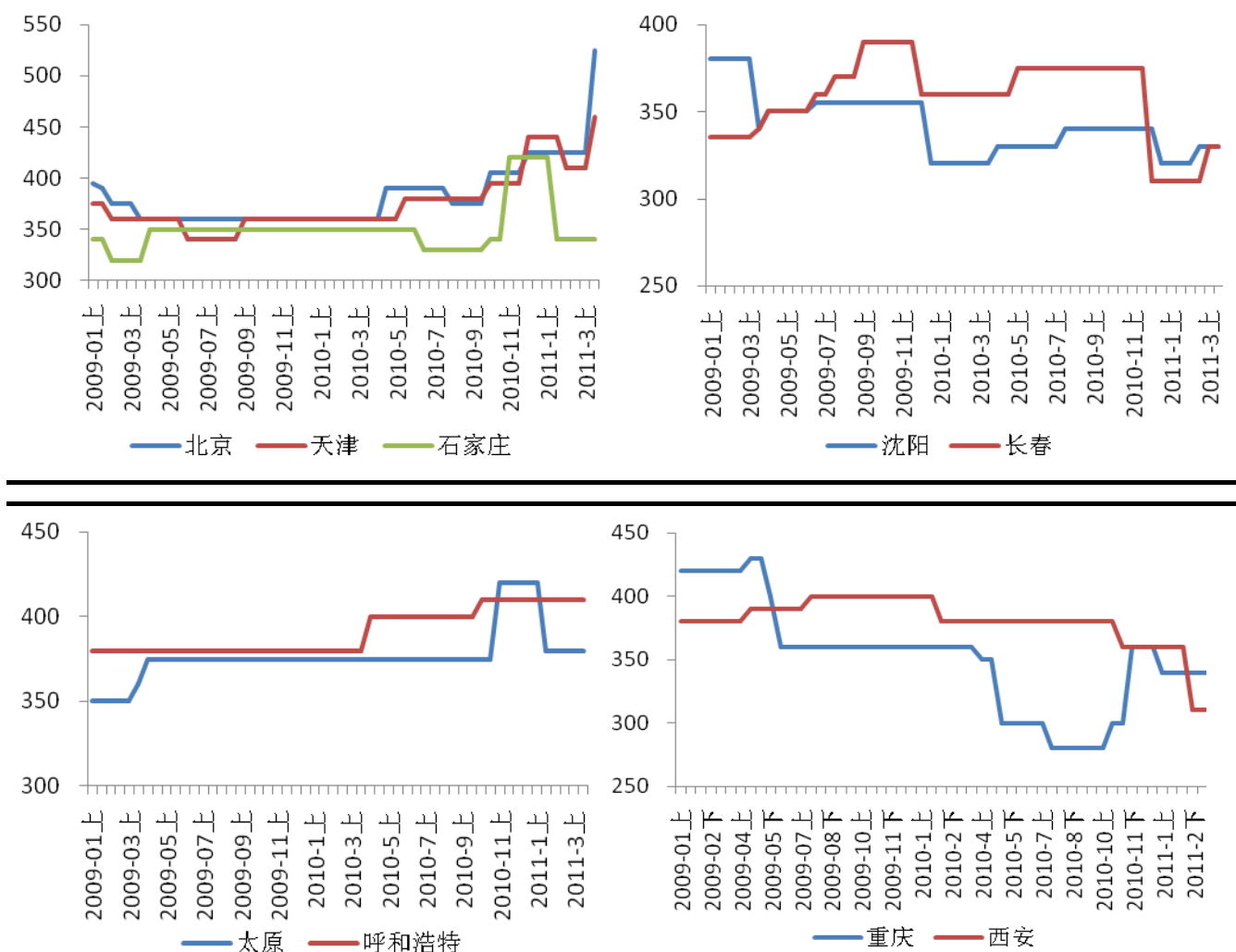
资料来源：天相投顾整理

图表 4：冀东水泥在建熟料生产线

编号	熟料生产线	日产能	地区	投产时间
1	冀东重庆合川水泥有限公司	4600 t/d	重庆	2011
2	冀东璧山水泥有限公司	4500 t/d	重庆	2011
3	冀东水泥江津二期	3200 t/d	重庆	2011
4	冀东水泥包头一期	4500 t/d	内蒙古	2011
5	冀东阳泉水泥有限公司	4500 t/d	山西	2011
6	冀东平泉特种水泥有限公司	2500 t/d	河北	2011
7	冀东涿水水泥有限公司	4500 t/d	河北	2011
8	冀东水泥永吉水泥有限公司	4500 t/d	吉林	2012
9	秦岭水泥有限公司	4500 t/d	陕西	2012

资料来源：公司年报、天相投顾整理

图表 5：公司主要市场水泥价格走势



资料来源：数字水泥网

图表 6：冀东水泥（000401）盈利预测表（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	698991	1106410	1588652	2025844
增长率	52.99%	58.29%	43.59%	27.52%
减：营业成本	476732	755843	1069908	1364344
毛利率	31.80%	31.69%	32.65%	32.65%
减：营业税金及附加	4780	7478	11121	14181
销售费用	26651	40352	54014	62801
管理费用	85464	106198	146156	182326
财务费用	27401	54084	71489	85085
期间费用率	19.96%	18.13%	17.10%	16.30%
资产减值损失	2411	1871	2000	2000
投资净收益	39154	33060	28455	33250
营业利润	114706	173643	262418	348357
增长率	194.75%	51.38%	51.13%	32.75%
营业利润率	16.41%	15.69%	16.52%	17.20%
加：营业外收入	20525	30450	35664	43313
减：营业外支出	6057	5135	5000	5000
利润总额	128044	198957	293082	386669
增长率	122.96%	55.38%	47.31%	31.93%
利润率	18.32%	17.98%	18.45%	19.09%
减：所得税	21600	42107	55686	73467
净利润	106444	156850	237396	313202
归属于母公司净利润	98387	139818	213657	281882
增长率	125.91%	42.11%	52.81%	31.93%
最新股本	121277	121277	121277	121277
EPS (元)	0.81	1.15	1.76	2.32
增发后股本	134752	134752	134752	134752
增发后股本摊薄EPS (元)	0.73	1.04	1.59	2.09

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041