

水泥价格回落将对业绩构成影响

事件:

冀东水泥 2011 年上半年生产水泥 2,578 万吨, 同比增长 48%; 生产熟料 2,500 万吨, 同比增长 44%; 销售水泥及熟料 3,281 万吨, 同比增长 47%; 实现营业收入 714,299 万元, 同比增长 56%; 实现归属于母公司的净利润 74,829 万元, 同比增长 38%, 实现每股收益为 0.62 元。

我们的看法:

- 公司的中期业绩与其他水泥龙头公司相比表现一般, 主要原因在于区域水泥价格较为平稳。从公司所在核心区域华北地区水泥价格来看, 今年 4 月份水泥价格有明显上涨, 但进入 6 月份水泥价格开始回落。重点区域陕西地区水泥竞争较为激烈, 价格处于全国最低水平。
- 公司 2011 年上半年水泥和熟料综合毛利率为 32.74%, 同比提升 2.24 个百分点。总体来看, 公司所覆盖的华北、西北区域价格在 2011 年上半年基本保持稳定, 同比涨幅远不如华东和华南地区。甚至进入 7 月份, 华北和陕西地区水泥价格下跌趋势较为明显, 将对下半年业绩构成一定影响。
- 冀东水泥近两年产能扩张十分迅猛, 目前已经投放的产能在 8000 万吨左右, 还有 2000 多万吨的在建新增产能, 即使不考虑公司的并购可能, 未来两年的产量增长也将得到充分保障。预计公司 2011 年产销量在 7000 万吨, 2012 年达到 9000 万吨以上。
- 公司下半年计划向菱石投资有限公司非公开发行 A 股股票 1.34 亿股, 发行价格为 14.21 元/股, 同时计划发行公司债券规模不超过 25 亿元, (其中首期发行不超过 16 亿元), 目前, 两发行事项均已经过证监会审核通过, 公司未来几年发展的资金将较为充裕。
- 我们维持冀东水泥 2011 年和 2012 年的每股收益预测为 1.72 元和 2.12 元, 目标价位为 34 元, 维持公司“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208060127

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 4 月 15 日) 21.08 元

目标价格 (6 个月) 34.00 元

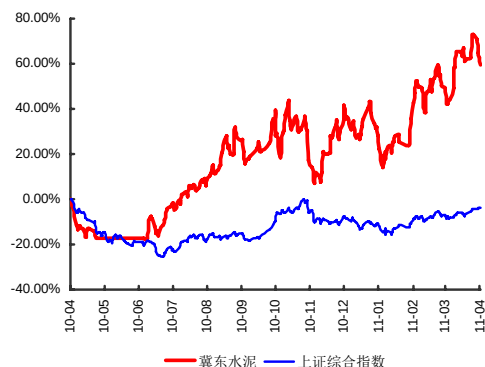
总股本/A 股 (万股) 121277/121277

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告发布日期 2011 年 8 月 12 日

股价表现



财务预测		(百万元)			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	11064	16744	21677	24450	
同比(%)	59%	51%	29%	13%	
归属母公司净利润	1398	2082	2566	2882	
同比(%)	42%	49%	23%	12%	
毛利率(%)	31.7%	32.4%	32.0%	32.1%	
ROE(%)	17.3%	20.5%	20.2%	18.5%	
每股收益(元)	1.15	1.72	2.12	2.38	
P/E (倍)	24.04	16.15	13.10	11.66	
P/B (倍)	4.16	3.32	2.65	2.16	

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

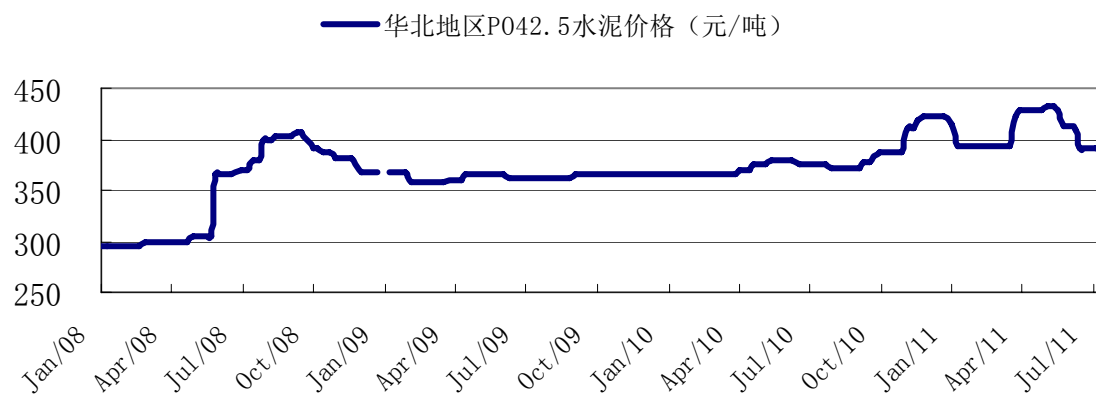
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1:公司 2010 年分区域销售收入

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
华北地区 (北京、天津、河北、山西、内蒙古)	517,488.17	54.15%
东北地区 (辽宁、吉林)	75,285.78	28.03%
西北地区 (陕西)	24,484.33	-
其他地区 (湖南、山东、重庆)	52,074.43	170.81%
合计	669,332.71	61.78%

资料来源:公司年报附注

图 1:华北地区 PO42.5 水泥价格走势 (元/吨)



资料来源:公司年报附注

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

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	10704	11696	13528	营业收入	11064	16744	21677	24450
现金	3256	3200	3200	3200	营业成本	7558	11317	14746	16611
应收账款	575	876	1131	1275	营业税金及附加	75	116	150	169
其它应收款	121	300	611	669	销售费用	404	603	776	868
预付账款	1202	3169	3740	4166	管理费用	1062	1596	2051	2286
存货	1445	2490	2138	3103	财务费用	541	733	824	860
其他	1212	670	876	1115	资产减值损失	19	5	5	5
非流动资产	22441	26518	30438	33420	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2056	1555	1656	1689	投资净收益	331	350	350	350
固定资产	13489	20459	25266	28690	营业利润	1736	2725	3476	4001
无形资产	1132	1394	1720	2041	营业外收入	305	305	305	305
其他	5764	3110	1795	1000	营业外支出	51	33	33	33
资产总计	30252	37222	42133	46949	利润总额	1990	2997	3748	4273
流动负债	9059	14114	15637	16706	所得税	421	659	862	1025
短期借款	3821	7621	6861	7455	净利润	1569	2338	2886	3247
应付账款	2795	4208	5625	6251	少数股东损益	170	256	320	365
其他	2443	2285	3151	3001	归属于母公司净利润	1398	2082	2566	2882
非流动负债	11903	11480	11982	12481	EBITDA	3139	5258	6910	8178
长期借款	10744	11444	11944	12444	EPS (元)	1.15	1.72	2.12	2.38
其他	1159	37	38	38	主要财务比率				
负债合计	20962	25594	27619	29187	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1211	1467	1787	2153	成长能力				
股本	1213	1213	1213	1213	营业收入	59.5%	51.3%	29.5%	12.8%
资本公积	3332	3332	3332	3332	营业利润	52.9%	56.9%	27.6%	15.1%
留存收益	3509	5590	8156	11038	净利润	42.1%	48.9%	23.3%	12.3%
归属母公司股东权益	8079	10135	12701	15583	获利能力				
负债和股东权益	30252	37196	42107	46923	毛利率	31.7%	32.4%	32.0%	32.1%
					净利率	12.6%	12.4%	11.8%	11.8%
					ROE	17.3%	20.5%	20.2%	18.5%
						11.1%	12.9%	14.6%	14.3%
					偿债能力				
					资产负债率	69.3%	68.8%	65.6%	62.2%
					净负债比率	75.76%	77.62%	71.52%	71.67%
					流动比率	0.86	0.76	0.75	0.81

单位:百万

元

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1699	2920	7117	5643
净利润	1569	2338	2886	3247
折旧摊销	862	1800	2610	3317
财务费用	541	733	824	860
投资损失	-331	-350	-350	-350

营运资金变动	-1018	-1689	1142	-1431	速动比率	0.70	0.58	0.61	0.62
其它	76	88	4	-1	营运能力				
投资活动现金流	-6889	-5624	-6180	-5950	总资产周转率	0.43	0.50	0.55	0.55
资本支出	5527	6133	6067	6010	应收账款周转率	23	23	22	20
长期投资	-1282	-471	102	33	应付账款周转率	3.12	3.23	3.00	2.80
其他	-2644	39	-12	93	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5812	2648	-936	308	每股收益	1.15	1.72	2.12	2.38
短期借款	1303	3800	-759	593	每股经营现金流	1.40	2.41	5.87	4.65
长期借款	5091	700	500	500	每股净资产	6.66	8.36	10.47	12.85
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	7	0	0	0	P/E	24.04	16.15	13.10	11.66
其他	-588	-1851	-677	-786	P/B	4.16	3.32	2.65	2.16
现金净增加额	622	-56	-0	-0	EV/EBITDA	5	3	2	2

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn