

冀东水泥（000401）中报点评

中长期投资价值已经显现，维持“推荐”评级

原材料/水泥

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 12 日

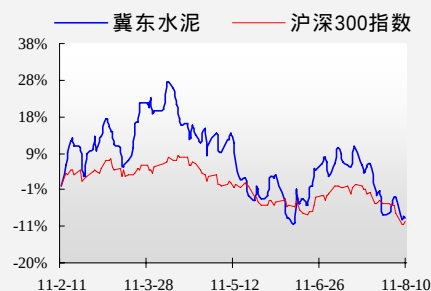
投资要点：

- 2011 年上半年，公司实现营业收入 71.42 亿元，同比增长 56%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.48 亿元，同比增长 38%；实现每股收益 0.61 元。
- 公司收入增长的贡献主要来自产销量的增长。吨水泥（含熟料）毛利同比提升 10.25 元/吨。
- 余热发电有效节省公司生产运营成本。公司上半年新建成 5 个余热发电项目，目前投产机组达到 27 台，对降低公司运营成本起到积极作用。
- 后续产能的扩张力度还是较大。根据我们对公司生产线的统计，公司 2010 年水泥产能已经达到近 9000 万吨（权益产能将超 7000 万吨），目前合川、璧山、江津二期、包头、涑水、平泉、阳泉、永吉、秦岭新线等 9 条生产线在建，达产后，公司总产能有望达到 1.2 亿吨（权益超能超 9000 万吨）。
- 公司目前定向增发已经获得证监会批准，发行不超过 25 亿元的公司债也获批，未来资金实力将得到增强。公司目前所处区域包括京津冀、陕西区域水泥价格上半年出现较大下滑，但是后续来看，一方面，区域产能投放压力会有所减缓，另一方面，随着区域落后产能淘汰和市场整合的推进，我们预计区域价格或有望企稳回升，从而给公司未来的业绩改善带来预期。
- 假设 2011 年完成定向增发，我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 1.40 元、1.86 元，相对于目前股价 PE 为 15.0x、11.3x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：水泥价格大幅下滑；原料及能源成本大幅上升；产能扩张过于迅速，导致行业竞争加剧。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,106,410	59.5	139,318	42.1	1.15	17	18.3	-
2011E	1,589,238	43.6	188,491	34.8	1.40	16	15.0	-
2012E	1,907,086	20.0	250,109	32.7	1.86	17	11.3	-
2013E								-

走势图



市场数据

2011-8-11

收盘价：	21.08 元
52 周最高价：	30.35 元
52 周最低价：	17.99 元
平均持仓成本：	24.20 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	121,277
流通 A 股（万股）：	121,277
每股收益（元）：	0.61
每股净资产（元）：	7.28
每股经营现金流（元）：	0.55
市净率：	2.89

分析师：解文杰

执业证书编号：S0550511020012

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011 年上半年，公司实现营业收入 71.42 亿元，同比增长 56%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.48 亿元，同比增长 38%；实现每股收益 0.61 元，同比增长 38.03%。加权平均净资产收益率为 8.85%，同比提高 1.06 个百分点。

公司收入增长的贡献主要来自产销量的增长。报告期内，公司生产水泥 2578 万吨，同比增长 48%；生产熟料 2500 万吨，同比增长 44%；销售水泥及熟料 3281 万吨，同比增长 47%；我们测算公司吨水泥（含熟料）价格为 204.00 元，较去年同期 185.44 元/吨提升 18.56 元/吨，吨水泥（含熟料）成本为 137.20 元，较去年同期 128.89 元/吨提升 8.31 元/吨。吨水泥（含熟料）毛利为 66.80 元，同比提升 10.25 元/吨；水泥（含熟料）业务毛利率为 32.74%，同比提升 2.24 个百分点。

公司“区域战略”成效显著。分区域来看，华北地区（京津冀晋蒙）收入 51.74 亿元，同比增长 54.15%；东北地区（辽吉）7.52 亿元，同比增长 28.03%；西北地区（陕）2.44 亿元；其他地区（湘鲁渝）5.20 亿元，同比增长 170.81%。可以看出，虽然华北地区依然是公司的业务重心所在（收入占比超过 70%），但是其他区域的水泥业务发展迅速。

余热发电有效节省公司生产运营成本。公司上半年新建成 5 个余热发电项目，目前投产机组达到 27 台，总装机容量 268.3MW，比 2010 年底增长 21.45%，利用余热发电达到 7.5 亿度，对降低公司运营成本起到积极作用。公司期间费用率为 17.50，同比下滑 0.24 个百分点，得益于公司规模效应的显现及良好的费用控制能力。

后续产能的扩张力度还是较大。根据我们对公司生产线的统计，公司 2010 年水泥产能已经达到近 9000 万吨（权益产能将超 7000 万吨），目前合川、璧山、江津二期、包头、涑水、平泉、阳泉、永吉、秦岭新线等 9 条生产线在建，达产后，公司总产能有望达到 1.2 亿吨（权益超能超 9000 万吨）。

公司目前定向增发已经获得证监会批准，发行不超过 25 亿元的公司债也获批，未来资金实力将得到增强。我们认为，相比海螺等其他水泥龙头企业，公司目前吨市值规模相对较低，而且公司目前所处区域包括京津冀、陕西区域水泥价格上半年出现较大下滑，但是后续来看，一方面，区域产能投放压力会有所减缓，另一方面，随着区域落后产能淘汰和市场整合的推进，我们预计区域价格或有望企稳回升，从而给公司未来的业绩改善带来预期。

假设 2011 年完成定向增发，我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 1.40 元、1.86 元，相对于目前股价 PE 为 15.0x、11.3x，维持“推荐”评级。

风险提示：水泥价格大幅下滑；原料及能源成本大幅上升；产能扩张过于迅速，导致行业竞争加剧。

表 1：利润表预测：

利润表(万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	693773	1106410	1589238	1907086	2304161
营业成本	473796	755843	1076767	1283368	1560723
营业税金及附加	4780	7478	11125	13350	16129
销售费用	26425	40352	46883	56259	67973
管理费用	84776	106198	143031	171638	207375
财务费用	27185	54084	86582	82004	81443
投资收益	39154	33060	15000	20000	25000
资产减值及公允价值变动	2390	1871	3000	3000	3000
其他收入	(4780)	(3743)	0	(0)	(0)
营业利润	113575	173643	242850	323467	398519
营业外净收支	14468	25315	16000	20000	20000
利润总额	128044	198957	258850	343467	418519
所得税费用	21600	42107	54358	72128	87889
少数股东损益	8057	17032	16000	21230	25869
归属于母公司净利润	98387	139818	188491	250109	304761
股本	121277	121277	134752	134752	134752
每股收益（元）	0.81	1.15	1.40	1.86	2.26

注：假设增发在 2011 年完成，2011 年、2012 年业绩按增发后股本摊薄

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。