

产销放量效应大于提价

——冀东水泥（000401）2011 年中报点评

分析师：刘金明

SAC NO: S1150511030002

2011 年 8 月 12 日

建材——水泥

联系人

刘金明

010-68784272

Ljm-sec@live.cn

评级：

推荐

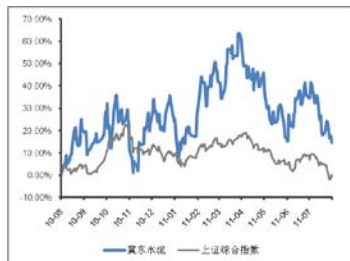
上次评级：

推荐

最新收盘价：

21.08

最近半年股价相对走势



投资要点：

● 净利润增长 38%，每股收益 0.62 元

报告期内，公司实现营业收入 71.43 亿元，同比增加 55.95%；营业利润 10.34 亿元，同比增加 52.14%；利润总额 10.83 亿元，同比增加 45.78%；归属于母公司所有者净利润 7.48 亿元，同比增加 38.02%；基本每股收益 0.617 元。

● 区域价格弹性偏低，增长主要靠量

由于公司所在市场限电效应不如南方市场，集中度有待提高，公司区域市场价格向上弹性不及南方市场。上半年，公司主打市场华北地区水泥均价涨幅为 11.7%，次于华东和中南 50.5%和 39.2%的涨幅，也低于全国 15.1%的平均水平。公司水泥、熟料合计销售均价同比增长 10.0%至 204 元/吨（统计口径）。水泥及熟料毛利率同比提高 2.24 个百分点至 32.74%。公司业绩提升主要依托产销规模增长。报告期内，公司 2010 年投产的 7 条生产线开始完全释放产能，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%；均高于 19.6%的全国水泥产量增长水平。

● 未来增长关注存量整合和集中度提升效应

公司 2010 年底水泥产能为 9000 万吨，在建的 9 条生产线中有 6 条于今年投产，产能增量为 1200 万吨。考虑到新建项目审批全面放开难度较大，公司未来两年的业绩增长主要以在建项目的投放、存量整合、产能利用率的提升、余热发电带来的成本节约以及落后产能淘汰后的集中度提升效应实现。

● 13 倍的 2011 动态 PE 提供安全边际

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.67 元、2.41 元和 3.07 元，动态 PE 分别为 13 倍、9 倍和 7 倍，估值下行空间有限，具备安全边际，维持对公司“推荐”评级。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6,938	11,064	16,380	21,692	27,205
(+/-)%	52%	59%	48%	32%	25%
经营利润（EBIT）	1040	1965	2957	4179	5241
(+/-)%	92%	89%	50%	41%	25%
净利润	984	1398	2029	2926	3721
(+/-)%	121%	42%	45%	44%	27%
每股收益（元）	0.81	1.15	1.67	2.41	3.07

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3045	3256	3276	4338	5441	营业收入	6938	11064	16380	21692	27205
应收票据	193	411	531	704	882	营业成本	4738	7558	11105	14553	18251
应收账款	372	575	851	1127	1414	营业税金及附加	48	75	106	141	177
预付款项	1255	1202	2052	3166	4563	销售费用	264	404	573	759	952
其他应收款	458	121	179	237	298	管理费用	848	1062	1638	2061	2585
存货	888	1445	2102	2755	3455	财务费用	272	541	862	916	943
其他流动资产	211	801	801	801	801	资产减值损失	24	19	0	0	0
长期股权投资	1161	2056	2056	2056	2056	投资收益	392	331	300	300	300
固定资产	9128	13489	12879	15358	17137	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	3750	5372	4686	3593	3047	营业利润	1136	1736	2394	3563	4598
工程物资	319	193	193	193	193	营业外收支净额	145	253	250	250	250
无形资产	738	1132	1059	985	911	税前利润	1280	1990	2644	3813	4848
长期待摊费用	27	76	69	61	53	减：所得税	216	421	450	648	824
资产总计	21617	30252	30785	35425	40301	净利润	1064	1568	2195	3164	4024
短期借款	2518	3821	4948	5517	5857	归属于母公司的净利润	984	1398	2029	2926	3721
应付票据	788	332	488	639	801	少数股东损益	81	170	165	238	303
应付账款	2054	2795	3388	4905	6545	基本每股收益	0.81	1.15	1.67	2.41	3.07
预收款项	426	324	173	-27	-278	稀释每股收益	0.81	1.15	1.67	2.41	3.07
应付职工薪酬	57	71	71	71	71	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	-231	-324	300	300	300	成长性					
其他应付款	256	393	393	393	393	营收增长率	51.9%	59.5%	48.0%	32.4%	25.4%
其他流动负债	0	309	309	309	309	EBIT 增长率	92.0%	89.0%	50.4%	41.3%	25.4%
长期借款	5653	10744	11044	11244	11344	净利润增长率	120.6%	42.1%	45.2%	44.2%	27.2%
负债合计	13904	20962	23661	25948	27972	盈利性					
股东权益合计	7713	9290	11459	13811	16665	销售毛利率	31.7%	31.7%	32.2%	32.9%	32.9%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	14.2%	12.6%	12.4%	13.5%	13.7%
净利润	1064	1568	2195	3164	4024	ROE	12.8%	15.1%	17.7%	21.2%	22.3%
折旧与摊销	543	862	1018	1198	1351	ROIC	4.75%	5.90%	8.22%	10.51%	11.99%
经营活动现金流	1970	1699	3157	4224	4977	估值倍数					
投资活动现金流	-5243	-6889	-3702	-2202	-2202	PE	26.5	18.6	12.9	8.9	7.0
融资活动现金流	3607	5812	565	-959	-1672	P/S	3.8	2.4	1.6	1.2	1.0
现金净变动	334	622	20	1063	1103	P/B	3.38	2.81	2.28	1.89	1.57
期初现金余额	2062	3045	3256	3276	4338	股息收益率	0.6%	0.6%	0.5%	3.1%	4.5%
期末现金余额	2396	3668	3276	4338	5441	EV/EBITDA	21.6	14.3	10.6	7.8	6.3

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 4

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机：86-22-28451995

手机：13502040941

邮箱：zhuyanjuan@bhq.com

吴慧 渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机：86-10-68784269

手机：13811199719

邮箱：wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机：86-10-68784275

手机：13810427284

邮箱：helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码：100037

电话：(010) 68784253

传真：(010) 68784236

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分