

证券研究报告

水泥制造

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012



推荐 (维持)

冀东水泥 (000401)

联系人: 陈文 王挺

chenwyf@xyzq.com.cn

021-3856 5950

冀东水泥调研纪要

2011年11月5日

投资要点

我们于 11.4 拜访了公司董秘,就公司近期经营状况进行了交流,主要内容如下:

- **1~3 季度产销量。**半年报中披露共销售水泥&熟料为 3281 万吨,该统计值包含了部分内部交易量,实际对外销量约只有 3050 万吨(包括合营公司销量),Q1、Q2 分别为 1050、2000 万吨。Q3 对外销量为 1950 万吨(包含合营公司销量)。我们测算公司 Q1、Q2、Q3 计入合并报表主营收入的销量分别为 837、1619、1661 万吨,对应吨产品销售均价为 260、295、285 元,生产成本分别为 185、195、193 元。3 季度成本环比基本持平,价格环比下跌。
- **近期经营状况: 公司所在区域经历 2 季度的量价齐升后, 3 季度环比量减价跌。**
 - (1) **近期价格。**唐山区域的含税出厂价在 360 元/吨左右,冀中南区域价格约在 320 元/吨。陕西区域的含税出厂价格约在 270 元/吨。湖南区域水泥价格近期下跌约 30 元/吨,PO42.5 散装含税出厂价格约 430 元/吨,PC32.5 袋装含税出厂价 290 元/吨。重庆地区近期上涨 10 元/吨,江津厂含税出厂价 270 元/吨、璧山厂为 290 元/吨、合川厂为 260 元/吨。
 - (2) **出货量。**4 月份是今年日出货量最大的月份,之后月份日出货量出现下跌。8 月份水泥日出货量(不包括熟料)降到 17.8 万吨,9 月开始改善,10 月水泥日出货量达到 21 万吨,11 月份上半月会和 10 月份基本差不多,之后会下滑。公司预计 4 季度销量可能在 1500 万吨左右,全年销量 6500 万吨略多。
- **秦岭水泥。**1-3 季度的产能发挥低于预期,主要是由于上半年在进行技改、安装余热发电,进度晚于预期。公司之前承诺的资产注入方案短期内难以实施,将维持现状。
- **鞍山冀东。**1-9 月份的熟料产量 61 万吨,低于去年的 95 万吨。鞍山冀东生产线本来就存在问题,4000T/D 的产能不能完全发挥,加上今年辽宁省进行了协同限产,所以熟料产量低于往年。鞍山冀东去年全年亏损了接近 9000 万元,而今年 1-3 季度共贡献了投资收益 700 万元。
- **投资收益。**前 3 季度共实现投资收益 10942 万元,Q1、Q2、Q3 分别为-1452、6169、6225 万元。涇阳冀东贡献超过 3000 万元,扶风冀东贡献约 2000 万元,鞍山冀东贡献约 700 万元,混凝土投资公司贡献约 4300 万元,秦岭水泥委托贷款利息约 2131 万元。

- **公司对各区域景气度的判断。**河北区域今年盈利能力好于去年，明年景气度应好于今年。陕西区域的价格好转至少要等到明年下半年。东北区域明年高价格可以延续。山西省明年可能有压力。内蒙古区域的今年盈利能力依然不错，和去年相当。
- **我们的观点：明年业绩增长更多来自销量增长，毛利率升幅有限。**随着公司在建生产线的逐步投产，明年有望实现销量 8021 万吨，增长 21%；其中，计算入合并报表主营收入的销量为 7074 万吨，增长 29%。京津冀区域供需环比改善，价格应能上涨。东北区域景气度大概率维持，价格涨幅应能覆盖成本涨幅。陕西、重庆虽已在行业底部，但消化产能仍需时间，明年下半年价格有望上扬，但幅度仍有限。公司在山西、内蒙古的生产线盈利较强，这两大区域新增产能较多，景气度大概率下滑。综合来看，我们认为明年公司毛利率会较今年略有上升，但幅度有限。我们预计公司 2011、2012、2013 实现 EPS 分别为 1.31、1.95、2.57 元（考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 14、9.4、7.1 倍，维持“推荐”评级。

表 1、冀东水泥盈利预测假设

单位	2010	2011E	2012E	2013E
熟料年末产能（可控制） 万吨	4852	5902	6352	6476
水泥年末产能（可控制） 万吨	420	420	570	570
熟料：有效产能（可控制） 万吨	4193	5313	6301	6476
产能利用率（可控制）	98%	93%	95%	95%
产量（可控制） 万吨	4097	4941	5986	6152
有效产能（并表部分） 万吨	3170	4452	5557	5732
产能利用率（并表部分）	95%	92%	95%	95%
产量（并表部分） 万吨	3024	4096	5279	5445
水泥&熟料：销量（可控制） 万吨	5481	6621	8021	8243
销量/熟料产量（可控制）	1.34	1.34	1.34	1.34
销量（并表部分） 万吨	4043	5489	7074	7296
销量/熟料产量（并表部分）	1.34	1.34	1.34	1.34
水泥&熟料（并表部分）：吨均价 元/t	249	280	291	308
营业收入 万元	1006021	1537843	2056138	2249658
吨成本 元/t	169	195	201	207
营业成本 万元	684572	1068801	1418735	1507271
毛利率	32%	30.5%	31.0%	33.0%
吨毛利 元/t	80	85	90	102
混凝土：营业收入 万元	44599	21988	0	0
营业成本 万元	31548	19189	0	0
毛利率	29%	13%		
其他业务：营业收入 万元	52602	55232	57994	60893
营业成本 万元	37184	38662	40596	42625
毛利率	29%	30%	30%	30%
合计：营业收入 万元	1106410	1615063	2114132	2310551
营业成本 万元	755843	1126652	1459331	1549896
毛利率	32%	30.2%	31.0%	32.9%
吨营业税金及附加 元/t	1.8	2.1	2.2	2.3
营业税金及附加/营业收入	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%
营业税金及附加 万元	7478	11534	15421	16872
吨销售费用 元/t	10.0	8.4	8.3	8.2
销售费用 万元	40352	46106	58712	59829
吨管理费用 元/t	26.3	26.0	25.5	25.0
管理费用 万元	106198	142710	180380	182407
吨财务费用 元/t	13.4	16.3	12.8	11.2
财务费用 万元	54084	89514	90724	81502
投资净收益 万元	33060	13958	15428	20287
营业利润 万元	173643	212505	324992	440331
营业外收入 万元	30450	38808	48303	49227
营业外支出 万元	5135	5392	5662	5945
利润总额 万元	198957	245920	367633	483613
所得税 万元	42107	57991	88051	115832
有效税率	21%	23.6%	24.0%	24.0%
净利润 万元	156850	187930	279582	367782
少数股东损益	11%	6%	6%	6%
归属于母公司股东净利润 万元	139818	176654	262807	345715
股本	121277	134752	134752	134752
EPS	1.15	1.31	1.95	2.57

数据来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。