



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011 年 12 月 8 日

建材

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210080004

guanxue@cicc.com.cn

推荐

冀东水泥 (000401.SZ)

股票获海螺水泥增持, 有望增强市场信心

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,569	6,938	11,064	15,174	19,600
(+/-)	18%	52%	59%	37%	29%
主营业务利润	1,307	2,200	3,506	4,882	6,247
(+/-)	26%	68%	59%	39%	28%
净利润	446	984	1,398	1,772	2,240
(+/-)	6%	121%	42%	27%	26%
全面摊薄每股收益	0.37	0.81	1.15	1.46	1.85
(+/-)	-3.7%	120.6%	42.1%	26.7%	26.4%
市盈率	41.8	19.0	13.3	10.5	8.3
市净率	3.1	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	22.71	16.63	11.62	8.78	6.69
净资产回报率	7.5%	14.7%	17.3%	18.7%	19.8%
投入资本回报率	4.2%	4.9%	6.0%	7.4%	8.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	1.9%	2.4%
每股经营现金流	0.5	1.6	1.4	2.3	4.6
股价/经营性现金流	29.6	9.5	11.0	6.7	3.3

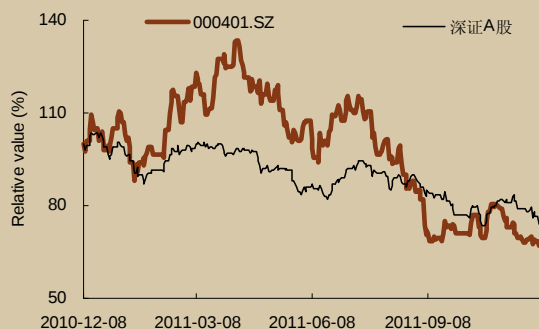
股票信息

A股	
股票代码	000401.CH
当前股价(元)	人民币15.38
日成交量(百万股)	3.81
52周最高价/最低价	人民币30.35/14.86
总市值(百万元)	18,652
发行股数(百万股)	1,213
其中:流通股(百万股)	1,212
主要股东(持股比例)	北省冀东水泥集团(41.42%)

最近估值走势

%	1w	1m	3m	YTD
000401.SZ	-1.03	-8.78	-0.52	-34.91
深证A股指数	-4.42	-8.09	-11.36	-19.46

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

事件:

冀东水泥今日公告简式权益变动报告书, 披露海螺水泥于 2011 年 9 月至 2011 年 12 月 7 日累计增持冀东水泥股票 4574 万股, 交易价格区间为 14.88-16.51 元。截至此次权益变动报告书, 海螺水泥共持有冀东水泥 1.8255 亿股, 占总股数比重为 15.05%。公告称, 增持是基于对冀东水泥目前的投资价值而做出的商业行为, 并且海螺未来将视冀东水泥的运营和发展情况及其股价情况等决定是否继续增持。

评论:

海螺再度出手, 彰显产业投资价值已现。对于海螺的增持, 我们不感到意外。在我们近两期的双周报中, 都特别的强调了冀东水泥 2012 年吨企业价值已经跌破市场重置成本下限 (400-450 元), 仅为 370 元, 是 A 股和 H 股所有水泥股中最便宜的一只, 已经是长期底部。目前海螺水泥在产业中做兼并收购, 成本也是在 330 元-390 元, 已经算行业中偏低水平。因此, 在二级市场以 370 元购买冀东水泥这样具有较好成长和覆盖较好市场的股票无疑是一个很好的选择。

增持行动有望增强市场信心。海螺水泥曾于今年 9 月 20 日公告海螺集团增持海螺水泥股票 0.06%, 此后, 海螺水泥 A 股反弹 20%, 水泥板块反弹 15%。从海螺水泥增持冀东水泥的历史来看, 上两次增持发生在 2008 年 6 月至 10 月和 2010 年 4 月, 虽然短期股价仍然出现下跌, 但海螺本着长期战略投资理念, 不畏短期波动, 在两次增持之后的 12 个月冀东水泥涨幅分别为 100% 和 102%。因此, 以海螺经验来看, 增持价格也许不是短期的底, 但却是一个中长期底部。

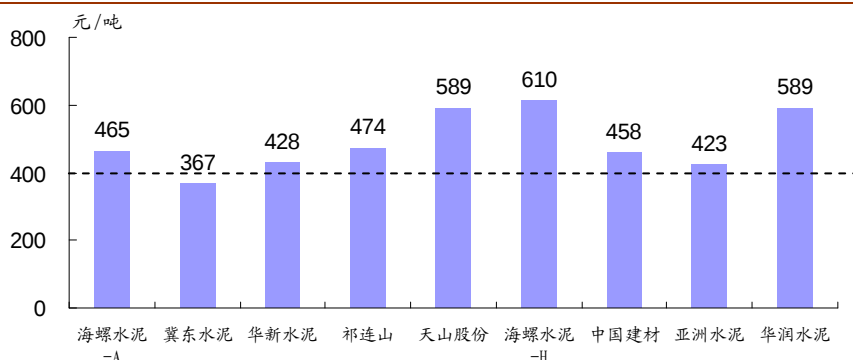
建议长期投资者逢低买入。从吨企业价值的角度来看, 冀东水泥和华新水泥均具备了比较大的吸引力, 海螺水泥对应 400-450 元市场重置成本, A 股股价为 14-16 元, H 股为港币 17 至 19.5 元。整体看, A 股吨企业价值较 H 股低, 股票长期投资价值吸引力更大 (详见本周二双周报)。我们认为, 目前价位, 需要逐步买并耐心持有, 水泥股短期仍缺少一个强烈看多的理由。这个理由可能来自于 1) 未来 2-3 个月, 宏观经济增长快速探底, 经济增速下降的幅度超出政府承受能力, 因此政策面出现更大的转向; 2) 1-2 月份, 中东部市场协同效果好于市场预期, 一季度价格和盈利下降情况低于市场预期。

图表 1：海螺水泥增持冀东水泥后历史股价走势



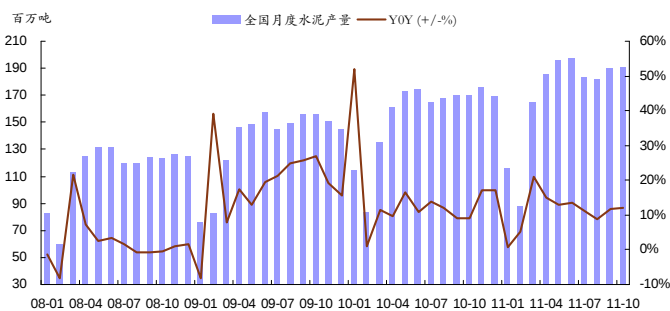
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：当前吨企业价值与市场重置成本



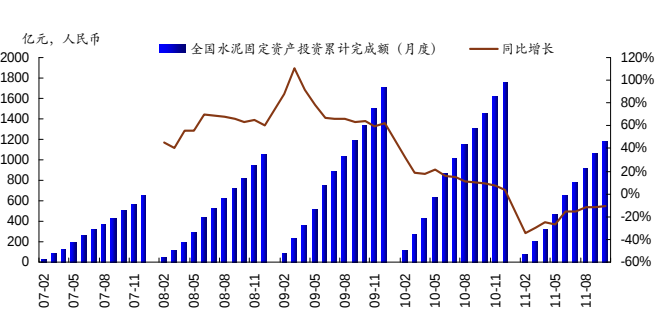
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：全国水泥月度产量



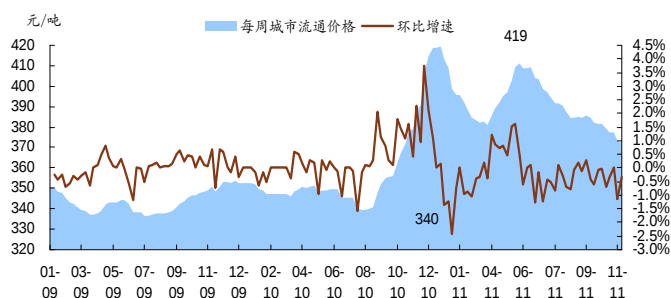
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 4：水泥行业固定资产投资



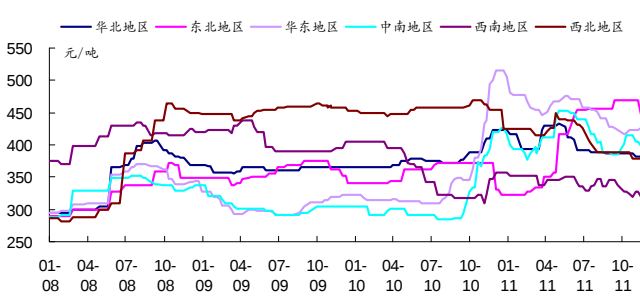
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 5：水泥每周城市流通价格



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 6：水泥分地区价格



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 7: 盈利预测与主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产品销量 (万吨)	2,063	2,956	4,500	5,400	7,000
(+/-%)	15.4%	43.3%	52.2%	20.0%	29.6%
平均价格 (元/吨)	221	235	246	281	280
(+/-%)	2.6%	6.0%	4.8%	14.3%	-0.4%
单位成本 (元/吨)	158	160	168	191	191
(+/-%)	0.1%	1.4%	4.8%	13.5%	0.1%
吨水泥毛利 (元)	63	74	78	90	89
毛利率 (%)	28.6%	31.7%	31.7%	32.2%	31.9%
销售收入 (百万元)	4,569	6,938	11,064	15,174	19,600
净利润 (百万元)	446	984	1,398	1,772	2,240
净利润率 (%)	11.4%	15.3%	14.2%	12.8%	12.5%
每股收益 (元)	0.37	0.81	1.15	1.46	1.85
吨水泥净利 (元)	22	33	31	33	32

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 历史与预测的财务指标

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,569	6,938	11,064	15,174	19,600	流动资产	4,531	6,422	7,811	11,882	17,109
营业成本	3,261	4,738	7,558	10,292	13,353	长期投资	838	1,161	2,056	2,056	2,056
主营利润	1,307	2,200	3,506	4,882	6,247	固定资产	6,911	13,197	19,055	21,852	23,324
营业费用	200	264	404	455	588	无形资产和其他资产	457	838	1,331	1,331	1,331
管理费用	526	848	1,062	1,411	1,823	总资产	12,737	21,617	30,252	37,119	43,818
息税折旧前利润	972	1,607	2,846	4,105	5,226	流动负债	3,488	6,616	9,059	12,851	17,057
财务费用	251	272	541	819	919	长期负债	2,938	7,288	11,903	13,386	13,886
营业利润	401	1,136	1,736	2,183	2,880	少数股东权益	385	1,026	1,211	1,386	1,587
税前利润	586	1,280	1,990	2,433	3,130	母公司股东权益	5,925	6,688	8,079	9,497	11,289
所得税	64	216	421	487	689	负债和权益	12,737	21,617	30,252	37,119	43,818
减：少数股东损益	76	81	170	175	201	财务指标					
归属母公司股东的净利润	446	984	1,398	1,772	2,240	综合毛利率	28.6%	31.7%	31.7%	32.2%	31.9%
期末总股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	净利润率	9.8%	14.2%	12.6%	11.7%	11.4%
基本每股收益 (元)	0.37	0.81	1.15	1.46	1.85	净资产收益率	7.5%	14.7%	17.3%	18.7%	19.8%
当期现金股利	121	-	-	354	448	总资产收益率	3.5%	4.6%	4.6%	4.8%	5.1%
每股现金股利 (元)	0.10	-	-	0.29	0.37	总资产负债率	50%	64%	69%	71%	71%
现金流量表(百万元)						净负债率	24%	33%	44%	43%	34%
经营活动现金流	629	1,970	1,699	2,790	5,570	流动比率	1.3	1.0	0.9	0.9	1.0
投资活动现金流	-2,743	-5,243	-6,348	-3,900	-2,900	速动比率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7
融资活动现金流	3,332	3,607	5,812	2,307	1,133	利息保障倍数	3.9	5.9	5.3	5.0	5.7
货币资金增加额	1,218	334	1,163	1,197	3,803	应收款项周转期	10	20	19	16	18
						存货周转期	91	68	70	76	72

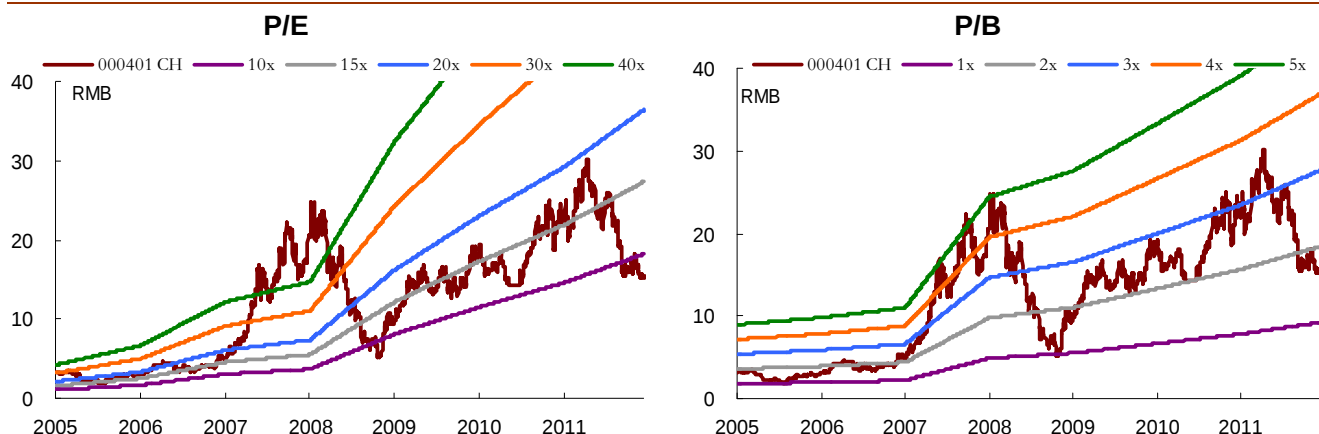
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-12-8	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	16.7	14.3	7.0	6.5	2.5	1.9	1.5	9.3	4.9	4.4
000401.SZ	冀东水泥	CNY	15.4	13.3	10.5	8.3	2.3	2.0	1.7	13.0	9.0	7.1
600801.SH	华新水泥	CNY	14.1	19.9	8.1	7.4	2.3	1.8	1.5	12.8	6.3	5.5
600720.SH	祁连山	CNY	10.2	9.8	10.6	9.1	1.9	1.6	1.4	10.7	8.6	6.6
600449.SH	赛马实业	CNY	20.8	7.2	10.2	8.6	1.6	1.3	1.1	7.9	9.3	7.3
000877.SZ	天山股份	CNY	21.6	16.6	8.3	6.1	1.9	1.6	1.3	13.5	7.5	5.7
600425.SH	青松建化	CNY	13.8	21.5	13.6	9.6	2.7	2.4	2.1	17.3	10.5	7.5
average	中金覆盖A股平均值			14.7	9.8	7.9	2.2	1.8	1.5	12.1	8.0	6.3
median	中金覆盖A股中位数			14.3	10.2	8.3	2.3	1.8	1.5	12.8	8.6	6.6
000789.SZ	江西水泥	CNY	11.0	28.5	8.1	7.0	3.6	2.2	1.7	13.9	4.0	3.6
002233.SZ	塔牌集团	CNY	9.8	28.4	14.0	11.8	3.8	1.8	1.8	14.4	7.7	6.6
601992.SH	金隅股份	CNY	8.8	13.9	9.4	7.2	2.3	1.8	1.4	16.4	9.8	7.5
600881.SH	亚泰集团	CNY	4.9	18.9	8.5	6.1	1.3	1.1	1.0	13.1	9.0	7.1
000885.SZ	同力水泥	CNY	11.6	22.8	39.1	16.7	2.4	n.a	n.a	9.0	n.a	n.a
	A股市场平均值			116.1	12.6	9.2	3.3	1.9	1.6	20.0	7.8	6.2
	A股市场中位数			21.7	10.4	8.5	2.5	1.9	1.6	13.9	8.0	6.6
914.HK	海螺水泥	HKD	25.9	19.0	9.2	8.2	3.4	2.5	1.9	12.2	6.3	5.6
3323.HK	中国建材	HKD	10.1	13.9	5.9	5.2	2.4	1.6	1.2	9.0	5.2	4.7
743.HK	亚洲水泥	HKD	3.6	9.5	3.5	3.0	0.7	0.6	0.5	7.4	3.8	3.3
average	中金覆盖H股平均值			14.1	6.2	5.5	2.2	1.6	1.2	9.6	5.1	4.5
median	中金覆盖H股中位数			13.9	5.9	5.2	2.4	1.6	1.2	9.0	5.2	4.7
1313.HK	华润水泥	HKD	5.9	18.9	8.5	6.9	2.6	2.0	1.6	16.0	8.0	6.2
1893.HK	中材股份	HKD	3.1	8.8	5.8	4.9	1.0	0.9	0.7	4.4	3.7	3.1
2009.HK	金隅股份	HKD	6.0	7.4	5.5	4.5	1.2	1.1	0.9	11.1	6.4	5.0
691.HK	山水水泥	HKD	6.0	14.7	5.3	4.9	2.6	1.8	1.4	6.8	3.4	3.0
2233.HK	西部水泥	HKD	1.5	5.0	6.0	4.1	1.5	1.3	1.0	4.5	4.3	3.2
	H股市场平均值			13.8	6.7	5.8	2.2	1.6	1.3	9.9	5.5	4.6
	H股市场中位数			14.3	5.9	5.0	2.5	1.7	1.3	10.0	5.7	4.8
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	53.0	14.3	18.2	15.8	0.9	0.9	0.9	7.1	8.3	7.8
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	31.8	17.4	12.0	9.6	0.5	0.5	0.5	7.3	6.4	6.1
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	27.9	9.6	11.7	9.9	0.5	0.5	0.5	7.1	7.7	7.3
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	13.9	22.7	17.7	15.8	1.0	0.9	0.9	8.7	8.5	8.1
IT IM equity	意大利水泥	EUR	4.9	29.9	32.5	20.7	0.4	0.4	0.4	5.5	6.4	6.0
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,218.8	21.3	20.7	17.8	3.6	3.3	3.0	12.1	11.8	10.3
	其他市场平均值			19.2	18.8	14.9	1.2	1.1	1.0	8.0	8.2	7.6
	其他市场中位数			19.3	17.9	15.8	0.7	0.7	0.7	7.2	8.0	7.6

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 10: 动态的 P/E 和 P/B 走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED