

东部水泥已步入上升通道

研究结论

- 水泥行业短期内供给受限，需求依然坚挺。

我们假设 2011 年建设 680 万套保障房，对房地产投资的拉动将有明显作用，按照每套 60 平米的建筑面积计算，保障房建设规模将占到整个房地产新开工规模的 30%，能够有效弥补房地产调控政策可能导致的商品房新开工面积下降的影响。

水泥新建审批暂停后，短期内还没有放松迹象，未来新增产能有限，2011 年供求关系有望进一步转好。

- 华东地区水泥价格大幅上涨，限电是导火索，根源在于供求持续转好。

从 2010 年 8 月初浙江省限电之后，华东地区水泥价格开始走上快速上涨拉升的通道。之后江苏、安徽等省轮番实行限电，价格上涨迅速传导到江西和福建等周边省份，11 月上旬，华东地区价格继续大幅攀升，从目前价格看，华东地区水泥价格已经全线站到 400 元/吨以上，并且有些地区价格已超过西北地区的价格。相比于 8 月份，华东地区水泥价格已经大幅上涨了 40% 以上。

华东地区的这轮价格上涨主要由于地方政府为完成十一五的节能减排指标而实行的限电措施，导致水泥供应减少而价格上涨，但是上涨幅度超过了 08 年下半年那波由于原材料煤炭价格推动的上涨，我们认为这反映了华东区域市场水泥供需形势的持续好转，限电只是成为价格上涨的导火索，华东区域水泥价格将有望一改过去长期处于全国价格底部的状况。

- 维持行业看好评级，看好东部水泥公司，推荐海螺水泥（买入）、江西水泥（买入）、塔牌集团（买入）和冀东水泥（增持）。

我们认为国家“十二五”期间会加大保障性住房的开发力度，同时也会继续推进落后产能的淘汰，2011 年是“十二五”的开局之年，地方政府的投资冲动将会十分强烈，固定资产投资依然值得看好，我们依然维持水泥行业的“看好”评级。

对于东部水泥价格的大幅上涨，相应公司股价并未得到反映，目前的龙头公司 2010 年动态市盈率已经下降到了 12 倍，2011 年仅 10 倍，估值已经具有较强安全边际，推荐海螺水泥（买入）、江西水泥（买入）、塔牌集团（买入）和冀东水泥（增持）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

建材行业

报告日期

2010 年 11 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

代码	上市公司	09EPS(A)	10EPS(E)	评级
600585	海螺水泥	1.01	1.79	买入
000401	冀东水泥	0.81	1.32	增持
000789	江西水泥	0.17	0.39	买入
002233	塔牌集团	0.54	0.78	买入

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、供给受限，需求依然坚挺	3
二、华东地区水泥价格涨幅惊人	4
三、看好东部水泥上市公司，推荐海螺水泥、江西水泥、塔牌集团、冀东水泥。	6
四、重点公司评述	6
1、海螺水泥	6
2、塔牌集团	8
3、江西水泥	11
4、冀东水泥	14

一、供给受限，需求依然坚挺

2010 年 1-9 月全国水泥产量 134,879.40 万吨，同比增长 15.95%，比 2009 年同期小幅下降 2 个百分点。城镇固定资产投资和房地产投资仍保持着高速增长，水泥需求依然旺盛。

表 1：水泥行业 2010 年 1-9 月份相关经营指标分析

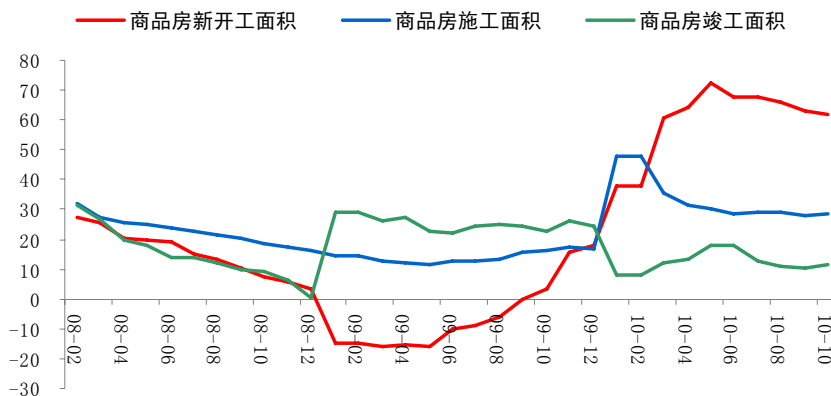
指标	同比增速	备注
固定资产投资	24.5%	1~9月全国累计完成城镇固定资产投资165,869.58亿元；但增速有所放缓，同比增长24.5%，比去年同期下调8 个百分点。
房地产投资	38.2%	1~9月房地产投资依然活跃，全国房地产累计投资33,511.25 亿元，同比增长38.20%，较上年同期提高了20.50 个百分点，创下进入“十一五”来的历史新高。
水泥产量	15.95%	1~9月份，全国水泥产量134,879.40 万吨，同比增长15.95%，比2009 年同期小幅下降2个百分点。产量下降主要受上半年长江流域雨水天气和全国限电的影响。
水泥投资	10.50%	1~9 月份，全国水泥投资13,09亿元，同比增长10.50%，较上年同期下降了近53个百分点！

资料来源：中国水泥协会市场信息部

根据上海证券报等相关媒体的报道，全国房地产行业“十二五”发展规划有望在近期形成初稿，规划中强调至少在未来两年里，保障性住房建设仍将是政府力推的重点工作，2011 年和 2012 年两年内全国保障性住房建成量将达到 1300 万套，预计 2011 年要建设 680 万套保障房，2012 年要建设 620 万套保障房。

我们假设 2011 年建设 680 万套保障房，对房地产投资的拉动将有明显作用，按照每套 60 平米的建筑面积计算，保障房建设规模将占到整个房地产新开工规模的 30%，能够有效弥补房地产调控政策可能导致的商品房新开工面积下降的影响。

图 1：房地产开工、施工及竣工面积同比增速（%）



资料来源：WIND 资讯

为贯彻落实国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发[2009]38 号），进一步加强和改善水泥行业管理工作，工信部发布水泥行业指导意见，严格控制

新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。

水泥新建审批暂停后，短期内还没有放松的迹象，可以预见未来一段时间国内的新增产能主要为在建的水泥线投产形成的产能，新增产能增加非常有限。水泥新增产能一般与水泥行业投资完成额相匹配，根据水泥行业投资完成额数据来看，水泥产能增速意见开始呈现明显下滑趋势。

表 2：国内水泥投资完成情况

地区	投资完成额（万元）	同比增速（%）	占全国比重（%）
全国	13,090,913	10.50	100.00
华北地区	2,405,065	40.57	18.37
东北地区	986,698	15.34	7.54
华东地区	2,332,013	6.44	17.81
中南地区	2,942,026	1.56	22.47
西南地区	2,864,192	-7.59	21.88
西北地区	1,560,919	42.74	11.92

资料来源：中国水泥协会，数字水泥

二、华东地区水泥价格涨幅惊人

从 2010 年 8 月初浙江省限电导致水泥价格暴涨 100 元/吨之后，华东地区水泥价格开始走上快速上涨拉升的通道。之后江苏、安徽等省轮番实行限电，价格上涨迅速传导到江西和福建等周边省份，11 月上旬，华东地区价格继续大幅攀升，不同地区价格上涨 20-80 元/吨。从目前价格看，华东地区水泥价格已经全线站到 400 元/吨以上，并且有些地区价格已超过西北地区的价，如江苏的苏锡常一带价格市场落地价最高达 500 元/吨左右；安徽熟料出厂价格大多数已在 420 元/吨。相比于 8 月份，华东地区水泥价格已经大幅上涨了 40% 以上。

图 2：华东地区水泥价格走势（2008-2010 年）



资料来源：中国水泥协会，数字水泥

华东地区的这轮价格上涨主要由于地方政府为完成十一五的节能减排指标而实行的限电措施，

导致水泥供应减少而价格上涨，但是上涨幅度超过了 08 年下半年那波由于原材料煤炭价格推动的上涨，我们认为这反映了华东区域市场水泥供需形势的持续好转，限电只是成为价格上涨的导火索，华东区域水泥价格将一改过去长期处于全国价格底部的状况。

全国其他区域近期水泥价格相对较为平淡，中南和华北地区也由于限电稍有上升，但涨幅远低于华东区域，西北、西南和东北区域基本在原位盘整。

图 3：中南地区水泥价格走势（2008—2010 年）



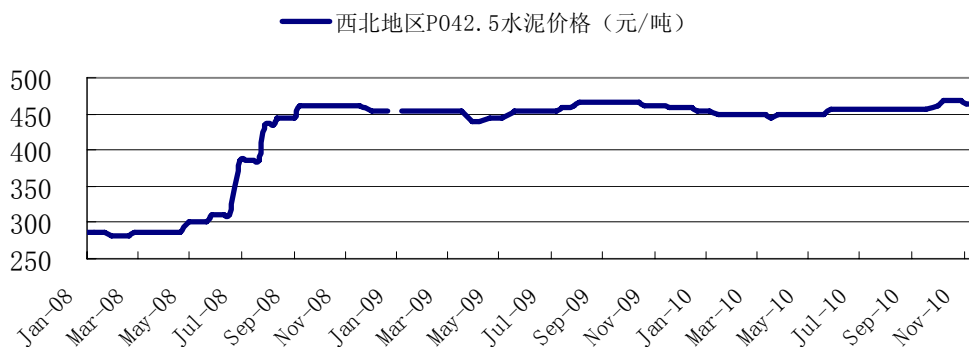
资料来源：中国水泥协会，数字水泥

图 4：华北地区水泥价格走势（2008—2010 年）



资料来源：中国水泥协会，数字水泥

图 5：西北地区水泥价格走势（2008—2010 年）



资料来源：中国水泥协会，数字水泥

三、看好东部水泥上市公司，推荐海螺水泥、江西水泥、塔牌集团、冀东水泥。

我们认为国家“十二五”期间会加大保障性住房的开发力度，同时也会继续推进落后产能的淘汰，2011 年是“十二五”的开局之年，地方政府的投资冲动将会十分强烈，固定资产投资依然值得看好，我们依然维持水泥行业的“看好”评级。

对于东部水泥目前的价格大幅上涨，相应公司股价并未得到反映，目前的龙头公司 2010 年动态市盈率已经下降到了 12 倍，2011 年仅 10 倍，估值已经具有较强安全边际，建议买入海螺水泥、塔牌集团、江西水泥和冀东水泥。

表 3：水泥重点公司盈利预测及投资评级

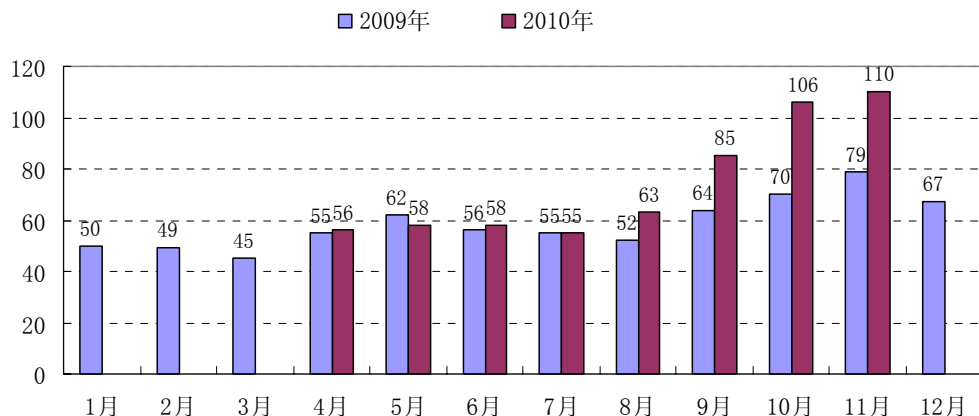
代码	上市公司	10EPS(E)	11EPS(E)	10PE	11PE	评级
600585	海螺水泥	1.79	2.15	12.56	10.46	买入
000401	冀东水泥	1.32	1.57	14.20	11.94	增持
000789	江西水泥	0.39	0.57	22.10	15.12	买入
002233	塔牌集团	0.78	1.18	18.55	12.26	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

四、重点公司评述

1、海螺水泥

- 由于三季度末华东地区浙江和安徽等省轮番限电，带动了整个区域水泥价格快速上涨，浙江从底部价格上调了 100 元/吨，安徽 10 月初上涨了 50—80 元/吨，江苏、福建、江西等省的价格也被带动，公司 9 月份单月吨水泥毛利水平已经开始大幅上涨，10 月和 11 月分别达到了 106 元/吨和 110 元/吨的历史高点，我们对第四季度公司业绩同比大幅增长持乐观态度。

表 4：海螺水泥近两年单月吨水泥毛利（元/吨）


资料来源：东方证券研究所

- 海螺水泥资产负债率为 42%，在水泥上市公司中最低，公司现金较为充足，财务费用占主营业务收入比重仅 1.56%，在进入加息周期的经济环境下，公司相对同行业企业将具有较为明显资金成本优势。
- 海螺水泥近两年通过新建的方式新增产能会达到每年 3000 万吨，预计公司 2010 年和 2011 年水泥数量销量为 1.5 亿吨和 1.8 亿吨。由于行业集中度的提高，公司同其他大企业的协同效应正在增强，海螺水泥正一改过去低价竞争策略，与其他大企业协同提高市场价格。
- 我们上调海螺水泥 2010 年和 2011 年 EPS 预测分别至 1.79 元和 2.05 元（原预测为 1.51 和 1.73 元），并相应上调目标价至 35 元，维持公司的“买入”评级。

表 5：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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10097	12754	14617	16146	营业收入	24998	32703	39942	46586
现金	3627	4316	4500	4293	营业成本	17865	21741	26513	31597
应收账款	442	556	698	808	营业税金及附加	134	177	225	254
其它应收款	319	352	439	522	销售费用	1420	1802	2117	2422
预付账款	380	451	538	651	管理费用	976	1145	1298	1655
存货	2172	2505	3056	3675	财务费用	356	595	625	730
其他	3156	4574	5386	6196	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	37052	42911	49531	56468	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	481	322	376	393	投资净收益	16	30	30	25
固定资产	25609	33256	39394	45360	营业利润	4260	7273	9193	9951
无形资产	2064	2542	2898	3295	营业外收入	257	650	210	200
其他	8896	6791	6864	7420	营业外支出	41	20	23	28
资产总计	47148	55665	64148	72614	利润总额	4477	7903	9380	10123
流动负债	12073	14977	16862	18699	所得税	815	1462	2017	2328

短期借款	1706	4655	5089	5544	净利润	3662	6441	7363	7795
应付账款	3339	3956	4907	5824	少数股东损益	118	100	130	116
其他	7028	6367	6867	7330	归属于母公司净利润	3544	6341	7233	7679
非流动负债	5772	5562	5595	5643	EBITDA	6269	9745	12241	13630
长期借款	5394	5394	5394	5394	EPS (元)	1.00	1.79	2.05	2.17
其他	379	168	201	249					
负债合计	17846	20539	22457	24342	主要财务比率				
少数股东权益	543	643	773	889	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1766	3533	3533	3533	成长能力				
资本公积	15065	13299	13299	13299	营业收入	3.2%	30.8%	22.1%	16.6%
留存收益	11928	17651	24086	30551	营业利润	42.6%	70.7%	26.4%	8.2%
归属母公司股东权益	28760	34483	40918	47382	净利润	36.0%	78.9%	14.1%	6.2%
负债和股东权益	47148	55665	64148	72614	获利能力				
					毛利率	28.5%	33.5%	33.6%	32.2%
					净利率	14.2%	19.4%	18.1%	16.5%
					ROE	12.3%	18.4%	17.7%	16.2%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	37.8%	36.9%	35.0%	33.5%
经营活动现金流	7029	6592	10190	11188	净负债比率				
净利润	3662	6441	7363	7795	流动比率	0.84	0.85	0.87	0.86
折旧摊销	1652	1877	2423	2949	速动比率	0.66	0.68	0.68	0.67
财务费用	356	595	625	730	营运能力				
投资损失	-16	-30	-30	-25	总资产周转率	0.56	0.64	0.67	0.68
营运资金变动	1282	-2087	-252	-344	应收账款周转率	54	63	61	60
其它	93	-204	61	84	应付账款周转率	5.25	5.96	5.98	5.89
投资活动现金流	7029	-7665	-9032	-9887	每股指标 (元)				
资本支出	8002	8388	8287	9317	每股收益	1.00	1.79	2.05	2.17
长期投资	47	-1212	374	154	每股经营现金流	1.99	1.87	2.88	3.17
其他	15078	-488	-370	-415	每股净资产	8.14	9.76	11.58	13.41
筹资活动现金流	-2395	1762	-974	-1508	估值比率				
短期借款	-563	2949	434	455	P/E	19.39	10.84	9.50	8.95
长期借款	-640	0	0	0	P/B	2.39	1.99	1.68	1.45
普通股增加	0	1766	0	0	EV/EBITDA	5	3	3	2
资本公积增加	949	-1766	0	0					
其他	-2141	-1187	-1408	-1963					
现金净增加额	-3178	689	184	-207					

资料来源：东方证券研究所

2、塔牌集团

- 广东地区第四季度为水泥的销售旺季，我们预计水泥价格将稳步盘升，公司覆盖区域在粤东和珠三角的惠州和深圳地区，离广州都有一定距离，广州亚运会对公司生产经营和区域市场

价格影响都较小。公司年底有日产 5000T/D 福塔二线投产，投产后水泥产能达到 1328 万吨，预计 2011 年公司产量增速在 18% 左右。

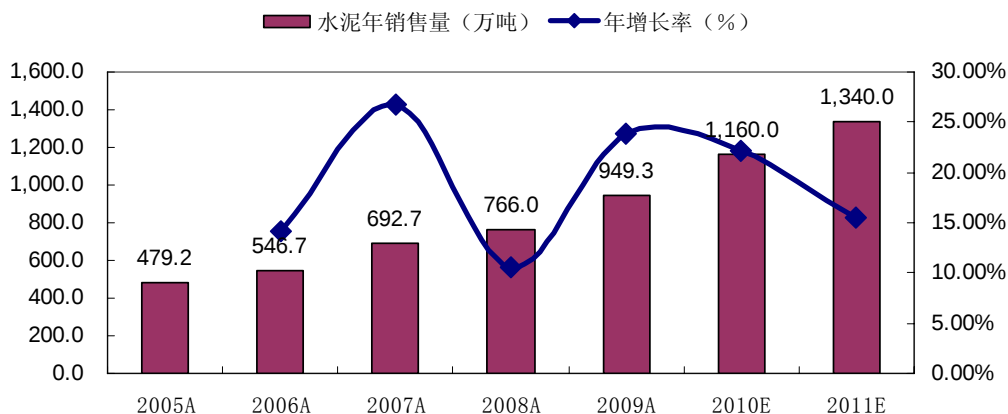
- 塔牌集团在粤东市场占有率为 45%，新型干法水泥市场占有率在 70% 以上，区域内的新型干法水泥产能主要为塔牌所有，对该区域具有很强市场控制力。目前粤东区域严格控制新建产能，实行等量淘汰，水泥总产能基本没有增长。该区域立窑比例在 50% 以上，淘汰空间巨大，留给塔牌集团极大的发展空间。
- 公司今年成功发行了 6.3 亿元可转债用于大力发展混凝土产业，一方面可以做大做强混凝土产业，打造公司新的利润增长点，更重要的是可以进一步拓宽水泥销售渠道，在巩固原有水泥销售市场的同时进一步增加水泥市场份额，稳定水泥销售价格，提高水泥市场占有率。我们预计公司 2011 年和 2012 年可分别实现混凝土销量 190 万方和 500 万方。
- 我们预测塔牌集团 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.78 元、1.18 元和 1.46 元，未来三年净利润的复合增长率为 40%，公司未来发展潜力巨大，维持公司“买入”的评级和 17 元的目标价。

表 6：塔牌集团产能分布

生产基地	产 能 (万吨)		熟料生产线	覆盖销售区域
广东梅州蕉岭 (本部)	机立窑	153	12 条改造窑，不属于差别电价淘汰型	粤东地区
	新型干法旋窑	375	一条 5000D/T 一条 2500D/T	
广东惠州龙门	新型干法旋窑	400	两条 4500D/T	惠州深圳等珠三角地区
福建龙岩	新型干法旋窑	400	两条 4500D/T	粤东闽西赣南市场
合计	1328 万吨			珠三角/粤东/闽西/赣南

资料来源：东方证券研究所（龙岩二期 4500D/T2010 年底投产）

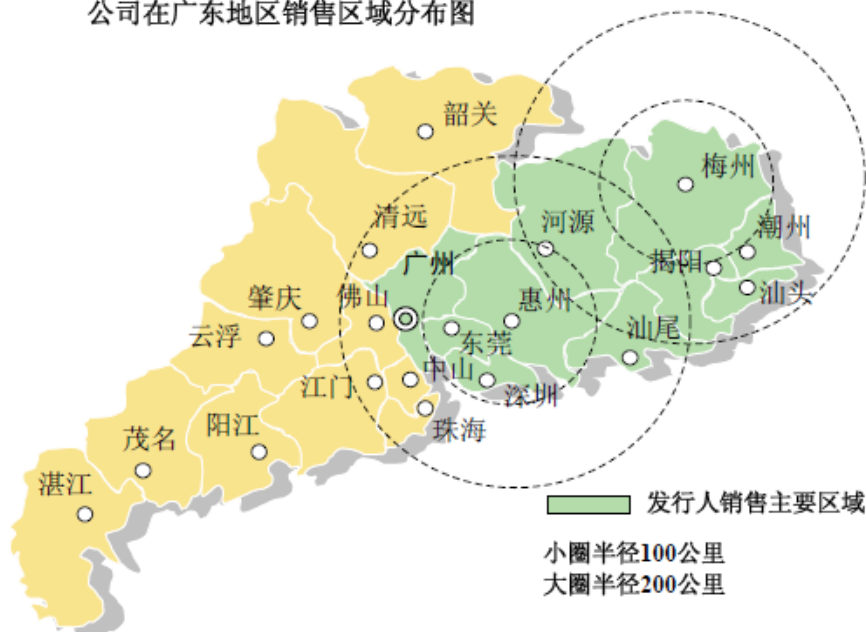
图 6：塔牌集团水泥年销量变化趋势



资料来源：东方证券研究所

图 7：塔牌集团销售区域分布图

公司在广东地区销售区域分布图



资料来源：公司公告

表 7：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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1012	1197	1635	1752	营业收入	2594	3214	4302	5206
现金	428	300	375	368	营业成本	1901	2331	3120	3792
应收账款	64	59	81	108	营业税金及附加	32	39	53	64
其它应收款	16	39	44	49	销售费用	172	196	222	260
预付账款	110	241	408	369	管理费用	122	137	168	198
存货	345	536	686	798	财务费用	75	91	98	99
其他	48	23	40	60	资产减值损失	8	4	5	6
非流动资产	3204	3641	4032	4345	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	24	31	34	投资净收益	-1	-1	-1	0
固定资产	2868	3337	3757	4057	营业利润	284	416	635	787
无形资产	238	271	307	344	营业外收入	9	7	10	13
其他	51	9	-63	-90	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4216	4838	5667	6097	利润总额	291	422	644	799
流动负债	1687	2019	2397	2297	所得税	69	101	158	197
短期借款	1143	1158	1427	1227	净利润	222	321	486	602
应付账款	231	352	432	520	少数股东损益	7	9	14	19
其他	312	510	539	550	归属于母公司净利润	215	311	472	583

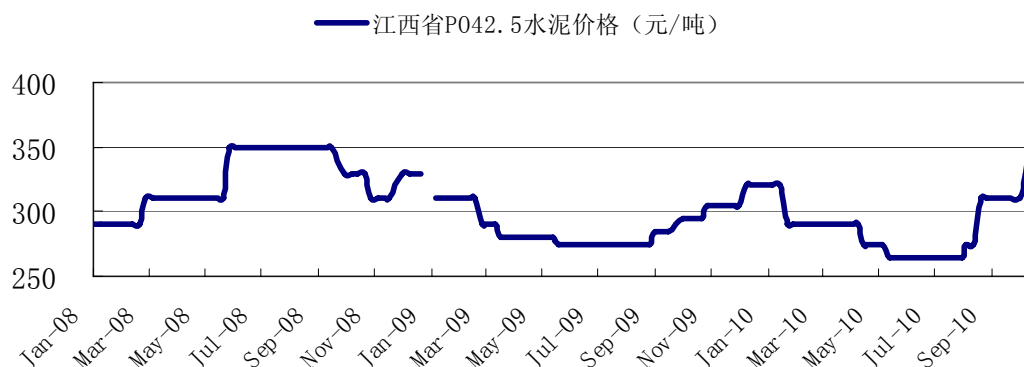
非流动负债	592	581	581	581	EBITDA	635	674	935	1118
长期借款	581	581	581	581	EPS (元)	0.54	0.78	1.18	1.46
其他	11	0	0	0					
负债合计	2278	2600	2978	2878	主要财务比率				
少数股东权益	17	26	40	59	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	400	400	400	400	成长能力				
资本公积	937	937	937	937	营业收入	16.4%	23.9%	33.8%	21.0%
留存收益	578	869	1306	1817	营业利润	9.1%	46.2%	52.9%	23.9%
归属母公司股东权益	1921	2212	2649	3160	净利润	10.7%	44.7%	51.5%	23.5%
负债和股东权益	4216	4838	5667	6097	获利能力				
现金流量表					毛利率	26.7%	27.5%	27.5%	27.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	8.3%	9.7%	11.0%	11.2%
经营活动现金流	536	474	523	936	ROE	11.2%	14.1%	17.8%	18.4%
净利润	222	321	486	602		10.9%	13.2%	16.3%	18.5%
折旧摊销	276	168	201	231	偿债能力				
财务费用	75	91	98	99	资产负债率	54.0%	53.7%	52.6%	47.2%
投资损失	1	1	1	0	净负债比率				
营运资金变动	-47	-96	-263	2	流动比率	0.60	0.59	0.68	0.76
其它	9	-9	-1	3	速动比率	0.40	0.33	0.40	0.42
投资活动现金流	536	-599	-587	-539	营运能力				
资本支出	590	580	533	487	总资产周转率	0.65	0.71	0.82	0.89
长期投资	-51	-23	7	3	应收账款周转率	52	49	58	52
其他	1074	-41	-48	-49	应付账款周转率	8.28	7.99	7.96	7.97
筹资活动现金流	130	-4	140	-405	每股指标 (元)				
短期借款	128	15	269	-200	每股收益	0.54	0.78	1.18	1.46
长期借款	431	0	0	0	每股经营现金流	1.34	1.19	1.31	2.34
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	4.80	5.53	6.62	7.90
资本公积增加	-47	0	0	0	估值比率				
其他	-382	-18	-129	-205	P/E	26.26	18.15	11.98	9.70
现金净增加额	-51	-128	75	-7	P/B	2.94	2.56	2.13	1.79
					EV/EBITDA	2	2	1	1

资料来源：东方证券研究所

3、江西水泥

- 江西省水泥价格持续上涨，从8月份开始短期上涨了80-100元/吨，短期内水泥价格还在延续上涨趋势。

图 8 江西省高标号水泥价格走势



资料来源：中国水泥协会。数字水泥网

- 公司发挥高产能利用率条件下将充分受益于涨价带来的利好，我们预计公司第四季度经营性每股收益可达到 0.30 元以上。

江西省未实行限电，水泥涨价主要由于需求旺盛及周边省份限电涨价带动，我们认为江西水泥在产能利用率保持高位条件下能充分享受到水泥涨价带来的好处，而其他由于限电导致价格大涨的省份的水泥公司由于产能发挥不足受益反而有限。

在目前价格条件下，我们预计第四季度归属母公司的经营性净利润将达到 1.2 亿元以上，综合全年经营性净利润在 1 亿元以上，相当于全年经营性每股收益 0.26 元。

- 公司上半年亏损主要受雨水灾害的影响，属于不正常状况，我们预计明年上半年公司业绩将出现明显改善。

江西水泥 2010 年上半年亏损，第三季度开始实现盈利 1168 万元，2010 年 1-9 月实现归属于上市公司股东的净利润为-1725 万元（亏损）。

公司上半年亏损原因在于雨水灾害使公司的产能发挥明显不足及产品销价大幅下降。据江西省防汛抗旱总指挥部统计，今年 1-5 月份，江西省出现九次强降雨过程，降雨量比多年的平均值超出 41%，列历史第一位，使得省内户外工程项目开工不足及民用需求减少；特别是进入 6 月以来，江西遭遇特大洪灾，公司核心市场内的公路、铁路相继中断受阻，严重影响公司的物资及产品进出。

- 公司已经公告获得搬迁补偿和出让闪亮制药公司股权，这块投资收益有望年内结算（合计 6300 万左右），非经营性每股收益 0.16 元。
- 在中国建材的协助下，公司在江西省内的龙头地位正不断稳固。公司水泥销售覆盖江西全省，拥有万年、玉山、瑞金、赣州及锦溪五个熟料生产基地，分别处于赣南和赣东北区域，目前的水泥产能为 1700 万吨，权益产能为 960 万吨。
- 在价格持续大涨的背景下，我们维持公司 2010 年 EPS 预测为 0.39 元（保守估计年内结算非经常收益 0.13 元，），2011 年 EPS 预测为 0.57 元，看好公司的长远发展，重申“买入”评级，目标价 15 元。

表 8：公司产能组成

生产基地		权 益 比 例 (%)	生 产 线	熟料产能 (万吨)	水泥产能 (万吨)	石灰石资源储量
股份公司 合并报表 的水泥产 能	江西玉山	40%	2 条 2500D/T, 已有	150	200	矿山储量 10908.2 万吨
	江西万年	100%	2 条 2500D/T, 已有	250	320	现有矿山储量 5000 多万吨,
			1 条 3000D/T, 08 年 8 月投产	150	200	后备矿山储量 7800 万吨。
			1 条 5000D/T., 10 年初投产			
	江西瑞金	46%	1 条 5000D/T,	150	200	现有矿山储量 12200 万吨。
			1 条 5000D/T, 09 年底投产	150	200	
江西国兴	40%	130 万吨熟料生产能力			240	含石灰石矿山
江西锦溪	25%	1 条 2500D/T, 一条 3000D/T			320	含石灰石矿山
合 计 (含在建产能)					1700	
权益产能					960	

资料来源：东方证券研究所（括号内为在建产能）

表 9：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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1469	1750	2276	2832	营业收入	2865	3596	4871	5114
现金	852	900	1200	1728	营业成本	2346	2803	3594	3717
应收账款	43	50	70	74	营业税金及附加	10	18	22	23
其它应收款	48	53	70	76	销售费用	157	156	207	217
预付账款	68	86	110	112	管理费用	123	146	192	195
存货	444	641	803	816	财务费用	124	129	144	127
其他	14	19	23	25	资产减值损失	3	0	0	1
非流动资产	4325	5102	5439	5426	公允价值变动收益	0	23	8	9
长期投资	186	166	171	172	投资净收益	4	4	7	5
固定资产	2840	3691	4119	4104	营业利润	107	371	727	849
无形资产	462	537	611	684	营业外收入	78	75	5	4
其他	836	708	539	465	营业外支出	12	1	0	1
资产总计	5793	6852	7716	8257	利润总额	173	445	732	852
流动负债	2548	3217	3271	2906	所得税	37	98	183	213
短期借款	1252	1807	1460	1056	净利润	136	347	549	639
应付账款	481	681	865	875	少数股东损益	70	192	323	374
其他	814	729	946	974	归属于母公司净利润	66	155	226	265
非流动负债	1181	1200	1454	1713	EBITDA	457	768	1209	1356
长期借款	837	1020	1246	1491	EPS (元)	0.17	0.39	0.57	0.67
其他	345	179	208	221					
负债合计	3729	4417	4725	4618	主要财务比率				

少数股东权益	999	1191	1514	1888
股本	396	396	396	396
资本公积	589	589	589	589
留存收益	81	236	462	727
归属母公司股东权益	1066	1243	1477	1751
负债和股东权益	5793	6852	7716	8257

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	508	526	1227	1172
净利润	136	347	549	639
折旧摊销	226	268	339	380
财务费用	124	129	144	127
投资损失	-4	-4	-7	-5
营运资金变动	22	-287	171	20
其它	4	73	32	12
投资活动现金流	-936	-1062	-668	-361
资本支出	690	1036	574	276
长期投资	-42	-19	5	1
其他	-288	-45	-89	-85
筹资活动现金流	758	584	-259	-284
短期借款	448	555	-348	-404
长期借款	430	184	225	246
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他	-122	-155	-137	-126
现金净增加额	330	48	300	528

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	49.3%	25.5%	35.5%	5.0%
营业利润	-0.9%	246.2%	95.9%	16.8%
净利润	34.9%	133.9%	46.2%	17.4%
获利能力				
毛利率	18.1%	22.1%	26.2%	27.3%
净利率	2.3%	4.3%	4.6%	5.2%
ROE	6.2%	12.4%	15.3%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	64.4%	64.5%	61.2%	55.9%
净负债比率	58.09%	65.17%	58.49%	56.44%
流动比率	0.58	0.54	0.70	0.97
速动比率	0.40	0.34	0.44	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.57	0.67	0.64
应收账款周转率	40	37	38	34
应付账款周转率	4.92	4.83	4.65	4.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.39	0.57	0.67
每股经营现金流	1.28	1.33	3.10	2.96
每股净资产	2.69	3.14	3.73	4.42
估值比率				
P/E	57.99	24.80	16.96	14.45
P/B	3.60	3.08	2.59	2.19
EV/EBITDA	13	8	5	4

资料来源：东方证券研究所

4、冀东水泥

- 冀东水泥的这几年的成长性在水泥行业内非常突出，通过新建和收购兼并，在全国范围内已经完成产业布局，产能达到 6,000 万吨以上。2009 年公司销售水泥 2956 万吨，2010 年，公司计划水泥熟料销量 5800 万吨，收入及利润将实现快速增长。
- 公司 6 月 21 日董事会公告计划向战略投资者菱石投资非公开发行股票数量 13475.23 万股，发行价格为 14.21 元/股，此次募集资金将解决公司发展的资金瓶颈。同时前两大股东冀东集团和海螺水泥在二季度也陆续增持了公司的股份，显示对公司的长期发展相当看好。
- 冀东水泥的第三季度业绩靓丽，实现了每股收益 0.45 元，相当于一、二季度利润总和，前三季度每股收益为 0.91 元。公司所覆盖区域山西和内蒙上半年销售旺盛，而大本营河北省在 9 月份限电导致了价格上涨，目前华北地区价格仍处于高位运行中，对第四季度业绩有较强支撑作用。

- 我们维持冀东水泥 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 预测分别为 1.32 元、1.57 元和 1.71 元，近两年利润增速均达 40%，维持公司的“增持”评级，目标价 26 元。

表 10：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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6422	8001	9460	10510	营业收入	6938	11372	14101	16216
现金	3045	2378	2548	2574	营业成本	4738	7774	9659	11189
应收账款	372	462	597	706	营业税金及附加	48	78	97	112
其它应收款	458	550	726	856	销售费用	264	432	529	608
预付账款	1255	2341	2895	3294	管理费用	848	893	1097	1249
存货	888	1656	2032	2321	财务费用	272	446	490	540
其他	404	614	662	759	资产减值损失	24	23	24	24
非流动资产	15196	19050	23213	26926	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1161	870	961	964	投资净收益	392	251	279	288
固定资产	9128	14201	18507	22161	营业利润	1136	1976	2484	2783
无形资产	738	955	1189	1435	营业外收入	205	201	206	204
其他	4168	3024	2556	2368	营业外支出	61	45	49	50
资产总计	21617	27051	32673	37436	利润总额	1280	2133	2641	2938
流动负债	6616	10310	13366	15000	所得税	216	384	528	646
短期借款	2518	5531	7359	7980	净利润	1064	1749	2113	2292
应付账款	2054	2614	3428	4048	少数股东损益	81	149	205	213
其他	2044	2165	2579	2972	归属于母公司净利润	984	1600	1908	2078
非流动负债	7288	7279	7965	9030	EBITDA	1950	3356	4351	5123
长期借款	5653	6153	6753	7776	EPS（元）	0.81	1.32	1.57	1.71
其他	1635	1126	1212	1254	主要财务比率				
负债合计	13904	17589	21331	24030	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1026	1175	1380	1593	成长能力				
股本	1213	1213	1213	1213	营业收入	51.9%	63.9%	24.0%	15.0%
资本公积	3326	3326	3326	3326	营业利润	191.8%	74.0%	25.7%	12.1%
留存收益	2120	3720	5395	7245	净利润	125.9%	62.6%	19.3%	8.9%
归属母公司股东权益	6688	8287	9962	11813	获利能力				
负债和股东权益	21617	27051	32673	37436	毛利率	31.7%	31.6%	31.5%	31.0%
现金流量表					净利率	14.2%	14.1%	13.5%	12.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.7%	19.3%	19.2%	17.6%
经营活动现金流	1970	1246	3657	4323		10.3%	12.5%	12.7%	12.2%
净利润	1064	1749	2113	2292	偿债能力				
折旧摊销	543	934	1377	1800	资产负债率	64.3%	65.0%	65.3%	64.2%
财务费用	272	446	490	540	净负债比率	63.97%	69.80%	68.96%	68.14%
投资损失	-392	-251	-279	-288	流动比率	0.97	0.78	0.71	0.70

营运资金变动	386	-1788	-84	-56	速动比率	0.83	0.61	0.55	0.54
其它	96	156	40	36	营运能力				
投资活动现金流	-5243	-4542	-5249	-5218	总资产周转率	0.40	0.47	0.47	0.46
资本支出	4673	4845	5195	5244	应收账款周转率	22	22	20	19
长期投资	-831	-282	87	3	应付账款周转率	3.29	3.33	3.20	2.99
其他	-1401	21	34	30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3607	2628	1762	922	每股收益	0.81	1.32	1.57	1.71
短期借款	664	3013	1828	621	每股经营现金流	1.62	1.03	3.02	3.56
长期借款	3339	500	600	1023	每股净资产	5.51	6.83	8.21	9.74
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-119	0	0	0	P/E	27.98	17.21	14.43	13.25
其他	-277	-884	-667	-723	P/B	4.12	3.32	2.76	2.33
现金净增加额	334	-667	170	26	EV/EBITDA	1415	822	634	539

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



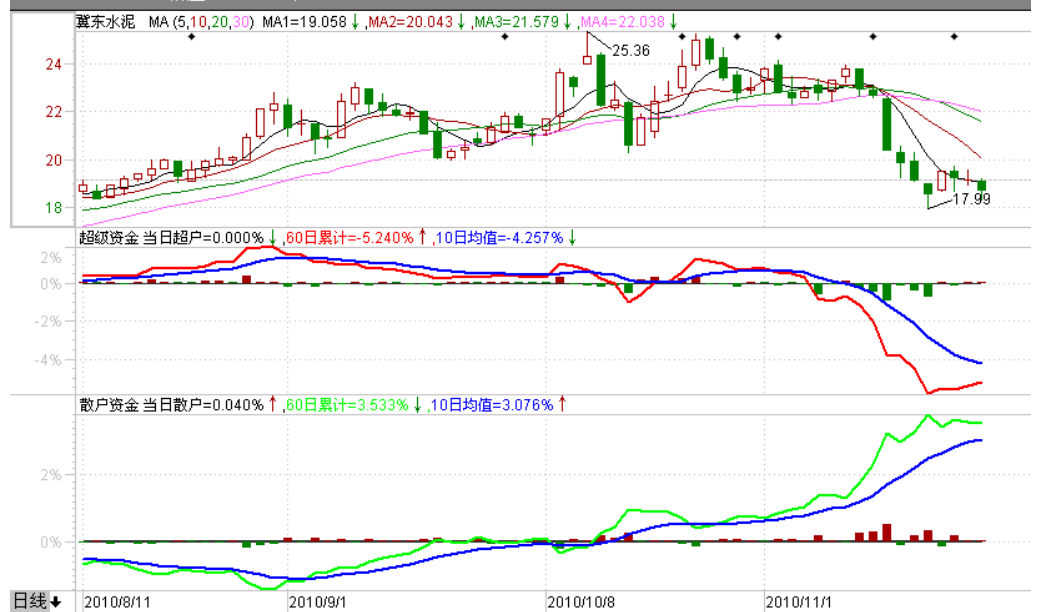
资金流向

(截止2010-11-23)



资金流向

(截止2010-11-23)



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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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