

## 建筑建材

2012年07月12日

## 冀东水泥 (000401)

——大股东增持表明信心，华北区域盈利探底，践行底部市场整合战略

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

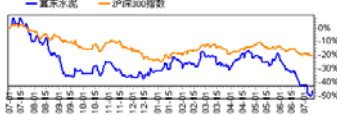
维持

市场数据:	2012年07月11日
收盘价(元)	12.88
一年内最高/最低(元)	26.59/11.8
上证指数/深证成指	2175/9588
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15614

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2012年03月31日
每股净资产(元)	8.33
资产负债率%	67.33
总股本/流通A股(百万)	1348/1212
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《冀东水泥(000401)调研简报：基建复工预期增强，践行区域领先战略》

2012/05/28

《冀东水泥(000401)2012年1季报点评：业绩符合预期，区域库存回落，价格底部回升》 2012/04/25

## 证券分析师

王丝语 A0230511040048  
wangsy@swsresearch.com

## 联系人

张圣贤  
(8621)23297818x7343  
zhangsx@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司<http://www.swsresearch.com>

## 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2011	15,728	42	1,525	9	1.13	30.7	13.3	11	9
2012Q1	1,915	-14	-237	-	-0.18	19.5	-2.1		
2012E	16,272	3.5	815	-46.6	0.60	24.2	6.0	28.6	12.7
2013E	18,778	15.4	1,158	42.2	0.86	24.7	7.8	20.1	10.1
2014E	22,310	18.8	1,400	20.9	1.04	24.2	8.6	16.6	7.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

## 投资要点:

冀东水泥公告，公司控股股东冀东发展集团7月11日增持股份69.83万股，占总股本0.05%，增持日股价波动区间为12.24-13.36元，拟在未来六个月增持不超过2%。

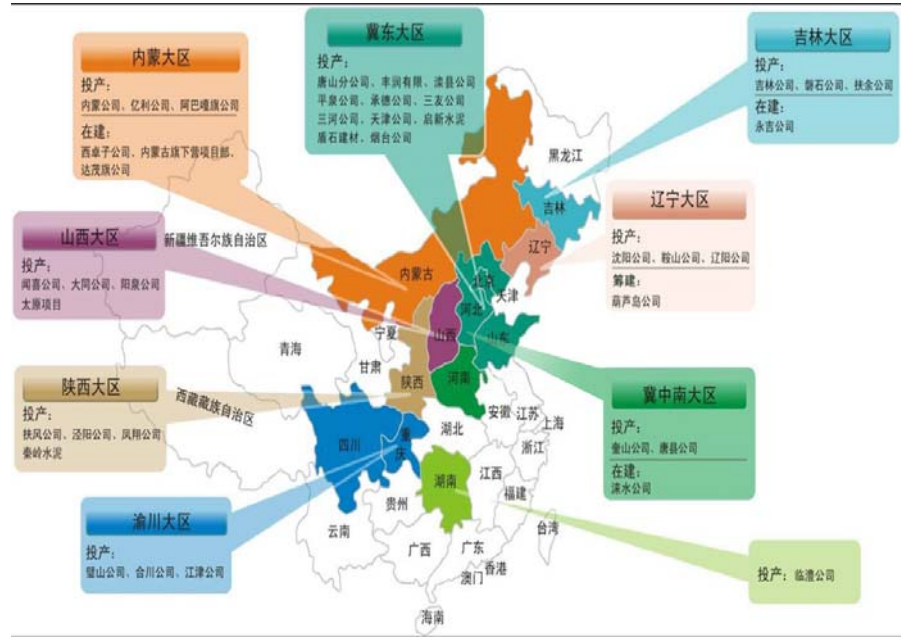
● **华北市场盈利大幅下滑，践行底部收购战略。**目前公司最大压力依然来自于华北市场，京津冀竞争格局激烈化，导致区域价格持续低位，6月下旬价格快速回落，目前京津两地P.042.5价格300-320元/吨；河北石家庄250-260元/吨，保定260元/吨，邯郸、邢台270元/吨，唐山260元/吨，河北熟料出厂价200-230元/吨，价格基本在企业成本线附近，盈利空间大幅下滑。市场竞争仍在继续，库存偏高在80-85%左右，部分企业出现赊销等情况，区域价格启动依然需要等待。公司目前主要考虑价格底部进行区域整合，提升市场控制力。

● **盈利继续探底，估值具备安全边际。**公司“十二五”目标产能1.5亿吨，公司目前在建拟建生产线5条，总产能1220万吨，预计将于12-13年投产，其中秦岭5000t/d生产线已于12年5月投产。行业方面我们维持前期观点，盈利继续探底，但估值具备安全边际，具有战略配置价值。由于7、8月行业淡季，短期来看投资机会依然主要源于政策推动、需求预期改善，估值修复幅度主要取决于政策兑现力度，四季度开始主要关注盈利恢复情况。

● **盈利预测与估值。**公司股价已低于前期产业资本增持区间，菱石投资增发价为14.21元、海螺水泥11年下半年增持区间基本为14.88-16.5元考虑股本摊薄为13.38-14.8元。从资产价值来看，公司12年PB仅1.55倍，权益吨市值仅为235元，权益吨EV413元，均低于吨水泥重置成本450元，具备产业资本投资价值。由于华北市场盈利低于预期，我们下调公司12-14年销售价格由233/235/235元至228/229/230元，下调公司EPS由0.8/1.1/1.4元至0.6/0.86/1.04，维持“增持”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1: 冀东水泥生产线分布图



资料来源: 数字水泥网, 公司公告, 申万研究

表 1: 冀东主要生产线情况

省份	企业名称	生产线规模 (t/d)	生产线地址	水泥产能	熟料产能	投产时间
河北	唐山分公司	2*4500	唐山丰润区	500	320	1981.5-1985.1、 1994.11-1996.7
		3*4500	唐山市丰润区	750	570	2007.6-2008.8、2008.12
	丰润有限	1*2500	唐山市丰润区	100	80	2006年收购
	三友公司	1*3000	唐山市古冶区	140	100	2000.9-2002.4
	滦县公司	1*5000	唐山市滦县	100	180	2003.3-2004.3
	奎山水泥	1*5000、1*2500	邢台临城、隆尧	350	280	2009年收购
	三河公司	年产100万吨	廊坊市三河市	100	0	1998.8-1999.3
	唐县公司	1*4500	保定市唐县	220	180	2009.4-2010.4
	康达公司	1*3200	承德	150	100	2010年收购
	启新水泥	1*4500	唐山市古冶区	220	180	2010.11
	三友二期	1*4500	唐山市古冶区	220	180	2010.5
	滦县二期	1*4500	唐山市滦县	220	180	2011.1
	平泉公司	1*2500	承德	110	90	2011.11
涿水公司	1*4500	保定涿水	220	180	2011.11	
	小计			3400	2620	
天津	天津公司	年产160万吨	天津市宁河县	160	0	2003.5-2003.11
内蒙古	内蒙古公司	1*5000	呼和浩特市武川县	250	180	2004.10-2006.1
	阿巴嘎旗公司	1*3200	锡盟阿巴嘎旗	180	100	2009
	内蒙二期	1*5000	呼和浩特市武川县	220	180	2009

	亿利公司	1*2500	鄂尔多斯市达拉特旗	160	80	2006. 5-2007. 10
	包头公司	1*4500	包头达茂旗	220	180	2011. 10月
	伊东公司	1*2500	乌兰察布	100	80	2012 年底
	包钢西创	600万吨粉磨站	包头	600	0	2012
	小计			1730	800	
	吉林公司	1*2500	吉林市昌邑区	150	80	2000 年收购
吉林	磐石公司	1*3500、1*4000	吉林市磐石市	260	250	2002. 2-2003. 4, 2006. 4-2008. 12
	扶余公司	年产 80 万吨	吉林市扶余县	80	0	2003. 4-2003. 12
	永吉公司	1*4500	永吉	220	180	2012. 6
	小计			710	510	
	沈阳公司	年产 160 万吨	沈阳市苏家屯区	160	0	2001. 8-2003. 1
辽宁	辽阳公司	1*2500	辽阳市灯塔市	0	80	2004. 4-2005. 4
	鞍山公司	1*4000	鞍山市立山区	210	150	2003. 7-2004. 8
	小计			370	230	
	泾阳公司	2*5000	咸阳市泾阳县	460	360	2006. 6-2007. 6, 2007. 6-2008. 10
	秦岭	1*5000、2*2000	陕西铜川	440	360	2009 收购
陕西	凤翔	1*4500	宝鸡凤翔县	220	180	2011. 1
	扶风公司	2*4500	宝鸡市扶风县	460	360	2002. 9-2003. 11, 2007. 7-2008. 10
	秦岭新线	1*4500	陕西铜川	220	180	2012. 5
	小计			1800	1440	
	闻喜公司	1*1200	运城市闻喜县	50	40	2008 年以前老线
	闻喜公司	1*4500	运城市闻喜县	220	180	2009
	大同公司一期	1*4500	大同市南郊区	220	180	2009
山西	大同公司二期	1*4500	大同市南郊区	220	180	2010. 10月
	阳泉公司	1*4500	阳泉市	220	180	2011. 12
	双良鼎新	1*2500	太原	120	80	2011 年收购
	小计			1050	840	
湖南	临澧公司	1*4500	常德市临澧县	220	180	2009
山东	烟台公司	1*4500	烟台福山	220	180	2010. 11
	江津公司一期	1*3200	重庆市江津区	160	100	2009
重庆	江津公司二期	1*3200	重庆市江津区	160	100	2011. 6
	合川公司	1*4500	重庆市合川区	220	160	2011. 6
	璧山公司	1*4500	重庆市璧山县	220	160	2011. 6
	小计			760	520	
黑龙江	黑龙江公司	1*7200	哈尔滨	300	220	2013 年
	合计			10720	7540	

资料来源：公司公告，申万研究

表 2: 主要假设情况

	2010	1Q2011	2Q2011	1H2011	3Q2011	4Q2011	2H2011	2011	2012E	2013E	2014E
销量(万吨)	5681	1000	2281	3281	1950	1962	3912	7193	7600	9000	10500
均价(元/吨)	227	277	237	248	279	210	244	246	226	229	230
成本(元/吨)	155	202	155	168	189	156	172	170	170	171	173
吨毛利(元/吨)	72	75	82	80	90	54	72	76	56	58	57
吨净利(元/吨)	25	-1	33	23	34	5	20	21	11	13	13

资料来源: 申万研究

表 3: 利润表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	11,064	15,728	16,272	18,778	22,310
二、营业总成本	9,658	14,108	15,555	17,629	20,809
其中: 营业成本	7,558	10,898	12,240	14,022	16,781
营业税金及附加	75	101	98	113	134
销售费用	404	479	488	563	669
管理费用	1,062	1,685	1,741	2,009	2,387
财务费用	541	893	972	889	806
资产减值损失	19	52	16	32	32
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	331	128	120	120	120
三、营业利润	1,736	1,748	837	1,269	1,621
加: 营业外收入	305	459	350	350	350
减: 营业外支出	51	91	70	70	70
四、利润总额	1,990	2,116	1,117	1,549	1,901
减: 所得税	421	534	264	343	427
五、净利润	1,568	1,582	853	1,206	1,474
少数股东损益	170	56	38	48	74
归属于母公司所有者的净利润	1,398	1,525	815	1,158	1,400
六、基本每股收益	1.15	1.24	0.60	0.86	1.04
全面摊薄每股收益	1.04	1.13	0.60	0.86	1.04
全面摊薄总股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348

资料来源: 申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

王丝语，金属非金属

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                   |                       |
|-------------------|-----------------------|
| 买入 (Buy)          | : 相对强于市场表现 20%以上；     |
| 增持 (Outperform)   | : 相对强于市场表现 5%~20%；    |
| 中性 (Neutral)      | : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现5%以下。       |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | : 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | : 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。