

投资评级: 买入 (上调评级)

当前价格(元):	9.07
合理价格区间(元):	12.7-13.6

周焕 执业证书编号: S0570512070003
研究员 (0755)8249 2072
zhouhuan@mail.htsc.com.cn

顾益辉 执业证书编号: S0570512070061
研究员 021-28972072
guyihui@mail.htsc.com.cn

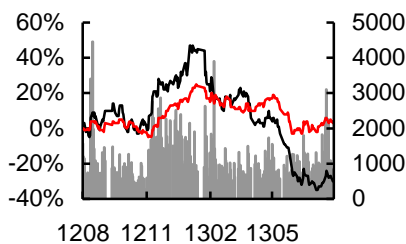
朱勤 执业证书编号: S0570510120057
研究员 025-83290910(办公室)
zhuqin@mail.htsc.com.cn

徐一阳 执业证书编号: S0570512080003
研究员 (0755)82713386
xuyiyang@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《公司研究—冀东水泥(000401) 2013年一季报点评 20130426: 一季度亏损同比扩大, 静待需求复苏(增持)》 2013.05
- 2 《公司研究—冀东水泥(000401) 2012年报点评 20130416: 今年盈利回升, 产业链拓展更进一步(增持)》 2013.04
- 3 《冀东水泥(000401): 三季度业绩继续下滑》 2012.10

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	1,347.52
流通 A 股(百万)	1212.27
52 周内股价区间(元)	6.98-16.05
总市值(百万)	12222.03
总资产(百万)	43,582.24
每股净资产(元)	8.45

资料来源: 公司公告

环保举措推动公司困境反转, 绝佳买点到来

冀东水泥(000401)

投资要点:

◆ **中长期来看, 脱硝政策和淘汰落后政策推动水泥行业供需改善。**水泥行业新脱硝标准预计三中全会后出台, 华北地区 2000T/D 及以下新型干法熟料线占 10%, 其中相当部分可能因达不到新标准逐步淘汰(设备改造不具备技术或经济上的可行性), 再考虑到立窑等落后产能的持续淘汰, **初步估计 2-3 年内整体供给有望减少 10-20% (不考虑新增), 过剩压力消除或极大缓解。**我们认为 2014-15 年全国水泥行业供需边际将继续改善, 产能利用率将回归至 75%-80% 的较好水平。根据测算华北立窑等落后产能以及 2000T/D 以下新型干法产能约 6300 万吨, 占华北总产能的 25%。华北是仅次于西南的潜在淘汰比例最高的区域, 冀东水泥作为龙头企业将充分受益(冀东水泥总产能约 1.18 亿吨, 其中华北产能约 0.62 亿吨, 占比约为 53%)。

◆ **短期来看, 华北地区临近首都而空气质量差, 当地政府压力较大, 停窑力度或超预期。**近期环境保护部发布 2013 年 8 月份 84 个大中城市空气质量状况, 空气质量相对较差的前 10 位城市中, 唐山等华北城市占 7 个, 大气污染治理形势严峻。石家庄近期发布《大气污染防治攻坚行动实施方案(2013-2017 年)》, 规定 2013 年 10 月底前, 达不到环保要求的水泥建材企业一律关停整改。2013 年年底底前先行关停所有水泥粉磨站(石家庄水泥产能约 2600 万吨, 占河北总产能的 20%)。太原市公布 31 个环保限期治理计划项目, 规定 2013 年 10 月底前, 山西双良鼎新水泥有限公司等 5 家企业停窑完成水泥熟料窑烟气脱硝治理任务。**我们预计从现在开始, 华北地方政府采取行政手段阶段性关停中小水泥企业进行环保整改的情况将时有发生(类似于目前石家庄和太原政府的举措)。**这将导致当地水泥供给收缩的速度加快、力度加大, 将推动水泥价格较快和较大幅度的上涨, 对当地大企业有利。

◆ **受制于华北地区景气低迷, 预计冀东水泥全年业绩比去年仍有下滑, 盈利水平处于谷底。**四季度开始的供给收缩有望带动区域内水泥价格回升(石家庄和邢台地区已经上调 20-30 元/吨), **盈利将迎来向上拐点, 预计明年开始业绩将显著改善。**预计 2013-2015 年公司水泥熟料销量分别为 7576/8225/8450 万吨; 综合均价分别为 221/228/230 元/吨; 吨毛利分别为 51/58/60 元; EPS 分别为 0.11/0.45/0.63 元。当前 PB 为 1.07 倍, 接近 05 和 08 年的谷底水平, 低估值下公司将迎来困境反转, 因此我们上调评级至“买入”并重点推荐。合理股价为 12.7-13.6 元, 相当于 1.5-1.6 倍 PB, 较目前有约 50% 的上涨空间。风险提示: 环保治理力度低于预期。

经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	14613.34	15575.06	17452.08	18066.81
+/-%	-7.09%	6.58%	12.05%	3.52%
归属上市公司净利(百万)	180.19	166.04	660.18	939.38
+/-%	-88.19%	-7.85%	297.60%	42.29%
EPS (元)	0.13	0.11	0.45	0.63
PE	74.61	80.97	20.36	14.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	10016	9693	10515	10824
现金	3325	3282	3290	3299
应收账款	940	944	1080	1197
其他应收账款	500	279	350	435
预付账款	1399	1557	1556	1663
存货	2155	2483	2740	2724
其他流动资产	1698	1148	1499	1506
非流动资产	31488	30068	30322	30172
长期投资	2255	0	0	0
固定投资	24095	26130	26500	26276
无形资产	2100	2508	2928	3270
其他非流动资产	3038	1430	894	626
资产总计	41504	39760	40836	40997
流动负债	13614	16509	17061	16476
短期借款	5246	12095	12388	11774
应付账款	3518	4158	4393	4436
其他流动负债	4850	256	279	266
非流动负债	14524	7934	7934	7934
长期借款	7934	7934	7934	7934
其他非流动负债	6589	0	0	0
负债合计	28138	24443	24995	24410
少数股东权益	1723	1689	1552	1359
股本	1348	1482	1482	1482
资本公积	5082	6766	6766	6766
留存公积	5214	5380	6040	6980
归属母公司股	11643	13628	14289	15228
负债和股东权益	41504	39760	40836	40997

现金流量表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	956	2357	2472	3033
净利润	138	132	524	746
折旧摊销	1654	1335	1470	1548
财务费用	1216	1098	1288	1279
投资损失	-239	-246	-255	-268
营运资金变动	-1693	197	-563	-281
其他经营现金	-120	-158	8	9
投资活动现金	-2918	325	-1469	-1131
资本支出	2177	2200	1250	1000
长期投资	-720	-2294	0	0
其他投资现金	-1461	231	-219	-131
筹资活动现金	2040	-2725	-995	-1894
短期借款	217	6849	293	-615
长期借款	146	0	0	0
普通股增加	0	135	0	0
资本公积增加	-1	1684	0	0
其他筹资现金	1678	-11393	-1288	-1279
现金净增加额	79	-43	9	9

利润表单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	14613.3	15575.1	17452.1	18066.8
营业成本	11156.3	12043.7	13035.1	13340.0
营业税金及附加	88.3	94.1	105.5	109.2
营业费用	578.2	654.2	663.2	632.3
管理费用	1910.1	1993.6	2146.6	2186.1
财务费用	1215.6	1097.9	1287.9	1279.1
资产减值损失	63.9	44.9	53.6	54.1
公允价值变动收	7.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	238.6	245.8	255.0	267.7
营业利润	(152.6)	(107.5)	415.2	733.7
营业外收入	405.2	350.0	360.0	360.0
营业外支出	25.3	58.0	41.7	49.8
利润总额	227.3	184.5	733.6	1043.8
所得税	89.3	52.7	209.6	298.3
净利润	138.0	131.8	524.0	745.6
少数股东损益	(42.2)	(34.3)	(136.2)	(193.8)
归属母公司净利	180.2	166.0	660.2	939.4
EBITDA	2716.6	2325.2	3172.8	3560.4
EPS (元)	0.13	0.11	0.45	0.63

主要财务比率单位：百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-7.1%	6.6%	12.1%	3.5%
营业利润	-108.7%	-170.4%	286.4%	76.7%
归属母公司净利	-88.2%	-7.9%	297.6%	42.3%
获利能力				
毛利率(%)	23.7%	22.7%	25.3%	26.2%
净利率(%)	1.2%	1.1%	3.8%	5.2%
ROE(%)	1.5%	1.2%	4.6%	6.2%
ROIC(%)	2.1%	2.2%	3.7%	4.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.8%	61.5%	61.2%	59.5%
净负债比率(%)	61.23%	81.94%	81.31%	80.74%
流动比率	0.74	0.59	0.62	0.66
速动比率	0.57	0.44	0.46	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.38	0.43	0.44
应收账款周转率	15	15	17	16
应付账款周转率	3.04	3.14	3.05	3.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.12	0.11	0.45	0.63
每股经营现金流	0.65	1.59	1.67	2.05
每股净资产(最新)	7.86	9.19	9.64	10.27
估值比率				
PE	74.61	80.97	20.36	14.31
PB	1.15	0.99	0.94	0.88
EV EBITDA	12	14	10	9

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn