

2008年05月24日

市场数据(人民币)

市价(元)	16.29
已上市流通A股(百万股)	515.36
总市值(百万元)	15,683.53
年内股价最高最低(元)	25.59/12.06
沪深300指数	3675.15
深证成指	12216.39
2007年股息率	0.68%


相关报告

- 1 《挺进湖南：三北战略升级至全国布局》，2008.1.15
- 2 《未来快速增长预期更加明确》，2008.1.7
- 3 《实际控制人变更将带来130亿元的发展资金》，2008.1.2
- 4 《收购隆丰水泥资产点评》，2007.12.18

贺国文

 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

冀东水泥 (000401.SZ)

——大举进军山西具备重要战略意义

公司基本情况(人民币)

项目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.133	0.209	0.382	0.580	1.073	1.520
净利润增长率	-10.68%	57.71%	82.56%	83.46%	84.84%	41.68%
先前预期每股收益(元)				0.580	1.073	1.520
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.636	1.085	1.411
市盈率(倍)	23.44	23.85	54.32	28.07	15.19	10.72
行业优化市盈率(倍)	33.34	36.18	56.14	N/A	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	N/A	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	0.41	0.66	0.34	0.18	0.26
已上市流通A股(百万股)	350.94	463.23	514.75	515.24	515.24	515.24
总股本(百万股)	962.77	962.77	962.77	962.77	962.77	962.77

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”，EPS 按发行 2 亿股摊薄。

基本结论

- 公司的山西战略已经初见雏形：从目前晋西南、晋北的闻喜、保德、大同三个地方的布局来看，基本靠近冀东在陕西、内蒙古的市场，而随着冀东未来在山西市场的纵深发展，我们认为山西将成为连接河北、陕西、内蒙古片状竞争优势的重要区域，具备重要的战略意义。
- 山西水泥未来景气度判断小结：需求维持 8% 的增速；根据 2008 年的淘汰令以及目前淘汰落后的形势，落后产能淘汰存在超 700 万吨预期的可能性；综上所述，未来三年至少存在 1500 万吨的新增产能空间，根据我们掌握的 2007 年 20 亿左右的水泥投资额，尚不构成较大供应压力。我们认为山西更大的机会在于目前的亏损状态，现在正值大企业低成本介入的战略良机。
- 我们对于投资冀东水泥的逻辑很明确：布局三北的战略能保证其未来能充分享受投资北移带来的发展机遇（进军山西将使该战略的整体性更强），公司目前中国水泥产能扩张速度最快的大型水泥公司，是中国水泥行业外延式增长的最典型代表，而且这种趋势将未来 3 年将持续。
- 2008~2010 年实现归属母公司的净利润 6.75、12.47、17.67 亿元，同比增速分别为 83.46%、84.84%、41.68%；2008~2010 年对应的 EPS（摊薄前）0.701、1.295、1.835 元/股，按照发行 2 亿股假设，则摊薄后 EPS 分别为 0.580、1.073、1.520 元/股。
- 虽然按照 2008 年动态 PE 估值，公司的吸引力并不大，但我们建议机构投资者更加重视其比较明确的高成长趋势，积极参与冀东水泥之定向增发，享受冀东更长时间的高增长收益。

公司进军山西市场的决心大

接连抛出山西投资计划

- 山西市场近年以来一直是冀东水泥苦心欲进入的市场，经过长时间的前期调研，公司近半年以来接连在晋西南、晋北的闻喜、保德、大同三个地方抛出投资方案，冀东布局山西的雏形初现。

图表1：冀东已经公开的山西投资规划

公布日期	方式	规模	地点	进度	其他
2007年11月	冀东控股60%	新建1×4500t/d+合资方存量1×1000t/d	晋西南，运城市闻喜县	目前主体设备已经完成采购，预计2009年初投产	规划2×4500t/d
2008年4月	冀东100%独资	新建1×4500t/d	晋北，忻州市保德县	尚在项目前期工作	规划2×4500t/d
2008年5月	冀东100%独资	新建2×4500t/d	晋北，大同市	尚在项目前期工作	

来源：国金证券研究所

图表2：冀东水泥目前在山西的布局图

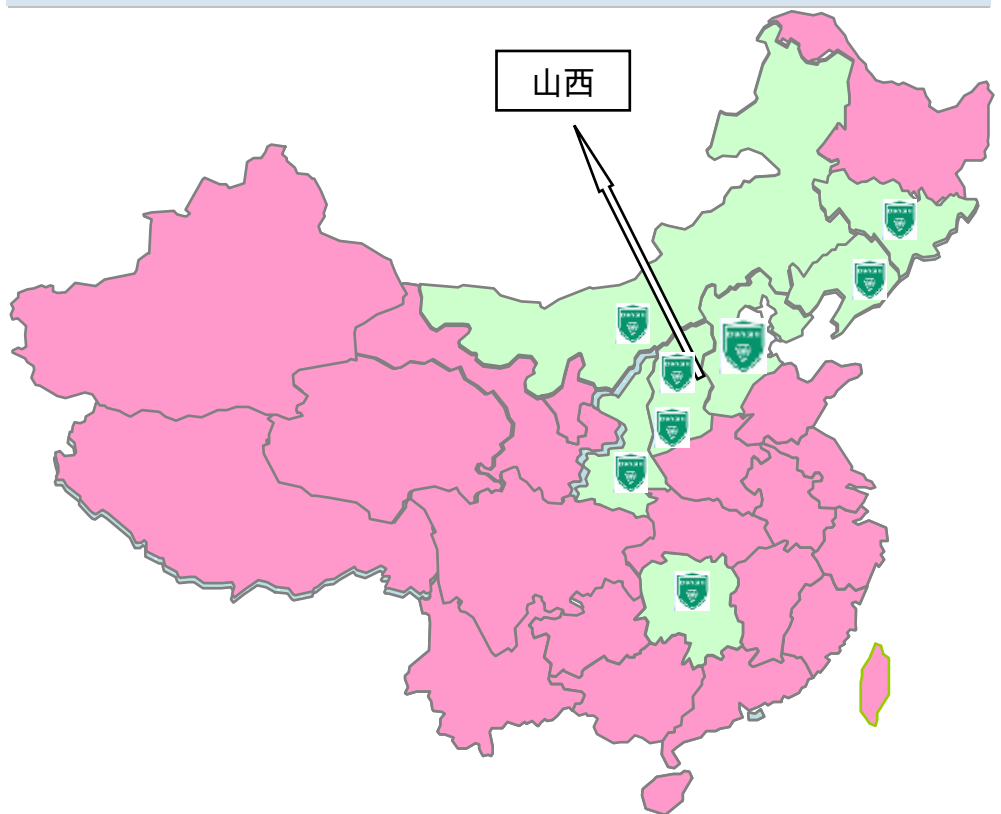


来源：国金证券研究所

山西市场对于冀东有战略意义：将河北、陕西、内蒙古通过山西连成一片

- 2007年之前，公司以华北为中心的北方战略主要包括河北、陕西、内蒙古等省区，而山西一直是北方战略的空白点，河北、内蒙、陕西各自基本尚处在点状竞争状态，我们认为，进军山西市场，将能使上述四省形成片状竞争优势，其在北方的优势将能得到更加淋漓尽致的发挥。

图表3：山西在冀东北方战略中具有重要意义

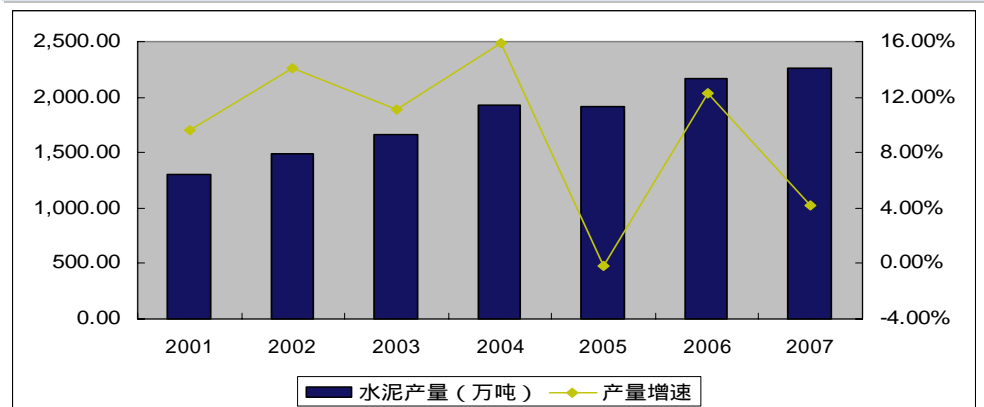


来源：国金证券研究所

山西市场的机会在于：落后淘汰和整合

- 需求在 2007 年不是亮点：2007 年，全山西水泥消费量为 2262.96 万吨，同比增速仅为 4.24%，远低于全国平均 13.48% 的增速水平。

图表4：山西区域内近几年水泥产销量状况



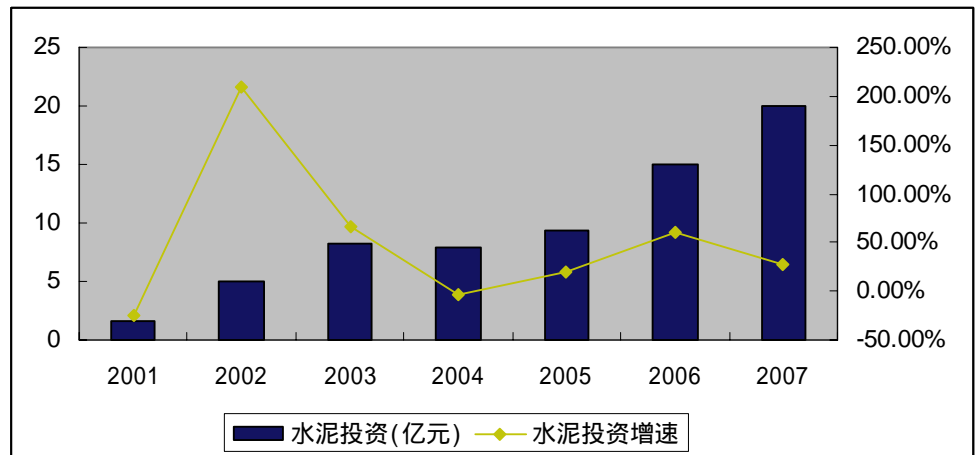
来源：国金证券研究所，数字水泥网

- 对于未来需求的初步判断：根据山西省水泥工业十一五规划，到 2010 年省内水泥消费量为 3000 万吨，如果以 2007 年为基数，则未来三年平均增速为 8% 左右，保持一个中性的增长速度。
- 落后产能淘汰空间较大是市场未来的机会之一。按照国家发改委公布的各省未来四年的淘汰计划：山西 2007 ~ 2010 年淘汰落后产能是 700 万吨，我们

将计划淘汰产能与水泥产量之比简单视为淘汰幅度，则山西的淘汰幅度达到32%，仅列广东之后排全国第二。

- ◆ 根据 2008 年山西下达的淘汰令来看：水泥行业将关闭 200 万吨的产能。
- ◆ 将需求的中性增长和落后产能的淘汰空间综合起来看，未来山西省能容纳的新增产能将超过 1500 万吨。

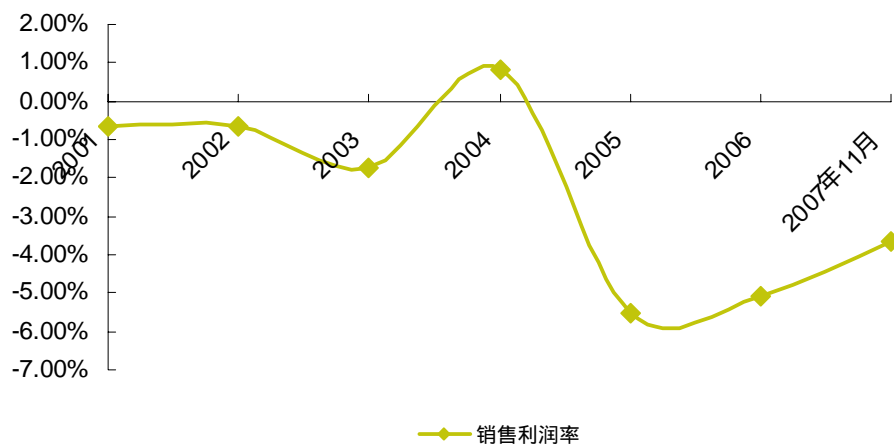
图表5：山西省近年的水泥投资情况



来源：国金证券研究所，中国水泥协会

- 整合是我们认为山西市场未来面临的另外一个重大机会。山西全省水泥行业长期以来处于亏损边缘，并未与全国行业景气保持同步，即时在景气复苏的2006年和2007年。截至2007年前11个月的数据显示，山西省的销售利润率为-3.65%，处于全国盈利能力的最差点。

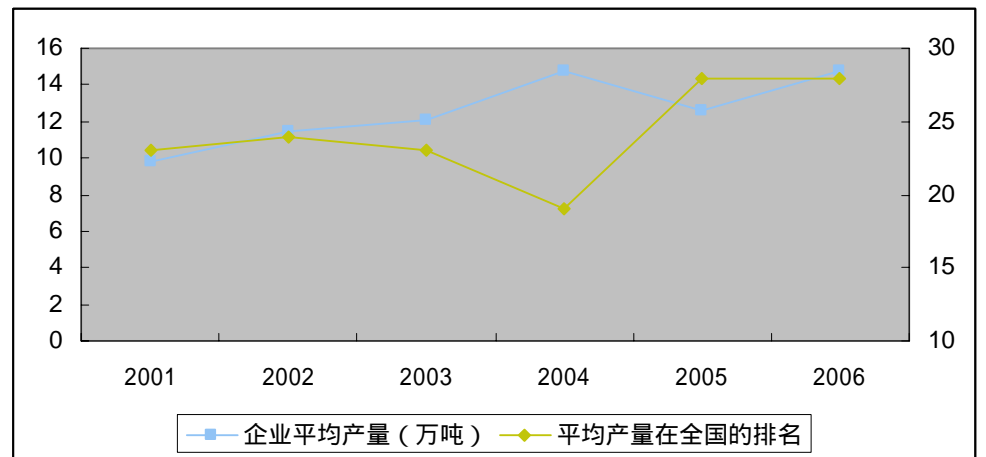
图表6：山西市场近几年的销售利润率



来源：国金证券研究所，中国水泥协会

- 整合机会还来自于低集中度，我们认为低集中度区域内的整合成本是比较低的。

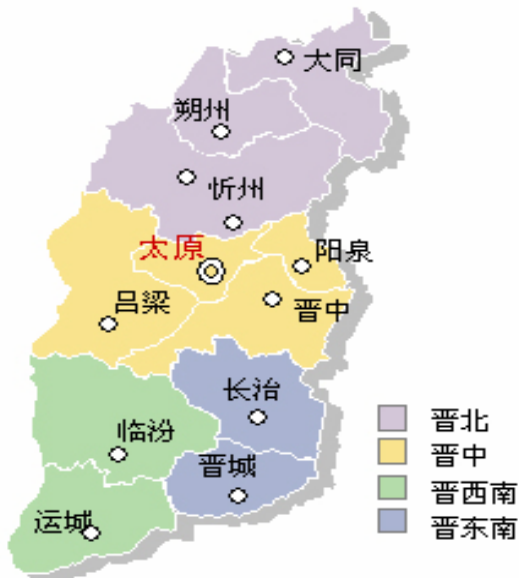
图表7：山西水泥市场的集中度比较低（左轴：平均产量；右轴：排名）



来源：国金证券研究所，中国水泥协会

- ◆ 截止 2006 年底，山西省规模以上水泥企业 147 家，其中年产 20 万吨以下企业 130 家，占全省水泥产量的 57% 以上。
- ◆ 山西水泥市场还有一个重要特点：由于山西煤炭资源丰富，同时从事煤炭和水泥主业的企业比较多，而煤炭企业的主辅分离是一个趋势，因此煤炭企业从事的水泥业务何去何从也为进军山西的优势企业提供了并购机遇。
- 山西水泥未来景气度判断小结：需求维持 8% 的增速；根据 2008 年的淘汰令以及目前淘汰落后的形势，落后产能淘汰存在超 700 万吨预期的可能性；综上所述，未来三年至少存在 1500 万吨的新增产能空间，根据我们掌握的 2007 年 20 亿左右的水泥投资额，尚不构成较大供应压力。我们认为山西更大的机会在于目前的亏损状态，现在正值大企业低成本介入的战略性良机。

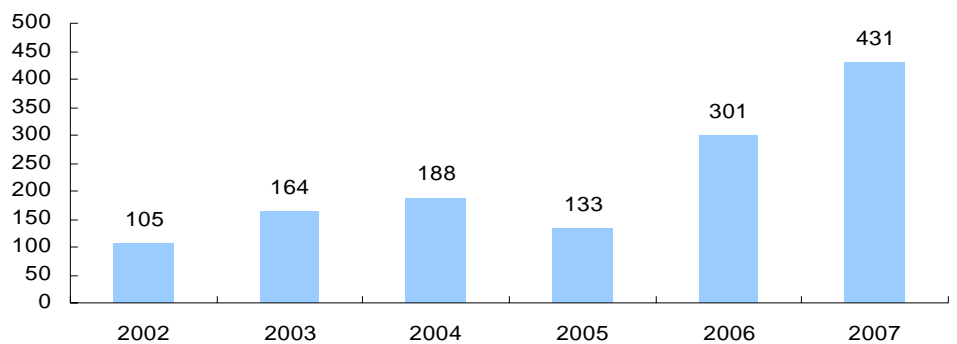
图表8：2007 年山西省产能分布



				单位：万吨	
地区	生产线	熟料产能	合计产能	占全省比重 (%)	
晋北	大同	3	65.10	65.10	4.33
	太原	10	444.85		
晋中	吕梁	2	74.40	689.75	45.83
	阳泉	1	77.50		
	晋中	2	93.00		
晋西南	临汾	2	114.70	325.50	21.63
	运城	5	210.80		
晋东南	长治	5	192.20	424.70	28.22
	晋城	4	232.50		
合计		34	1,505.05		100.00

来源：国金证券研究所，数字水泥

图表9：山西年度新增熟料产能（万吨）



来源：国金证券研究所，数字水泥

建议机构参与公司定向增发，维持买入投资评级

维持盈利预期

- 我们维持前期对公司的盈利预测：
 - ◆ 2008~2010年实现营业收入56.17、87.01、116.67亿元，同比增速分别为45.5%、54.9%、34.1%；
 - ◆ 2008~2010年实现归属母公司的净利润6.75、12.47、17.67亿元，同比增速分别为83.46%、84.84%、41.68%；2008~2010年对应的EPS（摊薄前）0.701、1.295、1.835元/股，按照发行2亿股假设，则摊薄后EPS分别为0.580、1.073、1.520元/股。

图表10：销售预测表

项目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水泥							
平均售价（元/吨）	212.95	184.15	185.57	193.23	208.00	218.00	225.00
增长率（YOY）	n/a	-13.52%	0.77%	4.13%	7.64%	4.81%	3.21%
销售数量（千吨）	7,515.00	10,612.00	13,700.00	17,882.60	25,000.00	38,000.00	50,000.00
增长率（YOY）	n/a	41.21%	29.10%	30.53%	39.80%	52.00%	31.58%
销售收入（百万元）	1,600.32	1,954.21	2,542.29	3,455.42	5,200.00	8,284.00	11,250.00
增长率（YOY）	n/a	22.11%	30.09%	35.92%	50.49%	59.31%	35.80%
毛利率	26.64%	23.81%	23.96%	27.39%	29.50%	31.00%	32.00%
销售成本（百万元）	1,173.99	1,488.91	1,933.16	2,509.10	3,666.00	5,715.96	7,650.00
增长率（YOY）	n/a	26.82%	29.84%	29.79%	46.11%	55.92%	33.84%
毛利（百万元）	426.33	465.30	609.13	946.32	1,534.00	2,568.04	3,600.00
增长率（YOY）	n/a	9.14%	30.91%	55.35%	62.10%	67.41%	40.18%
占总销售额比重	87.31%	84.64%	87.85%	89.51%	92.58%	95.21%	96.43%
占主营业务利润比重	85.23%	84.25%	87.47%	91.19%	94.08%	96.38%	97.39%
熟料及其他销售							
销售收入（百万元）	232.60	354.73	351.46	388.24	400.00	400.00	400.00
增长率（YOY）	n/a	52.51%	-0.92%	10.46%	3.03%	0.00%	0.00%
毛利率	31.77%	24.53%	24.82%	21.29%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	158.70	267.71	264.23	305.57	312.00	312.00	312.00
增长率（YOY）	n/a	68.69%	-1.30%	15.65%	2.10%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	73.90	87.02	87.23	82.67	88.00	88.00	88.00
增长率（YOY）	n/a	17.75%	0.25%	-5.23%	6.45%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	12.69%	15.36%	12.15%	10.06%	7.12%	4.60%	3.43%
占主营业务利润比重	14.77%	15.75%	12.53%	7.97%	5.40%	3.30%	2.38%
其他业务							
销售收入（百万元）				16.75	17.00	17.00	17.00
增长率（YOY）				n/a	1.47%	0.00%	0.00%
毛利率				51.98%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）				8.05	8.50	8.50	8.50
增长率（YOY）				n/a	5.64%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）				8.71	8.50	8.50	8.50
增长率（YOY）				n/a	-2.39%	0.00%	0.00%
占总销售额比重				0.43%	0.30%	0.20%	0.15%
占主营业务利润比重				0.84%	0.52%	0.32%	0.23%
销售总收入（百万元）	1832.92	2308.94	2893.75	3860.41	5617.00	8701.00	11667.00
销售总成本（百万元）	1332.70	1756.63	2197.38	2822.72	3986.50	6036.46	7970.50
毛利（百万元）	500.22	552.31	696.37	1037.70	1630.50	2664.54	3696.50
平均毛利率	27.29%	23.92%	24.06%	26.88%	29.03%	30.62%	31.68%

来源：国金证券研究所

建议机构参与公司定向增发

- 公司的定向增发事宜已经于 4 月 28 日获得证监会审核通过，目前正在等待证监会的书面通知，我们判断近期将正式进入定增的实施阶段。
- 我们对于投资冀东水泥的逻辑很明确：布局三北的战略能保证其未来能充分享受投资北移带来的发展机遇（进军山西将使该战略的整体性更强），公司目前中国水泥产能扩张速度最快的大型水泥公司，是中国水泥行业外延式增长的最典型代表，而且这种趋势将未来 3 年将持续。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,309	2,894	3,860	5,617	8,701	11,667	货币资金	456	646	1,009	1,000	1,000	1,000
增长率		25.3%	33.4%	45.5%	54.9%	34.1%	应收款项	566	394	578	878	1,402	1,858
主营业务成本	-1,757	-2,197	-2,823	-3,987	-6,036	-7,971	存货	413	452	531	710	1,075	1,419
% 销售收入	76.1%	75.9%	73.1%	71.0%	69.4%	68.3%	其他流动资产	168	125	678	799	1,209	1,596
毛利	552	696	1,038	1,631	2,665	3,697	流动资产	1,603	1,617	2,796	3,387	4,686	5,873
% 销售收入	23.9%	24.1%	26.9%	29.0%	30.6%	31.7%	% 总资产	24.3%	24.4%	31.1%	29.4%	30.3%	30.7%
营业税金及附加	-18	-26	-34	-50	-77	-104	长期投资	111	247	115	116	115	115
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	4,710	4,604	5,695	7,705	10,371	12,830
营业费用	-197	-151	-199	-292	-452	-607	% 总资产	71.5%	69.4%	63.4%	66.9%	67.0%	67.1%
% 销售收入	8.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	无形资产	162	165	349	303	296	289
管理费用	-158	-232	-243	-365	-566	-758	非流动资产	4,984	5,016	6,192	8,127	10,784	13,236
% 销售收入	6.8%	8.0%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%	% 总资产	75.7%	75.6%	68.9%	70.6%	69.7%	69.3%
息税前利润 (EBIT)	181	288	561	923	1,569	2,228	资产总计	6,586	6,633	8,988	11,514	15,470	19,109
% 销售收入	7.8%	10.0%	14.5%	16.4%	18.0%	19.1%	短期借款	1,720	1,794	2,792	215	2,473	3,604
财务费用	-130	-161	-201	-232	-289	-395	应付款项	904	893	1,082	1,487	2,266	3,006
% 销售收入	5.6%	5.6%	5.2%	4.1%	3.3%	3.4%	其他流动负债	57	43	93	192	233	273
资产减值损失	0	0	-8	-22	-18	-36	流动负债	2,681	2,730	3,966	1,894	4,973	6,883
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,497	1,319	1,475	2,475	2,475	2,476
投资收益	3	34	13	13	15	17	其他长期负债	8	1	590	575	575	575
% 税前利润	1.8%	12.9%	2.5%	1.5%	0.9%	0.8%	负债	4,185	4,049	6,031	4,944	8,023	9,934
营业利润	54	162	365	683	1,278	1,813	普通股股东权益	2,176	2,375	2,668	6,226	7,038	8,688
营业利润率	2.3%	5.6%	9.4%	12.2%	14.7%	15.5%	少数股东权益	226	208	289	344	410	487
营业外收支	107	105	141	197	305	408	负债股东权益合计	6,586	6,633	8,988	11,514	15,470	19,109
税前利润	160	267	506	879	1,582	2,221	比率分析						
利润率	7.0%	9.2%	13.1%	15.7%	18.2%	19.0%		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
所得税	-24	-48	-85	-149	-269	-378	每股指标						
所得税率	14.7%	18.1%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.133	0.209	0.382	0.701	1.295	1.835
净利润	137	219	421	730	1,313	1,844	每股净资产	2.260	2.467	2.771	5.355	6.053	7.472
少数股东损益	9	17	53	55	66	77	每股经营现金净流	0.528	0.880	0.627	0.923	1.263	1.962
归属于母公司的净利	128	201	368	675	1,247	1,767	每股股利	0.100	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	5.5%	7.0%	9.5%	12.0%	14.3%	15.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.87%	8.48%	13.78%	10.84%	17.72%	20.34%
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	总资产收益率	1.94%	3.04%	4.09%	5.86%	8.06%	9.25%
净利润	128	201	421	730	1,313	1,844	投入资本收益率	2.89%	4.12%	5.98%	7.79%	10.04%	11.68%
少数股东损益	9	17	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	358	349	392	506	666	894	主营业务收入增长率	25.91%	25.33%	33.41%	45.50%	54.90%	34.09%
非经营收益	123	149	230	71	-14	-13	EBIT增长率	-2.37%	50.43%	95.89%	64.51%	69.94%	41.97%
营运资金变动	-109	130	-439	-234	-496	-444	净利润增长率	-10.68%	57.72%	82.56%	83.46%	84.84%	41.68%
经营活动现金净流	509	847	604	1,073	1,469	2,281	总资产增长率	20.46%	0.70%	35.51%	28.10%	34.36%	23.52%
资本开支	-525	-523	-1,652	-2,254	-3,001	-2,902	资产管理能力						
投资	-44	-76	-37	-1	0	0	应收账款周转天数	45.7	28.3	11.9	12.0	14.0	14.0
其他	10	1	4	13	15	17	存货周转天数	85.6	71.9	63.5	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-560	-599	-1,685	-2,242	-2,986	-2,885	应付账款周转天数	95.4	75.8	58.5	60.0	60.0	60.0
股权募资	15	82	646	3,000	-320	0	固定资产周转天数	626.5	510.3	455.2	412.0	385.9	370.8
债权募资	317	34	1,054	-1,592	2,258	1,132	偿债能力						
其他	-253	-174	-338	-248	-422	-528	净负债/股东权益	114.95%	95.46%	129.62%	34.47%	60.74%	61.64%
筹资活动现金净流	79	-58	1,362	1,160	1,517	604	EBIT利息保障倍数	1.5	1.8	2.8	4.0	5.4	5.6
现金净流量	28	190	280	-9	0	0	资产负债率	63.54%	61.04%	67.10%	42.94%	51.86%	51.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	5	17	30
买入	0	0	5	14	25
持有	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.64	1.57	1.55

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。