

2009年4月10日

冀东水泥

(Tangshan Jidong Cement)

业绩低于预期

买入

A 000401.SS - 人民币 14.35

目标价格: 人民币 15.60 (↑10.79)

唐倩

 (8610) 6622 9077
 qian.tang@bocigroup.com

08年净利润同比增长23%至4.46亿人民币，低于市场预期。毛利率、净利率较去年均有所降低。期间费用率仍维持历史高位，经营效率亟待提高。公司09、10年水泥产量将分别实现54%、33%的较大增长，属于行业较快之列。作为北方最大的水泥企业，公司将直接受益于国家的基建投资。基于25倍09年市盈率，我们将目标价从10.79元上调至15.60元，维持**买入**评级。

支撑评级的要点

- 作为北方最大的水泥生产企业，直接受益于国家的基建投资，发展潜力较大。
- 主要通过新建，公司未来将实现较快水泥产能的扩张。09、10年水泥产量预计增长54%、33%，属于行业较快之列，业绩增长有保证。

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	17	(3)	18	(51)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	(17)	(8)	(14)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,213
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	9,302
3个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%)	39
主要股东(%)	
冀东水泥集团	41

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

评级面临的主要风险

- 产能扩张的地域性比较分散，新进入市场的各种成本将对经营效率的改善不利。

估值

- 目前A股水泥股平均估值在20倍09年市盈率，由于公司在水泥行业的领先地位以及较大发展潜力与较快发展速度，我们给予公司25倍动态市盈率，将目标价由10.79元上调至15.60元，维持**买入**的评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币百万)	3,462	4,569	6,958	9,517	10,841
变动(%)	19	32	52	37	14
净利润(人民币百万)	364	446	750	1,058	1,196
全面摊薄每股收益(人民币)	0.378	0.410	0.619	0.872	0.986
变动(%)	80.7	8.5	68	40.9	13.0
全面摊薄市盈率(倍)	38.0	35.0	23.2	16.5	14.6
每股现金流量(人民币)	0.56	0.52	0.50	0.78	1.24
价格/每股现金流量(倍)	25.7	27.7	28.8	18.5	11.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	15.7	13.0	10.6	9.6
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.168	0.237	0.268
股息率(%)	0.7	0.7	1.2	1.7	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>， firstcall.com， Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

08 年业绩不甚理想，低于市场预期

08 年归属于母公司的净利润同比增长 23%至 4.46 亿人民币，低于市场预期集中的 4.5-4.8 亿元。加权平均每股收益为 0.41 元。每股股息 0.10 元，派息率 27%，与 07 年派息率相似。

销售收入同比增长 32%至 45.69 亿人民币，主要得益于平均销售价格增长 15%至 200 元/吨以及水泥销量增长 15%至 2,063 万吨。经营利润同比增长 13%至 4 亿元，主要是毛利率降低（从 07 年 30.4%下降到 08 年的 28.6%）以及期间费用率提高（从 07 年 20.5%提高到 08 年的 21.4%）。公司的运营区域在华北和东北，成本转移能力不甚理想。08 年公司由于生产经营规模的扩大，以及新建公司的投产，导致管理费用同比增长 54%，期间费用率由 20.5%增长至 21.4%，远高于另外两大水泥公司海螺水泥、华新水泥的 12.2%。

公司经营利润率由 07 年的 10.29%下降到 8.77%；净利润率由 10.51%下降到 9.76%。

盈利能力处于行业平均水平

至此，主要水泥公司的 08 年业绩都已经公布。通过对比，公司的毛利率、净利率、吨水泥毛利处于行业平均的位置。但是期间费用率较高，且近三年以来没有降低的趋势，08 年更是达到近三年的最高点，反映出公司经营效率、管理效率亟待提高（见后图）。

盈利能力较好的是青松建化和赛马实业

我们对比了主要的 6 家水泥公司，盈利能力较高的是青松建化（600425.SS/人民币 13.30，买入），反映在净利率、吨毛利的较高水平及其逐年提高的趋势，以及期间费用率的逐年下降。赛马实业（600449.SS/人民币 29.12，买入）也表现了较好的毛利率、净利率和吨毛利水平，但其期间费用率仍较高，并无下降趋势。（见后图）

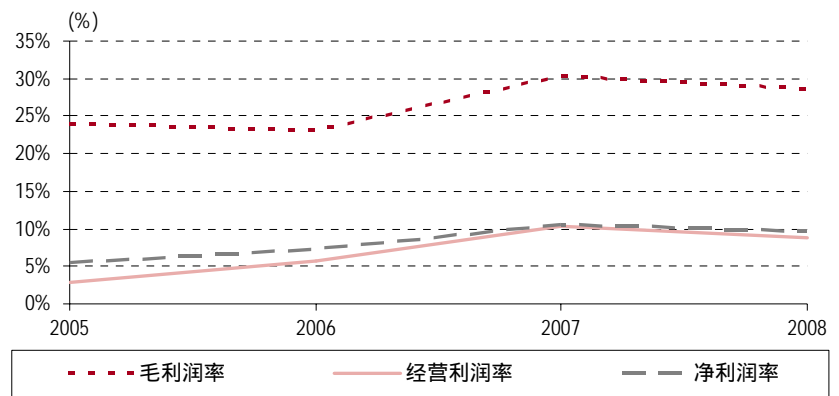
09 年水泥产量较快增长，预计同比增长 54%。

2008，公司有 6 条熟料水泥生产线建成投产，公司水泥总产能达到 4,000 万吨。2009 年公司将又有 6 条生产线建成投产，有 12 条熟料水泥生产线带余热发电项目将陆续开工建设，09 年将是近年公司产量增幅最大的一年。我们预计 09 年熟料、水泥产量分别增长 18% 和 54%，达到 2,440 万吨和 3,170 万吨。新增水泥产能主要分布在河北、辽宁、陕西、山西、内蒙、吉林、重庆、湖南。除了来自重庆、湖南的少量产能增长，以及山西产能的释放，新增产能的区域分布与现有的基本一致。需要提醒投资者的是，并非公司公告的所有生产线的计划最后都会实施，大约有 20% 左右公告生产线最后无法实施。

未来产能增长较快，但管理方面亟待改善

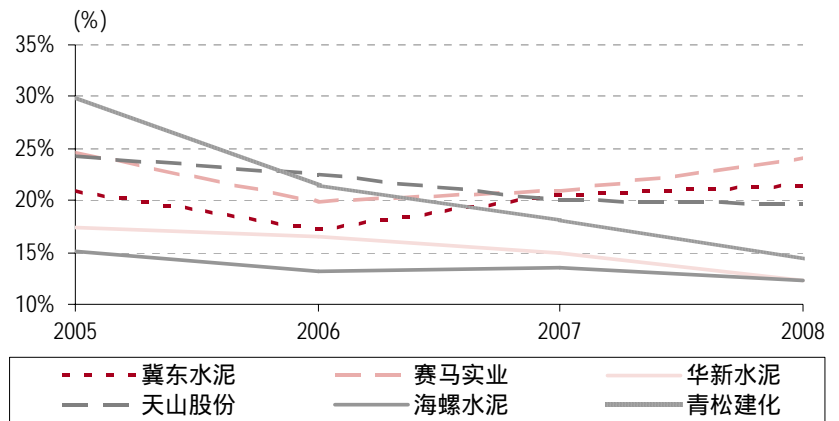
作为三大水泥股之一的冀东水泥，未来的扩张将实现较快增长。然而近期我们看到公司的水泥地域布局方面似乎有些凌乱。新增省市越来越多，如山东、湖南、重庆、四川等，且并不集中。对目标市场的熟悉程度、进入新市场的成本，如销售网络、物流的建设等都将消耗较大资源，且无法形成规模优势、形成有效市场占有率。这对成本、期间费用率的控制等无疑有所损害。

图表 1. 经营指标走势对比



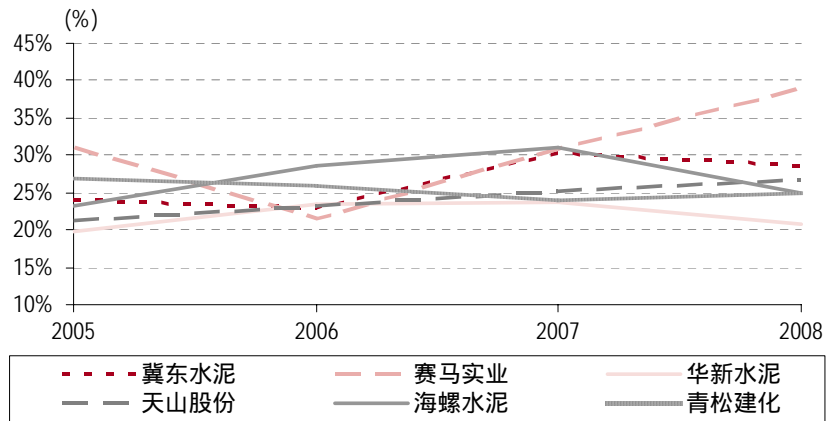
资料来源：公司数据

图表 2.期间费用率走势对比



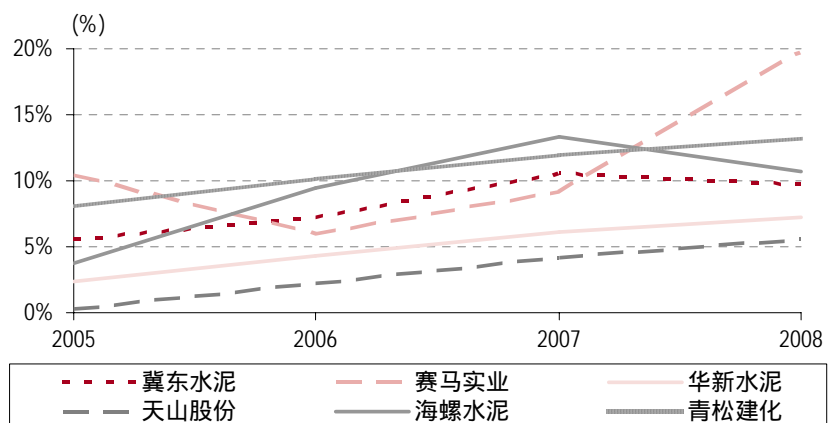
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.毛利走势对比



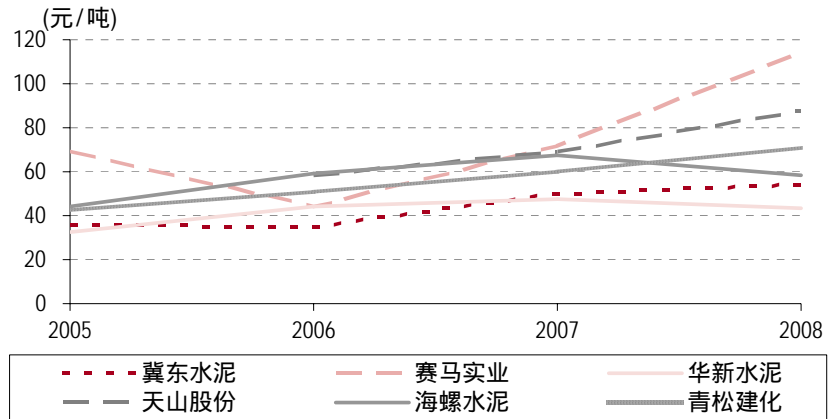
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.净利率走势对比



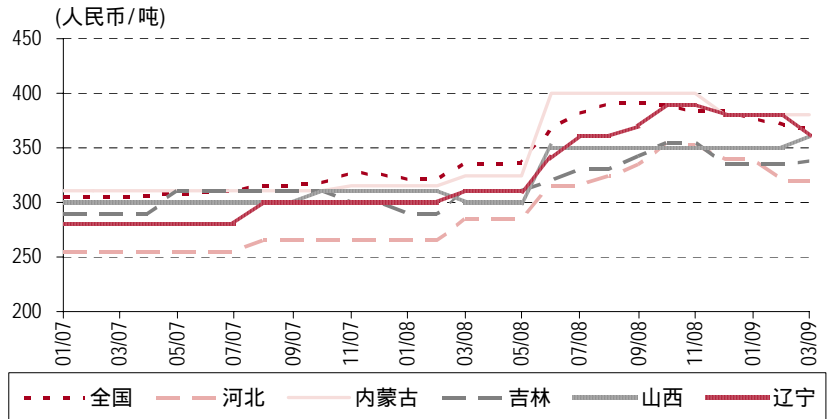
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5 吨水泥毛利走势对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 冀东水泥主要所在区域水泥价格和全国均价比较



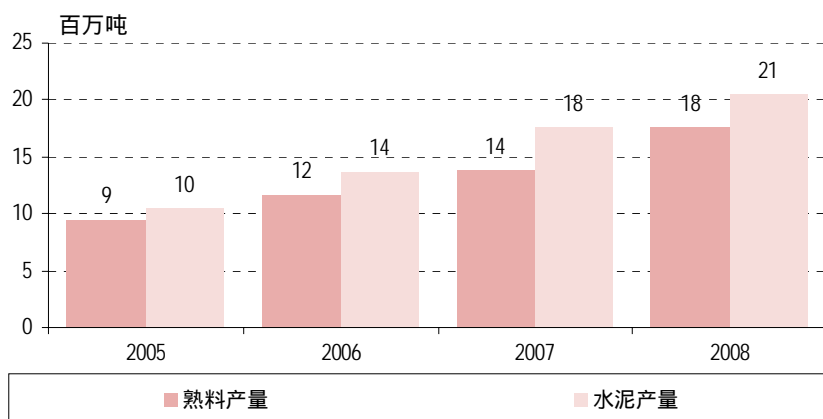
资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 7. 冀东水泥水泥熟料平均销售价格



资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 8. 冀东水泥产量



资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 9. 业绩摘要

	2007	2008	同比变动(%)
营业收入	3,462	4,569	32
营业成本	2,411	3,261	35
营业税及附加	32	40	26
毛利润	1,020	1,267	24
销售费用	184	200	8
管理费用	342	526	54
财务成本	184	251	36
资产减值	9	28	210
投资收入	56	138	146
营业利润	356	401	13
营业外收入	146	223	52
营业外支出	11	38	236
税前利润	491	586	19
所得税	75	64	(14)
少数股东权益	53	76	44
归属于母公司的净利润	364	446	23
每股收益 (人民币)	0.38	0.41	8
毛利率(%)	30	29	
经营利润率(%)	10	9	
净利率(%)	11	10	

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	3,462	4,569	6,958	9,517	10,841
销售成本	(2,411)	(3,261)	(4,940)	(6,757)	(7,697)
经营费用 (包括折旧及摊销)	(20)	(16)	(416)	(684)	(747)
经营利润(息税前利润)	1,032	1,292	1,602	2,076	2,397
折旧及摊销	(347)	(427)	(388)	(470)	(561)
息税折旧前利润	684	864	1,214	1,606	1,836
净利息收入/(费用)	(181)	(240)	(261)	(286)	(334)
其他收益/(损失)	(12)	(38)	0	0	0
税前利润	491	586	953	1,320	1,502
所得税	(75)	(64)	(104)	(144)	(164)
少数股东权益	(53)	(76)	(99)	(118)	(142)
净利润	364	446	750	1,058	1,196
核心净利润	366	446	750	1,058	1,196
每股收益(人民币)	0.378	0.410	0.619	0.872	0.986
每股股息(人民币)	0.380	0.410	0.619	0.872	0.986
收入增长(%)	0.100	0.100	0.168	0.237	0.268
息税前利润增长(%)	19	32	52	37	14
息税折旧前利润增长(%)	53	26	40	32	14
每股收益增长(%)	30	25	24	30	15
核心每股收益增长(%)	81	8	51	41	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	861	2,062	1,553	1,105	892
应收帐款	1,073	1,505	2,291	3,134	3,570
库存	474	812	1,229	1,682	1,915
其他流动资产	82	153	0	0	0
流动资产总计	2,490	4,531	5,074	5,921	6,378
固定资产	4,811	6,911	8,034	9,456	10,161
无形资产	296	403	518	618	738
其他长期资产	628	911	1,078	663	663
长期资产总计	5,720	8,206	9,612	10,719	11,543
总资产	8,210	12,737	14,686	16,639	17,921
应付帐款	777	1,098	1,663	2,274	2,591
短期债务	2,586	2,215	2,929	3,429	4,229
其他流动负债	158	175	186	156	156
流动负债总计	3,521	3,488	4,778	5,860	6,976
长期借款	1,134	2,314	1,600	1,600	1,600
其他长期负债	605	625	1,352	1,336	489
股本	963	1,213	1,213	1,213	1,213
储备	1,699	4,713	5,259	6,029	6,900
股东权益	2,662	5,925	6,472	7,242	8,112
少数股东权益	288	385	483	602	744
总负债及权益	8,210	12,737	14,686	16,639	17,921
每股帐面价值(人民币)	2.76	4.89	5.34	5.97	6.69
每股有形资产(人民币)	2.46	4.55	4.91	5.46	6.08
每股净负债(现金)	3.05	2.08	2.45	3.24	4.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	491	586	953	1,320	1,502
折旧与摊销	(347)	(427)	(388)	(470)	(561)
净利息费用	181	240	261	286	334
运营资本变动	(333)	(381)	(636)	(680)	(350)
税金	(75)	(64)	(104)	(144)	(164)
其他经营现金流	274	249	131	160	187
经营活动产生的现金流	537	629	605	941	1,509
购买固定资产净值	(1,394)	(2,589)	(1,475)	(1,200)	(1,100)
投资活动产生的现金流	(1,417)	(2,743)	(1,475)	(1,200)	(1,100)
净增权益	613	2,943	0	0	0
净增债务	837	860	800	300	0
支付股息	(100)	(96)	(121)	(204)	(288)
其他融资现金流	(297)	(375)	(261)	(286)	(334)
融资活动产生的现金流	1,052	3,332	418	(190)	(622)
现金变动	172	1,218	(453)	(449)	(213)
期初现金	616	788	2,006	1,553	1,105
公司自由现金流	(853)	(2,091)	(837)	(234)	428
权益自由现金流	(224)	(1,494)	(331)	(245)	75

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	29.8	28.3	23.0	21.8	22.1
息税前利润率	19.8	18.9	17.5	16.9	16.9
税前利润率	14.2	12.8	13.7	13.9	13.9
净利率	10.5	9.8	10.8	11.1	11.0
流动性					
流动比率(倍)	0.7	1.3	1.1	1.0	0.9
利息覆盖倍数(倍)	3.3	3.3	4.1	5.2	5.2
净权益负债率(%)	99.4	40.0	42.8	50.0	55.8
速动比率(倍)	0.6	1.1	0.8	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	38.0	35.0	23.2	16.5	14.6
市净率(倍)	5.2	2.9	2.7	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	25.7	27.7	28.8	18.5	11.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	15.7	13.0	10.6	9.6
周转率					
存货周转天数	70.1	71.9	75.4	78.6	85.3
应收帐款周转天数	86.3	103.0	99.6	104.0	112.9
应付帐款周转天数	81.0	74.9	72.4	75.5	81.9
回报率 (%)					
股息支付率	26.5	27.2	27.2	27.2	27.2
净资产收益率	14.4	10.4	12.1	15.4	15.6
资产收益率	7.7	7.4	7.9	9.1	9.5
已运用资本收益率	11.4	10.1	11.2	13.4	13.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2009年4月8日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371