



建材/原材料

冀东水泥 (000401)

需求的疲弱超预期，景气底部徘徊

——2013 年中报点评

 **鲍雁辛 (分析师)**
 0755-23976830
 baoyanxin@gtjas.com
 证书编号 S0880513070005

本报告导读:

主要区域华北地区上半年水泥需求的疲弱程度尤甚 2012 年，公司中报出现上市以来首次亏损。

投资要点:

- 上半年公司实现收入 65.51 亿元，同比增长 2.68%，实现归属于上市公司股东的净利润-1.66 亿元，同比减少 248.82%，自上市以来首次中报亏损，EPS -0.12 元，符合预期。考虑到核心区域京津冀地区水泥需求的超预期疲弱，景气底部徘徊，我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.16、0.43、0.90 元，按照目前可比公司 1.1 倍 PB，目标价 9.30 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 我们测算 2013 年上半年扣除内部抵消后计算的水泥及熟料出厂均价约 226 元/吨，同比降低约 16.22 元；由于煤炭等成本的降低，吨毛利约 49 元，同比降低 10 元，吨净利约-9 元/吨（包含营业外部分）；期间费用率提升约 2.6 个百分点至 27.08%，折算吨期间费用约 61 元/吨，主要体现为利息支出大幅上升引致的财务费用增加。
- 二季度虽有所好转，但提升幅度仍有限：由于 4-5 月份京津冀地区水泥价格的提升，我们测算，2013 年第二季度出厂均价恢复至约 230 元/吨，吨毛利约 59 元/吨，吨净利接近 10 元/吨（其中包括营业外净收入约 4 元/吨），且三季度价格进一步上行压力较大。
- 并购整合初现端倪：我们观察到，截止报告期末，公司在建工程项同比明显降低，我们采用在建工程/固定资产及在建工程转固/固定资产两个指标衡量，均呈现近年来新低，同时本期通过非同一控制下企业合并取得 3 家公司，主要位于核心的京津冀地区，我们判断，未来公司将主要以并购整合作为产能扩张方式，而京津冀地区目前盈利处于底部，整合若能进一步的动作或将令区域景气的预期出现改观。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	15,728	14,613	15,028	16,991	17,674
(+/-)%	42%	-7%	3%	13%	4%
经营利润 (EBIT)	2,565	880	1,111	1,835	2,671
(+/-)%	31%	-66%	26%	65%	46%
净利润	1,525	180	209	577	1,215
(+/-)%	9%	-88%	16%	176%	111%
每股净收益 (元)	1.13	0.13	0.16	0.43	0.90
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营利润率 (%)	16.3%	6.0%	7.4%	10.8%	15.1%
净资产收益率 (%)	13.3%	1.5%	1.8%	4.6%	8.9%
投入资本回报率 (%)	7.0%	1.7%	2.4%	3.8%	5.4%
EV/EBITDA	6.7	11.8	10.8	8.6	6.8
市盈率	6.4	54.5	46.9	17.0	8.1
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 首次覆盖

目标价格: **9.30**

上次预测: 首次覆盖

当前价格: 7.72

2013.08.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.96-16.60
总市值 (百万元)	10,403
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,348/1,212
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	0.10
日均成交值 (百万元)	86.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,384
每股净资产	8.45
市净率	0.9
净负债率	172.05%

EPS (元)	2012A	2013E
Q1	-0.18	-0.30
Q2	0.26	0.17
Q3	0.10	0.27
Q4	-0.04	0.02
全年	0.13	0.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	-32%	-28%
相对指数	-2%	-22%	-27%

相关报告

模型更新时间: 2013.08.27

股票研究

原材料
建材

冀东水泥 (000401)

评级: 增持

上次评级: 首次覆盖

目标价格: 9.30

上次预测: 首次覆盖

当前价格: 7.72

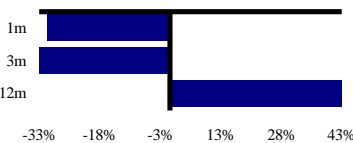
公司网址

www.jdsn.com.cn

公司简介

公司是一个以水泥生产为主业,集干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料为一体的大型建材企业集团,是华北地区最大的高标号水泥供应商,也是全国产销量最大的液体助磨剂制造商。主导产品为“盾石”牌硅酸盐水泥被国家工商总局评定为中国驰名商标。公司快速发展,控股公司遍布中国国内京津冀、吉林、辽宁、陕西、内蒙古五大区域,并向山西、湖南、重庆山东等地拓展,企业的资源配置力、市场影响力、掌控力、整合力、成长性以及抗风险力显著提高。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

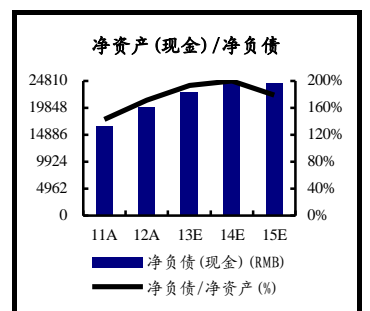
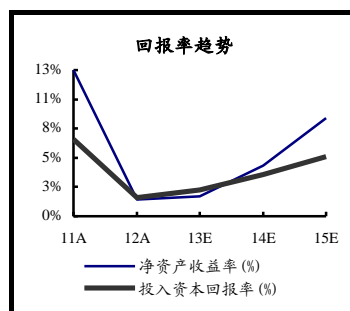
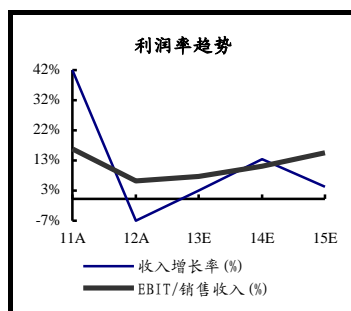
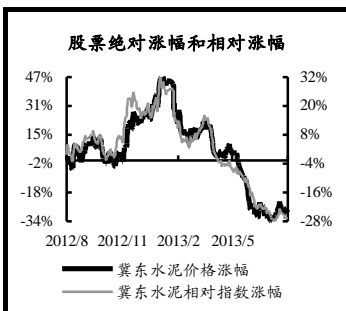
6.96-16.60

市值 (百万)

10,403

财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
损益表					
营业总收入	15,728	14,613	15,028	16,991	17,674
营业成本	10,898	11,156	11,296	12,414	12,415
税金及附加	101	88	96	109	113
销售费用	479	578	586	595	530
管理费用	1,685	1,910	1,939	2,039	1,944
EBIT	2,565	880	1,111	1,835	2,671
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资收益	128	239	220	250	300
财务费用	893	1,216	1,394	1,601	1,665
营业利润	1,748	-153	-107	408	1,300
所得税	534	89	73	202	425
少数股东损益	56	-42	10	29	61
净利润	1,525	180	209	577	1,215
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,265	3,382	3,320	3,606	3,742
其他流动资产	232	318	320	320	320
长期投资	2,039	2,255	2,050	2,670	2,800
固定资产合计	24,528	26,356	28,296	29,037	28,637
无形及其他资产	2,171	2,564	2,652	2,949	3,097
资产合计	38,075	41,504	45,551	49,238	49,471
流动负债	14,328	13,614	17,367	20,449	19,406
非流动负债	10,589	14,524	14,598	14,598	14,598
股东权益	11,464	11,643	11,853	12,430	13,644
投入资本(IC)	27,572	31,141	34,469	36,414	37,159
现金流量表					
NOPLAT	1,917	534	833	1,376	2,003
折旧与摊销	1,345	1,654	1,930	2,201	2,401
流动资金增量	-999	-1,023	-2,319	-923	-1,002
资本支出	-4,698	-2,156	-3,563	-2,900	-1,750
自由现金流	-2,435	-991	-3,118	-245	1,652
经营现金流	1,414	956	1,631	2,962	3,699
投资现金流	-5,000	-2,918	-3,138	-3,270	-1,580
融资现金流	3,744	2,040	1,445	593	-1,982
现金流净增加额	158	78	-62	286	137
财务指标					
成长性					
收入增长率	42.2%	-7.1%	2.8%	13.1%	4.0%
EBIT 增长率	30.5%	-65.7%	26.2%	65.2%	45.6%
净利润增长率	9.1%	-88.2%	16.2%	175.6%	110.6%
利润率					
毛利率	30.7%	23.7%	24.8%	26.9%	29.8%
EBIT 率	16.3%	6.0%	7.4%	10.8%	15.1%
净利润率	9.7%	1.2%	1.4%	3.4%	6.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.3%	1.5%	1.8%	4.6%	8.9%
总资产收益率(ROA)	4.0%	0.4%	0.5%	1.2%	2.5%
投入资本回报率(ROIC)	7.0%	1.7%	2.4%	3.8%	5.4%
运营能力					
存货周转天数	65	75	80	90	100
应收账款周转天数	14	19	22	45	50
总资产周转天数	793	994	1057	1018	1019
净利润现金含量	0.93	5.31	7.79	5.13	3.04
资本支出/收入	30%	15%	24%	17%	10%
偿债能力					
资产负债率	65.4%	67.8%	70.2%	71.2%	68.7%
净负债率	142.8%	171.3%	192.8%	199.6%	178.9%
估值比率					
PE	6.4	54.5	46.9	17.0	8.1
PB	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.7	11.8	10.8	8.6	6.8
P/S	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目 录

1. 中报概况.....	4
2. 解读.....	4
2.1. 华北水泥需求疲弱程度超预期.....	4
2.2. 二季度有所好转，但提升幅度有限.....	5
2.3. 并购整合初现端倪.....	6
3. 维持“增持”评级.....	7
4. 风险提示.....	7

1. 中报概况

公司上半年实现收入 65.51 亿元，同比增长 2.68%，实现归属于上市公司股东的净利润-1.66 亿元，同比减少 248.82%，自上市以来首次中报亏损，EPS -0.12 元，符合预期。

表 1: 主要会计数据

主要会计数据	本报告期	上年同期	报告期同比增 (%)
营业收入 (万元)	655,101.06	638,009.71	2.68%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	-16,644.31	11,184.16	-248.82%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 (万元)	-17,746.55	10,275.17	-272.71%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	57,611.55	5,730.75	905.31%
基本每股收益 (元/股)	-0.12	0.08	-249.40%

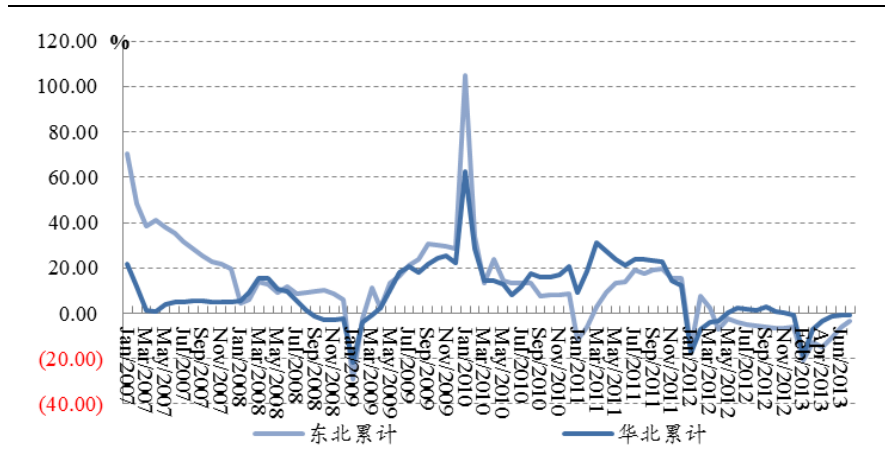
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 解读

2.1. 华北水泥需求疲弱程度超预期

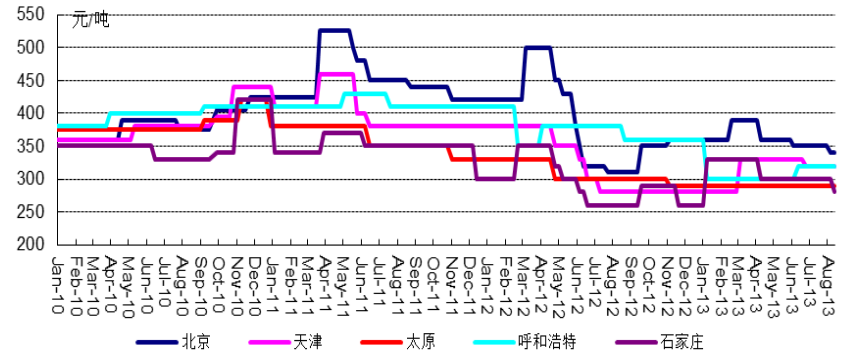
上半年公司主要销售区域华北地区 (占比超过 50%) 的水泥需求疲弱程度超预期, 如下图所示, 1-6 月份华北地区水泥产量负增长约 1 个百分点, 需求的疲弱程度尤甚 2012 年。

图 1 华北及东北累计水泥产量增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2 华北主要城市 42.5 标号水泥价格 (含税)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.2. 二季度有所好转, 但提升幅度有限

上半年公司统计口径销售水泥 2,745 万吨, 同比增幅 8.07%; 销售熟料 467 万吨 (未内部抵扣), 同比减幅 12.38%;

我们测算 2013 年上半年扣除内部抵消后水泥及熟料出厂均价约 226 元/吨, 同比降低约 16.22 元; 由于煤炭等成本的降低, 吨毛利约 49 元, 同比降低 10 元, 吨净利约-9 元/吨 (包含营业外部分); 期间费用率提升约 2.6 个百分点至 27.08%, 折算吨期间费用约 61 元/吨, 主要体现为利息支出大幅上升引致的财务费用增加;

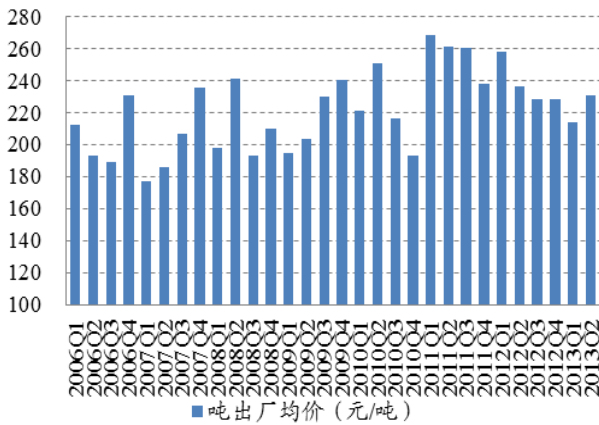
由于 4-5 月份京津冀地区水泥价格的提升, 我们测算, 2013 年第二季度出厂均价恢复至约 230 元/吨, 吨毛利约 59 元/吨, 吨净利接近 10 元/吨 (其中包括营业外净收入约 4 元/吨)。二季度虽有所好转, 但提升幅度仍有限, 且三季度价格进一步上行压力较大。

表 2: 冀东水泥吨利润指标拆解 (年度数据, 单位: 元/吨)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
吨出厂均价	268.22	261.46	260.59	238.08	257.54	236.20	228.11	227.96	214.18	230.35
吨成本	195.37	171.25	176.40	176.98	207.44	173.09	174.53	177.16	192.83	171.77
吨毛利	72.85	90.20	84.19	61.10	50.09	63.11	53.58	50.79	21.34	58.58
吨费用	65.09	37.83	44.15	63.02	93.00	46.07	51.13	70.29	101.10	47.23
吨净利润	0.55	39.23	27.98	-2.48	-35.86	11.45	0.13	-25.93	-66.03	5.78
吨营业外净收入 (税后)	-0.11	4.88	8.66	6.27	-3.41	8.58	5.96	21.63	3.21	4.15

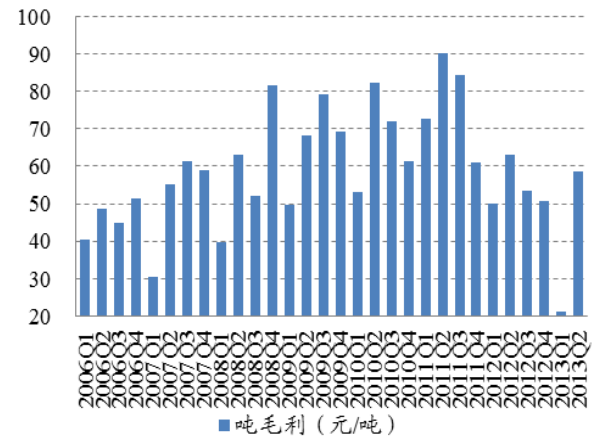
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 3 公司各季度出厂均价测算



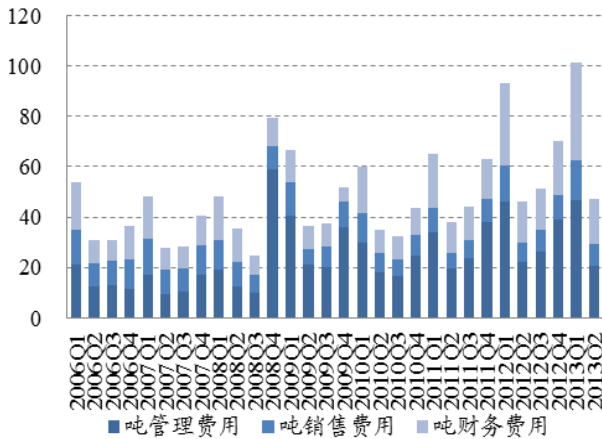
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4 2013 年 2 季度吨毛利明显提升



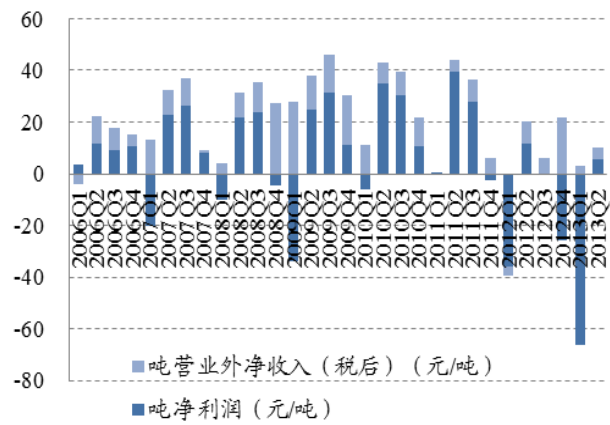
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5 公司各季度吨期间费用拆分



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6 公司各季度吨净利构成



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.3. 并购整合初现端倪

我们观察到, 截止报告期末, 公司在建工程项同比明显降低, 如下图示, 采用在建工程/固定资产及在建工程转固/固定资产两个指标衡量, 均呈现近年来新低, 同时本期通过非同一控制下企业合并取得 3 家公司, 主要位于京津冀地区, 我们判断, 未来公司将主要以并购整合作为产能扩张方式, 而区域上可能集中的目前盈利处于底部的京津冀地区, 而该区域的整合若能进一步的动作或将令景气的趋势出现改观。

图 5 在建产能占固定资产比重回落

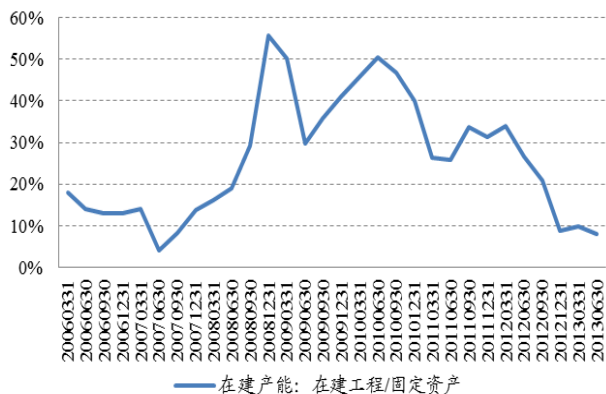
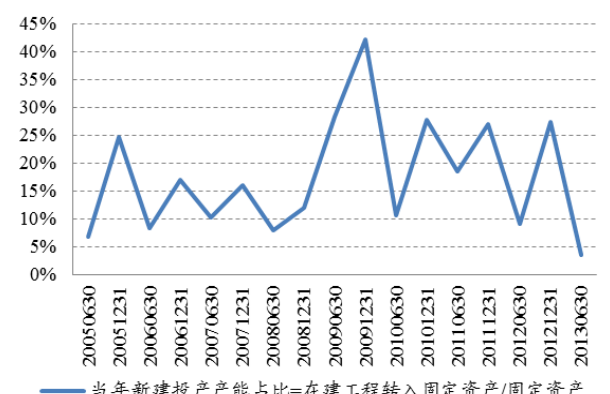


图 6 在建工程转固占比明显降低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 本期通过非同一控制下企业合并及部分新设立公司

名称	股权比例	期末净资产(万元)	本期净利润(万元)	熟料产能估算(T/D)
米脂冀东水泥有限公司(陕西)	61%	15,851.75	-148.25	2500
灵寿冀东水泥有限责任公司(河北)	59%	39,913.63	-264.29	5000
唐山冀东灰剑水泥有限公司(河北)	51%	15,145.53	-133.02	
中国建筑材料北京散装水泥公司	100%	3,757.57	-176.53	

数据来源: 公司半年报, 国泰君安证券研究

3. 维持“增持”评级

考虑到核心区域京津冀地区水泥需求的超预期疲弱, 景气底部徘徊, 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.16、0.43、0.90 元, 按照目前可比公司 1.1 倍 PB, 目标价 9.30 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

4. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程; 房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资, 作为水泥主要下游需求, 两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一, 短期内大幅上涨将影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		