


2013-10-28


公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** 维持

冀东水泥 (000401)
**资源综合利用退税助力业绩扭亏，
关注河北限产对竞争格局的改善**


分析师：范超


 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn


执业证书编号：S0490513080001

联系人：徐璐瑶

 (8621)68751757

 xuly2@cjsc.com.cn

联系人：范晓媛

 (8621)68751757

 fanxy@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《价格下滑+摊销提升，中期业绩亏损》2013/8/26

《2012年业绩低于预期，2013年或开启京津冀整合进程》2013/4/16

《京津冀价格竞争激烈，中期业绩大幅下滑》2012/8/23

报告要点
■ 事件描述

2013三季报	12/9/30	13/9/30	同比	2013Q2	2013Q3	环比变动	
营业收入	1,109,921	1,153,972	4.0%	营收同比	10.6%	5.7%	-4.9%
毛利率	24.1%	24.5%	0.4%	毛利率	25.4%	28.2%	2.8%
费用率	23.6%	25.3%	1.7%	费用率	20.5%	23.0%	2.5%
归属净利	24,066	17,569	-27.0%	归属净利同比	-32.8%	165.6%	198.4%
扣非归属净利	21,987	14,799	-32.7%	扣非业绩同比	-24.4%	177.9%	202.2%
最新摊薄EPS	0.18	0.13	(0.05)	最新摊薄EPS	0.17	0.25	0.08

■ 事件评论

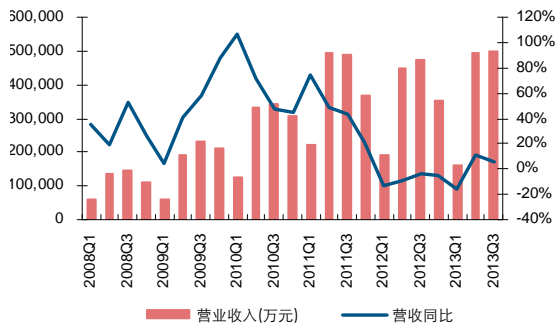
- **华北、东北低迷需求拖累，营收仅小增4%。**公司前三季度营收同比仅增4%，主因华北、东北低迷需求拖累，其中华北、东北今年前9月份水泥产量累计同比分别增长0.2%、0.5%，需求的低迷更加凸显产能的过剩，两地前三季度高标均价同比也分别下滑29、27元/吨。
- **基数低及成本控制，毛利率同比略增。**去年我国经济疲软不振，华北12年二、三季度价格更是大降，导致12Q3毛利率基数低。而今年弱复苏节奏下，Q3期间售价仅小降。此外，公司成本管控效果逐步显现，Q3毛利率较Q2↑2.8个百分点。最终前三季度毛利率同比略↑0.3个百分点。
- **资源综合利用退税大增，助力前三季度业绩扭亏。**由于量增较少，在建工程陆续投产后产能未得充分发挥，导致刚性成本分摊增多，费用率同↑1.7个百分点。营业利润率同↓1.8个百分点至-0.5%，营业利润亏损6300万，但受益资源综合利用退税大幅增加，实现营业外净收入2.3亿，最终扭亏为赢，净利率同↓1.2个百分点至0.7%，归属净利同降27%。
- **限产若顺利实施，则望有效改善明年格局。**今年9月以来多部委频发文件大力整治大气污染，其中我国空气污染最严重的京津冀尤其是河北地区首当其冲，成为大气污染防治的侧重区域。石家庄已对水泥出台具体措施，其他区域也出台相关文件。但目前区域空气质量尚可，短期大规模熟料线停产的概率偏小。政策制定后更多的是进一步调研、层层落实的阶段，预计明年将是实质性的执行期，可关注届时执行力度。河北明年新增产能较少，即使明年只关停了小粉磨站，也将明显改善区域供需格局。
- **公司业绩对京津冀价格波动的弹性较大，关注区域供给收缩情况。**预计公司2013-14年业绩为0.15、0.51元，对应PE分别为58、17倍，维持“谨慎推荐”。

表 1: 总体盈利归因分

	2012/9/30	2013/9/30	同比	2013Q3		2013Q2	2013Q3	环比变动
营业收入	1,109,921	1,153,972	4.0%	498,871	营业收入同比	10.6%	5.7%	-4.9%
毛利率	24.1%	24.5%	0.4%	28.2%	毛利率	25.4%	28.2%	2.8%
费用率	23.6%	25.3%	1.7%	23.0%	费用率	20.5%	23.0%	2.5%
销售费用率	3.9%	4.5%	0.6%	4.3%	销售费用率	3.7%	4.3%	0.5%
管理费用率	11.8%	12.0%	0.2%	11.6%	管理费用率	9.0%	11.6%	2.6%
财务费用率	7.9%	8.9%	1.0%	7.1%	财务费用率	7.7%	7.1%	-0.6%
其他成本占营收比	0.9%	0.8%	0.0%	1.0%	其他成本占营收比	0.9%	1.0%	0.0%
投资收益	18,630	15,033	-19.3%	8,431	投资收益(万)	7,885	8,431	546
营业利润率	1.3%	-0.5%	-1.8%	6.0%	营业利润率	5.2%	6.0%	0.8%
营业利润	14,422	-6,312	-143.8%	29,839	营业利润同比	-35.8%	183.8%	219.6%
营业外净收入	12,366	22,860	84.9%	13,374	营业外净收入	5,671	13,374	135.8%
利润总额	26,788	16,548	-38.2%	43,213	利润总额同比	-32.7%	185.3%	218.1%
所得税率	20.6%	51.6%	31.0%	25.5%	所得税率	26.6%	25.5%	-1.1%
净利率	1.9%	0.7%	-1.2%	6.5%	净利率	4.6%	6.5%	1.8%
归属净利润	24,066	17,569	-27.0%	34,213	归属净利润同比	-32.8%	165.6%	198.4%
其中非经常损益	2,079	2,770	33.3%	1,668	其中非经常损益	-2,707	1,668	161.6%
非经常损益占比	8.6%	15.8%	7.1%	4.9%	非经常损益占比	-11.5%	4.9%	16.4%
扣非归属净利	21,987	14,799	-32.7%	32,546	扣非归属净利同比	-24.4%	177.9%	202.2%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

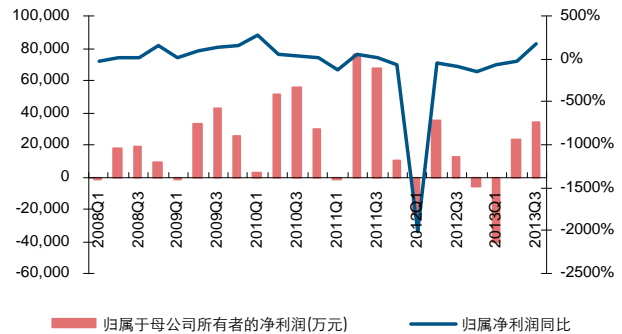
图 1: 13Q3 营业收入同增 6%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

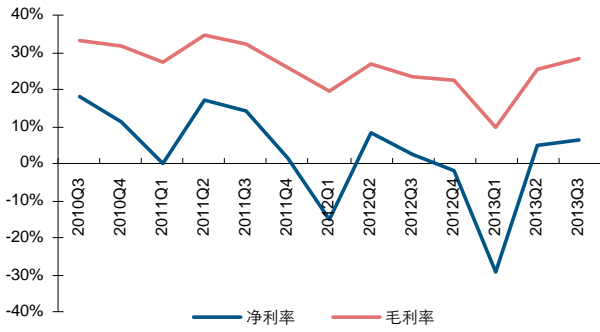
图 3: 13Q3 毛利率环增 3%，净利率环增 1.8%

图 2: 13Q3 归属净利润增速同增 166%

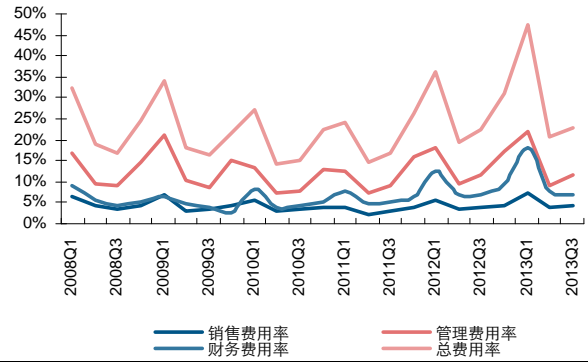


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 13Q3 费用率水平环增 2.5%



资料来源：公司公告，长江证券研究部



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	14613	15490	16420	17405	货币资金	3325	1549	1642	1740
营业成本	11156	11618	11822	12183	交易性金融资产	58	60	60	60
毛利	3457	3873	4597	5221	应收账款	1440	1526	1618	1715
%营业收入	23.7%	25.0%	28.0%	30.0%	存货	2155	2244	2283	2352
营业税金及附加	88	94	99	105	预付账款	1399	1457	1482	1527
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	170	169	193	205
销售费用	578	613	690	731	流动资产合计	10016	8554	8910	9320
%营业收入	4.0%	4.0%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1910	1859	2135	2263	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.1%	12.0%	13.0%	13.0%	长期股权投资	2255	2255	2255	2255
财务费用	1216	1027	1273	1300	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	8.3%	6.6%	7.8%	7.5%	固定资产合计	26356	36519	39416	38076
资产减值损失	64	174	15	16	无形资产	2100	1995	1895	1800
公允价值变动收益	8	2	0	0	商誉	234	234	234	234
投资收益	239	0	0	0	递延所得税资产	312	44	4	4
营业利润	-153	108	386	807	其他非流动资产	231	231	231	231
%营业收入	-1.0%	0.7%	2.4%	4.6%	资产总计	41504	49831	52944	51920
营业外收支	380	380	380	380	短期贷款	9294	17327	20101	18544
利润总额	227	488	766	1187	应付款项	3757	3912	3979	4100
%营业收入	1.6%	3.2%	4.7%	6.8%	预收账款	349	370	392	416
所得税费用	89	122	192	297	应付职工薪酬	85	88	90	93
净利润	138	366	575	890	应交税费	-641	-778	-1049	-1449
归属于母公司所有者的净利润	180.2	366.1	574.7	890.1	其他流动负债	770	795	826	856
少数股东损益	-42	0	0	0	流动负债合计	13614	21714	24340	22559
EPS (元/股)	0.13	0.27	0.43	0.66	长期借款	7934	7934	7934	7934
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	956	3428	3842	4263	递延所得税负债	85	0	0	0
取得投资收益	98	0	0	0	其他非流动负债	6504	6504	6504	6504
长期股权投资	-156	0	0	0	负债合计	28138	36153	38778	36998
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	11643	11954	12443	13200
固定资产投资	-2156	-12155	-5164	-1174	少数股东权益				
其他	-606	0	0	0	股东权益	1723	1723	1723	1723
投资活动现金流净额	-2918	-12155	-5164	-1174	负债及股东权益	13366	13677	14166	14922
债券融资	3926	0	0	0	基本指标				
股权融资	34	0	0	0	EPS	0.134	0.272	0.426	0.661
银行贷款增加(减少)	-219	8033	2774	-1557	BVPS	8.64	8.87	9.23	9.80
筹资成本	1525	-1082	-1359	-1433	PE	63.42	31.21	19.88	12.84
其他	-3226	0	0	0	PEG	0.90	0.44	0.28	0.18
筹资活动现金流净额	2040	6951	1415	-2990	PB	0.98	0.96	0.92	0.87
现金净流量	78	-1775	93	99	EV/EBITDA	9.38	11.44	9.39	7.67
					ROE	1.5%	3.06%	4.62%	6.74%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。