

建筑材料

2014年10月28日

冀东水泥 (000401)

——三季报大幅回落符合预期，关注京津冀一体化推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年10月27日

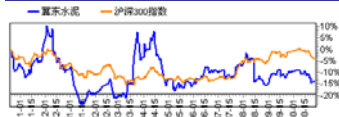
收盘价(元)	8.43
一年内最高/最低(元)	10.34/6.9
上证指数/深证成指	2290/7829
市净率	1.0
息率(分红/股价)	1.19
流通A股市值(百万元)	10220

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	8.75
资产负债率%	69.55
总股本/流通A股(百万)	1348/1212
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《冀东水泥(000401)——符合预期，价跌致业绩小幅下滑，京津冀一体化改善区域供需》 2014/08/26

《冀东水泥(000401):一季度亏损增加，业绩符合预期》 2014/04/28

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818x7216
xiangwq@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

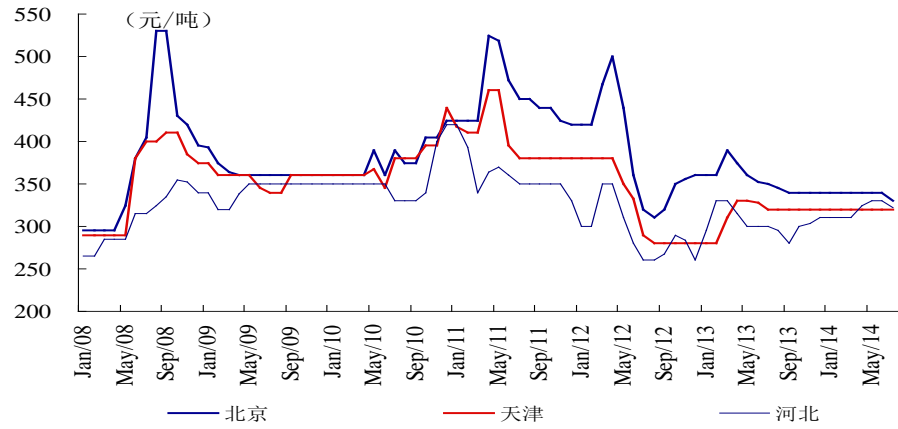
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	15,711	8	344	91	0.26	25.5	2.9	32	9
14Q1-Q3	11,990	4	21	-88	0.02	20.5	0.2		
2014E	16,488	5.0	139	-59.7	0.10	23.3	1.2	81.8	12.2
2015E	19,766	19.9	254	82.8	0.19	23.5	2.1	44.8	11.2
2016E	22,051	11.6	424	67.1	0.31	23.7	3.3	26.8	10.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- 2014年前三季度业绩 2074 万元，同比下滑 88.19%，其中 3 季度单季同比下滑 42.74%，折合 EPS0.145 元，基本符合预期。2014 年 1-3Q 公司实现营业收入 119.9 亿元，同比增长 3.9%。实现归属母公司净利润 2074 万元，同比增长 88.19%，折合 EPS0.02 元，基本符合我们在业绩前瞻中的预期。3 季度公司实现营业收入 49.19 亿元，同比下滑 1.4%，实现归属母公司净利润 1.96 亿元，同比下滑 42.74%，折合 EPS0.145 元。3 季度公司主营毛利率为 22.39%，同比下滑 5.8%。
- 销售价格下降和投资收益减少导致业绩下滑。三季度单季公司水泥熟料销量 3028 万吨，较去年同期上升 632 万吨。吨成本 168 元，较去年同期下滑 3 元/吨；吨净利 6 元，较去年同期下滑 10 元/吨。三季度单季华北和东北地区高标水泥均价分别为 297、393 元/吨，同比回落 16、46 元/吨。三季度单季西安地区水泥均价 260 元/吨，较去年同期下降 40 元/吨，同比下滑 13.3%，价格大幅下降导致公司在西安泾阳、扶风等地投资收益较去年同期减少 1.25 亿元，同比大幅下滑 82.82%。
- 华北地区底部徘徊，关注京津冀一体化。需求方面，受地产调控和资金链紧张等因素，华北地区 8 月水泥累计产量增速-22.7%，远低于全国 3.5%的增速。从供给端看，华北地区共投产 7 条生产线，预计新增熟料产量 1010 万吨，产能冲击 4%。近期受雾霾天气及北京 APEC 会议影响，京津冀地区水泥厂或将停限产，供给端有望收缩，但区域仍处于消化新增产能阶段。我们预计随着四季度进入淡季，需求端同比下滑水泥价格反弹有限，区域盈利仍在底部徘徊。建议重点京津冀一体化，随着地区有关产业转移、交通建设和城市基础设施政策到位实施，将有效提振水泥需求，节能环保和雾霾治理有望收缩区域供给，京津冀地区整体下行空间不大。
- 盈利预测和估值。四季度华北地区水泥市场开始进入淡季，公司部分产能所在东北和陕西地区产能过剩，三季度地区水泥价格下滑明显，陕西地区一直处于低位运行状态。我们下调公司 14-16 年 EPS 至 0.10/0.19/0.31 元 (0.27/0.48/0.65 元)，维持“增持”评级，公司所在主要区域盈利处于底部，长期来看受益京津冀一体化供需格局有望改善。

图1：京津冀区域价格走势



资料来源：数字水泥网，申万研究

表1：主要假设情况

	2013H1	3Q2013	2013	1Q2014	2Q2014	2014H1	3Q2014	2014E	2015E	2016E
水泥&熟料销量(万吨)	3212	2396	7793	1095	2487	3582	3028	8400	9800	10800
均价(元/吨)	232	230	225	195	240	197	219	222	224	224
成本(元/吨)	187	165	167	210	188	188	168	170	171	171
吨毛利(元)	45	65	57	(14)	52	9	51	52	53	53
吨费用(元)	55	53	58	74	38	49	36	55	53	51
吨净利(元)	-6	16	5	-39	10	-5	6	2	3	4

表 2: 冀东主要生产线情况

省份	企业名称	生产线规模 (t/d)	生产线地址	水泥产 能	熟料产 能	投产时间
	唐山分公司	2*4500	唐山丰润区	500	320	1981.5-1985.1、 1994.11-1996.7
		3*4500	唐山市丰润区	750	570	2007.6-2008.8、2008.12
	丰润有限	1*2500	唐山市丰润区	100	80	2006年收购
	三友公司	1*3000	唐山市古冶区	140	100	2000.9-2002.4
	滦县公司	1*5000	唐山市滦县	100	180	2003.3-2004.3
		奎山水泥	1*5000、1*2500	邢台临城、隆尧	350	280
河北	三河公司	年产100万吨	廊坊市三河市	100	0	1998.8-1999.3
	唐县公司	1*4500	保定市唐县	220	180	2009.4-2010.4
	康达公司	1*3200	承德	150	100	2010年收购
	启新水泥	1*4500	唐山市古冶区	220	180	2010.11
	三友二期	1*4500	唐山市古冶区	220	180	2010.5
	滦县二期	1*4500	唐山市滦县	220	180	2011.1
	平泉公司	1*2500	承德	110	90	2011.11
	涿水公司	1*4500	保定涿水	220	180	2011.11
	小计			3400	2620	
天津	天津公司	年产160万吨	天津市宁河县	160	0	2003.5-2003.11
	内蒙古公司	1*5000	呼和浩特市武川县	250	180	2004.10-2006.1
	阿巴嘎旗公司	1*3200	锡盟阿巴嘎旗	180	100	2009
内蒙 古	内蒙二期	1*5000	呼和浩特市武川县	220	180	2009
	亿利公司	1*2500	鄂尔多斯市达拉特旗	160	80	2006.5-2007.10
	包头公司	1*4500	包头达茂旗	220	180	2011.10月
	伊东公司	1*2500	乌兰察布	100	80	2012年底
	包钢西创	600万吨粉磨站	包头	600	0	2012
	小计			1730	800	
吉林	吉林公司	1*2500	吉林市昌邑区	150	80	2000年收购
	磐石公司	1*3500、1*4000	吉林市磐石市	260	250	2002.2-2003.4, 2006.4-2008.12
	扶余公司	年产80万吨	吉林市扶余县	80	0	2003.4-2003.12
	永吉公司	1*4500	永吉	220	180	2012.6
		小计			710	510
辽宁	沈阳公司	年产160万吨	沈阳市苏家屯区	160	0	2001.8-2003.1
	辽阳公司	1*2500	辽阳市灯塔市	0	80	2004.4-2005.4
	鞍山公司	1*4000	鞍山市立山区	210	150	2003.7-2004.8
		小计			370	230
陕西	泾阳公司	2*5000	咸阳市泾阳县	460	360	2006.6-2007.6, 2007.6-2008.10
	秦岭	1*5000、2*2000	陕西铜川	440	360	2009收购
	凤翔	1*4500	宝鸡凤翔县	220	180	2011.1

	扶风公司	2*4500	宝鸡市扶风县	460	360	2002. 9-2003. 11, 2007. 7-2008. 10	
	秦岭新线	1*4500	陕西铜川	220	180	2012. 5	
	小计			1800	1440		
山西	闻喜公司	1*1200	运城市闻喜县	50	40	2008年以前老线	
	闻喜公司	1*4500	运城市闻喜县	220	180	2009	
	大同公司一期	1*4500	大同市南郊区	220	180	2009	
	大同公司二期	1*4500	大同市南郊区	220	180	2010. 10月	
	阳泉公司	1*4500	阳泉市	220	180	2011. 12	
	双良鼎新	1*2500	太原	120	80	2011年收购	
	小计			1050	840		
	湖南	临澧公司	1*4500	常德市临澧县	220	180	2009
	山东	烟台公司	1*4500	烟台福山	220	180	2010. 11
	重庆	江津公司一期	1*3200	重庆市江津区	160	100	2009
江津公司二期		1*3200	重庆市江津区	160	100	2011. 6	
合川公司		1*4500	重庆市合川区	220	160	2011. 6	
璧山公司		1*4500	重庆市璧山县	220	160	2011. 6	
小计				760	520		
黑龙江	黑龙江公司	1*7200	哈尔滨	300	220	2013年	
	合计			10720	7540		

资料来源：公司公告，申万研究

表 3: 利润表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	14,613	15,711	16,488	19,766	22,051
二、营业总成本	15,012	15,963	16,791	19,935	21,975
其中：营业成本	11,156	11,708	12,655	15,123	16,833
营业税金及附加	88	93	98	117	131
销售费用	578	687	742	884	986
管理费用	1,910	1,976	1,995	2,392	2,646
财务费用	1,216	1,414	1,340	1,390	1,357
资产减值损失	64	86	(39)	29	22
加：公允价值变动收益	8	-23	0	0	0
投资收益	239	247	170	180	180
三、营业利润	-153	-28	(132)	12	255
加：营业外收入	405	487	330	330	330
减：营业外支出	25	15	50	50	50
四、利润总额	227	444	148	292	535
减：所得税	89	246	0	25	89
五、净利润	138	199	148	267	446
少数股东损益	-42	-146	9	13	22
归属于母公司所有者的净利润	180	344	139	254	424
六、基本每股收益	0.13	0.26	0.10	0.19	0.31
全面摊薄每股收益	0.13	0.26	0.10	0.19	0.31

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。