

建筑材料

冀东水泥 000401
增 持

2006/04/12

前次评级 — 增 持

今年投产项目进度符合预期，明年产能再增 17%

当前股价 2006/04/11
RMB 4.64

基础数据

总股本 (百万股)	962.77
流通 A 股 (百万股)	350.94
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	16.28

财务数据

市净率 05A (X)	2.05
每股净资产 05A (元)	2.26
EPS 05A (元)	0.13
股息率 (%)	2.16
TRACING P/E (X)*	34.97

*最近四季盈利计算。

相关研究

《先股改比外资收购更有吸引力》

2006/04/05

《行业回暖、产能扩张带来大幅增长》

2006/02/12

分 析 师
 周 焕
 (0755) 8249 2072
 zhoushuan@lhqz.com

经营预测与估值

	2004A	2005A	2006E	2007E
主营收入 (百万元)	1833.85	2308.94	3667.16	3740.50
主营利润 (百万元)	488.17	534.89	888.41	943.60
净利润 (百万元)	142.99	127.72	243.69	255.20
增长率 (%)	-2.93	-10.68	90.80	4.72
EPS (元)	0.149	0.133	0.253	0.265
净资产收益率 (%)	6.67	5.87	6.80	7.90

NET EARNINGS

■ 公司 05 年实现主营业务收入 23.09 亿元，净利润 1.28 亿元，EPS0.1327 元。分季度看，四季度毛利率达 25.53%，高出三季度 2.14 个百分点，为年内最高水平。而往年四季度由于是淡季，毛利率都低于三季度。这与我们调研了解到的去年四季度水泥销售价升量增的情况相符。

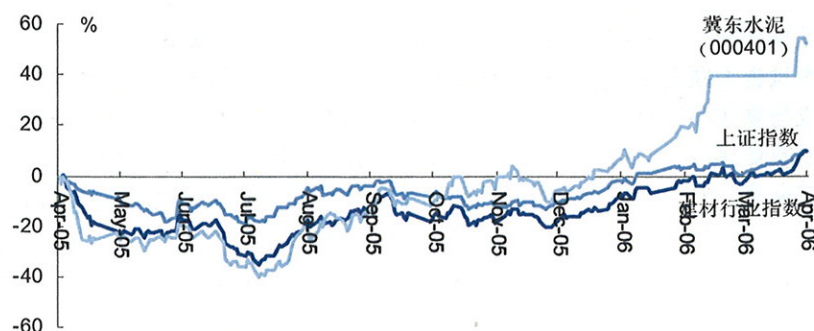
■ 正如我们在前期报告中提示的，公司计提了对河北证券股权和债权投资总计 1200 万元的减值和坏账准备，影响 EPS0.012 元，若不考虑该因素，则和我们前期的预测基本吻合。

■ 子公司冀东水泥三友公司 04 年盈利 843 万元，而 05 年亏损 1081 万元，主要原因是 05 年产品以出口为主，为占领市场执行低价策略。公司已经意识到这种“赔钱赚吆喝”的经营模式不可持续，目前出口价格已经上调，估计今年三友公司可以扭亏。

■ 辽阳 2500T/D 和内蒙古 5000T/D 熟料生产线已按计划投产，为公司今年业绩增长提供了有力保障。涇阳公司 5000T/D 的熟料生产线和内蒙古亿利公司 120 万吨/年电石废渣水泥生产线已开始建设，预计将于 07 年初投产，届时公司水泥产能将达到 2100 万吨左右，比 06 年增长约 17%，业绩继续提升。

■ 维持对公司 06、07 年的业绩预测和“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现 - 2006/04/11



冀东水泥(000401)年度分析报告

高毛利率不抵高期间费用率

周德昕 建材行业 研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: zdx@gf.com.cn

第四季度毛利率继续回升

05 年第一季度开始, 公司单季毛利率开始回升, 这与全国水泥行业 2005 年利润逐月回升是一致的。但由于 2005 年水泥市场平均价格仍然低于 2004 年, 公司 05 年毛利率仍同比 04 年下降 3.5 个百分点。

“三北”战略扩张带动主营利润增长 9.42%

公司实施三北扩张战略, 水泥产能近几年快速增长。2005 年公司生产水泥 1042 万吨, 同比增长 26%; 生产熟料 940 万吨, 同比增长 34%; 但在 05 年价格和毛利率同比 04 年下降的背景下, 主营业务利润实现 53489 万元, 同比 2004 年仅增长 9.42%。

高期间费用吞噬利润, 税收优惠和补贴收入依赖度强

05 年收入和主营利润均同比 04 年增长 9% 以上, 毛利率高于华新、天山, 但高期间费用率使公司净利润同比 04 年下降 10%, 而且补贴收入占利润总额高达 58%, 实际所得税率持续下降到 14.5%。

估值及建议

考虑冀东 2006 年 ROE 仅 7.8% 和 10 送 3.2 股, 我们认为冀东水泥目前估值水平基本合理, 另外海德堡能否入主对公司估值影响较大。

预测及评估

	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入(百万元)	1,833.85	2,308.94	2930.40	3465.60	3828.00
EBITDA(百万元)	519.74	623.55	755.04	864.42	956.93
净利润(百万元)	142.99	127.73	204.65	267.74	325.14
净利润增长率	-2.93%	-10.68%	60.22%	30.83%	21.44%
每股收益(元)	0.149	0.133	0.213	0.278	0.338
市盈率	23.50	23.44	16.52	12.62	10.40
市净率	1.57	1.38	1.24	1.13	1.02
EV/EBITDA	11.46	7.64	4.48	3.91	3.53
每股红利(元)	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	2.87	0.00	2.85	2.85	2.85

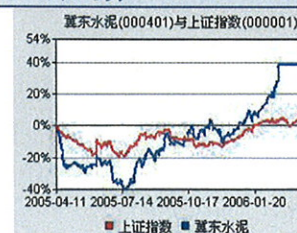
来源: 冀东报表, 广发证券发展研究中心 注: 按 10 送 3.2 除权后价格计算

公司评级

持有

当前价格(元)	4.70
目标价格(元)	4.60
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.85%	43.29%	54.31%
上证综指	14.31%	18.30%	10.42%

股票数据

总股本(万股)	96,277.06
流通 A 股(万股)	35,093.53
主要股东:	
河北省冀东水泥集团有限责任公司	
主要股东持股比例	62.93%
流通 A 股比例	36.45%

财务比率

ROE	5.87%
ROA	1.94%
资产负债率	63.54%
每股净资产(元)	2.26

买入 维持

G 冀东 (000401)

2006 年 8 月 8 日

利润增长符合预期

建材行业分析师: 傅梅望

fumw@htsec.com

021-63411382

主营业务保持快速增长。2006 年 1—6 月, 公司销售水泥及熟料 742.98 万吨, 实现主营业务收入 12.33 亿元, 主营业务利润 3.05 亿元, 同比分别增长 15.10% 和 24.31%; 实现净利润 7529 万元, 较去年同期增长 61.02%。在水泥行业整体景气状况仍然较差的情况下, 公司取得上述业绩已属不易, 基本符合公司年初的增长计划。

毛利率同比提升 2.67 个百分点。2006 年 1—6 月水泥业务收入毛利率达到 24.46%, 同比增加 2.67 个百分点。毛利率提升是盈利大幅增长的关键, 从而使得利润增长快于收入增长。必须指出, 公司在上半年水泥销售价格略有下滑的情况下实现毛利率提高很不容易, 毛利率的提高主要依赖于生产成本的降低, 通过提高能源利用率显著降低了生产成本。公司上半年吨水泥生产成本降低至 170 元左右, 较 2005 年的 190 元降低了 10%。

公司“三北”战略布局基本完成, 规模效益和区域优势开始显现。我们预计公司所在区域“十一五”期间固定资产投资将高速增长。华北地区环渤海经济圈的发展, 尤其是天津滨海新区、唐山曹妃甸工业区各项目陆续开工。这些地区“十一五”期间将进行大规模基础设施建设, 固定资产投资增速将高于全国平均水平, 为公司水泥产品带来巨大需求。此外, 北京奥运场馆建设亦将给公司盈利带来正面影响。

下半年利润将高于上半年。预计 2006 年下半年水泥产量将高于上半年, 全年水泥产量在 1600 万吨左右。相应地, 公司下半年利润亦将显著高于上半年。

维持盈利预测与“买入”评级。我们维持前期的盈利预测, 公司 2006 年、2007 年、2008 年 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元、0.35 元, 考虑公司的成长性, 目前估值偏低, 因此我们维持“买入”评级。

主要不确定因素。水泥行业尽管有所复苏但仍然处于底部, 毛利率小幅波动可能导致净利润较大幅度的波动。

G冀东 (000401)

冀东水泥更新报告

✍ 杨昕

☎ 21-62580818-144

✉ yangxin@gtjas.com

本报告导读:

- 市场需求旺盛, 经营形势良好;
- 大规模新建产能计划为满足重大工程建设需求;

投资要点:

- 公司上半年实现主营业务 12.33 亿元, 同比增长 24.31%。实现净利润 7529.42 亿元, 同比增长 61.02%。
- 上半年公司销售形势大好, 共销售水泥及熟料 742.98 万吨, 公司产品在华北地区处于供不应求的情况。京津塘区域重大工程建设、淘汰小水泥进程加快, 当地政府扶持大企业及自身品牌的竞争优势都促成了公司产品销售的提升。
- 上半年水泥销售价格有所提升, 尤其在华北地区表现明显 (例如本部 P425 水泥现挂牌价格为 310, 而年初为 270 左右), 东北地区由于受到价格战的影响, 当期出现了亏损。公司上半年整体销售毛利率为 24.7%, 同比提高了 1.83 个百分点。
- 上半年公司华北地区销售收入增长为 26.5%, 东北地区增长仅 0.86%, 西北地区增长 10.84%。未来几年公司主要增长依旧以华北地区为主, “三北” 战略布局初步完成后, 在西北和东北的产能扩张将趋缓。
- 为满足京津唐地区对水泥的旺盛需求, 公司计划新建四条 4000T/D 生产线, 地点选在丰润本部和三友 (已经获得河北省发改委的批准)。第一条生产线计划在 07 年 8 月 1 日点火。四条线将形成水泥产能 1000 万吨, 主要是为了满足曹妃店等重点工程的需求。四线建成后, 公司可以达到 3400 万吨/年的水泥产能;
- 曹妃店开发尚处于初期阶段, 现主要是首钢项目和铁矿石码头项目的建设, 当前对水泥需求不大 (公司供应 90% 的水泥), 但未来曹妃店和滨海新区的持续开发, 都将产生大量的水泥需求。公司在该地区市场份额最大, 产品具有明显的竞争优势, 也能得到地方政府的扶持。
- 预期公司 06、07 年 EPS 分别为 0.19 和 0.28 元。以 PE 估值 15-17 倍来计算, 合理价格应该在 4.3-4.5 元, 维持谨慎增持建议。

财务摘要 (百万元)	2003	2004	2005	2006E	2007E
主营收入	1,424	1,834	2,309	2,754	3,498
(+/-)%	28.1%	28.8%	25.9%	19.3%	27.0%
经营利润 (EBIT)	229	195	190	253	383
(+/-)%	28%	-15%	-2%	33%	52%
净利润	147	143	128	184	274
(+/-)%	39%	-3%	-11%	44%	49%
每股净收益 (元)	0.15	0.15	0.13	0.19	0.28
每股股利 (元)	0.10	0.10	-	0.10	0.14

利润率和估值指标	2003	2004	2005	2006E	2007E
经营利润率 (%)	16%	11%	8%	9%	11%
净资产收益率 (%)	9%	7%	6%	8%	11%
投入资本回报率 (%)	5%	4%	3%	4%	5%
EV/EBITDA	12.4	12.7	11.1	8.7	6.8
市盈率	22.5	23.2	26.0	18.1	12.1
股息率 (%)	2.90%	2.90%	2.90%	0.00%	2.77%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥4.30

上次预测: -

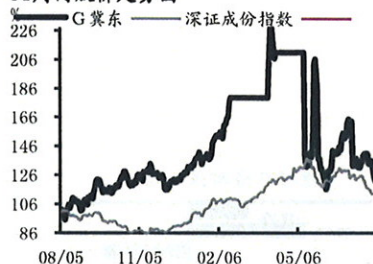
当前价格: ¥3.67

2006.08.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.25 ~ 4.85
总市值 (百万元)	3,533
总股本/流通 A 股 (百万股)	963/463
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.48
日均成交量 (百万股)	3.6
日均成交值 (百万元)	13.0

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-19.9	-38.3	28.6
相对指数	-10.2	-33.7	3.8

NET EARNINGS