

冀东水泥

中报基本符合预期；下半年看基建投资和京津冀规划

业绩预览

2014年上半年亏损 1.7-1.8 亿元，同比多亏 0%-10%

冀东水泥预告 2014 年上半年亏损 1.66~1.83 亿元，对应每股亏损 0.12-0.14 元，同比多亏 0%-10%，基本符合预期；其中 1Q 亏损 0.32 元/股，2Q 盈利 0.18-0.19 元/股，同比增长 4%-11%。

关注要点

上半年销量预计两位数增长，下半年增速回落。公司 1Q 销量同比增长 28%，预计 2Q 仍将实现两位数增长，上半年增长 10%-20%。1-5 月京津冀 FAI 同比增速持续回落至 13.5%，较去年同期低 3.7 个百分点，水泥产量同比下滑 14.1%；但由于淘汰小粉磨站对熟料用量的提升，熟料产量同比增长 21%。冀东在京津冀产能占总产能 40% 左右，是带动上半年产销量提升的重要原因。然而淘汰终端扭转需求的下滑，5 月京津冀水泥产量跌幅扩大至 19%，熟料产量则回落至仅同比持平，预计公司下半年销量增速将继续回落。

二季度吨毛利预计同比基本持平。公司当前的水泥价格预计比去年同期低 20 元/吨左右，考虑到二季度煤炭价格下跌约同比降低单位成本 9 元/吨，以及销量上升摊薄固定成本，我们预计今年二季度的吨毛利同比基本持平。

投资收益下降。公司预告投资收益同比下降，投资收益主要来自陕西的参股公司泾阳、扶风以及唐山混凝土等。今年二季度西安地区水泥价格同比下跌接近 40 元/吨，预计造成泾阳和扶风公司盈利下降，拖累投资收益下滑。

京津冀供需压力增大价格下跌，下半年看基建对冲，长期看京津冀规划。短期产能淘汰难抵需求的下滑，6 月中旬以来，石家庄熟料下跌 20-30 元/吨至 200-210 元/吨，唐山熟料打破了维持一年的旺季 230 元/吨的平台，下跌至 190-200 元/吨，当前价格比去年同期低 40 元/吨。河北出台 1.2 万亿投资计划，基建投资对冲地产的下滑，关键看执行；长期则期待京津冀规划提升水泥需求。

估值与建议

基于京津冀地区价格下跌的影响，**下调 14 年盈利预测 12% 至 5.35 亿元，对应 0.40 元/股；**维持 15 年盈利预测。下半年河北地区万亿投资计划对冲房地产投资下滑的效果仍待观察；京津冀一体化规划决定长期需求空间，静待政策出台。当前股价下，冀东对应 14 年的 P/B 为 0.9x，**我们维持“中性”的评级和目标价 8.8 元。**

风险

政策放松超预期，下半年投资大幅回升。

柴伟

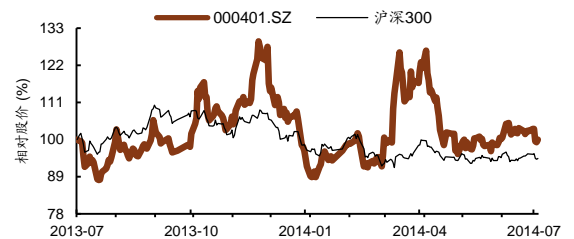
分析员
wei.chai@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513110003

丁玥

分析员
yue.ding@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080001

维持中性

股票代码	000401.SZ
最新收盘价	人民币 7.93
目标价	人民币 8.80
52 周最高价/最低价	人民币 10.34-6.90
总市值(亿)	人民币 107
30 日日均成交额(百万)	人民币 69.55
发行股数(百万)	1,348
其中：自由流通股(%)	24
30 日日均成交量(百万股)	8.53
主营业务	建材



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	14,613	15,711	17,204	18,586
增速	-7.1%	7.5%	9.5%	8.0%
净利润	180	344	535	806
增速	-88.2%	91.2%	55.4%	50.6%
每股净利润	0.13	0.26	0.40	0.60
每股净资产	8.64	8.83	9.13	9.63
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
每股经营现金流	0.71	0.90	1.10	1.27
市盈率	59.3	31.0	20.0	13.3
市净率	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.5	10.0	9.4	8.4
股息收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
平均总资产收益率	0.5%	0.8%	1.2%	1.9%
平均净资产收益率	1.6%	2.9%	4.4%	6.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



图表 1: 2014 年盈利预测调整

	2014E		
	调整前	调整后	变动 %
产品销量 (万吨)	7,480	7,480	-
平均价格 (元/吨)	233	230	↓1.3%
单位成本 (元/吨)	171	171	-
吨水泥毛利 (元/吨)	62	59	↓4.8%
吨水泥净利 (元)	8	7	↓11.9%
毛利率 (%)	26.8%	25.8%	↓1.0%
销售收入 (百万元)	17,428	17,204	↓1.3%
净利润 (百万元)	607	535	↓11.9%
净利润率 (%)	2.8%	2.4%	↓0.4%
每股收益 (元)	0.45	0.40	↓11.9%

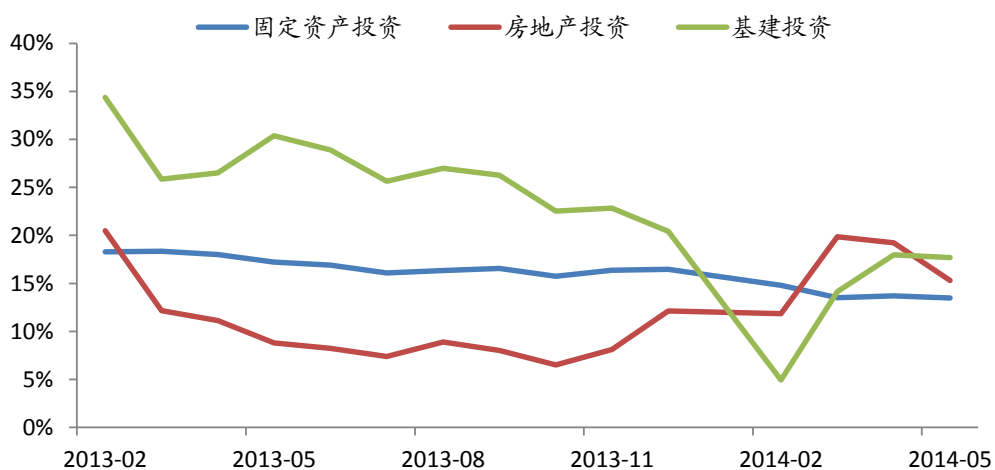
资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 2: 主要盈利预测假设

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
产品销量 (万吨)	2,956	4,500	5,793	5,893	6,693	7,480	7,909
(+/-%)	43.3%	52.2%	28.7%	1.7%	13.6%	11.8%	5.7%
平均价格 (元/吨)	235	246	272	248	235	230	235
(+/-%)	6.0%	4.8%	10.4%	-8.7%	-5.3%	-2.0%	2.2%
单位成本 (元/吨)	160	168	188	189	175	171	171
(+/-%)	1.4%	4.8%	12.0%	0.6%	-7.6%	-2.5%	0.0%
吨水泥毛利 (元)	74	78	83	59	60	59	64
毛利率 (%)	31.7%	31.7%	30.7%	23.7%	25.5%	25.8%	27.4%
销售收入 (百万元)	6,938	11,064	15,728	14,613	15,711	17,204	18,586
净利润 (百万元)	984	1,398	1,525	180	344	535	806
净利润率 (%)	15.3%	14.2%	10.1%	0.9%	1.3%	2.4%	3.8%
每股收益 (元)	0.73	1.04	1.13	0.13	0.26	0.40	0.60
吨水泥净利 (元)	33	31	26	3	5	7	10

资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

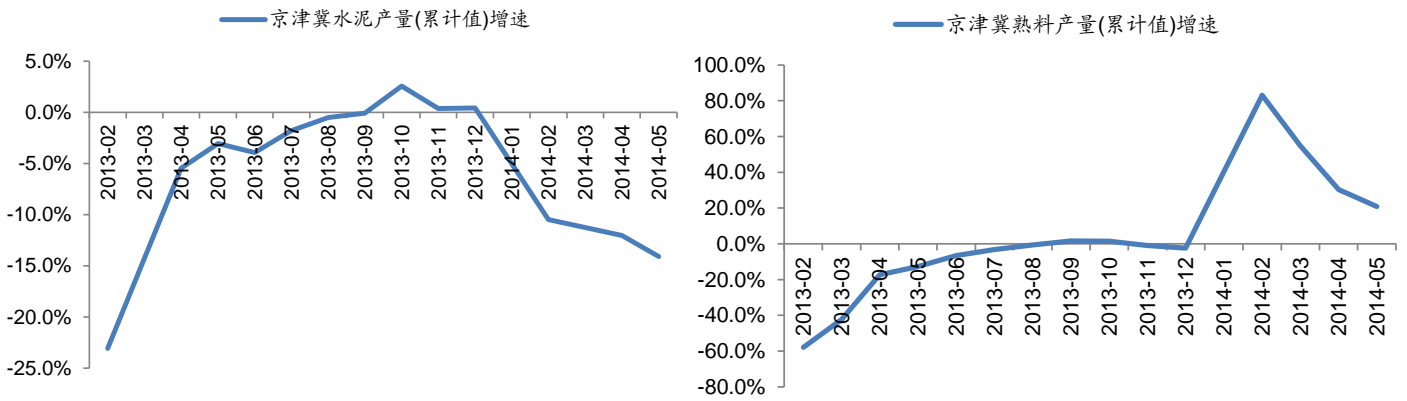
图表 3: 京津冀地区固定资产投资同比增速



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

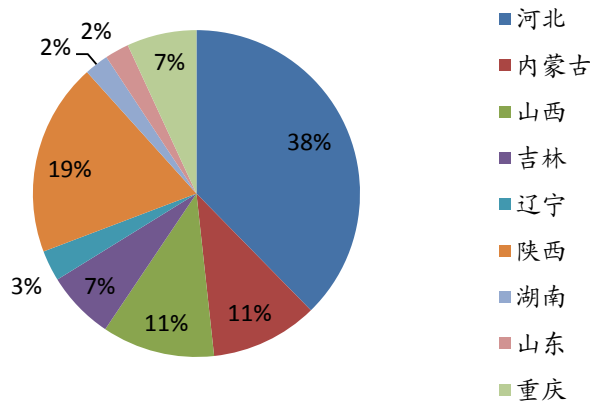


图表 4: 京津冀地区水泥和熟料产量增速



资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

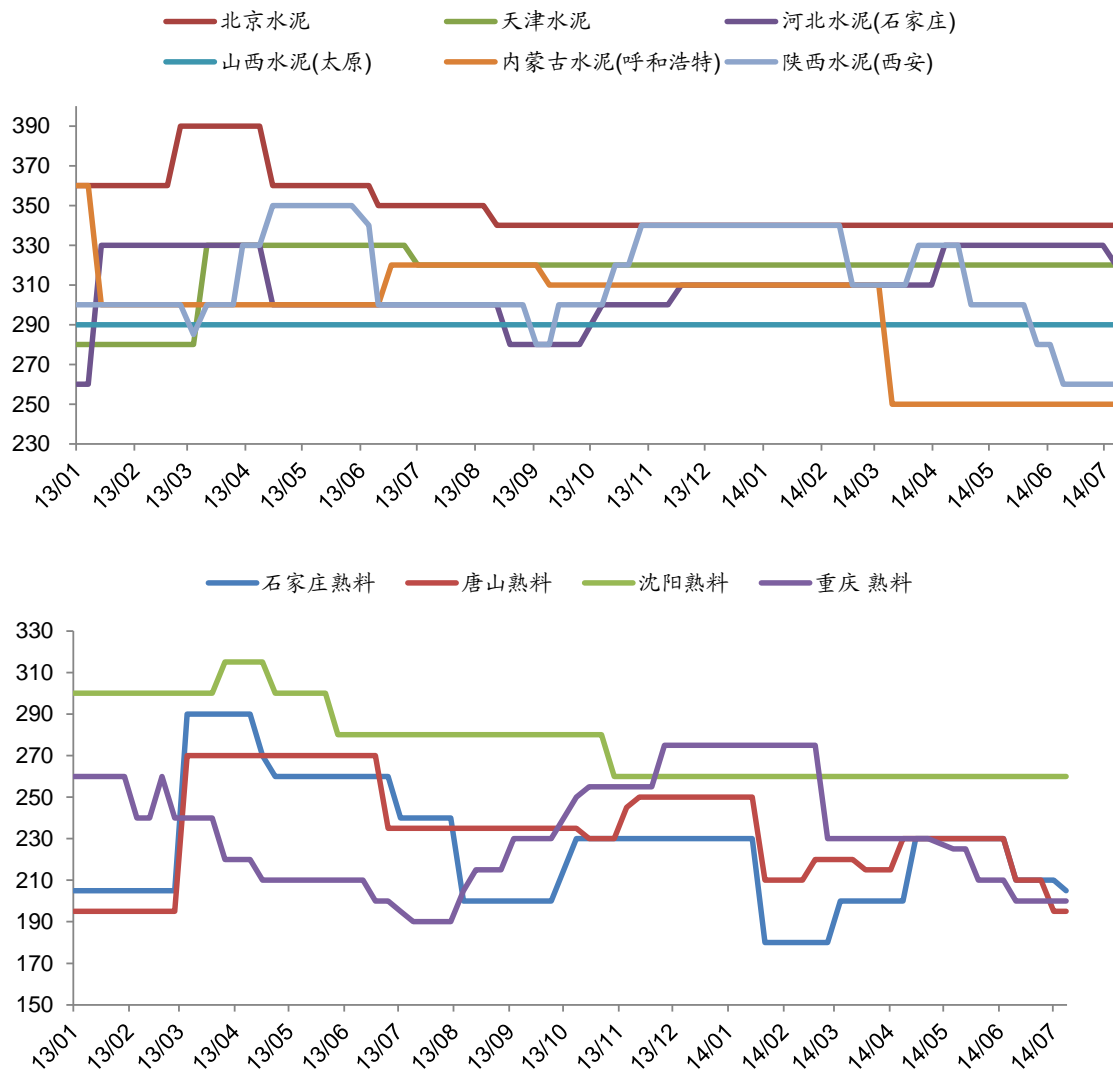
图表 5: 冀东水泥熟料产能区域分布



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 6: 冀东水泥主要产能区域水泥(P042.5 散,元/吨)和熟料价格走势(元/吨)



资料来源: 数字水泥网, 中金公司研究部

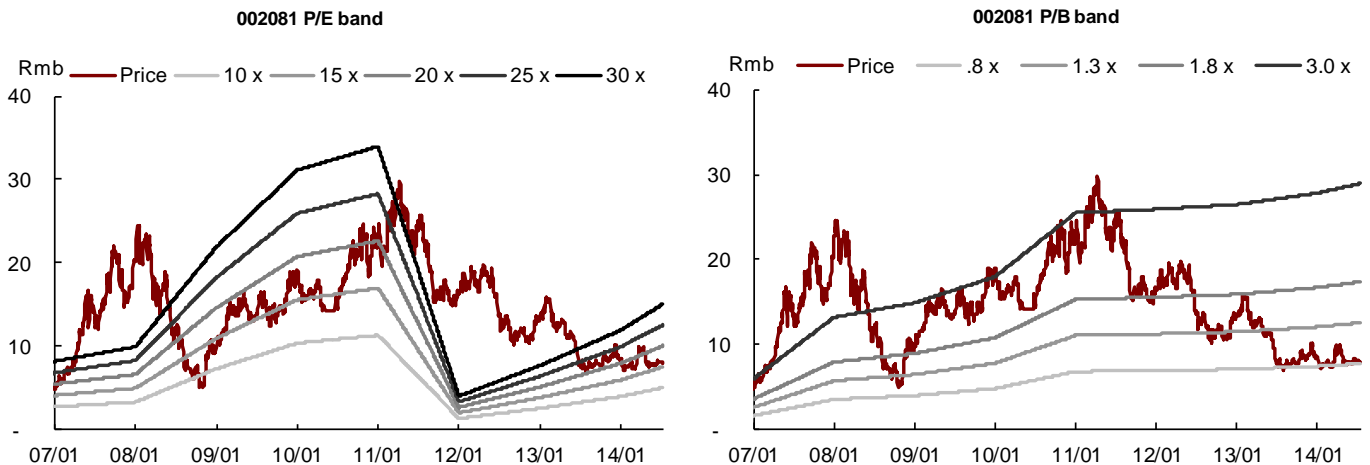


图表7: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 14/7/13	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
600585.CH	海螺水泥	CNY	16.5	13.8	9.3	7.8	7.1	1.8	1.6	1.3	1.2	9.8	6.7	5.6	5.3
000401.CH	冀东水泥	CNY	7.9	59.3	31.0	20.0	13.3	0.9	0.9	0.9	0.8	12.5	9.5	7.6	6.7
600801.CH	华新水泥	CNY	6.8	18.4	8.7	7.7	7.0	1.3	1.2	1.0	0.9	8.0	5.1	4.3	4.0
600720.CH	祁连山	CNY	6.5	28.9	10.8	8.1	7.0	1.4	1.2	1.1	1.0	11.9	6.1	5.1	4.5
000786.CH	北新建材	CNY	14.4	12.2	9.1	7.6	6.6	2.3	1.9	1.6	1.4	8.5	6.6	5.5	4.6
002302.CH	西部建设	CNY	10.8	17.2	13.7	10.8	8.5	2.3	1.6	1.4	1.2	9.1	7.5	6.1	5.2
中金覆盖A股平均值				25.0	13.8	10.3	8.3	1.7	1.4	1.2	1.1	10.0	6.9	5.7	5.1
中金覆盖A股中位数				17.8	10.0	8.0	7.1	1.6	1.4	1.2	1.1	9.5	6.7	5.5	4.9
600449.CH	宁夏建材	CNY	7.5	58.5	13.6	11.0	8.7	0.9	0.9	0.8	0.8	8.7	n.a	6.5	6.4
000877.CH	天山股份	CNY	6.0	16.5	n.a	14.0	8.5	0.8	n.a	0.8	0.7	10.3	n.a	9.0	7.6
000789.CH	江西水泥	CNY	9.0	19.3	n.a	6.5	5.5	2.2	n.a	1.4	1.2	7.3	n.a	4.1	3.6
002233.CH	塔牌集团	CNY	6.2	27.5	13.5	9.2	8.0	1.6	n.a	1.3	1.1	7.8	n.a	5.0	4.7
601992.CH	金隅股份	CNY	5.6	9.0	8.7	6.5	5.5	1.2	1.0	0.9	0.8	8.4	9.5	7.7	6.8
600881.CH	亚泰集团	CNY	3.7	17.8	11.9	9.7	7.7	0.9	n.a	n.a	n.a	15.1	10.9	10.0	9.0
000885.CH	同力水泥	CNY	5.6	16.2	n.a	12.9	11.2	1.6	n.a	1.4	1.3	5.9	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				154.5	13.3	15.6	11.9	19.1	6.1	1.3	1.1	58.6	11.5	6.9	6.1
A股市场中位数				27.5	11.9	10.8	8.5	1.8	1.2	1.3	1.1	10.3	7.5	6.1	5.3
914.HK	海螺水泥	HKD	28.6	19.2	12.6	10.6	9.4	2.5	2.1	1.8	1.5	7.1	5.0	4.2	3.9
3323.HK	中国建材	HKD	7.1	5.5	5.2	4.5	4.0	1.0	0.8	0.7	0.6	4.6	3.4	2.6	2.5
1313.HK	华润水泥	HKD	5.2	14.6	10.2	9.0	8.2	1.6	1.4	1.2	1.1	9.8	7.8	6.0	5.7
中金覆盖H股平均值				13.1	9.3	8.0	7.2	1.7	1.4	1.2	1.1	7.1	5.4	4.3	4.0
中金覆盖H股中位数				14.6	10.2	9.0	8.2	1.6	1.4	1.2	1.1	7.1	5.0	4.2	3.9
1893.HK	中材股份	HKD	1.4	9.0	8.5	6.5	5.8	0.4	0.4	0.3	0.3	6.5	5.1	4.6	4.3
2009.HK	金隅股份	HKD	5.2	6.1	5.9	5.1	4.6	0.8	0.8	0.6	0.5	6.8	6.6	5.6	5.1
691.HK	山水水泥	HKD	2.7	4.0	5.8	5.6	4.8	0.7	0.7	0.6	0.5	4.5	4.6	4.4	4.0
2233.HK	西部水泥	HKD	0.8	7.6	6.9	6.5	4.6	0.6	0.6	0.5	0.5	4.9	3.9	3.9	3.2
H股市场平均值				9.4	7.9	6.8	5.9	1.1	1.0	0.8	0.7	6.3	5.2	4.5	4.1
H股市场中位数				7.6	6.9	6.5	4.8	0.8	0.8	0.6	0.5	6.5	5.0	4.4	4.0
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	77.5	41.0	22.7	17.7	14.2	1.5	1.4	1.5	1.4	9.1	9.6	9.0	7.9
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	59.8	39.4	17.6	14.8	11.8	0.9	0.9	0.9	0.9	8.0	8.0	7.9	7.1
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	62.8	49.4	27.8	21.2	15.4	1.2	1.1	1.2	1.1	8.8	9.4	9.4	8.3
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	18.7	25.0	32.2	22.3	16.4	1.3	1.2	1.4	1.3	10.5	11.5	9.8	8.4
IT IM equity	意大利水泥	EUR	6.5	n.a	n.a	282.6	30.4	0.7	0.6	0.7	0.7	8.9	9.1	8.5	7.3
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,424.7	25.3	26.4	24.7	20.0	3.6	3.4	3.2	3.0	10.6	15.3	13.6	10.8
其他市场平均值				36.0	25.3	63.9	18.0	1.5	1.5	1.5	1.4	9.3	10.5	9.7	8.3
其他市场中位数				39.4	26.4	21.8	15.9	1.2	1.2	1.3	1.2	9.0	9.5	9.2	8.1

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表8: 历史的 P/E 和 P/B Band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013

编辑：赵静



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



CICC
中金公司

