

冀东水泥 (000401.SZ)

水泥 III

昔日翘楚迎来新机遇

■ **投资要点:** 公司水泥业务主要布局华北地区, 水泥供需状况差, 价格底部区域, 我们认为未来存在小企业被淘汰及并购重组空间, 业绩弹性较大。催化剂源于京津冀一体化政策及国企改革。2015 年投资收益带来公司业绩高速增长。

■ **华北地区水泥底部区域, 京津冀一体化带来曙光:** 华北地区经历了 2012-2014 年需求低迷、盈利水平差的底部区域, 小企业生存状况恶劣, 目前已经出现了寻求被大企业并购的迹象。我们认为京津冀一体化政策将从需求拉动与环保趋严的供给收缩两方面助力华北地区供需状况改善, 看好水泥价格向上空间及公司盈利弹性。

■ **国企改革空间较大, 投资收益助力业绩高增长:** 公司控股股东冀东发展作为唐山市国资委的直属企业, 近年来在降成本方面取得了较好的成效, 但仍有改善空间。随着河北省国企改革政策的落地, 公司在管理层激励、资产注入等方面具备国企改革空间。同时, 公司受到产业资本青睐, 海螺水泥、新天域资本为公司的第二、第三大股东, 成本价约为 14 元, 显示出对公司发展的信心。公司参与秦岭水泥重组与亚泰集团定增, 预计均于 2015 年完成, 贡献投资收益 14.1 亿元, 带来公司业绩高速增长。

■ **投资建议:** 买入-A 投资评级, 6 个月目标价 18 元。我们预计公司 2014 年-2016 年的净利润增速分别为-85%、1880%、-58%, 考虑到公司京津冀一体化及国企改革催化, 华北地区水泥基本面具备底部反转空间, 调高公司评级至买入-A, 6 个月目标价 18 元。

■ **风险提示:** 京津冀一体化低于预期、国企改革低于预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,613.3	15,710.7	16,496.3	18,145.9	21,775.1
净利润	180.2	344.4	50.2	993.0	415.4
每股收益(元)	0.13	0.26	0.03	0.65	0.27
每股净资产(元)	8.64	8.83	8.22	9.03	9.30

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	90.8	47.5	361.0	18.6	44.5
市净率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.3	1.3
净利润率	1.2%	2.2%	0.3%	5.5%	1.9%
净资产收益率	1.0%	1.4%	0.4%	6.3%	2.6%
股息收益率	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.2%	1.9%	1.7%	6.7%	4.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

18.00 元

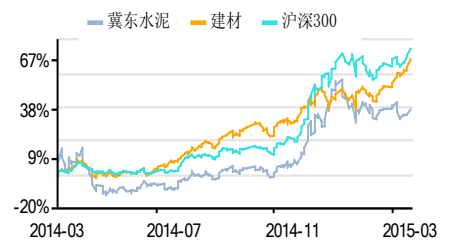
股价 (2015-03-18)

13.35 元

交易数据

总市值 (百万元)	16,358.93
流通市值 (百万元)	16,353.62
总股本 (百万股)	1,347.52
流通股本 (百万股)	1,347.09
12 个月价格区间	7.59/13.37 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.48	-1.13	-22.23
绝对收益	2.19	10.67	53.09

孙明新

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515010001
sunmx@essence.com.cn
010-66581752

相关报告

冀东水泥: 投放产能未能如期释放:2012 年中期业绩点评	2012-08-23
冀东水泥: 中期业绩低位超预期	2012-07-09
冀东水泥: 一季度业绩亏损超预期	2012-04-16

目录

目录.....	2
1. 投资要点.....	3
2. 华北地区水泥底部区域，京津冀一体化带来曙光.....	3
2.1. 失落的三年：2012-2014.....	3
2.1.1. 08年后产能集中投放，过剩严重.....	3
2.1.2. 水泥价格最低，企业盈利水平差.....	4
2.1.3. 小企业众多，冀东金隅难现协同.....	5
2.2. 曙光初现：京津冀一体化战略.....	6
2.2.1. 需求有望受益基建投资.....	7
2.2.2. 环保趋严利于水泥行业产能淘汰.....	8
2.3. 机遇渐近：待从头，收拾旧山河.....	8
2.3.1. 今日黯淡难掩昔日辉煌.....	8
2.3.2. 整合机遇初现.....	9
3. 国企改革空间较大，投资收益助力业绩高增长.....	10
3.1. 产业资本青睐.....	11
3.2. 苦练内功，艰辛的降成本之路.....	12
3.3. 投资收益，2015年高增长无虞.....	13
4. 盈利预测及投资评级.....	14

表目录

表1：华北地区产能集中度.....	5
表2：2014年末华北地区产能情况.....	6
表3：京津冀一体化相关政策.....	6
表4：2014年我国城市污染排名.....	8
表5：公司参与秦岭水泥重组历程.....	13

1. 投资要点

公司主营业务为水泥、熟料的生产，熟料生产线主要分布在华北、东北、西北地区，公司内部将水泥布局区域划分为冀东大区、冀中南大区、山西大区、内蒙大区、吉林大区、辽宁大区、陕西大区，其中熟料产能华北地区占了近60%。截止至2014年末，公司水泥产能12500万吨，熟料产能7000万吨，产能投放集中在2008-2010年。

图 1：冀东水泥熟料产能分布



数据来源：卓创资讯、安信证券研究中心

图 2：冀东水泥历年水泥产能



数据来源：卓创资讯、安信证券研究中心

华北地区自2008年以来新增产能大量投放，产能过剩严重，2012年之后需求大幅下滑，水泥价格一蹶不振，经历了2012-2014年失落的三年，企业盈利能力差。我们认为京津冀一体化政策自2014年起开始提速，2015、2016年有望实现政策落地，其中交通、环保一体化将带来水泥供需面的变化，拉动河北省基础设施建设，以及促进小粉磨站的淘汰。

公司控股股东冀东发展作为唐山市国资委的直属企业，近年来在降成本方面取得了较好的成效，但仍有改善空间。随着河北省国企改革政策的落地，公司在管理层激励、资产注入等方面具备国企改革空间。同时，公司受到产业资本青睐，海螺水泥、新天域资本为公司的第二、第三大股东，成本价约为14元，显示出对公司发展的信心。

公司参与秦岭水泥重组与亚泰集团定增，我们按照秦岭水泥价格11元来计算，初步预估秦岭水泥重组为公司带来投资收益8.9亿元。不考虑会计核算方式，我们计算公司参与亚泰集团定增获得的投资收益，按照亚泰集团股价9元来计算，预计公允价值变动收益5.3亿元。因此，我们预计公司2015年业绩大幅增长。

2. 华北地区水泥底部区域，京津冀一体化带来曙光

2.1. 失落的三年：2012-2014

2.1.1. 08年后产能集中投放，过剩严重

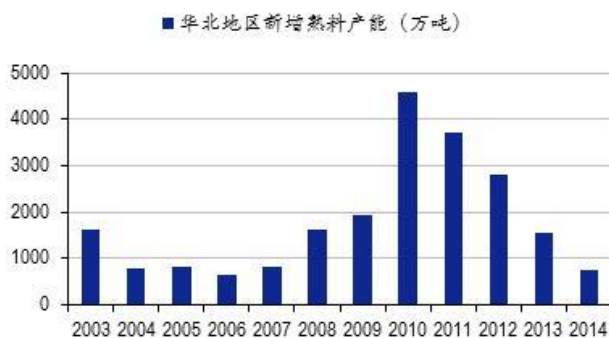
2008年后，随着4万亿投资的落地，华北地区水泥需求迎来了短暂的小高潮，2009-2011年水泥产量同比增速分别达到20%、21%、12%，但是在此期间，大量新增产能投放，尤其是2009年38号文之后，水泥生产线批文成为稀缺资源，出现了批文倒卖现象，小企业纷纷上马水泥产能。2009年之前华北地区新增熟料产能9000万吨，2009年之后新增熟料产能1.4亿吨。与此同时，水泥市场经历了需求下滑，2012年产量增速大幅下滑至-4%，产能过量投放与需求萎靡叠加，华北地区陷入2012-2014年失落的三年，产能利用率旺季都无法达到100%，水泥价格自2012年以来持续走低。

图 3: 华北地区水泥产量增速



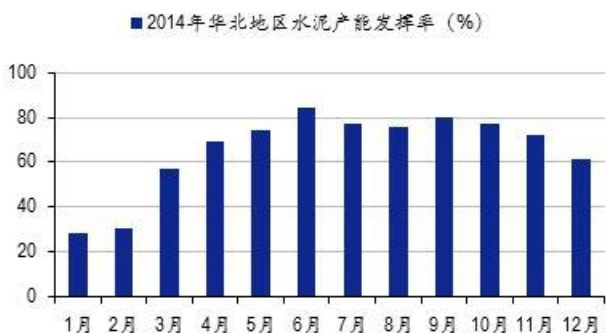
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 4: 华北地区新增产能情况



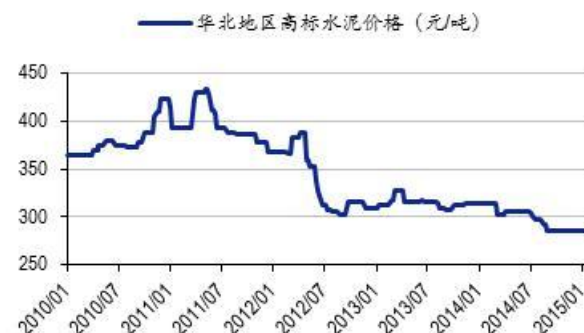
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 5: 华北地区产能利用率



数据来源: 水泥地理、数字水泥网、安信证券研究中心

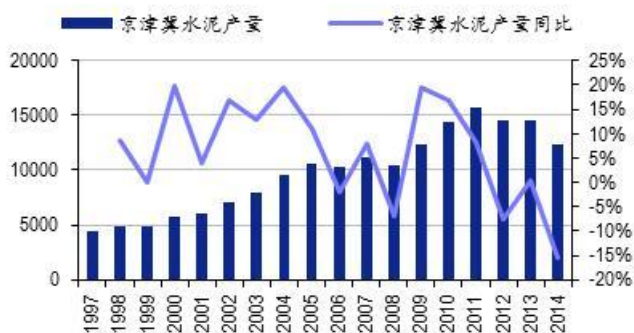
图 6: 华北地区高标水泥价格自 2012 年以来持续低迷



数据来源: 数字水泥网、安信证券研究中心

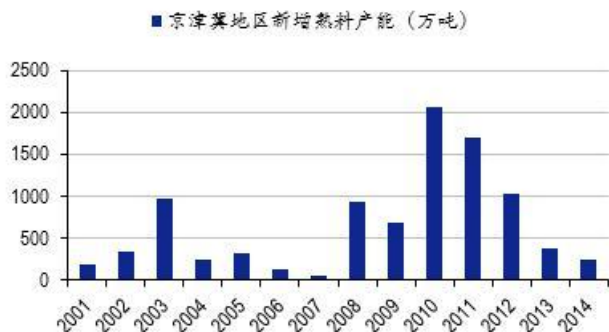
对于京津冀市场, 2008 年之前京津冀熟料产能 3934 万吨, 2009-2013 年新增产能 5862 万吨, 产能大量释放, 与华北地区类似, 2012 年之后京津冀地区同样经历了需求的下滑, 水泥价格低迷。

图 7: 京津冀水泥产量及同比



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 8: 京津冀地区新增熟料产能



数据来源: 水泥地理、安信证券研究中心

2.1.2. 水泥价格全国最低, 企业盈利水平差

横截面数据来看, 2014 年华北地区水泥价格已经降至全国最低水平, 每吨水泥价格低出东北地区近 100 元。冀东水泥 2009 年水泥吨净利达到 25 元, 2012 年以来水泥吨净利降

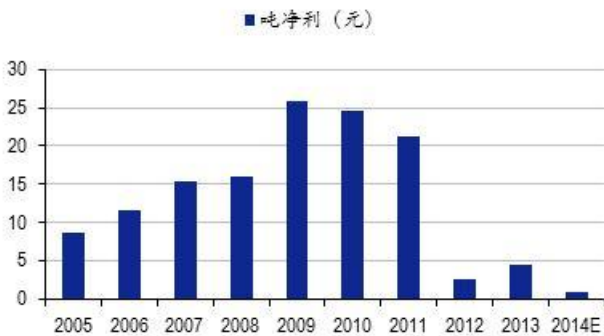
至 5 元以下的水平，金隅股份吨净利在 7 元左右徘徊，若除去增值税返还，企业水泥业务处于亏损状态，盈利水平差。除了冀东、金隅外，其他小企业没有规模优势，除了一些税务上缴不合规的大线之外，大部分小生产线只能靠增值税返还实现盈利。

图 9：华北地区水泥价格区域最低



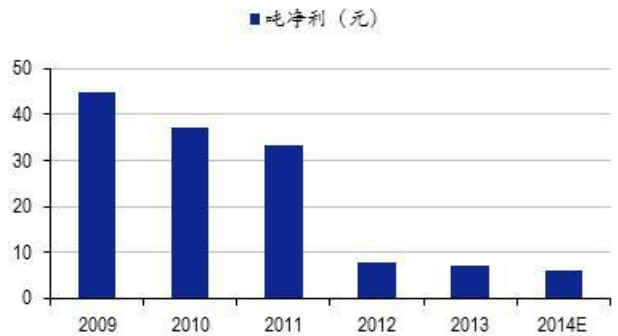
数据来源：数字水泥网、安信证券研究中心

图 10：冀东水泥近年来水泥吨净利情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：金隅股份近年来水泥吨净利情况



数据来源：金隅股份公告、安信证券研究中心

2.1.3. 小企业众多，冀东金隅难现协同

华北地区两大水泥巨头冀东水泥、金隅股份长期以来具备绝对优势的市场份额，2005-2010 年间两家企业大举扩张，通过新建和收购，产能规模占到区域内 60%。2010 年后，冀东、金隅在华北市场的市场占有率呈现下降，尤其是 38 号文件出台，大企业新增产能远低于很多中小企业产能的跨越式增长，金隅、冀东的市场地位下降。

在产能过剩及产能分散的大背景下，两家大企业难以实现协同，华北地区水泥价格向上弹性依赖于需求恢复背景下的并购重组及中小企业淘汰。

表 1：华北地区产能集中度

	合计	冀东	金隅	中联
-2000	34.01	34.01		
2001-2005	28.45	18.22	7.52	2.71
2006-2010	45.19	21.09	18.43	5.67
2011-2015	37.58	18.26	12.43	6.88

数据来源：水泥地理、安信证券研究中心

表 2: 2014 年末华北地区产能情况

集团	北京		天津		河北		山西		内蒙古		京津冀小计		
	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	比重(%)
地区合计	10	707	3	171	93	10,047	79	6,023	67	6,594	106	10,924	
金隅股份	9	614	2	140	20	2,372	4	310			31	3,125	28.6%
冀东水泥					22	2,740	6	673	6	682	22	2,740	25.1%
中联水泥					4	295	1	140	12	1,101	4	295	2.7%
曲寨集团					6	713					6	713	6.5%
武安新峰					3	391					3	391	3.6%
京兰水泥					2	310					2	310	2.8%
唐山启新					2	310					2	310	2.8%
蒙西水泥									8	899			
山水水泥							5	574	5	465			
东蒙水泥									3	301			
宁夏建材									3	295			
万展能源									3	344			
华润水泥							5	527					
威顿水泥							3	248					
龙头合计	9	614	2	140	59	7,130	24	2,471	40	4,086			
龙头占比	90%	87%	67%	82%	63%	71%	30%	41%	60%	62%			
TOP3 产能						5,825		1,773		2,682		6,578	
TOP3 占比						58%		29%		41%		60%	
TOP5 产能						6,526		2,331		3,491		7,279	
TOP5 占比						65%		39%		53%		67%	
单线企业 产能						2,452		2,492		1,761			
单线企业 占比						24%		41%		27%			
企业平均 规模		71		57		108		76		98			

数据来源: 卓创资讯、安信证券研究中心整理

2.2. 曙光初现: 京津冀一体化战略

京津冀一体化于 2001 年首次提出, 2006 年开始编制《京津冀都市圈区域综合规划》, 2010 年河北省提出将“环首都经济圈”定位为环京经济特区, 2011 年将“首都经济圈”写入国家“十二五”规划。

2014 年 2 月 26 日, 习近平在听取京津冀协同发展工作汇报的专题会上, 强调实现京津冀协同发展, 是面向未来打造新的首都经济圈、推进区域发展体制机制创新的需要, 是一个重大国家战略, 并从规划、机制、产业分工、空间布局、环境生态、交通网络和统一市场等 7 个方面提出了具体的要求, 将京津冀一体化上升为国家战略, 由此拉开了京津冀一体化新进程的序幕。

表 3: 京津冀一体化相关政策

时间	京津冀一体化相关规划
2004 年	京津冀地区经济发展战略研讨会在廊坊召开, 各地发改委达成了旨在推进“京津冀经济一体化”的“廊坊共识”

2005年	《北京城市总体规划》指出，积极推进环渤海地区经济合作，加强京津冀协调发展，形成北京、天津为中心的两小时交通圈
2006年	国家将京津冀一体化纳入了“十一五”规划，并开始编制《京津冀都市圈区域综合规划》
2010年	河北省提出将“环首都经济圈”定位为环京经济特区
2011年	将“首都经济圈”写入国家“十二五”规划，指出推进京津冀区域经济一体化发展，打造首都经济圈，推进河北沿海地区发展
2013年5月	习主席在天津进行为期两天的调研，提出谱写新时期社会主义现代化的京津“双城记”
2013年8月	习主席在北戴河主持研究河北发展问题，提出推动京津冀协同发展
2014年2月	习主席在北京专题听取京津冀协同发展工作汇报，从7个方面对京津冀协调发展提出新要求，标志着京津冀一体化进程迈上新台阶
2014年3月	李总理做政府工作报告，提出“要加强环渤海及京津冀地区经济协作”，“京津冀一体化”首次被写进政府工作报告
2014年8月	国土资源部副部长透露，国务院最近已成立“京津冀协同发展领导小组”以及相应办公室，张高丽担任组长
2014年11月	天津市滨海新区副区长透露，目前国务院已经将京津冀三个省市的定位基本上确定，目前的格局定位已经初步确立
2014年11月	交通部副部长透露，交通部正会同有关方面组织编制京津冀协同发展交通一体化规划，将建立京津冀交通一体化实施项目清单
2014年12月	京津冀协同发展工作推进会议26日在北京召开，研究《京津冀协同发展规划纲要》
2015年2月	习近平专题听取京津冀协同发展工作汇报
2015年3月	李克强在《政府工作报告》中指出，2015年要推进京津冀协同发展，在交通一体化、生态环保、产业升级转移等方面率先取得实质性突破

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

我们预计顶层设计方案《京津冀协同发展总规划》有望近期发布，同时我们对政府落实力度及执行力有信心。

2.2.1. 需求有望受益基建投资

京津冀一体化规划首推交通一体化，目前京津冀地区交通运输非常不均衡，河北的高速公路密度仅为北京的 1/2、天津的 1/3。预计到 2020 年，京津石三个城市相互间均有 3 条高速路线连接，环京津周边县(市、区)与京津之间至少有 1 条一级公路连接。与京津高速公路对接口分别达到 14 个、15 个。实现京津冀地区有 2 条以上高速公路直达京津冀港口群，基本实现货物运输的“无缝衔接”和旅客运输的“零距离换乘”，实现京津冀港口群一体化发展和机场群协同发展。基本建成智能化交通管理平台，电子政务核心业务信息化覆盖率达到 85%以上，实现京津冀交通管理平台一体化发展。交通一体化对基础设施建设投资提出了要求，有望带动水泥需求的增长。

图 12：京津冀一体化发展示意图



数据来源：互联网，安信证券研究中心

2.2.2. 环保趋严利于水泥行业产能淘汰

华北地区是我国污染最为严重的地区，2015年2月2日，环保部发布2014年重点区域和74个城市空气质量状况通报，2014年我国污染最严重的10个城市中，河北占据7席，其他如北京、天津、内蒙等地区空气质量状况较差。京津冀区域13个地级及以上城市，空气质量平均达标天数为156天，比74个城市平均达标天数少85天，达标天数比例平均为42.8%。

表 4：2014 年我国城市污染排名

排名	城市	排名	城市
1	保定	6	衡水
2	邢台	7	济南
3	石家庄	8	廊坊
4	唐山	9	郑州
5	邯郸	10	天津

数据来源：空气质量状况通报、安信证券研究中心

2013年12月27日，环保部联合质检总局发布了《水泥工业大气污染物排放标准氮氧化物排放标准将从现行的800毫克/立方米收紧到300毫克或400毫克，并被业内评价为水泥业“史上最严环保标准”。

2014年12月10日，国家标准化管理委员会官网公布：关于批准发布GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单的公告，修改单主要内容是取消32.5复合硅酸盐水泥。于2015年12月1日起正式实施。

标准的趋严有利于小的水泥生产线及小的水泥企业的淘汰，我们看好华北地区水泥行业的整合空间。

2014年初，石家庄、保定地区相继出现了粉磨站淘汰，自2014年元旦之后，鹿泉共拆除产能约为800-900万吨，平山拆除粉磨站产能800-900万吨，石家庄及保定地区的水泥价格都有了一定程度的提价，销量自3月中旬开始增长，运转率较高。同时从企业端草根调研的信息来看，各水泥厂不定期有环保部人员进驻，环保标准执行较好。我们认为河北地区粉磨站水泥产能还有很大的淘汰空间，主要体现在唐山、邢台等地区。

2.3. 机遇渐近：待从头，收拾旧山河

2.3.1. 今日黯淡难掩昔日辉煌

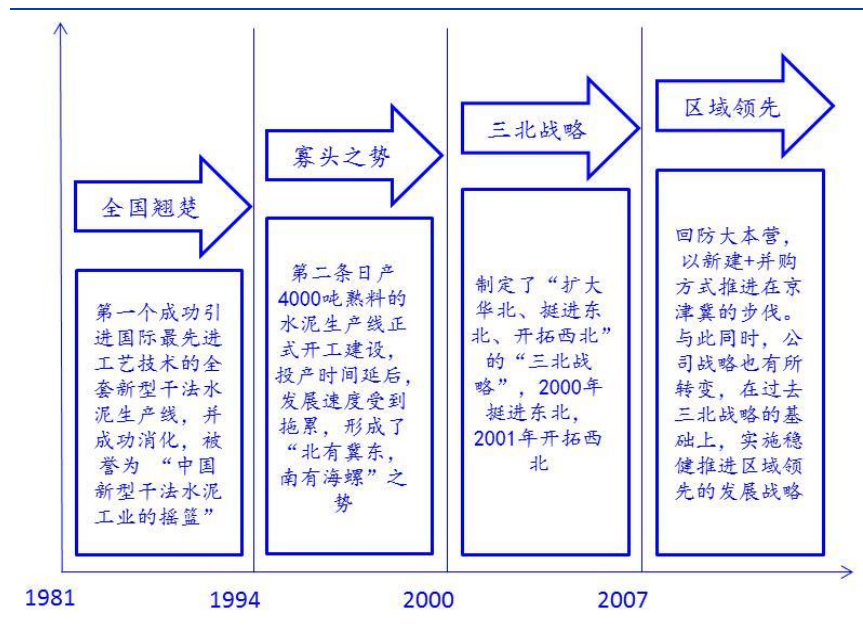
冀东水泥拥有辉煌的历史，于1981年第一个成功引进了当时国际最先进工艺技术的全套日产4000吨熟料新型干法水泥生产线，并且成功地消化了其生产工艺技术。该项目是国家“六五”期间重点项目之一，为中国新型干法水泥工业的发展起到了重要的示范和带动作用，也源于此，冀东水泥被誉为“中国水泥工业排头兵”和“中国新型干法水泥工业的摇篮”。

1994年11月，经国家批准，公司第二条日产4000吨熟料的水泥生产线正式开工建设。该生产线是国家“八五”科技攻关“十二条龙”项目之一，是国内第一条日产4000吨熟料新型干法水泥国产化示范线，填补了国内自行设计、制造、安装日产4000吨熟料新型干法水泥生产线的空白。但是由于技术方面的原因，该生产线投入资金加大，投产时间延后，拖累了冀东的发展速度。即便如此，冀东仍然保持了水泥行业巨头地位，在中国水泥业形成了“北有冀东，南有海螺”之势。

从2000年开始，冀东水泥集团制定了“扩大华北、挺进东北、开拓西北”的“三北战略”。2000年7月，公司租赁吉林松江水泥厂，成立冀东水泥吉林有限责任公司，开始挺进东北地区。2001年8月，公司出资1.83亿元以承债方式部分买断该水泥厂，迈出了公司“三北”发展战略的第一步。冀东水泥开拓西北的突破口选择了西安、咸阳、杨凌、宝鸡之间的黄金地带，2001年底，冀东水泥扶风有限责任公司成立，开启了迈向西北的步伐。2005年9月，公司与世界第四大水泥制造商德国海德堡水泥集团公司隆重举行了股权转让签字仪式。

2007年金隅在京津冀强势收购扩张，一直在西北市场积极布局扩张的冀东水泥意识到核心区域竞争力下降，开始回防大本营河北市场，以新建+并购方式推进在京津冀的步伐。与此同时，公司战略也有所转变，在过去三北战略的基础上，自2008年起实施稳健推进区域领先的发展战略。

图 13：冀东水泥发展历程



数据来源：安信证券研究中心整理

2.3.2. 整合机遇初现

华北地区除了冀东、金隅外，其他如中联、曲寨、华润等公司市场占有率较高，中联除内蒙外，在河北、山西有熟料基地，华润在山西有熟料基地并参股内蒙西水泥，山水、蒙西、曲寨布局山西、内蒙、河北一带。我们认为山西、内蒙市场产能过剩严重，需求不足，市场整合尚需时日，但是京津冀市场经历了三年的持续低迷后，一些经营较差的水泥厂进入2015年以来开始寻求被大企业收购的机会。目前来看，冀东、金隅在京津冀市场份额相对于在整个华北地区较高，但还未具备话语权，预计随着小企业盈利水平的进一步恶化，未来存在大企业的并购整合机遇。

图 14：华北地区熟料产能集中度



数据来源：安信证券研究中心

图 15：京津冀地区熟料产能集中度

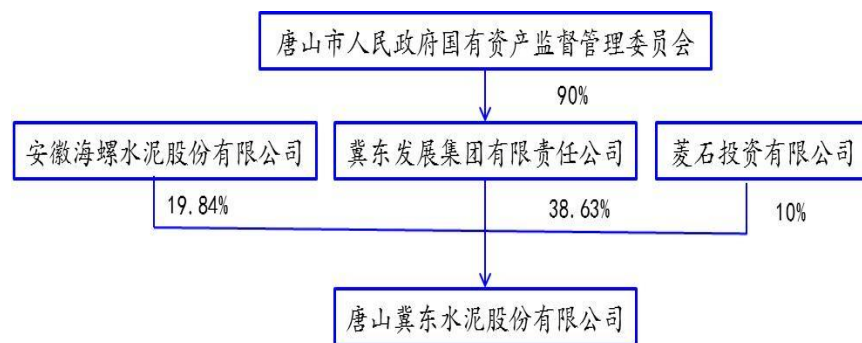


数据来源：安信证券研究中心

3. 国企改革空间较大，投资收益助力业绩高增长

冀东水泥是由河北省冀东水泥集团有限责任公司作为独家发起人设立的股份公司，前身为河北省冀东水泥厂。控股股东冀东发展集团有限责任公司由唐山市国资委控股，持股比例 90%。

图 16：公司股权结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

冀东发展集团有限责任公司，是 1996 年 9 月在河北省冀东水泥厂的基础上经河北省人民政府批准、按照现代企业制度组建的国有独资公司，始建于 1979 年。目前，公司已发展成为涵盖水泥、混凝土、装备工程、房地产，涉足砂石骨料及建材制品、矿业、贸易物流、海外发展等跨行业、跨区域、跨所有制、跨国界的综合性企业集团。冀东发展集团在南非投资并控股的曼巴水泥公司成为第一个在中南两国元首见证下签约的商业项目。

图 17: 冀东发展集团有限责任公司主要业务板块

水泥板块	技术装备工程板块	商品混凝土板块	房地产板块
唐山冀东水泥股份有限公司: 集团公司的核心企业、中国北方规模最大的水泥上市企	冀东装备工程股份有限公司: 设计研发矿渣立磨, 水泥立磨、原料立磨, 回转窑等在内的几乎所有水泥生产设备	唐山冀东混凝土有限公司: 投资预拌混凝土、预拌砂浆、混凝土构件及制品、混凝土添加剂及相关建材产品等产业	唐山盾石房地产开发有限公司: 开发建设600余亩, 土地储备2000余亩, 已成为唐山最具资源优势的大型地产企业

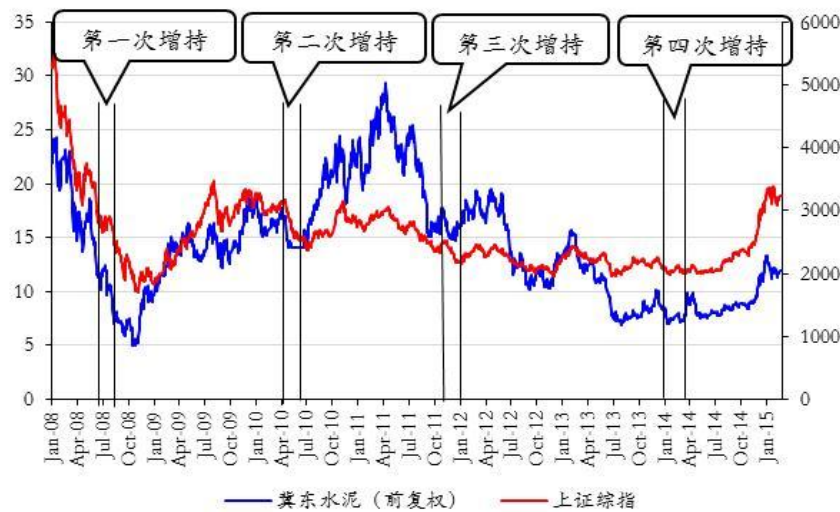
数据来源: 冀东发展、安信证券研究中心

我们认为除了冀东水泥外, 冀东发展还有一些非上市的优质资产, 未来国企改革过程中具备注入上市公司平台的机会。

3.1. 产业资本青睐

海螺水泥自 2008 年起买入冀东水泥股票, 2010、2011、2014 年持续增持, 目前来看, 海螺水泥成为冀东水泥的第二大股东, 持股比例 19.84%, 成本价约为 14 元。

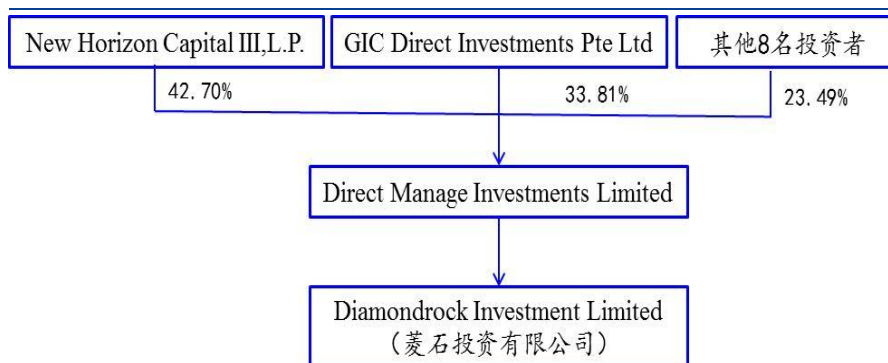
图 18: 海螺水泥对冀东水泥的历次增持



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2011 年, 公司向菱石投资定向增发 1.35 亿股, 定增价格为 14.21 元, 并于 2012 年 2 月 1 日上市。自此, 菱石投资持有冀东水泥 10% 股权。菱石投资隶属新天域资本, 产业资本的介入, 显示出对公司长期发展前景的信任。根据公司公告, 菱石投资股权已于 2015 年解禁, 当前价格低于定增价格。

图 19: 菱石投资股权结构



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

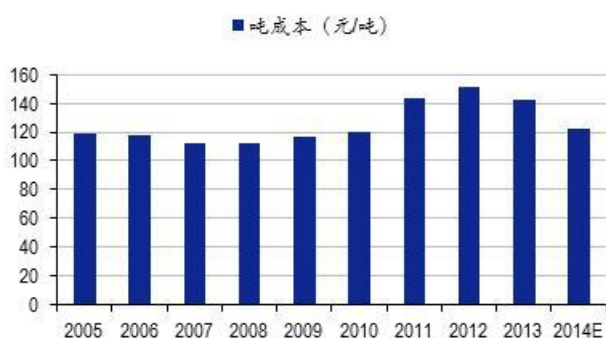
我们认为公司资产状况良好, 主要生产线都有自备矿山, 且大部分为 4000 吨以上的大生产线, 是 A 股上市公司中除海螺水泥外水泥生产线质量最好的公司。

3.2. 苦练内功, 艰辛的降成本之路

由于体制、历史及布局等方面的原因, 公司与海螺相比吨成本与吨三费存在着一定的差距。由于 2012 年需求下滑带来公司盈利能力的大幅下降, 自 2013 年之后, 公司重视自身成本控制, 吨成本逐年降低, 这一方面源自于煤炭集中采购及公司对物流的完善, 另一方面源自于公司产能利用率的提升。2010 年、2011 年, 公司共进行过两次限产保价, 2013 年后, 公司策略转为走量为主, 在需求低迷的大背景下, 我们可以明显看到公司产能利用率的上升趋势。我们将煤价下跌与公司自身成本控制的作用拆分, 剔除掉煤价下跌影响, 预测公司 2014 年通过自身成本控制带来的成本降低折合每吨 7 元。

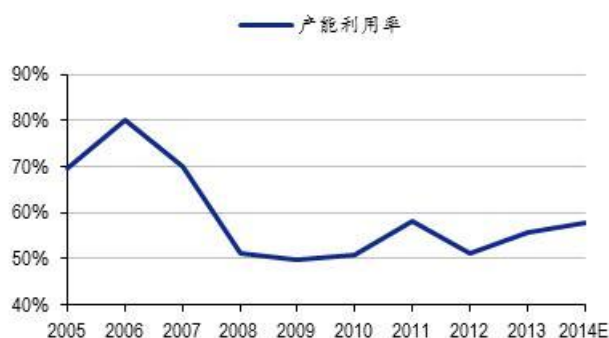
同时, 公司吨三费也实现了一定程度的下降。我们认为随着公司内部结构的进一步调整, 公司股权结构、管理层持股方面具备空间, 水泥成本仍有进一步下降空间, 有利于进一步释放公司活力。

图 20: 吨成本



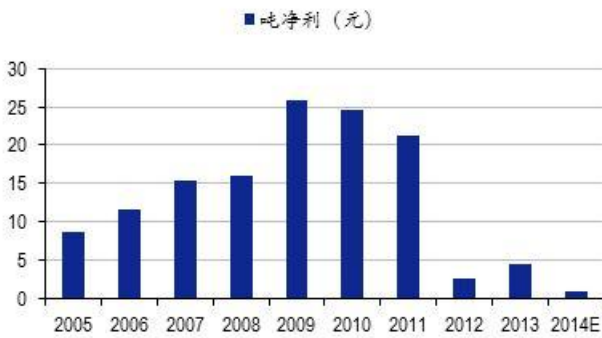
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 21: 产能利用率



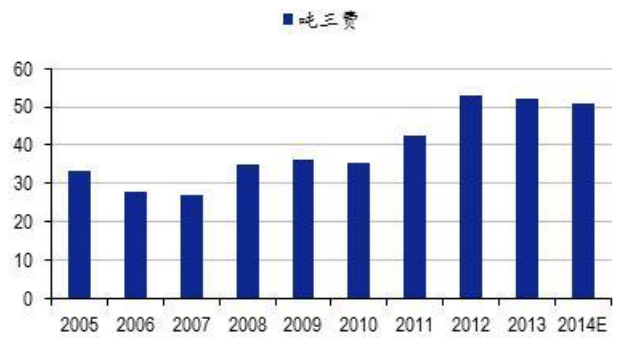
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 22: 吨净利情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 23: 吨三费情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.3. 投资收益高, 2015 年高增长无虞

公司 2009 年以 5.33 元/股的价格收购秦岭水泥股权, 后又无偿获得秦岭水泥部分股权, 最终支付 3 亿元收购秦岭水泥 1.85 亿股, 合每股成本 1.6 元。2014 年, 秦岭水泥公告重大资产重组草案, 中再生借壳上市。冀东水泥出售 1 亿股秦岭水泥股权, 剩余部分会计科目处理转化。预计共带来公司投资收益 8.9 亿元。

表 5: 公司参与秦岭水泥重组历程

		收购秦岭水泥过程	
		简况	详情
	2009/8/23	签署股份转让协议	与秦岭水泥控股股东陕西耀水签订《股份转让协议》, 耀水将其持有的秦岭水泥 62,664,165 股股份(占秦岭水泥总股本的 9.48%), 以 5.33 元/股的价格转让给冀东水泥。
	2009/8/24	深交所临时停牌处理	冀东水泥未能及时披露上述拟收购意向, 经公司申请, 自 2009 年 8 月 24 日开市起停牌, 待公司刊登相关公告后复牌。
	2009/8/24	股权收购公告	冀东水泥以 5.33 元/股的价格拟收购陕西省耀县水泥厂持有的秦岭水泥 62,664,165 股, 总价款为 3.34 亿元, 该笔股权占当前秦岭水泥总股本的 9.48%。转让方所持有的秦岭水泥股份全部被质押或冻结。
	2009/11/28	董事会通过收购重组方案	同意有条件受让全体出资人让渡的 128,967,835 股, 并向秦岭水泥提供委托贷款或担保、及必要的流动资金维持正常运转; 承接后者现有在岗员工。将本公司优质资产(在陕西省的、2010 年的净利润不低于人民币 2 亿元的水泥资产)以定向增发的方式注入秦岭水泥。
	2010/1/8	股东大会决议通过	2010 年第一次临时股东大会通过收购事项。
冀东水泥公告	2010/5/24	国资委批准	国资委批复同意将陕西省耀县水泥厂所持秦岭水泥 62,664,165 股转让给冀东水泥。
	2010/5/7	重组停牌	因拟启动对陕西秦岭水泥(集团)股份有限公司(以下简称“秦岭水泥”)的重大资产重组程序, 与秦岭水泥商谈制定发行股份购买资产的方案, 经申请, 自 2010 年 5 月 7 日起开始停牌。
	2010/6/5	完成股份转让	耀水持有的秦岭水泥 9.48% 的股权已于 2010 年 6 月 3 日完成股权转让过户登记手续。至此, 本次股权转让的相关手续全部完成: 冀东水泥持有秦岭水泥股份 122,664,165 股, 占该公司总股本的 18.56%, 成为该公司第一大股东。
	2014/3/31	冀东水泥累计持有 18,538 万股, 占秦岭水泥总股份的 28.05%, 为秦岭水泥控股股东。公司持有的秦岭水泥股权不存在抵押、质押或者其他第三人权利, 未涉及争议、诉讼或仲裁事项, 不存在查封、冻结等司法情形。	
		转让秦岭水泥过程	
		简况	详情
	2014/4/29	董事会决议	向中再生转让所持秦岭水泥 1 亿股股份, 转让价格为 2.75 元/股, 转让总价款为 2.75 亿元。出售股权资金将用于现有项目和补充流动资金。本次交易完成后, 秦岭水泥将不再是冀东公司控股子公司, 剩余持有秦岭水泥 8,538 万股股票将以可供出售的金融资产科目核算。本次交易完成后预计影响冀东水泥当期损益为 29,000 万元。

	股东大会决议	2014 年第一次临时股东大会通过转让秦岭水泥部分股份和为其提供财务资助的决议。	
2014/6/6	关联借款	为保证秦岭水泥重组顺利进行，董事会拟为其增加不超过人民币 18,300 万元的财务资助，用于支付重组过程中的相关款项及偿还银行贷款。2014 年 5 月 31 日，本公司除对秦岭水泥提供财务资助外未对其他公司提供财务资助，向秦岭水泥提供委托贷款 173,000 万元（其中用于补充流动资金 26,000 万元，清偿债务 97,000 万元，生产线建设 50,000 万元）。	
2014/9/4	董事会通过重组方案	<p>造“壳”-剥离现有资产：作为本次资产重组前提，秦岭水泥全资子公司冀东水泥铜川有限公司承接秦岭水泥全部资产、负债、业务及员工；待秦岭水泥股东大会及证监会批准后，秦岭水泥将该子公司的股权连同秦岭水泥体内其他的资产（含负债）出售给现有母公司-冀东水泥。</p> <p>卖“壳”-买壳方注入资产：冀东水泥同意秦岭水泥以 2.75 元/股价格向中再生等对象增发 680,787,523 股购买后者 187,216.57 万元标的资产。</p>	
2014/9/5	董事会通过重组方案	秦岭水泥董事会通过母公司重组方案。其中，向冀东水泥出售资产的交易价格确定为 2,945 万元。	
2014/11/19	证监会受理	证监会受理发行股票购买资产的申请，尚待批复。	
秦岭水泥公告	2014/2/5	重组审核停牌	自 2015 年 2 月 5 日起秦岭水泥依法停牌，待收到并购重组委审核结果并公告后复牌。
	2014/2/17	审核通过	公司重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易事项获得有条件通过。

数据来源：安信证券研究中心整理

2014 年冀东水泥参与亚泰集团定向增发，认购 1.08 亿股，定增价格为 4.15 元。我们按照亚泰集团股价 9 元来计算，不考虑会计核算方式，预计 2015 年带来公司投资收益 5.2 亿元。

4. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2014 年-2016 年的净利润增速分别为-85%、1880%、-58%，盈利能力大幅改善。我们认为华北地区水泥基本面经历了三年低迷期，小企业盈利水平差，未来具备并购整合空间，随着京津冀一体化投资项目的落地，水泥价格具备上涨弹性，带来业绩快速增长。华北地区水泥基本面具备底部反转空间。另外，我们认为随着河北省国资委国企改革政策的出台，公司国企改革空间较大，未来在股权结构、产业融合方面具备发展潜力。调高公司评级至买入-A，6 个月目标价 18 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,613.3	15,710.7	16,496.3	18,145.9	21,775.1	成长性					
减:营业成本	11,156.3	11,707.6	12,702.1	13,881.6	16,331.3	营业收入增长率	-7.1%	7.5%	5.0%	10.0%	20.0%
营业税费	88.3	93.1	99.0	108.9	130.7	营业利润增长率	-108.7%	-81.7%	1,363.4	-320.6%	-91.4%
销售费用	578.2	686.8	702.7	762.1	932.0	净利润增长率	-88.2%	91.2%	-85.4%	1,879.7	-58.2%
管理费用	1,910.1	1,976.2	2,062.0	2,268.2	2,734.9	EBITDA 增长率	-32.1%	28.0%	-10.6%	48.1%	-14.6%
财务费用	1,215.6	1,413.5	1,500.0	1,670.0	1,800.0	EBIT 增长率	-59.7%	30.4%	-21.2%	135.4%	-27.0%
资产减值损失	63.9	86.0	70.0	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	-67.3%	-4.0%	-11.9%	229.6%	-27.0%
加:公允价值变动收益	7.9	-22.7	-35.6	15.6	1.5	投资资本增长率	11.9%	-0.2%	-18.2%	7.9%	-16.5%
投资和汇兑收益	238.6	247.3	267.0	1,500.0	300.0	净资产增长率	1.6%	4.0%	2.5%	10.5%	2.6%
营业利润	-152.6	-27.9	-408.2	900.6	77.7	利润率					
加:营业外净收支	380.0	472.3	508.0	510.8	512.9	毛利率	23.7%	25.5%	23.0%	23.5%	25.0%
利润总额	227.3	444.4	99.8	1,411.5	590.5	营业利润率	-1.0%	-0.2%	-2.5%	5.0%	0.4%
减:所得税	89.3	245.7	49.9	423.4	177.2	净利润率	1.2%	2.2%	0.3%	5.5%	1.9%
净利润	180.2	344.4	50.2	993.0	415.4	EBITDA/营业收入	18.5%	22.0%	18.7%	25.2%	17.9%
						EBIT/营业收入	7.3%	8.8%	6.6%	14.2%	8.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	524	576	550	463	357
货币资金	3,324.5	2,622.4	1,319.7	1,451.7	1,742.0	流动营业资本周转天数	45	37	-20	-10	5
交易性金融资产	57.9	82.3	46.7	62.3	63.8	流动资产周转天数	237	227	194	181	178
应收账款	1,439.8	1,572.7	1,451.6	1,875.2	2,116.9	应收账款周转天数	26	35	33	33	33
应收票据	1,322.2	2,138.0	781.4	2,777.0	1,529.5	存货周转天数	57	48	49	49	48
预付账款	1,398.9	1,185.5	1,612.7	1,475.7	2,136.3	总资产周转天数	980	969	891	767	631
存货	2,155.0	2,031.9	2,484.4	2,451.3	3,355.4	投资资本周转天数	764	750	648	551	438
其他流动资产	317.9	186.8	245.7	250.2	227.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.0%	1.4%	0.4%	6.3%	2.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	0.5%	0.1%	2.6%	1.1%
长期股权投资	2,255.0	2,198.8	2,198.8	2,198.8	2,198.8	ROIC	2.2%	1.9%	1.7%	6.7%	4.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	24,094.6	26,164.2	24,266.0	22,423.2	20,776.1	销售费用率	4.0%	4.4%	4.3%	4.2%	4.3%
在建工程	2,134.1	1,280.7	780.7	432.6	221.3	管理费用率	13.1%	12.6%	12.5%	12.5%	12.6%
无形资产	2,099.8	2,538.4	2,459.2	2,379.7	2,299.7	财务费用率	8.3%	9.0%	9.1%	9.2%	8.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.3%	25.9%	25.9%	25.9%	25.1%
资产总额	41,504.0	43,094.2	38,583.0	38,733.5	37,550.6	偿债能力					
短期债务	5,246.0	4,373.0	5,101.6	5,091.6	212.4	资产负债率	67.8%	67.7%	63.1%	59.3%	57.0%
应付账款	4,133.3	3,560.7	4,801.5	4,425.4	6,470.4	负债权益比	210.5%	210.0%	170.7%	145.9%	132.3%
应付票据	238.9	240.6	286.0	266.5	398.7	流动比率	0.74	0.69	0.43	0.64	0.77
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.58	0.55	0.29	0.49	0.54
长期借款	7,934.5	6,963.3	-	-	-	利息保障倍数	0.87	0.98	0.73	1.54	1.04
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	28,137.9	29,194.4	24,329.1	22,984.0	21,387.8	DPS(元)	0.10	0.10	-	-	-
少数股东权益	1,722.8	1,999.4	1,999.1	1,994.2	1,992.1	分红比率	74.8%	39.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,347.5	1,347.5	1,491.5	1,523.4	1,523.4	股息收益率	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,295.8	10,552.9	10,763.3	12,231.9	12,647.4						
股东权益	13,366.1	13,899.8	14,254.0	15,749.5	16,162.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.13	0.26	0.03	0.65	0.27
净利润	138.0	198.7	50.2	993.0	415.4	BVPS(元)	8.64	8.83	8.22	9.03	9.30
加:折旧和摊销	1,653.6	2,091.6	1,997.4	2,003.4	2,026.6	PE(X)	90.8	47.5	361.0	18.6	44.5
资产减值准备	63.9	86.0	-	-	-	PB(X)	1.4	1.4	1.5	1.3	1.3
公允价值变动损失	-7.9	22.7	-35.6	15.6	1.5	P/FCF	41.1	-22.3	-10.1	-57.4	66.2
财务费用	1,247.8	1,445.6	1,500.0	1,670.0	1,800.0	P/S	1.1	1.0	1.1	1.0	0.8
投资损失	-238.6	-247.3	-267.0	-1,500.0	-300.0	EV/EBITDA	14.7	9.3	10.5	7.3	7.3
少数股东损益	-42.2	-145.7	-0.2	-4.9	-2.1	CAGR(%)	92.7%	27.7%	-68.4%	92.7%	27.7%
营运资金的变动	-2,304.1	516.5	3,640.8	-4,443.4	2,783.7	PEG	1.0	1.7	-5.3	0.2	1.6
经营活动产生现金流量	956.1	1,215.2	6,885.6	-1,266.5	6,725.2	ROIC/WACC	0.2	0.2	0.2	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-2,917.8	-1,523.8	818.1	1,748.8	267.1	REP	5.0	4.8	6.7	1.6	2.4
融资活动产生现金流量	2,039.7	-400.1	-9,006.4	-350.4	-6,701.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

孙明新声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

