

# 冀东水泥

## 东北持续增长，华北边际改善；环保和淘汰是催化剂

调研纪要

### 要点

近期，我们调研了冀东水泥，主要结论如下：

**三季度盈利改善来自东北大区，华北仍受制于供需弱势。**公司三季度盈利大幅改善主要得益于东北大区，各家企业通过互相锁窑来达成协同，水泥价格持续上涨，区域内 3Q 均价环比涨 13 元/吨。华北地区今年以来需求依然不足，水泥产量同比下滑，而 12 年投产的产能开始释放。

**华北产能增长放缓，环保停产的扩大是明年业绩回升的催化剂。**华北区域新增产能在 12 年的高峰过去后，13 年大幅回落，截至上半年仅投产 3 条熟料产线，新增不足 350 万吨，这一趋势将在明年延续；冀东水泥 13 年仅邢台一条产线将于年底投产，14 年仅在陕西或有一条电石渣产线投产。唐山地区共有小粉磨站超过 200 个，占据产能比例在 40% 左右，造成该区域无法达成协同；若环保政策加强，关停措施由石家庄向唐山扩张，将提高明年公司华北区域业绩弹性。从近期河北地区出台多项大气污染治理措施来看，这一事件发生的可能性在不断提高。近期，石家庄每家企业熟料产线停产比例从 20% 上升到了 60%，当地水泥价格上涨了 10 元/吨；河北其他区域暂未出台停产措施，价格维持平稳。

**淘汰 32.5 低标水泥有利于熟料产能利用率提升。**根据 41 号文要求逐渐降低 32.5 低标水泥使用比例的要求，中国建筑材料科学研究总院已开始调研企业低标产能和产量情况；唐山地区目前所有小粉磨站基本生产 32.5 低标水泥，若淘汰能推进将利好冀东等企业。

**降本增效为主，适时收购为辅。**公司 13 年通过改善生产和经营效率降低成本 5 元/吨，这一趋势将在未来延续；此外公司通过与集团合作使用 LNG 燃料车运输，目前在河北地区使用，若全部推广可节省运输成本 10 元/吨。公司今年收购石家庄、唐山分别两条水泥生产线和一个粉磨站，未来仍会适时收购区域内合适标的，但收购扩张不是长期战略。

### 建议

东北大区的盈利大幅增长是今年业绩同比回升的最大动力，这一趋势有望延续；华北产能增速放缓，明年供需边际将改善，而环保停产的扩大和低标水泥淘汰将成为该区域价格提升的催化剂，明年业绩存在较大的增长弹性。

当前股价下，冀东水泥对应 13 年的 P/B 仅有 1.0x，仍处于底部区间，随着华北区域供需边际不断改善，盈利回升，估值存在较大向上修复空间，维持“推荐”评级。

丁玥

分析员

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

柴伟

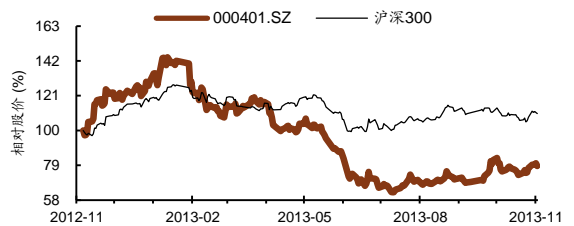
联系人

wei.chai@cicc.com.cn  
SAC 执业证书编号  
S0080112040023

维持推荐

股票代码 000401.SZ  
最新收盘价 人民币 8.75

52 周最高价/最低价 人民币 16.60-6.96  
总市值(亿) 人民币 118  
30 日日均成交额(百万) 人民币 82.37  
发行股数(百万) 1,348  
其中：自由流通股(%) 25  
30 日日均成交量(百万股) 9.58  
主营行业 建材



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	15,728	14,613	15,200	16,638
增速	42.2%	-7.1%	4.0%	9.5%
净利润	1,525	172	207	628
增速	9.1%	-88.7%	20.0%	203.9%
每股净利润	1.13	0.13	0.15	0.47
每股净资产	8.51	8.64	8.75	9.07
每股股利	0.00	0.10	0.05	0.14
每股经营现金流	1.05	0.71	0.85	1.10
市盈率	7.7	68.4	57.0	18.8
市净率	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.5	12.9	12.8	10.7
股息收益率	0.0%	1.1%	0.5%	1.6%
平均总资产收益率	4.5%	0.4%	0.5%	1.6%
平均净资产收益率	15.6%	1.5%	1.8%	5.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，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门、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



## 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

