

## 建筑材料

2017年08月18日

## 冀东水泥 (000401)

——符合预期，销量显著下滑，Q2景气度进一步上行

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月17日

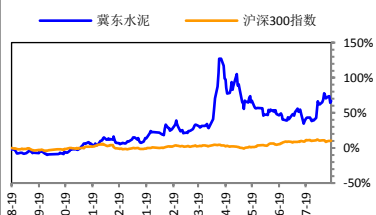
收盘价(元)	18.23
一年内最高/最低(元)	27.25/9.79
市净率	2.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	24560
上证指数/深证成指	3268.43 / 10653.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	7.31
资产负债率%	73.23
总股本/流通A股(百万)	1348/1347
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《融资融券版 170801》2017/08/01

《“数”说京津冀一体化的投资机会——兼论雄安新区以新破局》2017/05/09

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com

## 联系人

陈泳含  
(8621)23297818×7216  
chenyh@swsresearch.com

**2017年中报亏损1.10亿元，折合EPS-0.082元，符合预期。**2017年中报公司实现营业收入65.44亿元，同比上升24.42%，实现归属母公司净利润-1.11亿元，亏损同比收窄8.17亿元，折合EPS-0.082元。2季度单季公司实现营业收入47.82亿元，同比上升25.28%，实现归属母公司净利润3.11亿元，为13年以来新高，去年同期亏损1.15亿元，实现扭亏为盈。上半年公司毛利率28.69%，为12年以来历史新高，同环比分别提高14.9和4.53个百分点。

**销量大幅下滑，Q2吨毛利处于历史次高位。**因冬季停窑1-6月华北地区水泥产量共计2061万吨，同比大幅下滑16.7%，京津冀地区产量共计1211万吨，同比下滑14.1%。17年上半年公司水泥熟料销量共计2625万吨，同比减少19%。上半年京津冀地区高标水泥均价394元，同比提高144元，公司1-6月水泥吨均价282元，同比提高99元。受益行业景气度回暖，上半年公司部分合营及联营公司亏损收窄至34万元，去年同期亏损0.7亿元。2季度高温雨水天气影响显著，我们预计公司2季度单季销量1690万吨，同比下滑22%。预计Q2单季公司吨均价318元，同环比分别大幅提高119元和109元；受煤炭价格上涨影响，公司单季吨成本同比提高58元至218元，吨毛利100元，同环比提高61元和55元，略低于11年历史最高位。因销量下滑致吨费用高达58元，同比高19元。2季度单季公司公允价格变动净收益较去年同期减少1.22亿元，我们预计主要因为中再再环股价变动减少1.15亿元，若剔除此项变动，公司2季度单季净利润将进一步增厚。

**区域绝对龙头，预计下半年价格高位震荡。**冀东、金隅合并稳步推进，双方在管理、水泥业务、企业协同等方面展开合作，水泥总产能超1.17亿吨，在京津冀地区权益产能提升至0.54亿吨，占比53%，属于绝对控制状态。随着合并推进，京津冀地区市场秩序有望加速重整，集中度提升带来大企业协同提价、停窑限产自律执行更加彻底。截止8月中旬，区域高标水泥均价383元/吨，为11年以来历史次高位，随着高温天气结束，本周区域水泥库容比、开工率均看到好转，河北率先开启夏季错峰生产，淡季价格有望维持稳定。展望后市，三季度需求修复叠加四季度错峰水泥具备涨价基础，但考虑到16年水泥价格前低后高的走势，目前区域水泥价格已处于历史较高位置，涨幅或将有所回落。

**环保仍是重要关注点，错峰停产严控产量。**受16年冬季错峰停产及环保影响，区域以量换价效果显著，2季度旺季京津冀高标号水泥均价412元/吨，同环比分别大幅上涨152元/吨、23元/吨。6月环保部发布《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告（征求意见稿）》，水泥行业从10月1日起开始执行，叠加京津冀及周边污染传输通道“2+26”城市监督，环保将是下半年区域供给收缩的重要推手，错峰停产常态化、政策化有望在去年的基础上进一步延续，为下半年价格上涨提供较大弹性。新增产能方面，政策高压下华北2020年前严禁新增产能和非同一控制人的产能置换，目前处于存量消化阶段。我们认为京津冀地区“去产量+无新增产能+小产线出清”共同演绎，供给端中长期有改善动力。

**雄安新区提振水泥需求，维持“买入”评级。**近期雄安建设投资集团成立，区域实质性工作正紧密进行，随着规划最终落地，利好中长期水泥需求。考虑到四季度冬季限产停窑，区域产量面临较大下滑，销量承压我们下调公司17-19年净利润为13.50/19.16/22.22亿元，对应EPS为1.00/1.42/1.65元（未考虑金隅冀东合并增发，原EPS1.39/1.62/1.91元），对应PE为18.2X/12.8X/11.1X，维持“买入”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,335	6,544	17,008	19,700	20,474
同比增长率(%)	11.05	24.42	37.88	15.83	3.93
净利润(百万元)	53	-111	1,350	1,916	2,222
同比增长率(%)	-	-	2452.68	41.93	15.97
每股收益(元/股)	0.04	-0.08	1.00	1.42	1.65
毛利率(%)	24.2	28.7	31.5	35.2	35.8
ROE(%)	0.5	-1.1	12.0	14.6	14.5
市盈率	465		18	13	11

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



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,665	11,108	12,335	17,008	19,700	20,474
营业收入同比增长率 (yoy)	-0.29%	-29.09%	11.05%	3790.00%	1580.00%	390.00%
减: 营业成本	12,381	9,406	9,353	11,654	12,758	13,140
毛利率 (%)	20.96%	15.32%	24.17%	31.50%	35.20%	35.80%
减: 营业税金及附加	82	64	147	203	235	245
主营业务利润	3,202	1,638	2,835	5,151	6,707	7,089
主营业务利润率 (%)	20.44%	14.75%	22.98%	30.29%	34.05%	34.62%
减: 销售费用	419	405	455	527	611	635
减: 管理费用	2,162	2,300	1,674	2,177	2,561	2,662
减: 财务费用	1,520	1,434	1,250	965	951	966
经营性利润	-899	-2,501	-545	1,482	2,584	2,826
经营性利润同比增长率 (yoy)	440.13%	178.15%	-78.23%	-493.80%	90.90%	-
经营性利润率 (%)	-5.74%	-22.52%	-4.42%	8.71%	13.12%	13.80%
减: 资产减值损失	30	281	324	120	60	60
加: 投资收益及其他	16	951	558	0	0	100
营业利润	-839	-1,988	-437	1,292	2,407	2,762
加: 营业外净收入	660	252	636	516	468	540
利润总额	-179	-1,736	199	1,808	2,875	3,302
减: 所得税	98	415	222	452	719	801
净利润	-277	-2,150	-24	1,356	2,156	2,502
少数股东损益	-312	-435	-77	6	240	280
归属于母公司所有者的净利润	35	-1,715	53	1,350	1,916	2,222
净利润同比增长率 (yoy)	-89.92%	-5041.92%	-103.08%	692.90%	66.30%	-
全面摊薄总股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
每股收益 (元)	0.03	-1.27	0.04	1.00	1.42	1.65
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.22%	-15.44%	0.43%	6.60%	10.30%	-
ROE	0.29%	-17.05%	0.53%	12.00%	14.60%	14.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。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。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。

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。

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。