



冀东水泥 (000401)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-08-18

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

行业向好, 区域需求稳定, 业绩回暖望维系

——2017 年半年报点评

事件: 公司公布 2017 年半年报, 期间实现营收 65.44 亿元, 同比增长 24.42%, 归母净利润亏损 1.11 亿元, 同比减亏 8.17 亿元, 基本每股收益 -0.082 元/股, 同比减亏 88.06%。

主要观点:

□ 上半年业绩大幅减亏, 毛利率达近 5 年峰值

2017 年 H1 水泥行业供给侧改革稳步推进, 企业错峰停窑常态化, 市场行情持续好转。公司上半年业绩实现稳增, 营收同比增长 24.42%, 毛利率 28.70%, 达到近 5 年最高值, 主要原因是水泥价格上涨 (截至 2016 年 6 月 30 日, 华北地区水泥价格指数较去年同期增长幅度超过 40%)。2017 年 H1 公司三费占营收比例 27.40%, 较去年同期下降 3.81 个百分点, 费用率下降明显。业绩回暖, 毛利率提升, 虽然公司 2017 年 H1 归母净利润亏损 1.11 亿元, 但大幅减亏 8.17 亿元, 盈利水平开始回归正轨。

□ 区域供需向好, 公司望持续受益, 全年利润有望扭亏

水泥市场近期处于传统淡季, 不过全国市场整体呈现淡季不淡的表现, 虽然二季度全国水泥均价整体走低, 但较去年同期增长约 30%, 华北地区涨幅超过平均。从行业供给端来看, 供给侧改革稳步推进, 北方错峰停窑常态化, 京津冀三省今年自年初一直停窑至 3 月 15 日, 另外, 华北地区作为环保督查的重点, 多数水泥生产线乃至熟料生产线及粉磨站纷纷停产, 均对华北地区产能控制产生积极影响。从需求端看, 京津冀一体化发展持续推进, 以及雄安规划的出库, 为华北地区水泥行业当前和未来的发展均提供了需求支撑。在区域内供需关系向好的背景下, 公司有望维持当前利润, 全年利润扭亏问题不大。

□ 合并稳步推进, 华北水泥龙头地位夯实

2016 年公司与金隅股份合并重组, 金隅股份拟将旗下水泥、混凝土板块业务和资产注入公司, 并成为公司的间接控股股东。重组完成后, 公司的水泥产能由 1.30 亿吨升至 1.7 亿吨, 熟料产能由 0.75 亿吨升至 1.17 亿吨, 在京津冀地区市占率超过 50%, 成为华北地区水泥龙头, 华北地区水泥行业集中度提升明显。目前, 两公司合并仍有工作尚未交接完成, 不过公司盈利水平已开始企稳, 我们认为合并工作的持续推进会继续公司利润产生积极影响。

□ 盈利预测与估值

2017 年 H1 水泥行业稳步发展, 供需两端同步发力为价格稳定铺路, 公司坐实华北地区水泥龙头地位, 在环保趋严、行业集中度提高的背景下, 盈利水平有望持续回升。我们预测, 公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.70 元/股、0.83 元/股、0.86 元/股, 对应 PE 分别为 27 倍、22 倍、22 倍, 给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12335	15049	17682	20335
营业收入同比(%)	11%	22%	18%	15%
归属母公司净利润	53	944	1120	1163
净利润同比(%)	-103%	1686%	19%	4%
毛利率(%)	24.2%	26.3%	27.2%	27.5%
ROE(%)	-0.2%	10.2%	11.8%	11.6%
每股收益(元)	0.04	0.70	0.83	0.86
P/E	473.16	26.50	22.35	21.51
P/B	2.51	2.78	2.59	2.47
EV/EBITDA	12	19	18	19

资料来源：华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,674	12,826	15,347	17,884	营业收入	12,335	15,049	17,682	20,335
现金	3,189	3,051	3,536	4,067	营业成本	9,353	11,087	12,873	14,743
应收账款	3,221	2,971	3,872	4,592	营业税金及附加	147	196	212	224
其他应收款	1,836	1,162	1,673	2,174	销售费用	455	541	602	729
预付账款	819	665	389	163	管理费用	1,674	1,806	2,087	2,339
存货	1,600	1,901	2,206	2,526	财务费用	1,250	1,324	1,675	1,958
其他流动资产	9	3,076	3,670	4,362	资产减值损失	324	(82)	33	14
非流动资产	30,806	28,849	26,992	25,293	公允价值变动收	(127)	(77)	111	(48)
长期投资	1,554	1,897	1,752	1,733	投资净收益	558	443	492	611
固定资产	23,409	21,926	20,444	18,961	营业利润	(437)	544	804	892
无形资产	2,884	2,665	2,466	2,277	营业外收入	661	532	544	503
其他非流动	2,959	2,361	2,330	2,323	营业外支出	25	27	30	27
资产总计	41,480	41,675	42,339	43,177	利润总额	199	1,049	1,317	1,368
流动负债	20,695	16,225	13,698	10,206	所得税	222	0	0	0
短期借款	11,764	31,585	39,529	49,538	净利润	(24)	1,049	1,317	1,368
应付账款	2,023	2,395	2,801	3,194	少数股东损益	(77)	105	198	205
其他流动负	6,909	(17,754)	(28,632)	(42,525)	归属母公司净利润	53	944	1,120	1,163
非流动负债	9,617	15,168	17,509	21,131	EBITDA	2,767	3,543	4,140	4,498
长期借款	1,586	1,586	1,586	1,586	EPS (元)	0.04	0.70	0.83	0.86
其他非流动	8,031	13,582	15,923	19,545					
负债合计	30,312	31,393	31,207	31,338					
少数股东权益	1,182	1,287	1,485	1,690					
股本	1,348	1,348	1,348	1,348					
资本公积	4,922	4,326	4,326	4,326					
留存收益	3,593	3,320	3,973	4,475					
归属母公司股东	9,985	8,994	9,647	10,149					
负债和股东权	41,480	41,675	42,339	43,177					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,691	(19,998)	(4,907)	(7,407)
净利润	(24)	944	1,120	1,163
折旧摊销	1,990	1,675	1,661	1,648
财务费用	1,260	1,324	1,675	1,958
投资损失	(558)	(443)	(492)	(611)
营运资金变动	(1,685)	(23,444)	(9,213)	(11,736)
其他经营现	1,708	(54)	342	171
投资活动现金	(17)	821	519	665
资本支出	0	0	0	0
长期投资	175	(295)	138	6
其他投资现	(192)	1,115	381	659
筹资活动现金	(1,910)	19,016	4,956	7,177
短期借款	2,468	19,821	7,944	10,009
长期借款	458	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	(595)	0	0
其他筹资现	(4,836)	(210)	(2,988)	(2,832)
现金净增加额	764	(161)	567	436

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	11.05%	22.00%	17.50%	15.00%
营业利润	-78.00%	-224.48%	47.67%	10.95%
归属于母公司净利	-103.08	1685.82	18.54%	3.91%
获利能力				
毛利率(%)	24.17%	26.33%	27.20%	27.50%
净利率(%)	净利率	0.43%	6.28%	6.33%
ROE(%)	-0.21%	10.21%	11.83%	11.56%
ROIC(%)	4.45%	8.66%	5.70%	5.51%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.08%	75.33%	73.71%	72.58%
净负债比率(%)	58.81%	60.94%	-137.36	-195.16
流动比率	0.52	0.79	1.12	1.75
速动比率	0.44	0.67	0.96	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.36	0.42	0.48
应收账款周转率	8.37	9.42	8.83	8.81
应付账款周转率	6.02	6.81	6.81	6.78
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.70	0.83	0.86
每股经营现金流(最新摊)	2.00	(14.84)	(3.64)	(5.50)
每股净资产(最新摊薄)	7.41	6.67	7.16	7.53
估值比率				
P/E	473.2	26.5	22.4	21.5
P/B	2.5	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	12.09	19.35	18.30	19.08

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。