

建筑材料

2017年10月27日

冀东水泥 (000401)

——市占率有所回升，成本上升导致净利润下滑

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2017年10月27日

| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 15.42 |
| 一年内最高/最低(元) | 27.25/10.63 |
| 市净率 | 2.0 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 20774 |
| 上证指数/深证成指 | 3416.81 / 11444.52 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 7.65 |
| 资产负债率% | 72.32 |
| 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

《“看长做短”进行时——申万宏源策略一周回顾展望(17/10/09-17/10/13)》
2017/10/15

《策略如何看水泥——再论“驱动力信号验证”策略体系报告之十》 2017/10/11

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

戴铭余
(8621)23297818×7718
daimy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 前三季度归母净利润扭亏为盈，业绩低于申万宏源预期。公司发布2017年三季报：前三季度公司实现营业收入113.93亿元，同比增长25.53%；实现归属于母公司净利润3.19亿元，同比增长170.57%，折合EPS 0.237元。其中三季度单季公司实现营业收入48.49亿元，同比增长27.07%，实现归属母公司净利润4.30亿元，同比下降9.56%，低于申万宏源预期。
- 量：需求收缩是销量下滑主因，市占率环比有所回升。公司是北方最大的水泥生产企业，华北、东北、西北分别占总收入69%、9%、9%，前三季度公司水泥和熟料综合销量约4563万吨，同比减少13%，其中三季度销量约1911万吨，同比减少2%，环比降幅收窄。究其原因，（1）同比减少主因是需求下滑：前三季度华北、东北、西北需求同比分别下滑12%、14%、1%；其中三季度同比下滑11%、15%、1%。（2）环比降幅收窄主因是市占率回升：一方面，公司作为龙头重点项目份额有绝对优势，十九大前重点工程赶工造成部分需求在三季度集中释放；另一方面，环保升级带动的原材料成本抬升使无矿山资源的中小企业进一步出清。
- 价：价格淡季不淡，成本上升导致净利润下滑。公司三季度营收和归母净利润的背离主要由于成本上升。价格方面，得益于冀东金隅重组后对核心区域价格引导力的大幅增强，华北地区三季度42.5标号水泥吨均价364元（京津冀406元），同比增长35%（京津冀+35%），环比仅下滑2.30%（京津冀-2.41%），对应公司前三季度吨收入250元，同比增加77元，三季度单季吨收入254元，同比增加71元，高位小幅回调导致营收同比增长。毛利方面，前三季度吨毛利73元，同比增加35元，三季度单季吨毛利77元，同比增加17元，大幅收窄导致净利润同比下滑。其原因一方面，是因为水泥价格回调和原材料（煤炭等）成本上涨形成逆向剪刀差；另一方面，由于公司销量大幅下滑后带来规模效应的递减。
- 错峰支撑四季度价格，中长期看好雄安需求释放。北方15省停产计划叠加“2+26”城市《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的出台，标志错峰生产已然常态化。相较于去年15省只有河南严格执行，今年我们更看好加码后执行力度的升级。短期看，我们估算4季度，华北会有近1000万吨的供需缺口，边际改善下明年价格高位起点是大概率事件；中长期看，雄安新区建设将成为京津冀需求的新引擎，供需双边改善下，公司盈利具备较大向上空间。
- 盈利预测与估值：金隅股份成为公司实际控制人后两家公司在京津冀的价格保护已初显成效，后续公司业绩弹性取决于京津冀需求表现。考虑到四季度错峰超预期和煤价高位运行，我们下调公司17-19年净利润为10.49/13.41/18.03亿元（原13.50/19.16/22.22亿元），对应EPS为0.78/1.00/1.34元/股，目前股价对应PE为20/15/12倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

| | 2016 | 17Q1-Q3 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,335 | 11,393 | 15,318 | 16,095 | 17,192 |
| 同比增长率(%) | 11.05 | 25.53 | 24.20 | 5.10 | 6.80 |
| 净利润(百万元) | 53 | 319 | 1,049 | 1,341 | 1,803 |
| 同比增长率(%) | - | - | 1884.40 | 27.80 | 34.40 |
| 每股收益(元/股) | 0.04 | 0.24 | 0.78 | 1.00 | 1.34 |
| 毛利率(%) | 24.2 | 29.3 | 30.3 | 33.3 | 35.7 |
| ROE(%) | 0.5 | 3.1 | 10.0 | 11.1 | 13.0 |
| 市盈率 | 393 | | 20 | 15 | 12 |

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

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 | 15,318 | 16,095 | 17,192 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | -0.29% | -29.09% | 11.05% | 24.20% | 5.10% | 6.80% |
| 减: 营业成本 | 12,381 | 9,406 | 9,353 | 10,679 | 10,730 | 11,052 |
| 毛利率 (%) | 20.96% | 15.32% | 24.17% | 30.30% | 33.30% | 35.70% |
| 减: 营业税金及附加 | 82 | 64 | 147 | 183 | 192 | 205 |
| 主营业务利润 | 3,202 | 1,638 | 2,835 | 4,456 | 5,173 | 5,935 |
| 主营业务利润率 (%) | 20.44% | 14.75% | 22.98% | 29.09% | 32.14% | 34.52% |
| 减: 销售费用 | 419 | 405 | 455 | 475 | 499 | 533 |
| 减: 管理费用 | 2,162 | 2,300 | 1,674 | 1,961 | 2,092 | 2,235 |
| 减: 财务费用 | 1,520 | 1,434 | 1,250 | 965 | 951 | 966 |
| 经营性利润 | -899 | -2,501 | -545 | 1,055 | 1,631 | 2,201 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 440.13% | 178.15% | -78.23% | -293.72% | 54.60% | 34.95% |
| 经营性利润率 (%) | -5.74% | -22.52% | -4.42% | 6.89% | 10.13% | 12.80% |
| 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 | 891 | 1,640 | 2,204 |
| 加: 营业外净收入 | 660 | 252 | 636 | 516 | 468 | 540 |
| 利润总额 | -179 | -1,736 | 199 | 1,407 | 2,109 | 2,744 |
| 减: 所得税 | 98 | 415 | 222 | 352 | 527 | 661 |
| 净利润 | -277 | -2,150 | -24 | 1,055 | 1,581 | 2,083 |
| 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 | 1,049 | 1,341 | 1,803 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | -89.92% | -5041.92% | -103.08% | 1884.40% | 27.80% | 34.40% |
| 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 | 0.78 | 1.00 | 1.34 |
| 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% | 10.00% | 11.10% | 13.00% |

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 索取有关披露资料或登录 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 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |

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。