

冀东水泥 (000401)

看好全年量价弹性，重组红利持续释放

公司发布 2019 年一季报，实现营收 50.08 亿元，同比去年 33.90 亿（调整后）增长 47.7%；实现归母净利 4490.65 万元，去年同期不考虑重组为亏损 4.86 亿元，考虑重组则为亏损 5.82 亿元，Q1 成功扭亏。

一季度成功扭亏，受益量价齐升，看好全年需求弹性。2019 年 Q1 销量 1415 万吨，去年同期为 1065 万吨，同比增加 350 万吨，对应增幅 33%；我们核算吨价格约 322 元/吨，去年同期约为 290 元/吨，同比增加 32 元/吨（根据 2018 年水泥+熟料营收占比约 91% 推算）。同样按照 2018 年水泥+熟料营业成本占比 91% 推算，2019 年 Q1 吨成本 216 元，则吨毛利约为 107 元，去年同期吨成本约为 213 元，吨毛利约为 77 元。

具体看，(1) 销量方面，增量主要来自行业增长，我们观察到公司主打的华北区域今年 1-3 月水泥产量累计同比增速 48.08%，京津冀地区产量同比增长 34%，与公司销量增幅基本一致。华北增幅亦继续领先全国其他区域，我们对华北全年需求弹性的判断不变。**(2) 价格方面，**根据中国水泥网统计，河北地区 1-3 月熟料、水泥均价分别为 384、429 元/吨，分别同比提高 30、33 元/吨，全年价格起点更高。今年 4 月初，在唐山停窑限产 15 天计划的影响下，唐山泓泰水泥 1 日率先涨价 40 元/吨，随后唐山金隅冀东从 3 日开始上调低端袋装价格 15 元/吨。此外，4 月 25 日起，河北承德地区水泥价格将上调 30 元/吨，“一带一路”高峰论坛和环保导致河北水泥企业停窑限产，市场供应减少价格提升。全年角度看，环保政策的持续性不会发生较大反转，尤其在生态环境更为脆弱的华北地区，因此在水泥需求明显增加的预期下，华北水泥价格有望稳中有升。

报表方面还需关注：①公司净利润实现 1.08 亿，去年同期亏损 7.62 亿（调整后）。其中，其他收益贡献约 1.27 亿，主因收到资源综合利用退税同比增加约 6517 万；投资收益贡献约 4504 万，主因合营联营企业利润增长；公允价值变动收益贡献约 972 万，主因持有中再资环价格上涨。此外，研发费用大幅增长 511%。②应付票据及应收账款同比减少约 37 亿，主因本期票据背书支付应付账款及到期解付。资产负债率 57.5%，是往年同时期最低。③投资活动现金净流出 11 亿，主因支付股权转让金隅等 7 家公司股权。

报告期内重组收官，看好优势互导，强化京津冀竞争格局。公司第二批资产注入收官，历时 3 年金隅集团和冀东水泥资产重组实施完成。合并后金隅冀东重组后熟料产能超过 1.1 亿吨，水泥产能达到 1.7 亿吨，京津冀产能占比 60%，龙头地位显著。冀东统一运营管理水泥资产，主导力增强，市场沟通成本降低，有望提升水泥资产盈利能力，同时借助金隅内控优势、融资评级优势，有望降低管理成本、财务成本。

盈利预测：看好全年量价齐升，重组红利持续释放，考虑到模板新增研发费用等假设，我们将 2019-2020 年归母净利从 26.7 亿、29.5 亿元调整为 26.7、29.3 亿，EPS 分别为 1.98、2.18 元，对应 PE 分别为 8.69X、7.91X。

风险提示：京津冀基建项目落地不及预期，经营管控效果不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,289.71	30,848.58	34,615.19	36,571.23	38,571.21
增长率(%)	23.95	101.76	12.21	5.65	5.47
EBITDA(百万元)	3,179.63	6,788.87	8,517.70	9,078.96	9,345.19
净利润(百万元)	110.38	1,483.23	2,668.74	2,933.06	3,296.73
增长率(%)	108.72	1,243.71	79.93	9.90	12.40
EPS(元/股)	0.08	1.10	1.98	2.18	2.45
市盈率(P/E)	210.22	15.64	8.69	7.91	7.04
市净率(P/B)	2.30	1.59	1.62	1.35	1.13
市销率(P/S)	1.52	0.75	0.67	0.63	0.60
EV/EBITDA	10.72	4.96	5.67	4.07	3.47

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2019 年 04 月 24 日

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	17.22 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,347.52
流通 A 股股本(百万股)	1,347.22
A 股总市值(百万元)	23,204.34
流通 A 股市值(百万元)	23,199.09
每股净资产(元)	8.22
资产负债率(%)	57.50
一年内最高/最低(元)	20.30/8.29

作者

盛昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002	shengchangsheng@tfzq.com
武浩翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003	wuhaoxiang@tfzq.com
李阳	联系人
yanglif@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《冀东水泥-公司点评:一季度扭亏，继续关注华北水泥龙头》 2019-04-10
- 《冀东水泥-公司点评:重组收官，京津冀龙头扬帆起航》 2019-03-27
- 《冀东水泥-年报点评报告:京津冀水泥龙头，量价弹性持续释放》 2019-03-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,631.66	9,346.70	10,384.56	15,607.09	22,803.96	营业收入	15,289.71	30,848.58	34,615.19	36,571.23	38,571.21
应收票据及应收账款	4,163.03	11,893.47	3,076.91	3,298.91	3,425.58	营业成本	10,729.21	21,397.88	22,527.57	23,428.44	24,566.90
预付账款	659.85	457.94	668.44	633.14	659.03	营业税金及附加	215.56	459.71	467.31	475.43	540.00
存货	1,392.98	2,020.75	2,359.61	2,546.10	3,186.48	营业费用	619.16	1,082.48	1,211.53	1,279.99	1,423.28
其他	1,375.77	1,868.16	19,640.38	10,362.81	11,362.80	管理费用	2,396.06	3,552.36	3,530.75	3,839.98	4,049.98
流动资产合计	11,223.30	25,587.01	36,129.89	32,448.05	41,437.86	研发费用	0.00	44.95	34.62	109.71	192.86
长期股权投资	1,498.26	1,341.84	1,341.84	1,341.84	1,341.84	财务费用	1,180.42	1,269.70	1,355.90	1,372.44	962.85
固定资产	23,472.65	28,015.54	27,038.60	26,003.03	24,919.28	资产减值损失	33.24	102.60	50.00	100.00	200.00
在建工程	471.68	457.60	310.56	234.34	170.60	公允价值变动收益	199.26	41.40	0.80	0.00	0.00
无形资产	2,817.66	4,020.40	3,830.90	3,641.40	3,451.91	投资净收益	(200.99)	64.24	350.00	360.00	360.00
其他	1,550.76	2,570.91	2,572.50	2,513.00	2,453.50	其他	(259.50)	(602.66)	(701.60)	(720.00)	(720.00)
非流动资产合计	29,811.01	36,406.29	35,094.40	33,733.61	32,337.13	营业利润	377.30	3,435.91	5,788.32	6,325.23	6,995.36
资产总计	41,034.31	61,993.31	71,224.30	66,181.66	73,774.99	营业外收入	23.54	37.36	100.00	32.97	36.11
短期借款	12,682.43	12,653.19	18,270.80	12,600.00	12,600.00	营业外支出	39.32	57.27	55.00	50.53	54.27
应付票据及应付账款	3,779.34	9,293.35	9,479.62	8,742.50	9,156.32	利润总额	361.52	3,416.00	5,833.32	6,307.67	6,977.20
其他	5,700.98	9,971.92	10,134.18	8,840.45	10,287.06	所得税	230.39	856.38	1,458.33	1,576.92	1,744.30
流动负债合计	22,162.74	31,918.46	37,884.61	30,182.95	32,043.38	净利润	131.13	2,559.62	4,374.99	4,730.75	5,232.90
长期借款	1,727.50	1,110.00	3,271.73	1,200.00	1,200.00	少数股东损益	20.75	1,076.39	1,706.25	1,797.68	1,936.17
应付债券	2,159.10	1,712.90	1,500.00	1,500.00	2,000.00	归属于母公司净利润	110.38	1,483.23	2,668.74	2,933.06	3,296.73
其他	3,711.34	3,421.37	3,300.00	3,300.00	3,300.00	每股收益(元)	0.08	1.10	1.98	2.18	2.45
非流动负债合计	7,597.94	6,244.27	8,071.73	6,000.00	6,500.00						
负债合计	29,760.68	38,162.73	45,956.34	36,182.95	38,543.38						
少数股东权益	1,195.63	9,251.07	10,957.31	12,755.00	14,691.17						
股本	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52						
资本公积	4,921.75	4,590.66	4,590.66	4,590.66	4,590.66						
留存收益	8,625.40	10,294.38	12,963.12	15,896.19	19,192.92						
其他	(4,816.67)	(1,653.05)	(4,590.66)	(4,590.66)	(4,590.66)						
股东权益合计	11,273.63	23,830.58	25,267.96	29,998.71	35,231.61						
负债和股东权益总	41,034.31	61,993.31	71,224.30	66,181.66	73,774.99						
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	131.13	2,559.62	2,668.74	2,933.06	3,296.73	成长能力					
折旧摊销	1,928.19	2,514.73	1,373.48	1,381.29	1,386.98	营业收入	23.95%	101.76%	12.21%	5.65%	5.47%
财务费用	1,209.63	1,326.89	1,355.90	1,372.44	962.85	营业利润	-186.28%	810.65%	68.47%	9.28%	10.59%
投资损失	200.99	(64.24)	(350.00)	(360.00)	(360.00)	归属于母公司净利润	108.72%	1243.71%	79.93%	9.90%	12.40%
营运资金变动	(624.54)	(1,040.36)	(9,093.90)	7,159.99	(85.90)	盈利能力					
其它	(143.09)	1,233.93	1,707.05	1,797.68	1,936.17	毛利率	29.83%	30.64%	34.92%	35.94%	36.31%
经营活动现金流	2,702.31	6,530.57	(2,338.73)	14,284.48	7,136.83	净利率	0.72%	4.81%	7.71%	8.02%	8.55%
资本支出	1,955.22	8,511.49	181.37	80.00	50.00	ROE	1.10%	10.17%	18.65%	17.01%	16.05%
长期投资	(55.90)	(156.42)	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.09%	13.78%	16.96%	14.66%	19.27%
其他	(904.05)	(8,782.43)	107.03	200.00	260.00	偿债能力					
投资活动现金流	995.27	(427.37)	288.40	280.00	310.00	资产负债率	72.53%	61.56%	64.52%	54.67%	52.24%
债权融资	19,453.95	19,411.39	26,793.09	18,823.60	19,536.49	净负债率	140.35%	42.23%	64.94%	10.72%	-9.27%
股权融资	(1,194.02)	1,236.01	(4,288.51)	(1,367.44)	(957.85)	流动比率	0.51	0.80	0.95	1.08	1.29
其他	(21,036.65)	(23,576.04)	(19,416.39)	(26,798.09)	(18,828.60)	速动比率	0.44	0.74	0.89	0.99	1.19
筹资活动现金流	(2,776.71)	(2,928.64)	3,088.19	(9,341.94)	(249.96)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.75	3.84	4.62	11.47	11.47
现金净增加额	920.87	3,174.56	1,037.86	5,222.54	7,196.87	存货周转率	10.39	18.07	15.80	14.91	13.46
						总资产周转率	0.37	0.60	0.52	0.53	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.08	1.10	1.98	2.18	2.45
						每股经营现金流	2.01	4.85	-1.74	10.60	5.30
						每股净资产	7.48	10.82	10.62	12.80	15.24
						估值比率					
						市盈率	210.22	15.64	8.69	7.91	7.04
						市净率	2.30	1.59	1.62	1.35	1.13
						EV/EBITDA	10.72	4.96	5.67	4.07	3.47
						EV/EBIT	26.33	7.73	6.76	4.80	4.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com