

公司研究/季报点评

2019年04月24日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.22
合理价格区间(元): 18.70~22.10

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

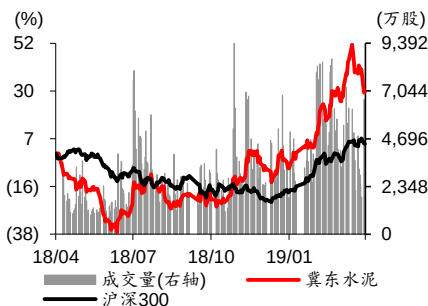
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

1《冀东水泥(000401,买入): 重组效应初显, 华北水泥龙头待起航》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q1 扭亏为盈, 全年有望量价齐升

冀东水泥(000401)

Q1 业绩扭亏为盈, 符合业绩预告

4月23日冀东水泥发布2019年一季度报,实现营业收入50亿元, YoY+48%, 实现归母净利润4491万元, 扭亏为盈(18Q1同口径亏损5.8亿元), 实现扣非归母净利润2871万元(18Q1同口径亏损5亿元), 符合此前业绩预告(预盈4000万元~5000万元)。我们对19年京津冀地区供需格局持乐观态度, 预计公司19-21年EPS分别为1.70/1.96/2.27元, 目标价18.70~22.10元, 维持“买入”评级。

19Q1 扭亏为盈在于量价齐升, 投资收益及退税收益

公司19Q1归母净利润实现扭亏为盈的原因在于: (1) 受益于一季度京津冀地区开工良好, 公司19Q1销量1415万吨, YoY+32.9%, 同时19Q1河北地区高标号水泥均价同比提升8元/吨, 公司实现量价齐升; (2) 公司合营联营企业利润实现扭亏为盈, 公司投资收益增加4504万元(18Q1为-4295万元)。且公司持有的中再资环的股票价格上涨, 公司公允价值变动收益972万元(18Q1为-174万元); (3) 公司其他收益增加1.3亿元(18Q1为6152万元), 系本期收到的资源综合利用退税同比增加。

19Q1 盈利能力改善, 资本结构优化

19Q1公司综合毛利率同比提升6.6pct至33%; 同时期间费用率同比下滑16.1pct至31%, 其中销售/管理/财务费用率同比分别下滑0.8/11.4/3.9pct, 重组效应进一步显现, 净利率同比提升23.1pct至2.2%。19Q1公司经营现金流量净额3.79亿元, YoY-61.5%, 主要是公司购买商品、接收劳务支付的现金及支付税费同比增加影响。截止到3月31日, 公司资产负债率为57.5%, 较2018年末下滑2.1pct, 资本结构优化。

19年京津冀基建发力, 水泥市场或出现需求缺口

需求方面, 在2019年基建补短板的背景下, 我们认为京津冀一体化进程推动有望带动全省交通基建投资实现两位数增长, 成为基建增长的主要推动力。雄安新区的建设也有望提振水泥需求。供给方面, 虽然环保政策存在边际放松的迹象, 但在政策严控新增产能背景下, 华北地区新增产能得到有效控制, 我们判断2019年河北省或出现需求缺口。根据数字水泥网, 4月初, 京津两地水泥价格上调20元/吨, 我们预计京津冀全年水泥均价有望实现小幅上涨。

维持“买入”评级

金隅冀东合并后, 2018年底公司在京津冀地区的市占率达到53%, 处于绝对龙头地位, 定价权进一步提升。19Q1公司重组效应继续显现, 公司的盈利能力及资本结构均改善明显。我们维持前次盈利预测, 预计公司19-21年归母净利润分别为23.0/26.5/30.6亿元, 目标价维持18.70~22.10元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下滑超预期、原材料涨价超预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,348
流通A股(百万股)	1,347
52周内股价区间(元)	8.39-20.18
总市值(百万元)	23,204
总资产(百万元)	65,398
每股净资产(元)	10.44

资料来源: 公司公告

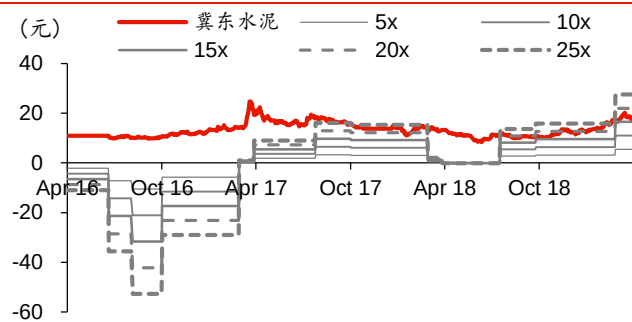
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,168	30,849	37,063	38,818	40,645
+/-%	104.03	22.57	20.15	4.73	4.71
归属母公司净利润(百万元)	504.35	1,483	2,295	2,647	3,063
+/-%	853.66	194.09	54.71	15.35	15.70
EPS(元, 最新摊薄)	0.37	1.10	1.70	1.96	2.27
PE(倍)	45.74	15.55	10.05	8.72	7.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

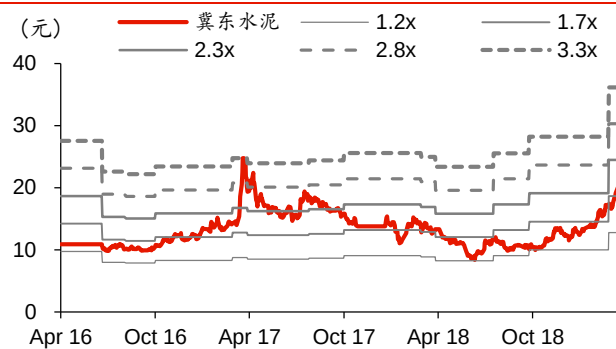
PE/PB - Bands

图表1: 冀东水泥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 冀东水泥历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,910	25,587	32,071	38,561	45,781
现金	5,766	9,347	11,312	17,317	23,973
应收账款	2,541	2,232	2,682	2,809	2,941
其他应收账款	1,247	810.29	2,363	1,984	2,081
预付账款	825.12	457.94	1,554	1,381	1,205
存货	1,835	2,021	2,335	2,409	2,485
其他流动资产	7,695	10,719	11,825	12,660	13,095
非流动资产	37,892	36,406	34,662	33,131	31,544
长期投资	1,498	1,342	1,342	1,342	1,342
固定投资	29,505	28,016	26,523	24,853	23,071
无形资产	4,079	4,020	4,222	4,283	4,391
其他非流动资产	2,810	3,029	2,576	2,654	2,741
资产总计	57,801	61,993	66,734	71,692	77,325
流动负债	30,209	31,918	32,605	32,978	33,306
短期借款	13,817	12,653	13,041	12,912	12,955
应付账款	7,672	9,293	10,591	10,977	11,307
其他流动负债	8,719	9,972	8,973	9,089	9,044
非流动负债	7,975	6,244	6,300	6,225	6,188
长期借款	1,728	1,110	1,010	960.00	910.00
其他非流动负债	6,248	5,134	5,290	5,265	5,278
负债合计	38,184	38,163	38,905	39,203	39,493
少数股东权益	5,892	9,251	10,916	12,837	15,060
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
资本公积	7,900	4,591	4,591	4,591	4,591
留存公积	4,369	5,704	10,936	13,583	16,646
归属母公司股东权益	13,725	14,580	16,912	19,652	22,772
负债和股东权益	57,801	61,993	66,734	71,692	77,325

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,527	6,531	3,659	8,154	8,808
净利润	939.60	2,560	3,960	4,568	5,285
折旧摊销	2,489	2,515	2,560	2,626	2,680
财务费用	1,260	1,270	1,159	1,089	1,060
投资损失	200.73	(64.24)	(140.39)	(1.30)	(68.64)
营运资金变动	(1,216)	57.97	(4,279)	(238.15)	(181.11)
其他经营现金	(144.73)	192.79	399.11	111.06	33.36
投资活动现金	813.96	(427.37)	(821.74)	(900.88)	(879.49)
资本支出	680.12	607.83	600.00	600.00	600.00
长期投资	(469.11)	86.96	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,025	267.42	(221.74)	(300.88)	(279.49)
筹资活动现金	(3,309)	(2,929)	(871.79)	(1,249)	(1,272)
短期借款	2,054	(1,164)	388.05	(129.35)	43.12
长期借款	141.23	(617.50)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,978	(3,309)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,483)	2,162	(1,160)	(1,069)	(1,265)
现金净增加额	1,031	3,175	1,966	6,004	6,656

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,168	30,849	37,063	38,818	40,645
营业成本	18,435	21,398	24,729	25,511	26,319
营业税金及附加	299.77	459.71	500.36	504.63	487.74
营业费用	928.08	1,082	1,260	1,281	1,301
管理费用	3,154	3,552	4,188	4,309	4,430
财务费用	1,260	1,270	1,159	1,089	1,060
资产减值损失	112.60	102.60	102.60	102.60	102.60
公允价值变动收益	199.26	41.40	37.95	92.87	57.40
投资净收益	(200.73)	64.24	140.39	1.30	68.64
营业利润	1,433	3,436	5,302	6,115	7,071
营业外收入	36.81	37.36	37.08	37.22	37.15
营业外支出	50.77	57.27	54.02	55.65	54.83
利润总额	1,419	3,416	5,285	6,096	7,053
所得税	479.39	856.38	1,325	1,528	1,768
净利润	939.60	2,560	3,960	4,568	5,285
少数股东损益	435.25	1,076	1,665	1,921	2,223
归属母公司净利润	504.35	1,483	2,295	2,647	3,063
EBITDA	5,181	7,220	9,021	9,829	10,810
EPS (元, 基本)	0.37	1.10	1.70	1.96	2.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	104.03	22.57	20.15	4.73	4.71
营业利润	1,283	139.78	54.31	15.33	15.64
归属母公司净利润	853.66	194.09	54.71	15.35	15.70
获利能力 (%)					
毛利率	26.75	30.64	33.28	34.28	35.25
净利率	2.00	4.81	6.19	6.82	7.53
ROE	3.67	10.17	13.57	13.47	13.45
ROIC	5.26	10.81	13.69	15.89	18.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.06	61.56	58.30	54.68	51.07
净负债比率 (%)	48.27	46.38	45.69	44.94	44.16
流动比率	0.66	0.80	0.98	1.17	1.37
速动比率	0.60	0.74	0.91	1.09	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.52	0.58	0.56	0.55
应收账款周转率	10.94	10.91	12.16	11.40	11.40
应付账款周转率	3.80	2.52	2.49	2.37	2.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	1.10	1.70	1.96	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	4.85	2.72	6.05	6.54
每股净资产(最新摊薄)	10.19	10.82	12.55	14.58	16.90
估值比率					
PE (倍)	45.74	15.55	10.05	8.72	7.53
PB (倍)	1.68	1.58	1.36	1.17	1.01
EV_EBITDA (倍)	7.86	5.64	4.51	4.14	3.77

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com