

冀东水泥 (000401)

证券研究报告

2019年01月11日

重组方案落地，量弹性持续释放

事件

(1) 公司发布 2018 年年度业绩预告，全年归母净利润区间 14.5-15.3 亿元，同口径下 17 年实现归母净利润 5.0328 亿元，同增 188%-204%。2018 年公司水泥和熟料综合销量约 9664 万吨，较 2017 年同口径 9149 万吨，增加约 5%。

(2) 金隅集团以所持有的赞皇金隅水泥等 7 家公司的股权出资，冀东水泥以临澧冀东等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司增资，增资后双方对合资公司股权比例不变。同时冀东水泥以 15.37 亿元现金向金隅集团购买其所持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。

点评

(1) 18 年公司量价提升，业绩亮眼

18 年公司所在区域水泥销售量价齐升。公司全年实现水泥和熟料综合销量 9664 万吨，同口径同比增加 5%，其中四季度销量 2689 万吨，前三季度同口径同比增加 3.6%，可以推知四季度水泥销量同比增加明显。我们认为公司销量弹性的持续释放一方面来自于冬季环保限产政策禁止一刀切后，公司的协同处置、供暖产线受益政策免于错峰，另一方面也验证了我们前期对于京津冀区域水泥需求量增的判断。公司产能占比较高（约 52%）的京津冀地区水泥价格保持平稳，全年均价来看京、津、冀地区分别同比涨价 6.5 元/吨、19.5 元/吨、71.8 元/吨后分别达到 433 元/吨、418 元/吨、446 元/吨。除此之外，公司产能所在其余地区陕西（产能占比 12%）、湘渝（占比 6%）、鲁豫（占比 4%）等 18 年水泥均价表现均十分良好；在公司水泥稳中有升的情况下，水泥价格的大幅上涨带动公司水泥业绩大幅增加。

(2) 重组方案落地，经营改善或成下一阶段抓手

金隅冀东水泥业务重组方案落地，同业竞争有望得到解决，提效经营或将发力。此次合并后，前期受托管的部分金隅水泥企业将正式纳入公司管理体系，冀东金隅同业竞争问题有望得到有效解决，冀东水泥在京津冀产能占比约 60%，区域控制力得到进一步巩固，区域水泥价格控制力提升，也为后期区域整合做好铺垫。同时公司方面通过引入金隅的管理体系，以内部优质公司对标，提升整体经营效率与产出质量或将成为下一阶段的重要抓手，有望带来公司三费改善。

(3) 公司量弹性或持续释放

华北地区水泥经历了 17、18 两年的环保严格治理之后，小产线得到明显出清，为区域水泥价格的平稳提供了更为合理统一的商业环境。我们认为 19 年环保政策的持续性不会发生大的反转，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，且目前华北地区水泥价格相比华东、华南区域，价差明显，水泥库存也处于低位，均为水泥价格提供有利支撑。据此我们看好公司 19 年在水泥价格稳中有升预期下，量弹性释放带来业绩。

我们判断 19 年在经营管理改善预期下部分子公司亏损情况或将减少，结合 19 年量弹性释放预期，我们对于公司业绩预测做出调整，2018/19 年公司营收分别从 320.47 亿元、327.95 亿元分别调整为 312.8 亿元、342.3 亿元，归母净利分别从 19.3 亿元、21.1 亿元调整为 14.9 亿元、23.3 亿元，对应 EPS 分别由 1.43 元、1.56 元调整为 1.11 元、1.73 元，维持“增持”评级。

风险提示：京津冀地区基建落地不及预期，水泥价格大幅下滑，重组推进不及预期，重组标的业绩波动的风险，标的资产估值风险，交易完成后公司即期汇报指标被摊薄的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,335.15	15,289.71	31,277.52	34,228.62	35,255.48
增长率(%)	11.05	23.95	104.57	9.44	3.00
EBITDA(百万元)	2,767.08	3,179.63	6,505.52	7,884.78	8,325.69
净利润(百万元)	52.89	110.38	1,489.26	2,334.25	2,745.98
增长率(%)	(103.08)	108.72	1,249.17	56.74	17.64
EPS(元/股)	0.04	0.08	1.11	1.73	2.04
市盈率(P/E)	336.59	161.26	11.95	7.63	6.48
市净率(P/B)	1.78	1.77	1.54	1.29	1.07
市销率(P/S)	1.44	1.16	0.57	0.52	0.50
EV/EBITDA	11.93	10.72	6.13	3.04	3.79

资料来源：wind，天风证券研究所

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	13.21 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)	16,763.19
流通 A 股市值(百万元)	16,759.38
每股净资产(元)	8.44
资产负债率(%)	63.84
一年内最高/最低(元)	15.95/8.29

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

侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《冀东水泥-公司深度研究:基建强预期下需重视的华北水泥龙头》 2018-12-13
- 《冀东水泥-公司点评:四季度销量弹性有望释放》 2018-10-12
- 《冀东水泥-首次覆盖报告:供给微收,需求缓释,量价齐升有保障》 2018-08-09

事件

(1) 公司发布 2018 年年度业绩预告, 全年归母净利润区间 14.5-15.3 亿元, 同口径下 17 年实现归母净利润 5.0328 亿元, 同增 188%-204%。2018 年公司水泥和熟料综合销量约 9,664 万吨, 较 2017 年同口径 9,149 万吨, 增加约 5%。

(2) 金隅集团以所持有的赞皇金隅水泥等 7 家公司的股权出资, 冀东水泥以临澧冀东等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资, 双方共同向合资公司增资, 增资后双方对合资公司股权比例不变。同时冀东水泥以 15.37 亿元现金向金隅集团购买其所持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。

点评

1. 18 年公司量价提升, 业绩亮眼

18 年公司所在区域水泥销售量价齐升。公司全年实现水泥和熟料综合销量 9664 万吨, 同口径同比增加 5%, 其中四季度销量 2689 万吨, 前三季度同口径同比增加 3.6%, 可以推知四季度水泥销量同比增加明显。我们认为公司销量弹性的持续释放一方面来自于冬季环保限产政策禁止一刀切后, 公司的协同处置、供暖产线受益政策免于错峰, 另一方面也验证了我们前期对于京津冀区域水泥需求量增的判断。

公司产能占比较高 (约 52%) 的京津冀地区水泥价格保持平稳, 虽然四季度进入采暖季, 需求有所减少, 但京津冀地区水泥价格保持稳定。京、津、冀四季度水泥价格环比三季度分别提升 0、10 元/吨、16.4 元/吨, 保持了较为平稳的上涨, 全年均价来看京、津、冀地区分别同比涨价 6.5 元/吨、19.5 元/吨、71.8 元/吨后分别达到 433 元/吨、418 元/吨、446 元/吨。

除此之外, 公司产能所在的其他区域, 陕西 (产能占比 12%)、湘渝 (占比 6%)、鲁豫 (占比 4%) 等 18 年水泥均价表现均十分良好: 陕西水泥价格同比上涨 93 元/吨后达 432 元/吨, 重庆、湖南分别同比上涨 152 元/吨、149 元/吨, 后达 457 元/吨、456 元/吨, 鲁豫地区同比上涨也在 60 元/吨以上。在公司水泥稳中有升的情况下, 水泥价格的大幅上涨带动公司水泥业绩大幅增加。

2. 整合方案落地, 经营改善或成下一阶段抓手

金隅冀东重组两部曲方案落实: 金隅冀东水泥资产整合分为两步走, 1) 首次中金隅以 10 家水泥公司的股权出资, 公司以 20 家水泥公司股权及 2 家分公司的资产出资, 双方共同组建金隅冀东水泥合资公司, 其中公司持股 52.91%, 金隅集团持股 47.09%, 已于 2018 年 7 月份实施完成。2) 此次中金隅以 7 家水泥公司股权出资、冀东以 5 家水泥企业及 24.82 亿现金出资注入合资公司, 股权比例不变, 同时冀东以 15.37 亿现金向金隅集团购买其所持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。至此金隅集团旗下全部水泥企业注入冀东。

整合方案落定, 同业竞争有望得到解决, 提效经营或将发力。此次合并后, 前期受托管的部分金隅水泥企业将正式纳入公司管理体系, 冀东金隅同业竞争问题有望得到有效解决, 冀东水泥在京津冀产能占比约 60%, 区域控制力进一步得到巩固, 区域水泥价格控制力提升, 也为后期区域整合做好铺垫。同时公司方面通过引入金隅的管理体系, 以内部优质公司对标, 提升整体经营效率与产出质量或将成为下一阶段的重要抓手, 有望带来公司三费改善。

3. 公司量弹性有望继续发挥

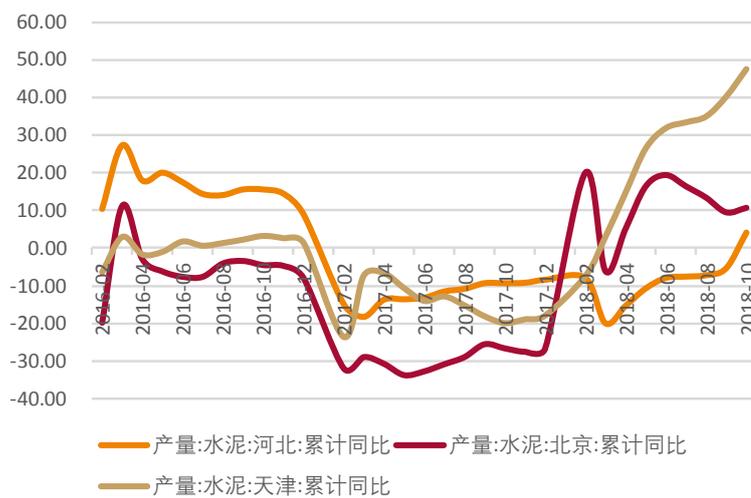
在基建托底经济的大背景下, 我们认为全国有望加快高铁、高速的建设步伐。其中京津冀、西北等部分基建相对不足的地区, 配合全国高铁八纵八横规划, 19 年或将迎来新一轮的建设。我们认为, 京津冀地区的基建主要分为两部分: 1) 京津冀一体化配合京港 (台)、京沪二线的高铁、高速、港航建设将在 19 年步入建设的高峰期, 根据我们的报告《基建强

预期下需重视的华北水泥龙头》20181213 中的测算，该部分建设 2019 年的投资额有望达到 2644 亿元，带来的水泥需求有望达到约 1440 万吨，相比 18 年的增量约为 900-1000 万吨，带动京津冀地区水泥销量增长明显。2) 随雄安新区总规获批、通州副中心搬迁落实，配套的城市建筑、综合管廊、道路等有关建设都将在 19 年步入建设旺季，对京津冀地区水泥需求都将会有明显的拉动，冀东水泥作为京津冀地区龙头，水泥需求的量弹性有望持续发挥。

华北地区水泥经历了 17、18 两年的环保严格治理之后，小产线得到明显出清，为区域水泥价格的平稳提供了更为合理统一的商业环境。我们认为 19 年环保政策的持续性不会发生大的反转，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，且目前华北地区水泥价格相比华东、华南区域，价差明显，水泥库存也处于低位，均为水泥价格提供有利支撑。据此我们看好公司 19 年在水泥价格稳中有升预期下，量弹性释放带来业绩。

根据公司年报预告，部分子公司亏损对公司的净利产生影响，19 年在经营管理改善预期下或将减少，结合 19 年我们认为公司量弹性释放是大概率事件，基于此，我们对于公司业绩预测做出调整，2018/19 年公司营收分别从 320.47 亿元、327.95 亿元分别调整为 312.8 亿元、342.3 亿元，归母净利分别从 19.3 亿元、21.1 亿元调整为 14.9 亿元、23.3 亿元，对应 EPS 分别由 1.43 元、1.56 元调整为 1.11 元、1.73 元，维持“增持”评级。

图 1：京津冀水泥产量累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：京津冀固定资产投资增速 (%)



图 3：京津冀房地产开发投资增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

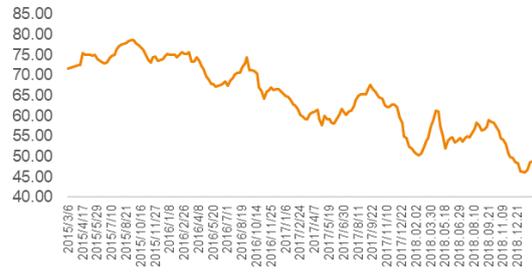
图 4：华北水泥价格保持高位（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：水泥库存继续走低（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,188.55	3,631.66	7,429.13	8,130.08	8,373.99
应收账款	3,221.27	2,090.60	11,810.52	1,500.61	11,230.54
预付账款	819.10	659.85	3,074.89	587.20	3,029.54
存货	1,548.89	1,392.98	4,734.62	1,250.71	4,849.96
其他	1,896.03	3,448.21	5,603.67	3,719.47	6,568.73
流动资产合计	10,673.84	11,223.30	32,652.84	15,188.07	34,052.76
长期股权投资	1,554.16	1,498.26	1,598.26	1,748.26	1,898.26
固定资产	23,325.00	23,472.65	21,710.88	19,949.10	18,187.33
在建工程	1,226.98	377.98	377.98	377.98	377.98
无形资产	2,883.91	2,817.66	2,701.48	2,585.31	2,469.14
其他	1,816.16	1,644.46	1,757.10	1,723.10	1,732.39
非流动资产合计	30,806.21	29,811.01	28,145.71	26,383.77	24,665.11
资产总计	41,480.05	41,034.31	60,798.55	41,571.84	58,717.87
短期借款	11,763.70	12,682.43	18,521.77	4,931.77	9,712.98
应付账款	2,928.89	4,356.44	9,441.88	4,947.19	9,949.70
其他	6,002.59	5,123.88	8,392.53	6,229.71	7,851.87
流动负债合计	20,695.18	22,162.74	36,356.17	16,108.68	27,514.54
长期借款	1,586.28	1,727.50	3,410.76	1,000.00	2,619.12
应付债券	3,214.23	2,159.10	3,831.98	3,068.44	3,019.84
其他	4,816.49	3,711.34	3,551.22	4,026.35	3,762.97
非流动负债合计	9,617.00	7,597.94	10,793.96	8,094.79	9,401.93
负债合计	30,312.17	29,760.68	47,150.14	24,203.47	36,916.47
少数股东权益	1,182.39	1,195.63	2,108.40	3,539.07	5,222.09
股本	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52
资本公积	4,921.75	4,921.75	4,999.58	4,954.62	4,958.65
留存收益	8,515.01	8,625.40	10,192.49	12,481.78	15,231.79
其他	(4,798.80)	(4,816.67)	(4,999.58)	(4,954.62)	(4,958.65)
股东权益合计	11,167.87	11,273.63	13,648.41	17,368.38	21,801.40
负债和股东权益总	41,480.05	41,034.31	60,798.55	41,571.84	58,717.87

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(23.65)	131.13	1,489.26	2,334.25	2,745.98
折旧摊销	1,989.83	1,928.19	1,877.94	1,877.94	1,877.94
财务费用	1,259.67	1,209.63	1,519.93	1,124.59	700.82
投资损失	(557.64)	200.99	150.00	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,152.10)	(641.63)	(9,824.19)	11,870.30	(12,079.61)
其它	1,175.18	(126.01)	1,329.49	1,331.40	1,610.29
经营活动现金流	2,691.29	2,702.31	(3,457.56)	18,488.49	(5,194.58)
资本支出	(2,285.28)	1,955.22	260.12	(325.13)	413.38
长期投资	(256.11)	(55.90)	100.00	150.00	150.00
其他	2,524.24	(904.05)	(1,521.39)	318.63	(521.95)
投资活动现金流	(17.15)	995.27	(1,161.27)	143.50	41.43
债权融资	20,995.65	19,453.95	29,418.31	12,656.93	18,750.42
股权融资	(1,375.41)	(1,193.47)	(1,543.23)	(1,165.72)	(692.59)
其他	(21,530.58)	(21,037.19)	(19,458.77)	(29,422.25)	(12,660.77)
筹资活动现金流	(1,910.33)	(2,776.71)	8,416.31	(17,931.03)	5,397.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	763.80	920.87	3,797.47	700.95	243.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,335.15	15,289.71	31,277.52	34,228.62	35,255.48
营业成本	9,353.31	10,729.21	20,053.98	21,547.20	21,962.43
营业税金及附加	147.32	215.56	441.01	482.62	497.10
营业费用	454.84	619.16	1,313.66	1,369.14	1,410.22
管理费用	1,674.14	2,396.06	4,848.02	4,723.55	4,865.26
财务费用	1,250.15	1,180.42	1,519.93	1,124.59	700.82
资产减值损失	323.52	33.24	260.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	(126.80)	199.26	416.72	(99.27)	(72.73)
投资净收益	557.64	(200.99)	(150.00)	50.00	50.00
其他	(861.68)	(259.50)	(533.44)	98.54	45.46
营业利润	(437.28)	377.30	3,107.65	4,882.24	5,746.93
营业外收入	660.89	23.54	50.00	50.00	50.00
营业外支出	24.76	39.32	30.00	30.00	30.00
利润总额	198.84	361.52	3,127.65	4,902.24	5,766.93
所得税	222.50	230.39	725.61	1,137.32	1,337.93
净利润	(23.65)	131.13	2,402.03	3,764.92	4,429.00
少数股东损益	(76.54)	20.75	912.77	1,430.67	1,683.02
归属于母公司净利润	52.89	110.38	1,489.26	2,334.25	2,745.98
每股收益(元)	0.04	0.08	1.11	1.73	2.04

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	11.05%	23.95%	104.57%	9.44%	3.00%
营业利润	-78.00%	-186.28%	723.65%	57.10%	17.71%
归属于母公司净利润	-103.08%	108.72%	1249.17%	56.74%	17.64%
获利能力					
毛利率	24.17%	29.83%	35.88%	37.05%	37.70%
净利率	0.43%	0.72%	4.76%	6.82%	7.79%
ROE	0.53%	1.10%	12.91%	16.88%	16.56%
ROIC	-0.36%	2.09%	13.89%	13.73%	24.77%
偿债能力					
资产负债率	73.08%	72.53%	77.55%	58.22%	62.87%
净负债率	69.49%	54.36%	48.91%	59.32%	15.67%
流动比率	0.52	0.51	0.90	0.94	1.24
速动比率	0.44	0.44	0.77	0.87	1.06
营运能力					
应收账款周转率	4.55	5.76	4.50	5.14	5.54
存货周转率	8.01	10.39	10.21	11.44	11.56
总资产周转率	0.30	0.37	0.61	0.67	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.08	1.11	1.73	2.04
每股经营现金流	2.00	2.01	-2.57	13.72	-3.85
每股净资产	7.41	7.48	8.56	10.26	12.30
估值比率					
市盈率	336.59	161.26	11.95	7.63	6.48
市净率	1.78	1.77	1.54	1.29	1.07
EV/EBITDA	11.93	10.72	6.13	3.04	3.79
EV/EBIT	40.63	26.33	8.61	3.99	4.89

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	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com