



2019-03-05

公司深度报告

买入/维持

冀东水泥(000401)

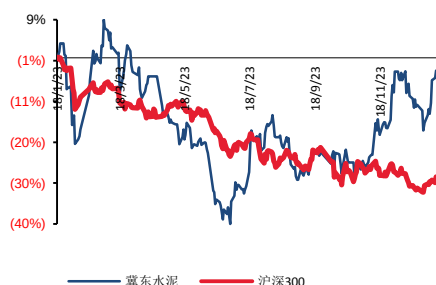
目标价: 24.4

昨收盘: 16.4

材料 材料 II

冀东水泥：买弹性，选冀东

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,348/1,347
总市值/流通(百万元)	18,232/18,228
12 个月最高/最低(元)	15.23/8.39

相关研究报告:

冀东水泥(000401)《冀东水泥：华北基建复苏显拐点，重组后新冀东迎锐变》—2019/01/24

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

新冀东华北产能占比提高至 68%，格局再好转。在公司 2018 年与金隅集团整合前，华北地区产能占公司总产能 57%，而根据我们测算，在 2019 年完成与金隅剩余水泥资产整合后（判断 19Q1 并表），熟料产能将达到 1.06 亿吨/年，其中核心的华北产能占比提高至 68%，经营格局大幅好转；华北市场涨价基础良好，业绩贡献弹性最大。2018Q4 以来华北基建开工大幅加速，2019Q1 以来呈现淡季不淡特点，主导企业冀东库存维持 50%左右，开年后全国水泥价格普跌背景下唐山分公司率先对熟料提价 20 元/吨，底气十足。我们预计公司 2019 年京津冀水泥价格同比上涨 30 元/吨，产能利用率亦恢复，从而带来销量的增长以及吨成本的小幅下滑。此外，由于华北产能占比提升，华北地区对公司业绩弹性贡献提高。我们测算公司华北水泥价格每涨 10 元，则公司税后利润增长 5.5 亿元，归母净利润增长 3.27 亿元（11.9%），对公司的业绩弹性贡献最大；

其余地区业绩贡献小，考虑价格下滑影响仍有限。我们预计陕西地区供需关系将总体维持良好，内蒙古地区水泥价格由于触底可能小幅反弹，而重庆、湖南、东北、河南等地区水泥价格可能会由于供需关系恶化同比下滑 5-10 元/吨。但由于上述地区产能占比较 2017 年整合前有所降低，其贡献业绩弹性较往年同样有所下降。根据我们测算，东北、西北及其他大区水泥售价每变化 10 元/吨，则净利润分别变化 1.5/1.5/2.1%，弹性贡献远小于华北地区；因此我们认为在华北地区涨价基础良好的情况下，即使非核心地区下滑幅度大于预期，公司 2019 年利润上升的确定性仍然较强；

投资建议：基于对于各地区水泥价格的中性判断，我们预测 2019 年公司水泥业务吨净利由 2018 年的 34 元/吨上升至 2019 年的 49 元/吨。上调公司 2019/2020 盈利预测至 27.4 亿元/29.2 亿元。给予公司基于 2019 年盈利预测 12x PE 估值，对应目标价 24.4 元，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15290	25279	32983	32983
(+/-%)	24.0%	65.3%	30.5%	0.0%
净利润(百万元)	110	1467	2743	2922
(+/-%)	109%	1229%	87%	7%
摊薄每股收益(元)	0.08	1.09	2.04	2.17
市盈率(PE)	200.2	15.1	8.1	7.6

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

整合金隅水泥资产趋近完成，京津冀核心区格局大幅好转	3
京津冀地区涨价基础良好，开年后产销存最佳	4
华北：供需格局向好，业绩弹性贡献最大	5
东北：下行趋势预计持续，但对公司业绩影响较小	5
西北：水泥价格预计总体平稳，弹性贡献有限	6
其他地区：价格存下行压力，弹性贡献有限	6
基于中性假设，上调盈利预测及目标价	6

风险提示 7

图表目录

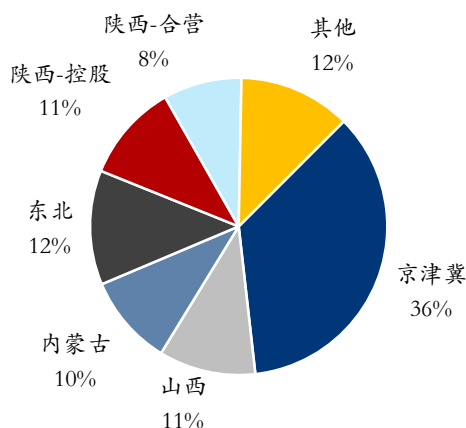
图表 1：2017 年冀东水泥产能分部	3
图表 2：2018 年冀东水泥产能分部	3
图表 3：2019 年预计冀东水泥完成整合后产能分部	3
图表 4：华北水泥价格	4
图表 5：华北水泥库存	4
图表 6：华北水泥价格离华东华南仍有距离	4
图表 7：公司华北地区水泥价格对公司盈利测算	5
图表 8：东北地区水泥价格敏感性测算	5
图表 9：公司西北地区水泥价格敏感性测算	6
图表 10：公司其余地区水泥价格敏感性测算	6
图表 11：公司盈利预测	7

整合金隅水泥资产趋近完成，京津冀核心区格局大幅好转

2016 年公司与金隅集团整合前，公司产能格局较为分散，除京津冀地区外，公司在内蒙、山西、重庆、陕西、东北地区有较多产能。2018 年 7 月，公司以下属 22 家公司股权，金隅以 10 家下属公司股权出资，成立合资公司并由冀东水泥控股 52.91%，金隅 1572 万吨在产熟料产能并表，新冀东的市场话语权进一步增强。根据我们测算，老冀东口径 2018、2019 年内生销量增长分别约为 343 万吨及 277 万吨，主要来自华北地区。

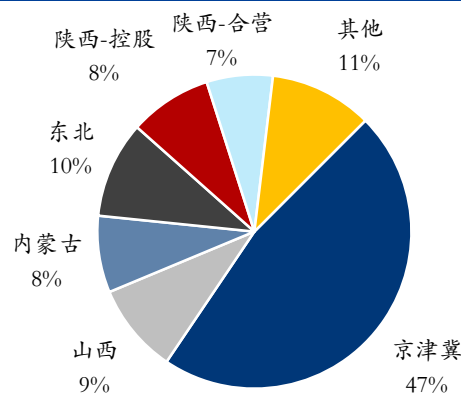
2019 年 1 月，公司公告金隅集团以所持有的赞皇水泥等 7 家公司出资，同时冀东水泥以持有的临澧冀东等 5 家公司股权以及 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司增资，此外冀东水泥还将货币支付对价 15.4 亿元，收购金隅集团 7 家水泥公司股权，此轮整合预计 2019Q1 能够过户完成实现并表，完成整合后公司将成为金隅集团唯一的水泥平台，同时公司熟料产能扩张至约 1.06 亿吨，产能进一步向京津冀及华北集中。

图表 1：2017 年冀东水泥产能分部



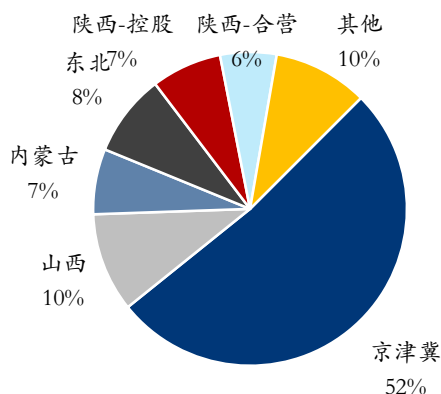
资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

图表 2：2018 年冀东水泥产能分部



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

图表 3：2019 年预计冀东水泥完成整合后产能分部



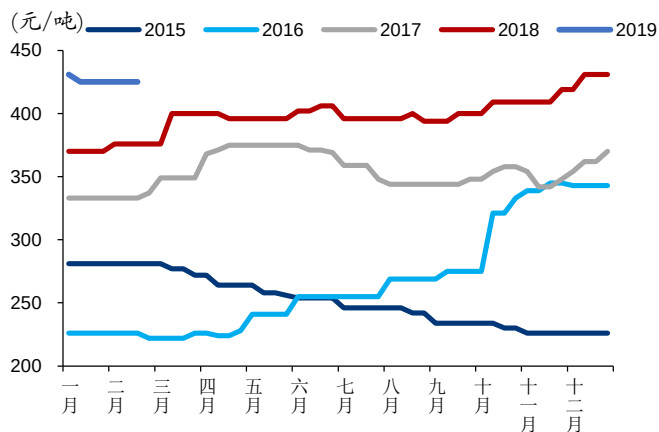
资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

京津冀地区涨价基础良好，开年后产销存最佳

我们在1月公司报告《华北基建复苏显拐点，重组后新冀东迎锐变》中指出了由于重点基建施工加速，京津冀地区水泥将于2018年四季度起迎来反转；我们判断，2019年下游农村及房产需求大概率出现下行，而有重点工程支撑的地区才有较好的涨价基础，京津冀恰为水泥需求受重点工程支撑最明显的地区，在重点工程的支撑下，春节后的传统淡季华北地区出货量仍有30-40%，行业库存在春节期间未明显上涨，库存变化情况好于南方区域。同时，根据我们测算，金隅冀东目前熟料库和水泥库维持在50%的低位，为涨价创造了有利的条件，因而于2019年2月27日，在全国水泥价格普跌背景下，冀东唐山地区熟料价格率先上涨20元/吨，印证了我们的判断。我们测算，开年后冀东水泥平均不含税出厂价超过320元/吨，而判断2018年平均出厂价格不超过300元；

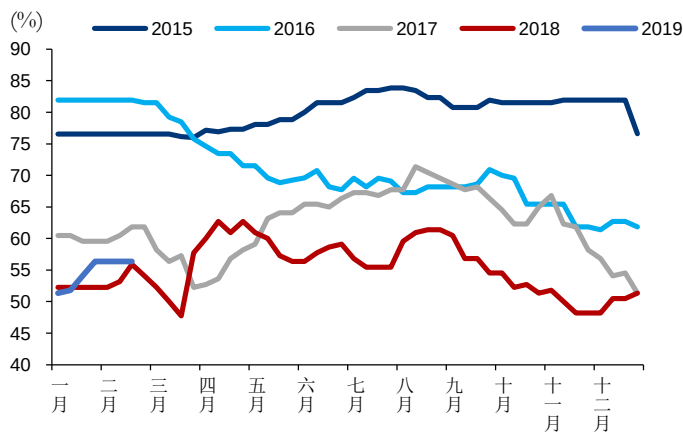
目前市场普遍关心的一个核心问题是，京津冀以及华北水泥价格潜在的上涨幅度对应的上市公司业绩弹性如何？我们尝试拆分新冀东各个区域的经营数据，在下文给出分析回答。

图表4：华北水泥价格



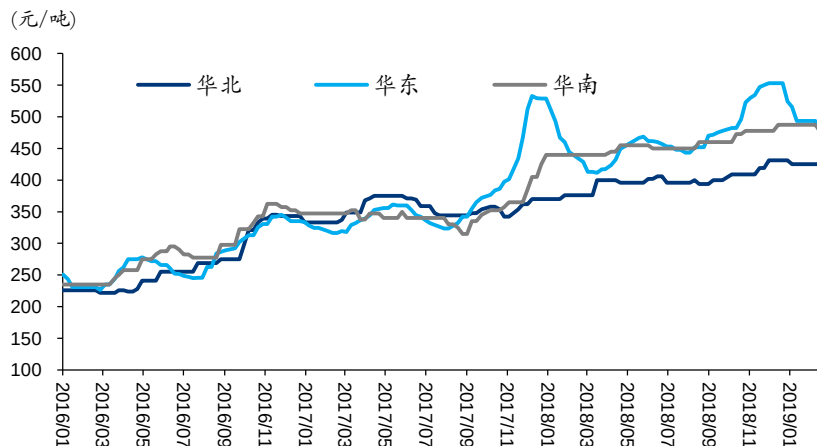
资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表5：华北水泥库存



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表6：华北水泥价格离华东华南仍有距离



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

华北：供需格局向好，业绩弹性贡献最大

华北地区产能占公司总产能 68%左右，其中京津冀地区产能占比 52%。由于华北 2019 年涨价基础良好，我们中性预计 2019 年公司京津冀地区平均售价提升 30 元/吨左右，同时我们预计由于需求向好公司华北地区产能利用率提升，华北地区销量将提升至 7337 万吨，同时吨成本也将小幅下降，从而使得华北地区吨毛利提升至 134 元/吨。

根据我们基准假设，公司华北地区水泥售价每增加 10 元/吨，则税后利润增加 5.5 亿元，而来自金隅冀东合资公司少数股东权益增加 2.15 亿元，其余少数股东权益增加 0.08 亿元，扣除少数股东权益后，归母净利润增加 3.27 亿元（11.9%），是公司业绩弹性贡献最大的地区。

图表 7：公司华北地区水泥价格对公司盈利测算

	华北水泥价格 (元/吨)	华北水泥吨毛利 (元/吨)	公司税后利润 (百万元)	合资公司少数股东损益 (百万元)	其他少数股东损益 (百万元)	公司归母净利润 (百万元)	净利润变化 %
悲观	332	124	3,939	(1,412)	(111)	2,415	-11.9%
中性	342	134	4,489	(1,627)	(119)	2,743	-
乐观	352	144	5,039	(1,842)	(127)	3,070	11.9%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

东北：下行趋势预计持续，但对公司业绩影响较小

公司 8%产能位于东北地区。东北地区的水泥主要由建设工程驱动，而由于当地政府负债率较高，我们认为当地基建投资可能放缓，同时考虑到可能到来的房地产调整周期，我们预计东北的水泥供需格局还将进一步恶化。因此，我们预计公司东北地区 2019 年销量及售价均出现下滑，假设水泥吨毛利缩窄至 63 元/吨，吨毛利同比下滑 13 元；

东北地区对公司整体业绩弹性影响十分有限。根据我们测算，公司东北地区水泥售价相对于我们基准假设每增加 10 元/吨，归母净利润增加 0.4 亿元（1.5%）。

图表 8：东北地区水泥价格敏感性测算

	东北水泥价格 (元/吨)	东北水泥吨毛利 (元/吨)	公司税后利润 (百万元)	公司归母净利润 (百万元)	净利润变化 %
悲观	236	53	4,447	2,702	-1.5%
中性	246	63	4,489	2,743	-
乐观	256	73	4,531	2,783	1.5%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

西北：水泥价格预计总体平稳，弹性贡献有限

公司 13% 产能位于西北地区，其中控股产能 7%，联营合营产能 6%，均位于陕西地区。考虑到：1) 2019 年陕西新开工情况较好，项目执行情况好于 2018 年，2) 2018 年陕西淘汰关停熟料产能 230 万吨（占 17 年底产能 3.8%）左右，我们认为公司西北地区水泥售价及吨毛利将基本保持平稳，中性测算吨毛利下幅下滑 6 元；且销量将小幅增长。

根据我们测算，公司西北地区水泥售价相对于我们基准假设每增加 10 元/吨，归母净利润增加 0.4 亿元（1.5%），对公司整体利润影响较小。

图表 9：公司西北地区水泥价格敏感性测算

	西北水泥价格 (元/吨)	西北水泥吨毛利 (元/吨)	公司税后利润 (百万元)	公司归母净利润 (百万元)	净利润变化 %
悲观	286	82	4,445	2,700	-1.5%
中性	296	92	4,489	2,743	-
乐观	306	102	4,533	2,785	1.5%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

其他地区：价格存下行压力，弹性贡献有限

公司其余地区产能主要位于湖南、河南、山东及重庆，占公司产能 10% 左右。考虑到华中地区农村、地产需求的下降以及西南地区 2019-2020 新增产能较多，我们认为公司当地的水泥售价存在一定下行压力。我们预计公司其余地区水泥售价 2019 年下滑 6 元/吨，吨毛利下滑至 85 元/吨。

根据我们测算，公司其余地区水泥售价相对于我们基准假设每增加 10 元/吨，则归母净利润增加 0.6 亿元（2.1%），对公司整体利润影响较小。

图表 10：公司其余地区水泥价格敏感性测算

	其他地区水泥价格 (元/吨)	其他地区水泥吨毛利 (元/吨)	公司税后利润 (百万元)	公司归母净利润 (百万元)	净利润变化 %
悲观	246	75	4,429	2,685	-2.1%
中性	256	85	4,489	2,743	-
乐观	266	95	4,549	2,800	2.1%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

基于中性假设，上调盈利预测及目标价

基于我们对各地区水泥价格的中性预测，并同时假设公司于金隅完成合并后新冀东水泥业务吨三费小幅下降，我们预计公司 2019 年水泥销量同比上升 2% 至 9857 万吨，水泥业务吨净利上升至 49 元/吨。同时，考虑到公司华北地区业绩弹性贡献大于其余区域，我们认为即使公司其余地区业绩下滑大于预期，也不会影响公司 2019 年的上升趋势。

上调公司 2019/2020 年盈利预测至 27.4 亿元/29.2 亿元，并基于 2019 年盈利预测 12 倍 PE，上调公司目标价至 24.4 元，对应现价有 49%的空间；

图表 11: 公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥销量 (万吨)	6,720	6,001	9,664	9,857	9,857
同比%	7.1%	-10.7%	5.0%	2.0%	-
售价 (元/吨)	173	236	302	322	322
成本 (元/吨)	(131)	(163)	(203)	(202)	(202)
吨毛利 (元/吨)	42	73	99	120	120
吨三费 (元/吨)	(47)	(65)	(59)	(60)	(58)
吨其他费用 (元/吨)	(1)	3	(6)	(12)	(11)
吨净利 (元/吨)	(6)	11	34	49	51
收入	12,335	15,290	25,279	32,983	32,983
同比	11.0%	24.0%	65.3%	30.5%	-
毛利	2,835	4,345	7,799	11,676	11,676
毛利率	23.0%	28.4%	30.9%	35.4%	35.4%
净利润	53	110	1,467	2,743	2,922
净利率	0.4%	0.7%	5.8%	8.3%	8.9%
同比%	-103.1%	108.7%	1228.7%	87.0%	6.5%

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期;
- 供给收缩力度低于预期;
- 非核心市场下跌超预期;

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3189	3632	6928	11681	18046	营业收入	12335	15290	25279	32983	32983
应收和预付款项	2204	1820	2578	3162	3162	营业成本	9353	10729	17124	20842	20842
存货	1549	1393	2223	2706	2706	营业税金及附加	147	216	356	465	465
其他流动资产	3732	4379	6341	7854	7854	销售费用	455	619	1024	1336	1336
流动资产合计	10674	11223	18070	25403	31768	管理费用	1674	2396	2781	3628	3562
长期股权投资	1554	1498	1498	1498	1498	财务费用	1250	1180	1150	1142	1069
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	324	33	250	250	50
固定资产	23325	23473	21586	19742	17913	投资收益	558	-201	-50	150	150
在建工程	1227	378	489	544	572	公允价值变动	-127	199	-10	-10	-10
无形资产开发支出	2884	2818	2700	2583	2466	营业利润	-437	377	2535	5460	5799
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	636	-16	525	525	525
其他非流动资产	30806	29811	27322	25417	23498	利润总额	199	362	3060	5985	6324
资产总计	41480	41034	45392	50820	55266	所得税	222	230	765	1496	1581
短期借款	11764	12682	12682	12682	12682	净利润	-24	131	2295	4489	4743
应付和预收款项	2330	3925	5993	7195	7195	少数股东损益	-77	21	828	1746	1821
长期借款	1586	1728	1728	1728	1728	归母股东净利润	53	110	1467	2743	2922
其他负债	14633	11425	11683	11717	11754						
负债合计	30312	29761	32086	33322	33358						
股本	1348	1348	1348	1348	1348						
资本公积	4922	4922	4922	4922	4922						
留存收益	3593	3704	4908	7354	9943						
归母公司股东权益	9985	10078	11282	13728	16317						
少数股东权益	1182	1196	2024	3770	5591						
股东权益合计	11168	11274	13306	17498	21908						
负债和股东权益	41480	41034	45392	50820	55266						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	2691	2702	4018	6182	7628	毛利率	24.2%	29.8%	32.3%	36.8%	36.8%
投资性现金流	-17	995	511	115	315	销售净利率	0.4%	0.7%	5.8%	8.3%	8.9%
融资性现金流	-1910	-2777	-1232	-1544	-1578	销售收入增长率	11.0%	24.0%	65.3%	30.5%	0.0%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	580.5%	6.4%	173.0%	69.3%	3.7%
						净利润增长率	103%	109%	1229%	87%	7%
						ROE	0.5%	1.1%	13.0%	20.0%	17.9%
						ROA	0.13%	0.27%	3.23%	5.40%	5.29%
						ROIC	-0.7%	2.2%	13.2%	23.0%	26.0%
						EPS (X)	0.04	0.08	1.09	2.04	2.17
						PE (X)	353.6	200.2	15.1	8.1	7.6
						PB (X)	1.86	1.66	1.62	1.22	1.03
						PS (X)	1.51	1.09	0.72	0.51	0.51
						EV/EBITDA (X)	10.58	9.37	4.80	2.63	1.89

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。