



2019-03-20

公司深度报告

买入/维持

冀东水泥(000401)

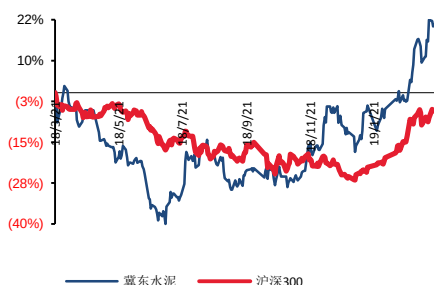
目标价: 24.4

昨收盘: 17.05

材料 材料 II

## 冀东水泥年报点评：业绩符合预期，2019 高景气

### ■ 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)   | 22,975/22,970 |
| 12 个月最高/最低(元) | 17.26/8.39    |

### 相关研究报告：

冀东水泥（000401）《冀东水泥：买弹性，选冀东》—2019/03/05

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

**事件：**公司 3 月 20 日发布 2018 年年报。2018 年公司实现收入 308.5 亿元，同比增长 22.6%，归母净利润 14.8 亿元，同比增长 194.1%，扣非归母净利润 11.9 亿元，同比上升 1378.6%。

**公司业绩符合预期，华北 2018Q4 景气度高。**公司业绩基本符合我们预期，华北水泥行业 2018 年的高景气度是公司业绩大幅增长的主要原因。根据我们测算，公司 2018 年 Q4 水泥熟料销量 2689 万吨，同比上升 11.4%，全年实现水泥熟料销量 9664 万吨（其中测算自产自销 8071 万吨左右，同比提升 2%，转销 1593 万吨左右），同比提升 5.6%，平均售价 291 元/吨，同比提升 17.7%，吨毛利 89 元/吨，同比提升 22 元/吨，吨净利 28 元/吨（全销量口径），同比提升 13 元/吨。2018Q4 以来，受益于京津冀一体化及雄安新区建设的加速，华北水泥需求迅速复苏，单月产量同比大幅增加，我们测算公司四季度平均售价环比三季度提升 15 元/吨左右；

**三费率小幅下降，资产负债率持续改善：**公司 2018 年销售费用率/管理费用率分别下降 0.2 及 0.9 个百分点，体现了公司与金隅整合后经营效率已经得到初步改善，但由于绝对数值增加，2018 年公司吨三费同比上升 4 元/吨至 56 元/吨。我们认为公司与金隅整合后公司吨三费仍有下降空间；  
**陕西地区高景气，投资收益同比转正：**由于基建需求恢复及错峰生产总体执行良好，陕西地区 2018 年水泥行业景气度较高，冀东海德堡泾阳、扶风净利润总和同比增加 1 亿元，同时由于公司 2018 年末录得金融资产处置损失，因此尽管公司混凝土业务仍然大幅亏损，公司投资收益仍然同比转正（同比增加 2.65 亿元），带动净利润增长。判断金隅冀东混凝土公司资本金已经亏损完毕，2019 年不会再影响公司投资收益，我们预计公司投资收益 2019 年有望进一步增厚；

**一季度出货同比改善，华北 2019 年高景气度预计维持。**公司目前出货量已达 4 成，显著高于去年同期，同时库存仅 50%左右，为涨价创造了良好的条件，因此我们预计公司 2019Q1 同比大幅减亏。考虑到 1) 2019 年华北水泥需求预计受益于基建复苏稳定增长，2) 小企业产能已充分释放，边际恶化空间较小及 3) 金隅冀东整合后市场集中度有所提高，我们认为京津冀地区水泥行业高景气度 2019 年将能够维持。此外，由于华北产能占公司总产能的 68%且产能利用率高于其余大部分区域，公司非核心区域对业绩弹性贡献较小，在京津冀地区上升趋势确定情况下风险有限；

**投资建议：**我们暂时维持公司盈利预测不变，待公司披露更多信息后我们

将进一步评估模型。维持公司 2019/2020 归母净利润 27.4 亿元/29.2 亿元，目标价 24.4 元，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

|           | 2017A | 2018A  | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 15290 | 30849  | 32983 | 32983 |
| (+/-%)    | 24.0% | 22.6%  | 30.5% | 0.0%  |
| 净利润(百万元)  | 110   | 1483   | 2743  | 2922  |
| (+/-%)    | 109%  | 194.1% | 87%   | 7%    |
| 摊薄每股收益(元) | 0.08  | 1.10   | 2.04  | 2.17  |
| 市盈率(PE)   | 45.6  | 15.5   | 8.4   | 7.9   |

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

## 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。