



东兴证券
DONGXING SECURITIES

受益雄安、京津冀一体化和环保政策，业绩进入释放期

——冀东水泥（000401）2018 年年报点评

2019 年 04 月 3 日

推荐/首次

冀东水泥

财报点评

投资要点：

- 公司 2018 年实现营业总收入 308.49 亿元，同比增加 101.76%，实现归属于上市公司股东的净利润 14.83 亿元，同比增长 1248.18%。每股收益为 1.101 元，同比增加 13.76%，每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。
- 量价齐升，公司营业收入逐季高增。2018 年营业收入的增长来自于量和价的增长，其中水泥和熟料销量为 9664 万吨，同比增长 61%；综合价格为 291 元/吨，同比增长 23.24%。分季度来看，2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营业收入分别为 19.88 亿元、58.36 亿元、91.58 亿元、87.30 亿元，较去年同期分别增长 13.02%、21.96%、88.85%、124.05%，营业收入增速持续向上。
- 毛利率改善明显，期间费用率下降。2018 年公司毛利率为 30.64%，相比于 2017 年的 29.83% 有所上升，水泥价格上升以及公司严格控制成本所致。公司所属水泥企业均靠近公司自备的石灰石矿山，资源储量多、品质较好，能够确保企业长期稳定发展的需要，可以将公司营业成本长期维持在较低水平，提升公司竞争力。

2018 年公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.51%、11.66% 和 4.12%，同比下降 0.44、4.01 和 3.6 个百分点。

- 受益政策，京津冀龙头区位优势明显。2018 年受益于“京津冀协同发展”国家战略以及雄安新区建设等因素，水泥需求较好，公司受益明显。环保导致区域限产改善供需态势，价格上涨明显。京津冀协同发展的背景下，河北诸多地区还有巨大发展空间，雄安新区作为“千年大计”，未来将持续稳定地产生水泥需求。

从分地区营业收入来看，公司有 63.32% 的业务在华北地区；从水泥市场来看，公司是中国北方最大的水泥生产商，水泥产能位居国内水泥产业第三名，在京津冀地区市占率超过 50%，区位优势明显。

- 基础设施建设带来需求增量，受益环保政策推进。京津冀“交通一体化”的背景下，包括黄大铁路、水曹铁路、京雄高铁、京张高铁、津石高速、北京大兴新机场高速、机场北线高速在内的大量基建项目正在不断展开。公司熟料生产线全部采用新型干法技术且环保排放均符合或超越国家及地方标准，不像一些小企业受环保限产影响很大。另外公司拥有水泥窑协同处置技术，已覆盖工业危废、市政污泥、生活垃圾、飞灰、污染土壤修复等多个方面。2018 年末公司危险废物处置能力 32.5 万吨/年；生活污水污泥处置能力 41.15 万吨/年；生活垃圾处置能力 20.9 万吨/年。覆盖京津冀、山西、陕西、东北等地区，服务客户数量超过 3000 家。公司成为环保政策的受益者。

- 盈利预测和投资评级：预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.61 元、2.10 元和 2.33 元，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍，考虑到公司区域优势明显，受益于雄安、京津冀一体化和环保政策。首次给予公司“推荐”的投资评级。

- 风险提示：政策推进程度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	15,289.	30,848.	33,438.	35,077.	35,769.
增长率（%）	23.95%	101.76	8.39%	4.90%	1.97%
净利润（百万元）	110.38	1,483.2	2,168.4	2,832.7	3,144.1
增长率（%）	108.72	1243.7	46.19%	30.64%	10.99%

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

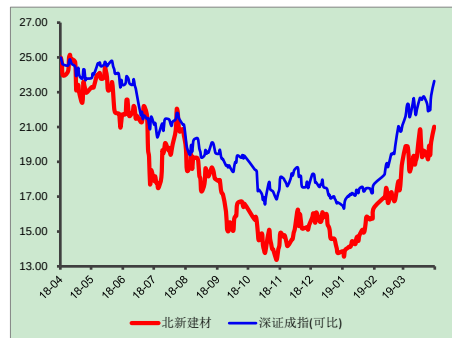
执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	13.12-25.99
总市值（亿元）	355.13
流通市值（亿元）	29.72
总股本/流通 A 股（亿股）	1.69/1.41
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

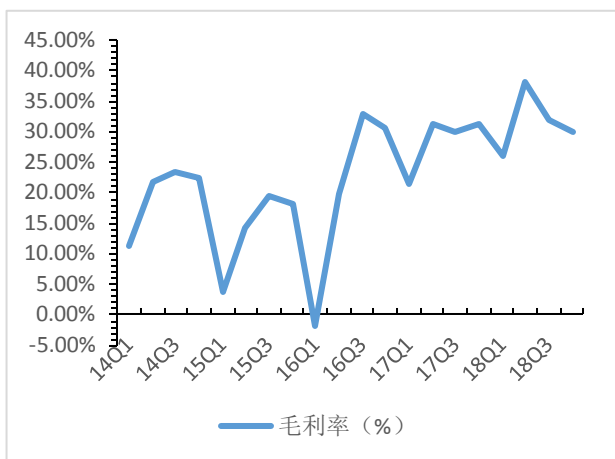
相关研究报告

- 1.《东兴证券建筑材料行业 2018 年中报综述：关注优质和龙头超跌和基建相关的估值修复》2018-09-03

净资产收益率	1.10%	10.17%	15.70%	17.02%	15.89%
每股收益(元)	0.080	1.101	1.609	2.102	2.333
PE	229.88	16.70	11.43	8.75	7.88
PB	2.46	1.70	1.79	1.49	1.25

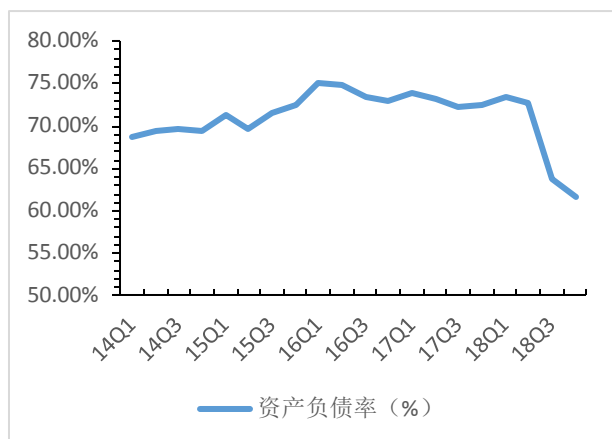
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1：冀东水泥毛利率变化



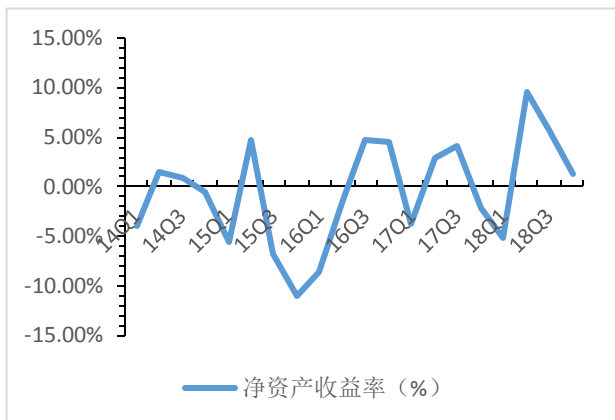
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：冀东水泥资产负债率变化



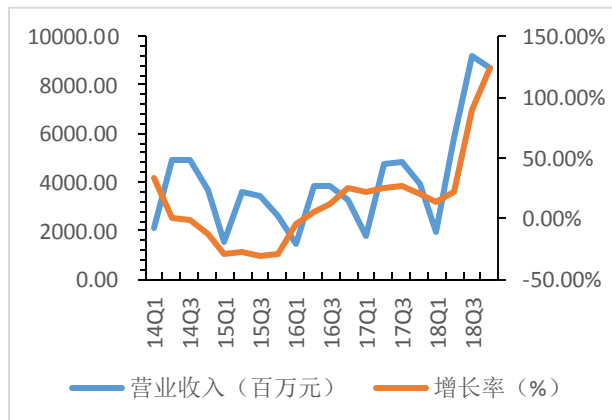
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：冀东水泥单季度净资产收益率变化



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：冀东水泥单季度营业收入



资料来源：wind，东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	11223.30	25587.01	26306.96	27484.77	32450.97	营业收入	15289.71	30848.58	33438.00	35077.40	35769.65	
货币资金	3631.66	9346.70	10031.40	10523.22	15190.81	营业成本	10729.21	21397.88	22029.97	22179.08	22336.68	
应收账款	1160.12	2232.23	2418.53	2537.11	2587.17	营业税金及附	215.56	459.71	498.23	522.65	532.97	
其他应收	930.48	751.59	814.67	854.62	871.48	营业费用	619.16	1082.48	1170.33	1227.71	1251.94	
预付款项	659.85	457.94	457.94	457.94	457.94	管理费用	2396.06	3552.36	3895.53	4086.52	4167.16	
存货	1392.98	2020.75	2082.28	2096.38	2111.27	财务费用	1180.42	1269.70	843.82	534.12	237.60	
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	33.24	102.60	102.00	102.00	102.00	
非流动资	29811.01	36406.29	33671.56	31578.59	29457.95	公允价值变动	199.26	41.40	42.00	42.00	42.00	
长期股权	1498.26	1341.84	1498.00	1498.00	1498.00	投资净收益	(200.99)	64.24	65.00	65.00	65.00	
固定资产	23472.65	28015.54	26535.89	24948.00	23280.91	营业利润	377.30	3435.91	5005.13	6532.32	7248.30	
无形资产	2817.66	4020.40	3618.36	3216.32	2814.28	营业外收入	23.54	37.36	37.00	37.00	37.00	
其他非流	0.00	309.18	0.00	0.00	0.00	营业外支出	39.32	57.27	57.30	57.30	57.30	
资产总计	41034.31	61993.31	59978.52	59063.36	61908.92	利润总额	361.52	3416.00	4984.83	6512.02	7228.00	
流动负债	22162.74	31918.46	23622.08	17840.71	14850.48	所得税	230.39	856.38	1246.21	1628.00	1807.00	
短期借款	12682.43	12653.19	8903.49	3057.99	0.00	净利润	131.13	2559.62	3738.63	4884.01	5421.00	
应付账款	3468.68	8826.82	8993.06	9053.93	9118.26	少数股东损益	20.75	1076.39	1570.22	2051.29	2276.82	
预收款项	456.78	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净	110.38	1483.23	2168.40	2832.73	3144.18	
一年内到	2884.92	3935.30	2885.00	2885.00	2885.00	EBITDA	3442.60	7135.30	8545.56	9800.56	10261.34	
非流动负	7597.94	6244.27	7903.21	7454.85	7455.54	EPS（元）	0.08	1.10	1.61	2.10	2.33	
长期借款	1727.50	1110.00	1110.00	1110.00	1110.00	主要财务比 率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
应付债券	2159.10	1712.90	2159.00	1709.00	1709.00							
负债合计	29760.68	38162.73	31525.29	25295.55	22306.02	成长能力						
少数股东	1195.63	9251.07	10821.29	12872.58	15149.40	营业收入增长	23.95%	101.76%	8.39%	4.90%	1.97%	
实收资本	1347.52	1347.52	1347.52	1347.52	1347.52	营业利润增长	-186.28%	810.65%	45.67%	30.51%	10.96%	
资本公积	4921.75	4590.66	4590.66	4590.66	4590.66	归属于母公司	108.72%	1243.71%	46.19%	30.64%	10.99%	
未分配利	2689.01	4689.08	6857.48	9690.21	12834.39	获利能力						
归属母公	10078.00	14579.51	13810.30	16643.03	19787.21	毛利率(%)	29.83%	30.64%	34.12%	36.77%	37.55%	
负债和所	41034.31	61993.31	59978.52	59063.36	61908.92	净利率(%)	0.72%	4.81%	6.48%	8.08%	8.79%	
现金流	单位: 百万元					总资产净利润		0.32%	4.13%	6.66%	8.91%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	1.10%	10.17%	15.70%	17.02%	15.89%	
经营活动	2702.31	6530.57	4239.18	7525.39	8198.20	偿债能力						
净利润	1884.89	2429.69	0.00	2734.12	2775.44	资产负债率	72.53%	61.56%	56.14%	46.15%	38.97%	
折旧摊销	(918.11)	4607.99	9016.33	6959.19	7956.42	流动比率	0.51	0.80	1.11	1.54	2.19	
财务费用	1180.42	1269.70	843.82	534.12	237.60	速动比率	0.44	0.74	1.03	1.42	2.04	
应付帐款	1445.97	5358.14	166.24	60.87	64.33	营运能力						
预收帐款	149.86	(456.78)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资活动	995.27	(427.37)	5.08	(205.58)	(235.71)	应收账款周转	7.29	12.54	10.74	10.62	10.62	
公允价值	199.26	41.40	42.00	42.00	42.00	应付账款周转	12.01	18.19	14.38	14.16	13.96	
长期股权	(55.90)	(156.42)	156.16	0.00	0.00	每股指标(元)						
投资收益	(200.99)	64.24	65.00	65.00	65.00	每股收益(最	0.08	1.10	1.61	2.10	2.33	
筹资活动	(2776.71)	(2928.64)	(3559.56)	(6827.98)	(3294.90)	每股净现金流	0.68	2.36	0.51	0.36	3.46	
应付债券	(1055.13)	(446.20)	446.10	(450.00)	0.00	每股净资产	7.48	10.82	10.25	12.35	14.68	
长期借款	141.23	(617.50)	0.00	0.00	0.00	估值比率						
普通股增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	229.88	16.70	11.43	8.75	7.88	
资本公积	0.00	(331.09)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.46	1.70	1.79	1.49	1.25	
现金净增	920.87	3174.56	684.70	491.82	4667.59	EV/EBITDA	11.79	4.88	3.49	2.35	1.49	

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。