

证券研究报告—动态报告/公司快评

建材

冀东水泥 (000401)

买入

水泥 II

重大事件快评

2020 年 01 月 07 日

经营不断向好，未来改善空间大

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

证券分析师：陈颖

chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002

联系人：冯梦琪

fengmq@guosen.com.cn

事项：

冀东水泥发布 2019 年业绩预告，公司预计 2019 年实现归母净利润 26.8-27.8 亿元，较去年同期（重组后）增长 41.03%-46.29%。

国信建材观点：1) 公司全年业绩较上年明显改善，主要受益于：①水泥行业供给侧改革的深入推进及公司所在核心区域

华北市场需求改善，市场秩序持续好转，水泥价格提升显著；②公司与金隅集团重大资产重组事项顺利完成，重组效应

持续显现。2) 供需格局改善，区域运行优于全国。公司所在的核心区域 2019 年供需格局良好，行业运行优于全国水平。

3) 稳投资政策持续加码，华北地区基建表现突出。一方面，政府加大逆周期调节力度，区域基建投资保持较高增速；另一方面，以雄安新区为代表的京津冀一体化建设进程持续推进，未来发展有望进一步加快。4) 京津冀水泥龙头改善空间大，维持“买入”评级。重组完成后公司经营持续改善，业绩不断向好，盈利能力、资债结构、现金流水平等各项财务指标逐步修复，我们预计公司资债结构和现金流水平有望得到进一步改善，费用端有望继续优化，成本端仍有一定改善空间，预计公司 19-21 年 EPS 为 2.04/2.52/2.87 元，对应当前股价 PE 为 7.9/6.4/5.6x，维持“买入”评级。

评论：

■ 经营持续改善，全年业绩高增长

根据公司业绩预告，预计 2019 年实现归母净利润 26.8-27.8 亿元，同口径下同比增长 41.03%-46.29%，剔除资产减值损失后的业绩约为 28.7-29.7 亿元，基本符合我们预期，其中 Q4 单季度实现归母净利润约 2.1-3.1 亿元。公司全年业绩较上年明显改善，主要受益于：①水泥行业供给侧改革的深入推进及公司所在核心区域华北市场需求改善，市场秩序持续好转，水泥价格提升显著；②公司与金隅集团重大资产重组事项顺利完成，重组效应持续显现。公司 2019 年销量为 9640 万吨，较上年小幅下降 1%，其中 Q4 单季度减少约 19%，主要受四季度国庆大典、大气污染停限产等因素影响。

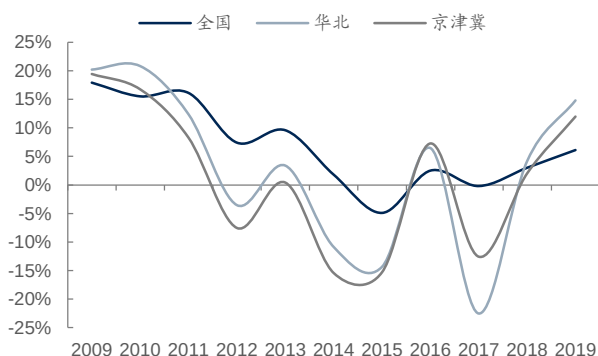
表 1: 冀东水泥 2019 年业绩情况

	2019	2018
		重组后
		重组前
归母净利润	26.8-27.8 亿	19.00 亿
EPS (基本)	1.837-1.912 元/股	1.410 元/股
		1.101 元/股

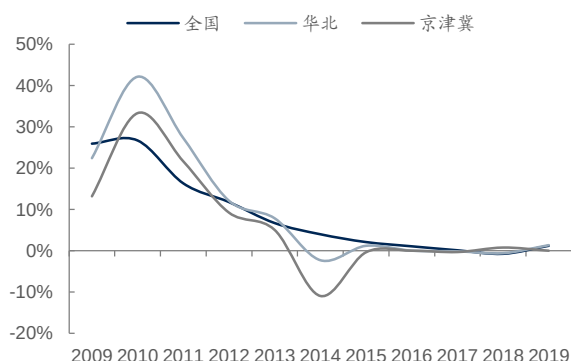
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 供需格局改善, 区域运行优于全国

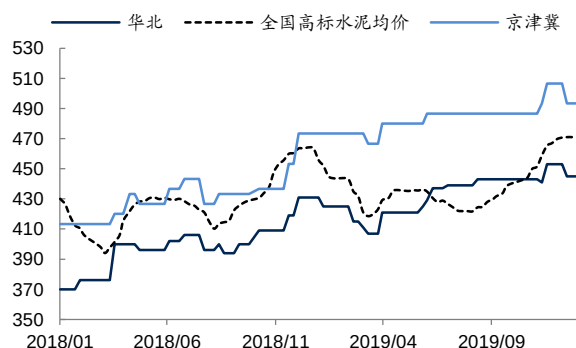
公司所在的核心区域 2019 年供需格局良好, 行业运行优于全国水平。需求端方面, 今年 1-11 月, 华北地区水泥产量 1.84 亿吨, 较去年同期增长 14.8%, 其中京津冀地区产量为 1.05 亿吨, 同比增长 11.97%, 增速略小于华北地区, 主要由于京津冀地区受国庆大典停工影响以及四季度大气污染停限产影响; 供给端方面, 华北地区供给端增速 1.4%, 其中京津冀地区无新增产能, 山西省新点火 2 条生产线, 合计产能 310t/d; 综合来看, 华北地区供需增速轧差明显优于全国。受益于供需格局的显著改善, 2019 年华北地区和京津冀地区高标水泥平均价格分别为 433 元/吨和 484 元/吨, 分别较 2018 年提高 34 元/吨和 51 元/吨, 对比而言全国 2019 年均价约 438 元/吨, 较 2018 年提高约 10 元/吨, 华北、京津冀地区价格显著强于全国水平。

图 1: 华北地区和京津冀地区需求增速强于全国 (%)


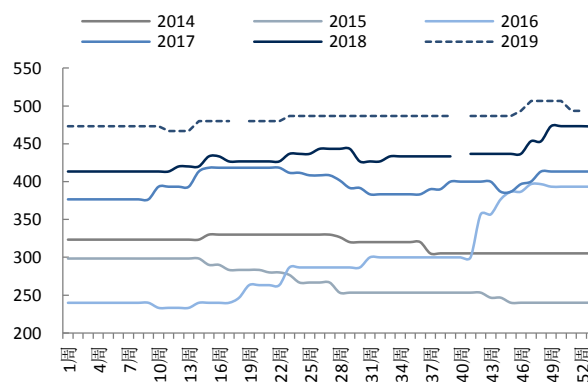
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 2: 华北地区和京津冀地区共计增速基本与全国持平 (%)


资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 3: 华北地区和京津冀地区水泥价格与全国对比


资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

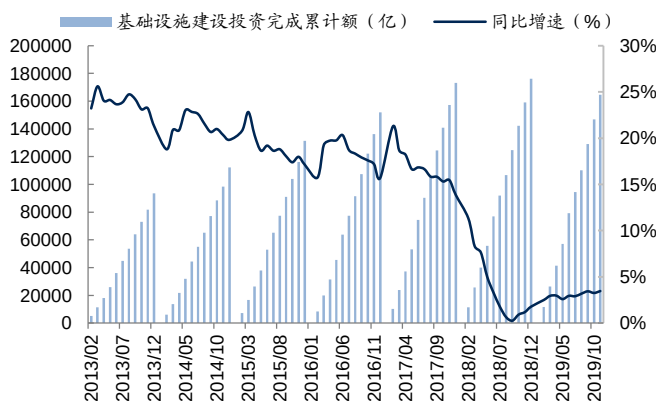
图 4: 京津冀地区水泥价格处于历史同期高位


资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

■ 稳投资政策持续加码，华北地区基建表现突出

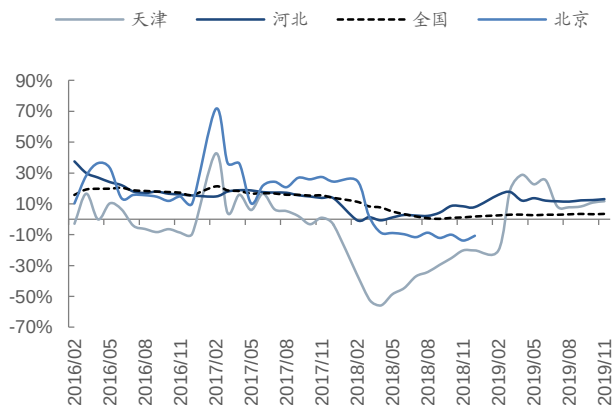
自 2018 年 6 月以来，宏观政策层面持续边际改善，政策放松迹象明显，2019 年得到一定程度体现。一方面，政府加大逆周期调节力度，围绕基建补短板的“稳投资”政策持续加码，包括允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金、加快地方政府专项债发行使用节奏、降低部分基础设施项目最低资本金比例等，今年 1-11 月全国基建投资增速实现 3.47%，较去年同期提高 2.28 个百分点，其中天津和河北省基建投资增速分别为 11.7% 和 13.06%，分别同比提高 31.9 和 4.66 个百分点；另一方面，政府逐步重视城市群发展，以雄安新区为代表的京津冀一体化建设进程持续推进，随着雄安新区即将迎来大规模建设，未来发展有望进一步加快。

图 5：全国固定资产投资增速逐步企稳小幅回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：2019 年天津和河北基建投资增速高于全国（%）

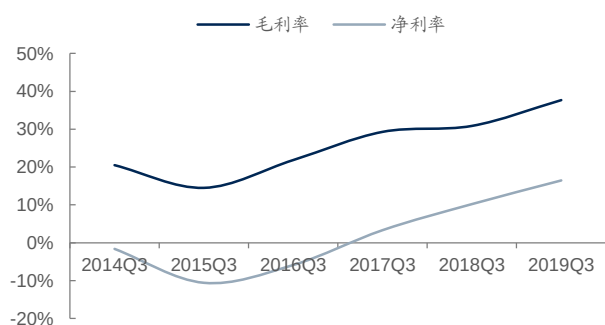


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2019 年北京市未披露数据）

■ 京津冀水泥龙头改善空间大，维持“买入”评级

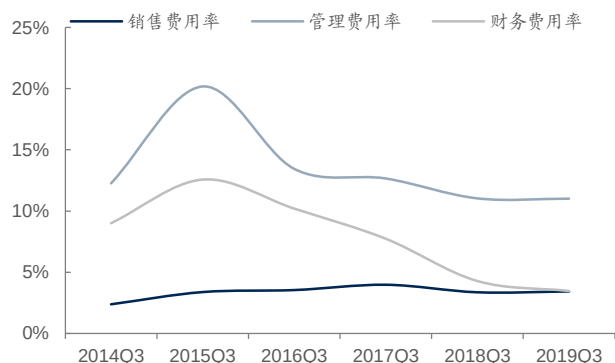
与金隅集团的资产重组完成后，冀东金隅成为全国第三、华北和京津冀地区第一的水泥龙头企业。重组以来，公司经营持续改善，业绩不断向好，盈利能力、资债结构、现金流水平等各项财务指标逐步修复。在雄安新区建设、冬奥会冬奥会场馆及周边设施建设等重大项目加快推进下，我们预计公司核心区域水泥需求具有良好支撑，同时供给端严控有望持续，区域水泥价格有望保持高位区间震荡。在此行业运行背景下，公司资债结构和现金流水平有望得到进一步改善，费用端有望继续优化；同时，公司近年进行生产线技改和设备维修后，未来成本端仍有一定改善空间。我们预计公司 19-21 年归母净利润为 27.51/34.01/38.66 亿元，EPS 为 2.04/2.52/2.87 元，对应当前股价 PE 为 7.9/6.4/5.6x，维持“买入”评级。

图 7：公司毛利率和净利率水平持续提高（%）



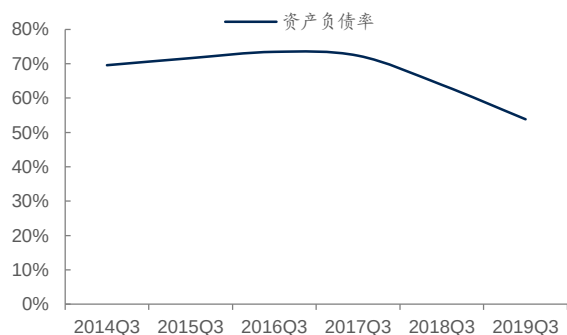
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司三项费用率水平得到改善（%）



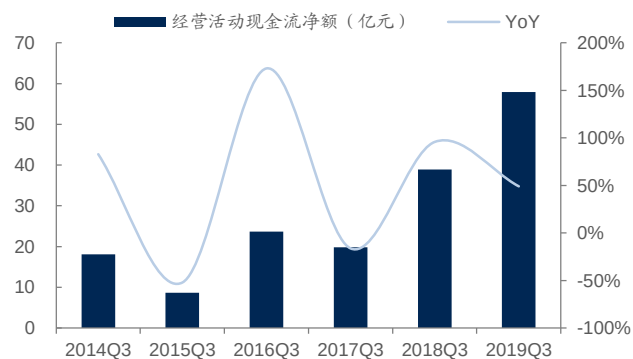
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司资产负债率水平不断下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营性净现金流明显改善



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理（2018 年 Q3 为调整口径后数据）

风险提示： 宏观经济下滑超预期；区域基建项目建设不及预期；环保限产力度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	9347	10103	10415	11058
应收款项	12645	15803	17489	19245
存货净额	2021	2133	2248	2369
其他流动资产	1555	2195	2123	2325
流动资产合计	25587	30253	32294	35016
固定资产	28473	26030	23703	21530
无形资产及其他	4020	3860	3699	3538
投资性房地产	2571	2571	2571	2571
长期股权投资	1342	1236	1104	986
资产总计	61993	63949	63371	63640
短期借款及交易性金融负债	16588	16588	13271	10617
应付款项	9293	9905	10543	11220
其他流动负债	6037	6188	6445	6630
流动负债合计	31918	32681	30259	28467
长期借款及应付债券	2823	2823	2823	2823
其他长期负债	3421	2724	2230	1634
长期负债合计	6244	5547	5053	4457
负债合计	38163	38227	35312	32924
少数股东权益	9251	9629	10096	10627
股东权益	14580	16093	17963	20090
负债和股东权益总计	61993	63949	63371	63640

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.10	2.04	2.52	2.87
每股红利	1.66	0.92	1.14	1.29
每股净资产	10.82	11.94	13.33	14.91
ROIC	10%	14%	16%	18%
ROE	10%	17%	19%	19%
毛利率	31%	37%	38%	39%
EBIT Margin	14%	21%	24%	25%
EBITDA Margin	22%	30%	32%	32%
收入增长	102%	18%	5%	5%
净利润增长率	1244%	85%	24%	14%
资产负债率	76%	75%	72%	68%
息率	10.3%	5.7%	7.0%	8.0%
P/E	14.7	7.9	6.4	5.6
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.8	5.6	4.7	4.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30849	36370	38334	40175
营业成本	21398	22804	23767	24707
营业税金及附加	460	522	518	559
销售费用	1082	1277	1150	1446
管理费用	3552	3980	3803	3576
财务费用	1270	1229	1130	951
投资收益	64	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(61)	(236)	(150)	(50)
其他收入	346	4	4	4
营业利润	3436	6326	7821	8889
营业外净收支	(20)	0	0	0
利润总额	3416	6326	7821	8889
所得税费用	856	1582	1955	2222
少数股东损益	1076	1993	2464	2801
归属于母公司净利润	1483	2751	3401	3866

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1483	2751	3401	3866
资产减值准备	154	(13)	(14)	(14)
折旧摊销	2430	3019	3086	3142
公允价值变动损失	61	236	150	50
财务费用	1270	1229	1130	951
营运资本变动	(1082)	(3857)	(1342)	(1826)
其它	(698)	390	481	545
经营活动现金流	2348	2526	5763	5763
资本开支	(6890)	(638)	(734)	(844)
其它投资现金流	11	0	0	0
投资活动现金流	(6722)	(532)	(603)	(725)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(618)	0	0	0
支付股利、利息	(2234)	(1238)	(1531)	(1740)
其它融资现金流	15792	0	(3318)	(2654)
融资活动现金流	10089	(1238)	(4848)	(4394)
现金净变动	5715	756	312	644
货币资金的期初余额	3632	9347	10103	10415
货币资金的期末余额	9347	10103	10415	11058
企业自由现金流	(2278)	4364	7833	7886
权益自由现金流	12896	3442	3668	4519

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032