

冀东水泥（000401）：区域控制力增强，价格提升保业绩稳增

2020 年 03 月 19 日

强烈推荐/维持

冀东水泥

公司报告

公司发布 2019 年年报，实现营业收入和归母净利润分别为 345.07 亿元和 27.01 亿元，追溯调整口径下分别同比增长 9.73% 和 41.86%，实现每股收益 1.85 元，公司同时发布拟发行可转债不超过 28.2 亿元的预案。

华北区域控制力强，价格提升带动业绩。公司是华北地区水泥龙头企业，熟料设计产能占到华北地区的 32.09%，2019 年华北地区水泥市场量价齐升，全年水泥产量同比增长 14.80%，水泥均价同比增长 4.76%，创下历史景气度新高。公司 2019 年销售水泥和熟料 9636 万吨，基本与 2018 年持平。2019 年水泥和熟料吨销售均价增长 8.29%，吨毛利同比增长 40.47%，2019 年公司期间费用率基本保持不变，水泥出厂价的提升是公司业绩增长的主因。

重组效应继续显现，盈利能力的提升背后是区域格局的不断向好。公司与金隅集团水泥业务完成重组后，在京津冀地区的产能占比达到 53% 左右，重组后公司对京津冀区域控制力显著增强，2019 年建国大庆活动对环保和安全的要求使得京津冀地区工程停工和水泥停产从 9 月中旬开始延续到了 10 月的第一周，持续时间长达 21 天左右，受此影响 2019 年 9 月和 10 月京津冀三地的水泥产量出现较大幅度的负增，公司在 2019Q4 的水泥和熟料产量也同比减少了 17% 左右，但大庆活动对地区水泥需求的抑制并没有影响到水泥价格，在区域龙头冀东水泥对市场强大的控制力之下，在错峰限产和环保临时停产对供给的压制之下，京津冀水泥价格保持稳定，市场明显体现出淡季不淡的效应。2019 年公司 ROE 大幅提升 7 个百分点，得益于重组完成后向好的区域格局所带来的高景气且平稳的水泥价格，而景气度的高位保持同样也改善了公司现金流，并使得资产负债表不断修复，公司资产负债率 2019 年大幅下降 7 个百分点，一年内到期的非流动负债减少 8.67 个亿，财务费用率下降 0.7 个百分点。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30,848.58	34,507.03	37,285.65	42,485.40	45,539.86
增长率（%）	22.57	9.73	8.05	13.95	7.19
归母净利润（百万元）	1,483.23	2,700.59	3,249.77	4,047.47	4,379.74
增长率（%）	194.09	41.86	20.34	24.55	8.21
净资产收益率（%）	10.17	17.59	20.76	20.54	18.19
每股收益（元）	1.10	1.85	2.41	3.00	3.25
PE	18	10	8	6	6
PB	1.78	1.70	1.66	1.32	1.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营业务为水泥及水泥熟料，2019 年 3 月完成与金隅集团水泥业务的战略重组之后，分别占据北京市场 100% 和河北市场 53% 的份额。公司是华北水泥市场的龙头企业，同时在山西也是龙头公司。公司实际控制人为北京市国资委。

未来 3-6 个月重大事项提示：

—

发债及交叉持股介绍：

—

交易数据

52 周股价区间（元）	21.25-13.61
总市值（亿元）	260.21
流通市值（亿元）	260.15
总股本/流通 A 股（万股）	134,752/134,721
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.36

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554041

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

基建防风险下京津冀一体化建设或加速，雄安建设为冀东提供未来3年业绩弹性的巨大空间。2020年受疫情影响，基建投资逆周期力度有望加码，或带动京津冀一体化建设加速，从近期各地公布的2020年投资计划来看，北京和河北分别计划完成重大项目投资2523和2402亿元，分别同比增长7.18%和13.88%，将对区域水泥需求形成有力支撑。2019年上半年雄安新区建设规划和一批实施细则不断出台，并在5月份开始进入落地实施阶段。目前公司在雄安市占率在70-80%，2019年上半年已为雄安供货100万吨。我们测算雄安如果进入正式加速建设阶段，未来3年每年可拉动区域水泥需求上千吨，以2019年公司销售9636万吨水泥熟料的数据计算，每年预计将会贡献10%左右的水泥需求增量，雄安建设增量需求为公司提供了未来业绩弹性的基础。雄安建设如果进入加速阶段，公司将是最直接的受益者。

从控股红树林环保到规划危废处理能力翻倍，华北水泥龙头迈向新成长。2019年12月公司完成从控股股东金隅集团手中收购红树林环保49%的股权，收购完成后将达到对红树林环保100%的控股，红树林环保主营水泥窑协同处置危废业务，是北京市最大的工业危险废弃物专业处置单位。截止2019年末，公司危废处理能力已达到50.17万吨，占到全国水泥窑协同处置危废总处理规模的12%左右，位列全国第三。此次公司拟通过发行可转债的方式筹集资金建设山西阳泉、磐石水泥、大同水泥、凤翔水泥等4个水泥窑协同处置危废项目，总规划处理能力达到40万吨，投产后公司总处理能力将较现有产能增长80%左右，几乎翻倍。水泥窑协同处置危废市场规模在2016年已达到千亿元以上，并且环保重视程度提升下危废处置率不断提高，行业前景广阔。公司危废固废处置业务毛利率高达47%左右，高于水泥和熟料，盈利能力强。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年的每股收益为2.41元、3.00元和3.25元，对应PE为8倍、6倍和6倍，考虑到公司作为华北水泥龙头公司，区域控制力不断增强，2020年随着中央资金防风险加大介入和地方财政发力，带来京津冀一体化和雄安建设加速，进而带来新需求增量空间，同时公司水泥窑协同处置业务前景广阔，维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：地产和基建增速不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	25587.01	17406.97	18897.97	28443.91	39272.80	营业收入	30848.58	34507.03	37285.65	42485.40	45539.86
货币资金	9346.70	5979.05	6711.42	14781.98	24715.43	营业成本	21397.88	21715.56	23281.89	26080.46	27941.68
应收账款	2232.23	2025.94	2145.20	2444.37	2620.10	营业税金及附	459.71	535.84	577.93	658.52	705.87
其他应收款	751.59	705.28	762.07	868.35	930.78	营业费用	1082.48	1253.75	1360.93	1550.72	1662.21
预付款项	457.94	701.47	701.47	701.47	701.47	管理费用	3552.36	4156.39	4567.49	5204.46	5578.63
存货	2020.75	2872.35	3080.86	3451.20	3697.49	财务费用	1269.70	1180.16	656.35	393.32	321.77
其他流动资产	1038.67	480.24	480.24	480.24	480.24	资产减值损失	102.60	(259.40)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	36406.29	43326.52	41569.70	39292.94	37027.12	公允价值变动	41.40	23.39	23.00	23.00	23.00
长期股权投资	1341.84	1765.73	1341.84	1341.84	1341.84	投资净收益	64.24	345.97	346.00	346.00	346.00
固定资产	28015.54	32615.94	31965.47	30794.50	29341.99	营业利润	3435.91	6307.08	7210.06	8966.92	9698.70
无形资产	4020.40	5208.18	4687.36	4166.54	3645.72	营业外收入	37.36	111.78	112.00	112.00	112.00
其他非流动资产	309.18	170.71	171.00	171.00	171.00	营业外支出	57.27	164.84	164.80	164.80	164.80
资产总计	61993.31	60733.50	60467.67	67736.86	76299.92	利润总额	3416.00	6254.02	7157.26	8914.12	9645.90
流动负债合计	31918.46	22408.98	15337.74	15017.48	15449.48	所得税	856.38	1349.39	1544.54	1923.67	2081.59
短期借款	12653.19	7600.84	969.84	0.00	0.00	净利润	2559.62	4904.62	5612.73	6990.45	7564.32
应付账款	8826.82	4769.87	5043.56	5649.81	6053.01	少数股东损益	1076.39	2204.04	2362.96	2942.98	3184.58
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净	1483.23	2700.59	3249.77	4047.47	4379.74
一年内到期的非流	3935.30	3067.67	3068.00	3068.00	3068.00	EBITDA	7135.30	10553.95	11263.68	12847.26	13587.17
非流动负债合计	6244.27	9486.55	8885.78	8890.98	8894.03	EPS（元）	1.10	1.85	2.41	3.00	3.25
长期借款	1110.00	2375.00	2375.00	2375.00	2375.00	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	1712.90	3491.30	3491.00	3491.00	3491.00						
负债合计	38162.73	31895.53	24223.52	23908.45	24343.52	成长能力					
少数股东权益	9251.07	13486.83	15849.79	18792.77	21977.35	营业收入增长	22.57%	9.73%	8.05%	13.95%	7.19%
实收资本（或股本）	1347.52	1347.52	1347.52	1347.52	1347.52	营业利润增长	139.78%	45.20%	14.32%	24.37%	8.16%
资本公积	4590.66	3329.43	3329.43	3329.43	3329.43	归属于母公司	194.09%	41.86%	20.34%	24.55%	8.21%
未分配利润	4689.08	6712.64	9962.41	14009.88	18389.62	获利能力					
归属母公司股东权	14579.51	15351.13	15654.00	19701.47	24081.21	毛利率(%)	30.64%	37.07%	37.56%	38.61%	38.64%
负债和所有者权益	61993.31	60733.50	60467.67	67736.86	76299.92	净利率(%)	4.81%	7.83%	8.72%	9.53%	9.62%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	6.13%	4.13%	8.08%	10.07%	11.20%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.17%	17.59%	20.76%	20.54%	18.19%
经营活动现金流	6530.57	8219.10	8836.60	9675.98	10620.36	偿债能力					
净利润	2559.62	4904.62	5612.73	6990.45	7564.32	资产负债率	61.56%	52.52%	43.47%	38.31%	34.58%
折旧摊销	2429.69	3066.72	3397.27	3487.03	3566.70	流动比率	0.80	0.78	1.23	1.89	2.54
财务费用	1269.70	1180.16	656.35	393.32	321.77	速动比率	0.74	0.65	1.03	1.66	2.30
应付帐款的变化	5358.14	(4056.95)	273.69	606.25	403.20	营运能力					
预收帐款的变化	(456.78)	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.60	0.56	0.62	0.66	0.63
投资活动现金流	(427.37)	(3267.50)	(819.30)	(247.47)	(368.19)	应收账款周转	18.19	16.21	17.88	18.51	17.98
公允价值变动收益	41.40	23.39	23.00	23.00	23.00	应付账款周转	3.15	4.43	4.35	4.46	4.44
长期股权投资减少	(156.42)	423.89	(423.89)	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	64.24	345.97	346.00	346.00	346.00	每股收益(最	1.10	1.85	2.41	3.00	3.25
筹资活动现金流	(2928.64)	(9035.53)	(7284.93)	(1357.96)	(318.72)	每股净现金流	2.36	(3.03)	0.54	5.99	7.37
应付债券增加	(446.20)	1778.40	(0.30)	0.00	0.00	每股净资产	10.82	11.39	11.62	14.62	17.87
长期借款增加	(617.50)	1265.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	17.54	10.42	8.01	6.43	5.94
资本公积增加	(331.09)	(1261.23)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.78	1.70	1.66	1.32	1.08
现金净增加额	3174.56	(4083.93)	732.37	8070.56	9933.46	EV/EBITDA	5.06	3.47	2.59	1.57	0.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	冀东水泥（000401）：区域格局和新业务助力新发展	2020-01-07
公司深度报告	冀东水泥（000401）深度报告：区位优势渐显，龙头进入发展新阶段	2019-11-25
公司财报点评	冀东水泥（000401）2019 年三季度点评：京津冀一体化、雄安以及危废处理带来新增长	2019-10-27
公司财报点评	冀东水泥（000401）2019 半年报点评：区域需求旺盛，雄安建设带来新弹性	2019-08-27
公司财报点评	冀东水泥（000401）2019 年半年报预告点评：高景气平稳，京津冀一体化和雄安加速开启弹性	2019-07-12
公司财报点评	冀东水泥（000401）2019 年 1 季报点评：区域需求释放，受益雄安建设和京津冀一体化	2019-04-24
公司财报点评	冀东水泥（000401）2018 年年报点评：受益雄安、京津冀一体化和环保政策，业绩进入释放期	2019-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 年第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526