

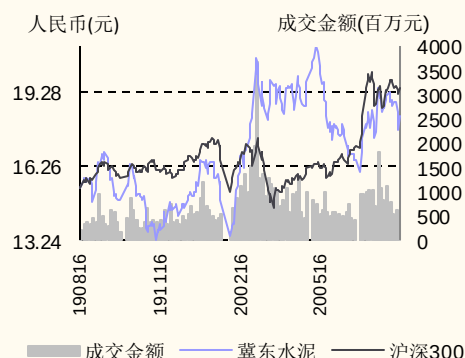
冀东水泥 (000401.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.28 元

需求释放在即, 业绩增长可期**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	13.48
已上市流通 A 股(亿股)	13.47
总市值(亿元)	246.33
年内股价最高最低(元)	19.44/17.40
沪深 300 指数	4705
深证成指	13489

**相关报告**

1. 《北方水泥龙头, 受益雄安新区建设-《2020-04-01 公司深度研...》, 2020.4.2

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.10	2.00	2.05	2.55	2.88
每股净资产(元)	10.82	11.39	10.42	11.94	13.67
每股经营性现金流(元)	4.79	6.00	8.64	7.22	7.82
市盈率(倍)	11.25	8.49	8.90	7.18	6.34
净利润增长率(%)	1243.71%	82.07%	2.48%	24.00%	13.14%
净资产收益率(%)	10.17%	17.59%	19.72%	21.32%	21.07%
总股本(百万股)	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52	1,347.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年半年报, 实现营收 142.53 亿元, 同比减少 11.89%; 归母净利润 10.01 亿元, 同比减少 32.95%; 基本每股收益 0.67 元。

经营分析

- **疫情影响大, 量价齐跌:** 受疫情影响, 一季度公司主要下游市场复工时间推迟, 需求下滑导致公司产品销量大幅降低。二季度随着各地疫情缓解, 下游工程基本全面复工, 前期被积压的水泥需求集中释放, 公司产品销量有所提高, 但仍未弥补前期缺口。2020 年上半年, 公司销售水泥和熟料 4210 万吨, 同比下降 7.02%; 平均售价为 296 元/吨, 同比下降 6.73%。产品的量价齐跌导致公司营收、利润均出现下滑。
- **“水泥+”业务拓展顺利, 规模实现扩张:** 公司近年来逐步拓展“水泥+”业务, 方向主要包括骨料和危废固废处置。2020 年上半年, 公司两大业务均实现一定增长, 危废固废处置业务实现营收 7.17 亿元, 同比增长 8.19%; 骨料业务实现营收 3.48 亿元, 同比增长 12.96%。骨料板块盈利能力明显增强, 毛利率达到 51.93%, 同比提升 12.57 个百分点。
- **期间费用继续下降:** 虽然产销量下滑, 但是单位期间费用同比有所降低。2020 年上半年, 公司吨销售费用 12.66 元, 同比减少 3.21%; 吨管理费用 40.15 元, 同比减少 1.79%; 吨财务费用 11.73 元, 同比减少 17.28%。
- **需求释放将推升华北市场景气度:** 上半年华北地区水泥消费受到疫情压制, 下半年随着赶工节奏加快, 需求有望集中释放。此外, 当前雄安新区已步入大规模建设阶段, 公司在雄安新区周边布有 8 条产线, 产能占比达到 77%, 未来有望充分受益。

盈利调整与投资建议

- 我们下调 2020-2022 年公司产品销售预测, 预计未来三年销售均价 312/320/325 元 (上次预测为 330/335/335 元)。预计公司 2020-2022 年归母净利润 27.68/34.32/38.83 亿元 (较上次预测下调 18%/12%/7%), 同比增长 2%/24%/13%, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行风险; 价格下跌风险; 雄安新区建设进度低于预期风险; 水泥销量低于预期风险; 其他区域水泥需求下滑风险; 固废板块毛利率下滑风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	15,290	30,849	34,507	35,433	38,122	40,306
增长率		101.8%	11.9%	2.7%	7.6%	5.7%
主营业务成本	-10,729	-21,398	-21,716	-22,461	-23,596	-24,604
%销售收入	70.2%	69.4%	62.9%	63.4%	61.9%	61.0%
毛利	4,561	9,451	12,791	12,972	14,526	15,702
%销售收入	29.8%	30.6%	37.1%	36.6%	38.1%	39.0%
营业税金及附加	-216	-460	-536	-550	-592	-626
%销售收入	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-619	-1,082	-1,254	-1,287	-1,385	-1,464
%销售收入	4.0%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-2,396	-3,552	-4,156	-4,268	-4,592	-4,855
%销售收入	15.7%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
研发费用	0	-45	-72	-74	-79	-84
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,330	4,311	6,774	6,792	7,877	8,673
%销售收入	8.7%	14.0%	19.6%	19.2%	20.7%	21.5%
财务费用	-1,180	-1,270	-1,180	-521	-529	-449
%销售收入	7.7%	4.1%	3.4%	1.5%	1.4%	1.1%
资产减值损失	-33	-103	-259	-74	-5	-4
公允价值变动收益	199	41	23	0	0	0
投资收益	-201	64	346	0	0	0
%税前利润	n.a	1.9%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	377	3,436	6,307	6,584	7,732	8,607
营业利润率	2.5%	11.1%	18.3%	18.6%	20.3%	21.4%
营业外收支	-16	-20	-53	-53	-53	-53
税前利润	362	3,416	6,254	6,531	7,679	8,554
利润率	2.4%	11.1%	18.1%	18.4%	20.1%	21.2%
所得税	-230	-856	-1,349	-1,409	-1,657	-1,846
所得税率	63.7%	25.1%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
净利润	131	2,560	4,905	5,122	6,022	6,708
少数股东损益	21	1,076	2,204	2,355	2,590	2,825
归属于母公司的净利润	110	1,483	2,701	2,768	3,432	3,883
净利率	0.7%	4.8%	7.8%	7.8%	9.0%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	131	2,560	4,905	5,122	6,022	6,708
少数股东损益	21	1,076	2,204	2,355	2,590	2,825
非现金支出	1,961	2,617	3,459	3,448	3,617	3,855
非经营收益	1,140	1,216	840	1,385	465	347
营运资金变动	-526	58	-1,117	1,682	-369	-367
经营活动现金净流	2,707	6,451	8,087	11,637	9,735	10,543
资本开支	-443	-529	-944	-2,712	-3,024	-3,024
投资	1,302	-87	-2,746	0	0	0
其他	137	188	422	0	0	0
投资活动现金净流	995	-427	-3,267	-2,712	-3,024	-3,024
股权募资	0	0	4	-2,983	0	0
债权募资	-2,082	570	-10,706	-3,590	-4,494	-1,266
其他	-694	-3,498	1,667	-1,662	-1,814	-1,876
筹资活动现金净流	408	715	153	-204	-498	-271
现金净流量	-213	94	203	15	-53	587

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,632	9,347	5,979	6,669	7,072	11,450
应收款项	5,094	12,704	7,374	8,235	8,860	9,368
存货	1,393	2,021	2,872	3,046	3,200	3,337
其他流动资产	1,105	1,516	1,182	1,080	1,110	1,137
流动资产	11,223	25,587	17,407	19,030	20,243	25,291
%总资产	27.4%	41.3%	28.7%	31.3%	32.9%	38.5%
长期投资	2,073	1,705	2,116	2,116	2,116	2,116
固定资产	23,944	28,473	33,402	33,020	32,304	31,353
%总资产	58.4%	45.9%	55.0%	54.2%	52.6%	47.7%
无形资产	3,413	5,252	6,597	6,705	6,809	6,910
非流动资产	29,811	36,406	43,327	41,841	41,229	40,379
%总资产	72.6%	58.7%	71.3%	68.7%	67.1%	61.5%
资产总计	41,034	61,993	60,733	60,872	61,472	65,670
短期借款	15,567	16,588	10,669	5,970	1,876	1,111
应付款项	5,235	13,196	8,507	9,906	10,128	10,260
其他流动负债	1,360	2,134	3,234	4,695	4,887	5,038
流动负债	22,163	31,918	22,409	20,571	16,891	16,409
长期贷款	1,728	1,110	2,375	3,675	3,475	3,175
其他长期负债	5,870	5,134	7,112	6,748	6,580	6,406
负债	29,761	38,163	31,896	30,995	26,946	25,989
普通股股东权益	10,078	14,580	15,351	14,036	16,095	18,425
其中：股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
未分配利润	2,689	4,689	6,713	8,373	10,432	12,762
少数股东权益	1,196	9,251	13,487	15,841	18,431	21,257
负债股东权益合计	41,034	61,993	60,733	60,872	61,472	65,670

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.082	1.101	2.004	2.054	2.547	2.882
每股净资产	7.479	10.819	11.392	10.416	11.944	13.673
每股经营现金净流	2.009	4.788	6.001	8.636	7.224	7.824
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.822	1.019	1.153
回报率						
净资产收益率	1.10%	10.17%	17.59%	19.72%	21.32%	21.07%
总资产收益率	0.27%	2.39%	4.45%	4.55%	5.58%	5.91%
投入资本收益率	1.56%	7.42%	11.64%	12.31%	14.16%	14.26%
增长率						
主营业务收入增长率	23.95%	101.76%	11.86%	2.68%	7.59%	5.73%
EBIT增长率	88.47%	224.22%	57.12%	0.28%	15.97%	10.10%
净利润增长率	108.72%	1243.71%	82.07%	2.48%	24.00%	13.14%
总资产增长率	-1.07%	51.08%	-2.03%	0.23%	0.99%	6.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.4	20.1	22.5	22.5	22.5	22.5
存货周转天数	50.0	29.1	41.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	93.4	104.9	114.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	560.3	331.5	345.0	329.0	297.0	270.5
偿债能力						
净负债/股东权益	140.08%	42.15%	36.60%	21.65%	5.13%	-9.26%
EBIT利息保障倍数	4.6	1.8	2.6	7.1	12.4	28.7
资产负债率	41.51%	63.52%	57.93%	48.99%	42.49%	38.96%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-02	买入	19.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH