

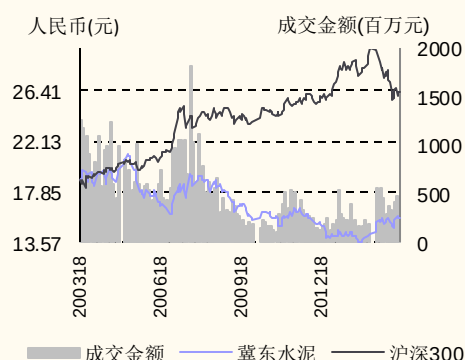
冀东水泥 (000401.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.65 元

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)	210.89
年内股价最高最低(元)	21.13/13.57
沪深 300 指数	5101
深证成指	13810

**相关报告**

- 1.《需求释放在即，业绩增长可期-冀东水泥半年报点评》，2020.8.17
- 2.《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

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

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

区域需求快速回升，成本费用控制得当**公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	2.004	2.115	2.608	3.157	3.726
每股净资产(元)	11.39	13.14	12.11	13.69	15.18
每股经营性现金流(元)	5.62	6.37	8.31	8.48	8.55
市盈率(倍)	8.49	6.69	6.00	4.96	4.20
净利润增长率(%)	82.07%	5.53%	23.32%	21.04%	18.03%
净资产收益率(%)	17.59%	16.09%	21.54%	23.06%	24.55%
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 20 年年报，营收 354.8 亿元，同比增长 2.82%；归母净利润 28.5 亿元，同比增长 5.53%；基本 EPS1.96 元；拟每 10 股派息 5 元（含税）。

经营分析

- **下半年需求快速释放，价格下跌拖累业绩：**20 年公司销售水泥和熟料 1.07 亿吨、同比增长 11.34%，其中下半年销量 0.65 亿吨，不但弥补了上半年疫情导致的销量下滑，而且全年销售增速为过去三年最高水平。从季节上看，四季度是北方传统的淡季，公司单季实现收入 103.25 亿元，为历年同期最好水平。这说明需求并未因为疫情而消失，同时河北需求在快速释放。从价格上看，公司平均售价 287 元/吨、同比下降 9%，降幅较上半年有所扩大。
- **成本费用管控得当，净利率同比回升：**受产品价格下跌影响，20 年公司水泥和熟料吨毛利 98 元、同比下降 15%，吨净利 48 元、同比下降 5%。公司加强成本费用管控效果显著，吨生产成本 189 元、同比下降 9%，吨费用 57 元、同比下降 17%。虽然公司毛利率减少 2.06 个百分点至 35.01%，但是公司净利率增加 0.4 个百分点至 14.61%。
- **雄安新区加快建设，区域水泥需求乐观：**雄安新区已步入大规模建设阶段，施工现场如火如荼，水泥需求旺盛。公司在雄安新区周边布有 8 条产线，产能占比达到 77%。我们预计 21-23 年河北地区水泥需求增速 8.1/7.3/5.9%，公司有望受益于河北地区需求的快速增长。
- **收购核心资产少数股权，利润或将大幅增长：**公司主要的盈利来源是持股比例为 52.91%的金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司，20 年该公司实现营业收入 281.09 亿元，净利润 45.07 亿元，是公司主要的收入和利润来源。根据公司公告，公司拟以发行股份的方式收购金隅集团持有的剩余股权并同步募集配套资金，收购完成后或将导致公司利润大幅增长。

盈利调整与投资建议

- 我们预计 21-23 年公司销售均价 290/295/300 元，销量增速 4.3/3.9/3%，预计公司未来三年归母净利润 35.15（上调 2%）/42.54（上调 10%）/50.21 亿元，对应 PE6/5/4X，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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	30,849	34,507	35,480	37,635	40,047	42,386
增长率		11.9%	2.8%	6.1%	6.4%	5.8%
主营业务成本	-21,398	-21,716	-23,057	-23,986	-25,026	-25,981
%销售收入	69.4%	62.9%	65.0%	63.7%	62.5%	61.3%
毛利	9,451	12,791	12,423	13,649	15,021	16,405
%销售收入	30.6%	37.1%	35.0%	36.3%	37.5%	38.7%
营业税金及附加	-460	-536	-518	-550	-585	-619
%销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-1,082	-1,254	-1,399	-1,484	-1,579	-1,672
%销售收入	3.5%	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-3,552	-4,156	-3,831	-4,063	-4,324	-4,576
%销售收入	11.5%	12.0%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
研发费用	-45	-72	-97	-103	-110	-116
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	4,311	6,774	6,578	7,449	8,423	9,422
%销售收入	14.0%	19.6%	18.5%	19.8%	21.0%	22.2%
财务费用	-1,270	-1,180	-886	-412	-294	-165
%销售收入	4.1%	3.4%	2.5%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-103	259	32	-15	-16	-17
公允价值变动收益	41	23	0	0	0	0
投资收益	64	346	440	200	200	200
%税前利润	1.9%	5.5%	6.5%	2.5%	2.2%	2.0%
营业利润	3,436	6,307	6,755	7,918	9,009	10,135
营业利润率	11.1%	18.3%	19.0%	21.0%	22.5%	23.9%
营业外收支	-20	-53	-3	-20	-20	-20
税前利润	3,416	6,254	6,753	7,898	8,989	10,115
利润率	11.1%	18.1%	19.0%	21.0%	22.4%	23.9%
所得税	-856	-1,349	-1,569	-1,835	-2,089	-2,350
所得税率	25.1%	21.6%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
净利润	2,560	4,905	5,184	6,063	6,900	7,765
少数股东损益	1,076	2,204	2,334	2,548	2,646	2,744
归属于母公司的净利润	1,483	2,701	2,850	3,515	4,254	5,021
净利率	4.8%	7.8%	8.0%	9.3%	10.6%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,560	4,905	5,184	6,063	6,900	7,765
少数股东损益	1,076	2,204	2,334	2,548	2,646	2,744
非现金支出	2,617	2,941	3,205	3,070	3,244	3,417
非经营收益	1,216	840	626	358	1,263	317
营运资金变动	58	-1,117	-430	1,702	18	16
经营活动现金净流	6,451	7,568	8,585	11,192	11,424	11,515
资本开支	-529	-944	-2,305	-2,470	-2,311	-2,470
投资	-87	-2,746	-267	0	0	0
其他	188	422	467	200	200	200
投资活动现金净流	-427	-3,267	-2,105	-2,270	-2,111	-2,270
股权募资	0	4	28	-3,446	0	0
债权募资	570	-10,706	-5,903	-2,421	-109	0
其他	-3,498	1,667	-868	-2,000	-2,626	-3,510
筹资活动现金净流	-2,929	-9,036	-6,743	-7,867	-2,735	-3,510
现金净流量	3,095	-4,735	-262	1,055	6,579	5,736

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,347	5,979	5,897	6,952	13,530	19,266
应收款项	12,704	7,615	5,851	5,664	6,027	6,378
存货	2,021	2,872	2,707	2,888	2,998	3,096
其他流动资产	1,516	1,182	1,515	1,335	1,377	1,415
流动资产	25,587	17,648	15,969	16,838	23,931	30,156
%总资产	41.3%	29.1%	27.1%	28.4%	37.1%	43.3%
长期投资	1,705	2,116	2,121	2,121	2,121	2,121
固定资产	28,473	33,402	32,857	32,315	31,597	30,704
%总资产	45.9%	55.0%	55.7%	54.6%	49.0%	44.1%
无形资产	5,252	6,597	6,898	6,834	6,774	6,717
非流动资产	36,406	43,085	42,978	42,373	40,492	39,541
%总资产	58.7%	70.9%	72.9%	71.6%	62.9%	56.7%
资产总计	61,993	60,733	58,947	59,211	64,423	69,697
短期借款	16,588	10,669	3,919	1,782	1,574	1,574
应付款项	13,196	8,594	6,272	7,658	8,001	8,317
其他流动负债	2,134	3,234	3,649	3,763	3,929	4,096
流动负债	31,918	22,496	13,840	13,203	13,503	13,987
长期贷款	1,110	2,375	4,389	4,589	4,689	4,689
其他长期负债	5,134	7,024	8,568	8,115	8,154	8,191
负债	38,163	31,895	26,797	25,907	26,346	26,867
普通股股东权益	14,580	15,351	17,711	16,318	18,445	20,453
其中：股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
未分配利润	4,689	6,713	8,685	10,794	12,921	14,929
少数股东权益	9,251	13,487	14,438	16,986	19,632	22,376
负债股东权益合计	61,993	60,733	58,947	59,211	64,423	69,697

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.101	2.004	2.115	2.608	3.157	3.726
每股净资产	10.819	11.392	13.143	12.110	13.688	15.178
每股经营现金净流	4.788	5.616	6.371	8.306	8.478	8.546
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.043	1.578	2.236
回报率						
净资产收益率	10.17%	17.59%	16.09%	21.54%	23.06%	24.55%
总资产收益率	2.39%	4.45%	4.83%	5.94%	6.60%	7.20%
投入资本收益率	7.42%	11.64%	10.85%	12.50%	12.83%	13.11%
增长率						
主营业务收入增长率	101.76%	11.86%	2.82%	6.07%	6.41%	5.84%
EBIT增长率	224.22%	57.12%	-2.89%	13.25%	13.07%	11.86%
净利润增长率	1244%	82.07%	5.53%	23.32%	21.04%	18.03%
总资产增长率	51.08%	-2.03%	-2.94%	0.45%	8.80%	8.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.1	22.5	20.6	20.6	20.6	20.6
存货周转天数	29.1	41.1	44.2	44.2	44.2	44.2
应付账款周转天数	104.9	114.3	69.2	69.2	69.2	69.2
固定资产周转天数	331.5	345.0	322.4	295.8	268.7	243.6
偿债能力						
净负债/股东权益	42.15%	36.60%	25.66%	15.78%	-3.76%	-16.73%
EBIT利息保障倍数	3.4	5.7	7.4	18.1	28.7	57.2
资产负债率	61.56%	52.52%	45.46%	43.75%	40.90%	38.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	10	13	18	22	45
增持	2	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.13	1.14	1.12	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
2	2020-08-17	买入	18.28	N/A

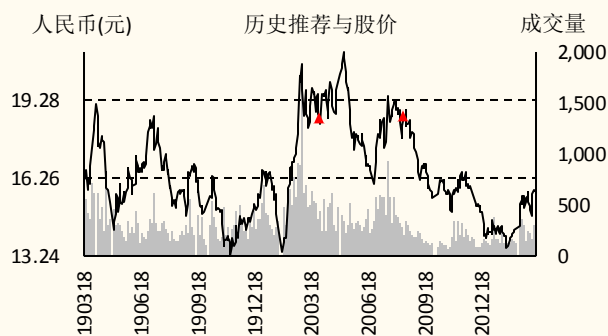
来源：国金证券研究所

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402