

冀东水泥 (000401.SZ)

重组提升管理效率, 公司盈利能力有所改善

核心观点:

- 事件。**(1) 公司公告拟通过向金隅集团发行股份的方式, 购买其所持金隅冀东合资公司 47.09% 股权并吸收合并合资公司, 完成后公司将直接管控合资公司下属水泥企业。(2) 公司拟向包括北京国管中心在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者以非公开发行股票方式募集配套资金, 资金总额不超过 50 亿元。(3) 公司 2021 年上半年实现归母净利润 12-13 亿元, 同比增长 20%-30%; Q2 实现归母净利润 12.5-13.5 亿元, 同比增速为 -2% 到 5%。
- 事件点评: 精简股权层级, 提升管理效率, 加强资产质量和盈利能力。**本次交易后, 公司将直接控股金隅冀东合资公司下属水泥企业, 合资公司将注销法人资格, 一方面消除合资公司层级, 公司直接控股旗下水泥企业, 有利于精简股权层级, 提高管理效率; 另一方面, 上市公司将吸收合并合资公司业务, 公司 2020 年合并财务报表中归母股东权益由交易前的 177.11 亿元上升为交易后的 302.66 亿元, 2020 年归母净利润由交易前的 28.5 亿元上升为交易后的 49.37 亿元, 资产质量及盈利能力将得到进一步加强和提升。
- 盈利预测和投资建议。**公司所在区域需求向好具备持续性 (京津冀需求景气、泛华北西北区域供给格局改善) 叠加公司的内生改善 (管理、财务费用下降), 固废危废处置和骨料业务贡献新的增长点。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.17/2.49/2.71 元/股, 最新收盘价计算 PE 为 5.7/5.0/4.6x, 对应 PB 为 0.9/0.8/0.7x, 参考可比公司估值, 我们维持合理价值 20.91 元/股的判断, 对应公司 2021 年 1.5x PB 估值, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**基建和房地产需求下行、煤炭价格大幅上涨。

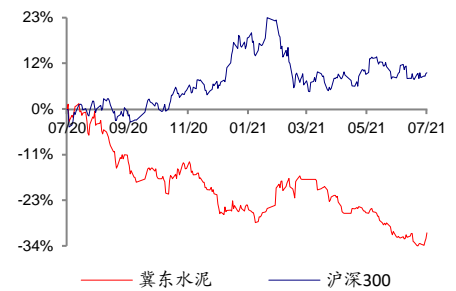
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	34,507	35,480	38,936	40,230	42,232
增长率 (%)	9.7	2.8	9.7	3.3	5.0
EBITDA (百万元)	10,024	9,853	10,343	11,416	12,235
归母净利润 (百万元)	2,701	2,850	3,073	3,519	3,829
增长率 (%)	41.9	5.5	7.8	14.5	8.8
EPS (元/股)	2.00	2.11	2.17	2.49	2.71
市盈率 (P/E)	8.49	6.69	5.70	4.98	4.58
ROE (%)	17.6	16.1	15.5	15.9	15.6
EV/EBITDA	3.35	2.78	2.35	2.06	1.77

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.40 元
合理价值	20.91 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-25

相对市场表现



分析师:



邹戈

SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:



谢璐

SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

冀东水泥 (000401.SZ): 销量 2021-03-17

双位数增长, 单吨费用改善显著

冀东水泥 (000401.SZ): Q3 2020-10-21

销量超预期, 核心市场需求快速回补

冀东水泥 (000401.SZ): 业绩 2020-08-14

符合预期, 期待 Q3 加速

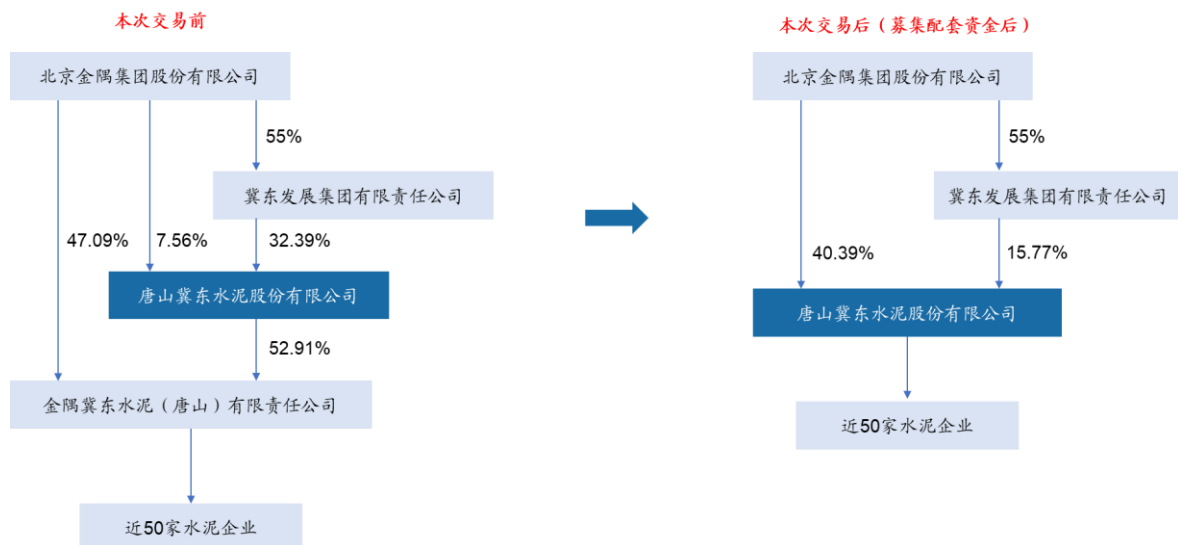
联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

事件：（1）公司公告拟通过向金隅集团发行股份的方式，购买其所持金隅冀东合资公司47.09%股权并吸收合并合资公司，完成后公司将直接管控合资公司下属水泥企业，交易对价为136.23亿元，发行价格为12.78元/股，按此发行价计算发行数量为10.66亿股，限售期3年。（2）公司拟向包括北京国管中心在内的不超过35名符合条件的特定投资者以非公开发行股票方式募集配套资金，资金总额不超过50亿元，募集资金用于2x4500t/d水泥窑协同处置固废生产线搬迁项目、日产4500吨水泥熟料生产线建设项目、补充流动资金和偿还债务。（3）公司2021年上半年实现归母净利润12-13亿元，同比增长20%-30%；Q2实现归母净利润12.5-13.5亿元，同比增速为-2%到5%。

事件点评：精简股权层级，提升管理效率，加强资产质量和盈利能力。本次交易后，公司将直接控股金隅冀东合资公司下属水泥企业，合资公司将注销法人资格，一方面消除合资公司层级，公司直接控股旗下水泥企业，有利于精简股权层级，提高管理效率；另一方面，上市公司将吸收合并合资公司业务，公司2020年合并财务报表中归母股东权益由交易前的177.11亿元上升为交易后的302.66亿元，2020年归母净利润由交易前的28.5亿元上升为交易后的49.37亿元，资产质量及盈利能力将得到进一步加强和提升。

图 1：本次交易和募集配套资金前后的公司股东持股变动



数据来源：公司相关重组公告，广发证券发展研究中心

表1：上市公司吸收标的公司交易前后的财务指标对比

项目	2021年2月28日/2021年1-2月		2020年12月31日/2020年度	
	交易完成前	交易完成后	交易完成前	交易完成后
资产总额(亿元)	587.12	587.12	589.47	589.47
所有者权益(亿元)	299.31	312.96	321.49	321.49
归属于母公司所有者权益(亿元)	173.34	297.67	177.11	302.66
净利润(亿元)	-4.91	-4.91	51.84	51.84

归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	-3.27	-4.47	28.50	49.37
基本每股收益 (元/股)	-0.27	-0.20	1.96	1.96

数据来源：公司相关重组公告，广发证券发展研究中心

Q2京津冀地区仍保持较高景气，公司盈利能力逆势提升。2021上半年公司水泥和熟料综合销量约为4800万吨，同比增加约14%，预计Q2同比接近持平，吨归母净利润回升至38元/吨，同比20Q2接近持平，在煤炭成本上涨的背景下公司盈利能力逆势提升，主要得益于核心区域京津冀较高的景气度和公司费用率下降。根据数字水泥网，Q2京津冀水泥产量增长5%（全国增速为1%），区域内水泥价格呈现上涨或缓慢下行态势（全国自5月中下旬进入淡季，水泥价格下跌较多），建党百年庆典活动结束后需求将有所恢复，预计三季度需求也将保持较好态势。

具体到未来三年的盈利预测和关键假设：

（1）水泥和熟料：受益于京津冀需求景气、泛华北西北区域供给格局改善，公司水泥和熟料市占率将进一步提升，我们预计2021-2023年公司水泥和熟料收入分别为338、346、360亿元，毛利率分别为33%、35%、35%。

（2）危废固废处置和骨料业务：随着公司危废固废处置业务的拓展和骨料产能释放，将为公司贡献新的增长点，我们预计2021-2023年公司危废固废业务收入分别为20.19、23.22、26.7亿元，毛利率分别为47%、47%、47%；2021-2023年公司骨料业务收入为11.26、13.52、16.22亿元，毛利率分别为40%、40%、40%。

（3）销售费用和管理费用率：预计随着规模效应提升和公司管理改善带来的降本增效，公司费用率呈现下滑趋势，我们预计2021-2023年销售费用率分别为3.9%、3.7%、3.5%，管理费用率分别为10.6%、10.3%、10.0%。

表2：冀东水泥各业务预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥和熟料	收入 (万元)	3,035,960	3,080,378	3,380,895	3,457,529	3,595,830
	成本 (万元)	1,926,161	2,030,904	2,253,930	2,262,044	2,352,526
	毛利率	37%	34%	33%	35%	35%
危废固废处置	收入 (万元)	158,890	175,567	201,902	232,188	267,016
	成本 (万元)	83,485	93,523	107,552	123,685	142,237
	毛利率	47%	47%	47%	47%	47%
骨料	收入 (万元)		93,864	112,636	135,164	162,197
	成本 (万元)		52,715	67,582	81,098	97,318
	毛利率		44%	40%	40%	40%
其他	收入 (万元)	255,853	198,154	198,154	198,154	198,154
	成本 (万元)	161,910	128,513	128,800	128,800	128,800
	毛利率	37%	35%	35%	35%	35%
公司	收入 (万元)	3,450,703	3,547,963	3,893,588	4,023,034	4,223,196

成本(万元)	2,171,556	2,305,655	2,557,864	2,595,627	2,720,881
毛利率	37%	35%	34%	35%	36%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

投资建议: 维持“买入”评级。公司所在区域需求向好具备持续性(京津冀需求景气、泛华北西北区域供给格局改善)叠加公司的内生改善(管理、财务费用下降), 固废危废处置和骨料业务贡献新的增长点。预计公司2021-2023年EPS分别为2.17/2.49/2.71元/股, 最新收盘价计算PE为5.7/5.0/4.6x, 对应PB为0.9/0.8/0.7x, 参考可比公司估值, 我们维持合理价值20.91元/股的判断, 对应公司2021年1.5x PB估值, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表

	收盘价(元/股) 2021/7/23	PB(2021E,x)	PB(2022E,x)	ROE(2021E,%)	ROE(2022E,%)
华新水泥	16.30	1.18	1.00	24.39	23.00
海螺水泥	38.79	1.08	0.94	19.50	17.49

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

风险提示: 基建和房地产需求下行、煤炭价格大幅上涨。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17,407	15,969	18,593	20,030	23,199
货币资金	5,979	5,897	7,500	8,500	11,000
应收及预付	7,370	3,324	3,486	3,630	3,792
存货	2,872	2,707	3,130	3,133	3,299
其他流动资产	1,186	4,042	4,477	4,767	5,108
非流动资产	43,327	42,979	46,927	50,708	54,313
长期股权投资	1,766	1,780	1,980	2,180	2,380
固定资产	32,616	31,337	34,302	37,115	39,770
在建工程	786	1,520	2,020	2,520	3,020
无形资产	5,208	5,384	5,568	5,735	5,886
其他长期资产	2,951	2,958	3,058	3,158	3,258
资产总计	60,733	58,947	65,520	70,739	77,513
流动负债	22,409	13,764	15,184	14,703	15,416
短期借款	7,601	2,346	1,875	1,589	1,717
应付及预收	5,106	4,292	5,179	5,114	5,411
其他流动负债	9,702	7,126	8,129	8,000	8,288
非流动负债	9,487	13,034	13,534	14,034	14,534
长期借款	2,375	4,389	4,889	5,389	5,889
应付债券	3,491	5,837	5,837	5,837	5,837
其他非流动负债	3,620	2,808	2,808	2,808	2,808
负债合计	31,896	26,798	28,718	28,737	29,950
股本	1,348	1,348	1,414	1,414	1,414
资本公积	3,329	3,248	3,248	3,248	3,248
留存收益	7,727	9,700	11,772	14,092	16,521
归属母公司股东权益	15,351	17,711	19,850	22,169	24,598
少数股东权益	13,487	14,438	16,952	19,832	22,965
负债和股东权益	60,733	58,947	65,520	70,739	77,513

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8,219	8,728	10,255	9,735	11,033
净利润	4,905	5,184	5,587	6,399	6,962
折旧摊销	3,251	3,275	3,313	3,479	3,652
营运资金变动	-1,117	-430	870	-632	-84
其它	1,181	700	485	490	503
投资活动现金流	-3,267	-2,105	-6,908	-6,895	-6,875
资本支出	-944	-2,305	-6,997	-6,997	-6,997
投资变动	-2,746	-267	-200	-200	-200
其他	422	467	289	302	322
筹资活动现金流	-9,036	-6,743	-1,744	-1,841	-1,658
银行借款	15,160	6,694	29	214	628
股权融资	4	28	66	0	0
其他	-24,199	-13,465	-1,839	-2,055	-2,286
现金净增加额	-4,084	-119	1,603	1,000	2,500
期初现金余额	9,802	5,718	5,897	7,500	8,500
期末现金余额	5,718	5,599	7,500	8,500	11,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	9.7%	2.8%	9.7%	3.3%	5.0%
营业利润增长	45.2%	7.1%	7.8%	14.5%	8.8%
归母净利润增长	41.9%	5.5%	7.8%	14.5%	8.8%
获利能力					
毛利率	37.1%	35.0%	34.3%	35.5%	35.6%
净利率	14.2%	14.6%	14.3%	15.9%	16.5%
ROE	17.6%	16.1%	15.5%	15.9%	15.6%
ROIC	11.7%	10.9%	10.6%	10.8%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	45.5%	43.8%	40.6%	38.6%
净负债比率	110.6%	83.4%	78.0%	68.4%	63.0%
流动比率	0.78	1.16	1.22	1.36	1.50
速动比率	0.62	0.88	0.95	1.07	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.60	0.59	0.57	0.54
应收账款周转率	17.03	17.99	18.25	18.25	18.25
存货周转率	12.01	13.11	12.44	12.84	12.80
每股指标 (元)					
每股收益	2.00	2.11	2.17	2.49	2.71
每股经营现金流	6.10	6.48	7.25	6.89	7.80
每股净资产	11.39	13.14	14.04	15.68	17.40
估值比率					
P/E	8.49	6.69	5.70	4.98	4.58
P/B	1.49	1.08	0.88	0.79	0.71
EV/EBITDA	3.35	2.78	2.35	2.06	1.77

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	34,507	35,480	38,936	40,230	42,232
营业成本	21,716	23,057	25,579	25,956	27,209
营业税金及附加	536	518	584	603	633
销售费用	1,254	1,399	1,518	1,489	1,478
管理费用	4,156	3,831	4,127	4,144	4,223
研发费用	72	97	97	101	106
财务费用	1,180	886	845	731	699
资产减值损失	-259	-32	-39	-40	-42
公允价值变动收益	23	0	0	0	0
投资净收益	346	440	389	402	422
营业利润	6,307	6,755	7,280	8,338	9,071
营业外收支	-53	-3	-2	-2	-2
利润总额	6,254	6,753	7,278	8,336	9,069
所得税	1,349	1,569	1,691	1,937	2,107
净利润	4,905	5,184	5,587	6,399	6,962
少数股东损益	2,204	2,334	2,514	2,880	3,133
归属母公司净利润	2,701	2,850	3,073	3,519	3,829
EBITDA	10,024	9,853	10,343	11,416	12,235
EPS (元)	2.00	2.11	2.17	2.49	2.71

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。