



中信证券研究部



罗鼎
首席建筑分析师
S1010516030001

核心观点

公司 2019Q3 业绩稳健增长，三季度销量同比下滑但价格持续上行，环保督察等导致原料成本同比上涨，吨毛利维持历史高位。整合提效效果显现，管理/财务费用率明显下降。受益需求改善，京津冀价格仍有上行空间，公司盈利能力有望保持高位。维持 2019-21 年 EPS 预测 1.88/2.33/2.40 元及“买入”评级。

■ 公司 2019Q1-Q3 营收+16%、归母净利润+36%，Q3 业绩稳健增长。公司 2019 Q1-Q3 营收 262.5 亿元，同比+16.0%；归母净利润 24.7 亿元，同比+36.0%，净利润增速高于收入增速为毛利率提升且管理、财务费用同比减少所致。单季度看，2019Q3 营收 101.8 亿元，同比+4.0%；2019Q3 归母净利润 9.9 亿元，同比+10.4%，环保治理趋严下公司 Q3 业绩录得稳健增长。

■ Q3 销量同比下滑但价格持续上行，环保督察等导致原料成本同比上涨，吨毛利维持历史高位。销量上看，2019Q1-Q3 销售水泥熟料 7,414 万吨，同比+4.6%；Q3 销售 2,838 万吨，同比-7.7%。价格上看，据我们测算 2019Q1-Q3 水泥熟料吨均价约为 319 元（同比+16%），Q3 吨价格约为 327 元（同比+14%）。从成本看，我们预计 2019Q3 吨成本约 203 元，同比约增 15 元（+8%），吨成本同比上涨主要为环保督察等导致原料价格上涨所致。价格驱动下吨毛利维持历史高位，我们估算 2019Q3 吨毛利约 123 元，同比约增 26 元（+26%）。

■ 整合提效效果显现，管理/财务费用率明显下降，经营现金净流入明显提升。2019 Q1-Q3 销售/管理/财务费用率为 3.4%/10.6%/3.5%，同比-0.1/-1.9/-1.2pcts，管理、财务费用均同比减少。公司前三季度计提各项资产减值准备共 1.6 亿元，信用及资产减值损失 2.0 亿元（去年同期 0.6 亿元）。现金流方面，2019 Q1-Q3 经营现金净流入 58.0 亿元（同比+49%）；投资现金净流出 10.8 亿元（去年同期为 0.8 亿元），主要为现金收购金隅集团持有的 7 家公司股权所致；筹资现金净流出 72.0 亿元（同比+123%），主要为公司以永续债偿还短期借款所致。

■ 整合效应料将持续释放；受益需求改善，京津冀价格仍有上行空间，公司盈利能力有望保持高位。金隅与冀东整合完成后，公司在费用端有明显改善，同时在京津冀的产能市占率进一步提升。需求端看，受益补短板以及京津冀区域战略推进，区域基建投资料将保持稳增，叠加地产投资仍具一定韧性，京津冀地区需求料将保持较好状态（1-9 月京津冀建安投资同比+7.8%）；结合供给端错峰生产、环保限产力度不减以及区域竞争格局改善，公司盈利能力有望保持高位。

■ 风险因素：逆周期调节不及预期；新区建设进度不及预期等。

■ 投资建议：综合考虑京津冀需求持续改善，供给端错峰生产、环保力度不减以及整合效应持续释放，我们认为公司 2019 年将迎来量价齐升，维持 2019-21 年 EPS 预测 1.88/2.33/2.40 元（考虑永续债影响），对应 PE 为 8.2x/6.6x/6.4x，维持“买入”评级。

冀东水泥	000401
评级	买入（维持）
当前价	15.36 元
总股本	1,348 百万股
流通股本	1,347 百万股
近 12 月绝对涨幅	50.62%

项目/年度	2017(回溯)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,168	30,849	36,866	40,805	43,602
营业收入增长率	22.9%	22.6%	19.5%	10.7%	6.9%
净利润(百万元)	504	1,483	2,732	3,346	3,442
净利润增长率	N/A	194.1%	84.2%	22.5%	2.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.37	1.10	1.88	2.33	2.40
毛利率%	26.8%	30.6%	34.0%	35.1%	34.3%
净资产收益率 ROE%	3.7%	10.2%	16.3%	17.3%	15.8%
每股净资产(元)	10.2	10.8	12.4	14.3	16.1
PE	41.5	14.0	8.2	6.6	6.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017 (回溯)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,168	30,849	36,866	40,805	43,602
营业成本	18,435	21,398	24,329	26,472	28,666
毛利率	26.75%	30.64%	34.01%	35.12%	34.26%
营业税金及附加	300	460	549	608	650
销售费用	928	1,082	1,475	1,469	1,591
营业费用率	3.69%	3.51%	4.00%	3.60%	3.65%
管理费用	3,154	3,552	3,502	4,080	4,578
管理费用率	12.53%	11.52%	9.50%	10.00%	10.50%
财务费用	1,260	1,270	892	773	492
财务费用率	5.01%	4.12%	2.42%	1.89%	1.13%
投资收益	(201)	64	71	78	86
营业利润	1,433	3,436	6,306	7,719	7,940
营业利润率	5.69%	11.14%	17.11%	18.92%	18.21%
营业外收入	37	37	37	37	37
营业外支出	51	57	57	57	57
利润总额	1,419	3,416	6,286	7,699	7,920
所得税	479	856	1,572	1,925	1,980
所得税率	33.78%	25.07%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	435	1,076	1,983	2,428	2,498
归属于母公司股东的净利润	504	1,483	2,732	3,346	3,442
净利率	2.00%	4.81%	7.41%	8.20%	7.89%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017 (回溯)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,766	9,347	9,819	10,974	12,183
存货	1,835	2,021	2,298	2,500	2,707
应收账款	9,727	11,893	14,122	15,631	16,702
其他流动资产	2,582	2,326	2,547	2,696	2,817
流动资产	19,910	25,587	28,785	31,802	34,409
固定资产	29,505	28,016	30,449	27,883	25,316
长期股权投资	1,498	1,342	1,342	1,342	1,342
无形资产	4,079	4,020	4,651	5,314	6,009
其他长期资产	2,810	3,029	3,233	3,238	3,242
非流动资产	37,892	36,406	39,675	37,776	35,909
资产总计	57,801	61,993	68,460	69,577	70,319
短期借款	13,817	12,653	11,233	5,860	101
应付账款	7,672	9,293	10,566	11,497	12,450
其他流动负债	8,719	9,972	11,111	11,714	12,326
流动负债	30,209	31,918	32,910	29,072	24,877
长期借款	1,728	1,110	2,110	2,110	2,110
其他长期负债	6,248	5,134	5,434	5,434	5,434
非流动性负债	7,975	6,244	7,544	7,544	7,544
负债合计	38,184	38,163	40,454	36,616	32,421
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
资本公积	7,900	4,591	4,591	4,591	4,591
归属于母公司所有者权益合计	13,725	14,580	16,773	19,299	21,737
少数股东权益	5,892	9,251	11,234	13,662	16,160
股东权益合计	19,618	23,831	28,006	32,961	37,897
负债股东权益总计	57,801	61,993	68,460	69,577	70,319

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017 (回溯)	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,419	3,416	6,286	7,699	7,920
所得税支出	-479	-856	-1,572	-1,925	-1,980
折旧和摊销	2,489	2,515	2,825	2,838	2,851
营运资金的变化	-1,216	58	-608	-469	62
其他经营现金流	1,316	1,398	1,115	838	509
经营现金流合计	3,527	6,531	8,047	8,981	9,363
资本支出	-680	-608	-6,094	-938	-985
投资收益	-201	64	71	78	86
其他投资现金流	1,695	116	0	0	0
投资现金流合计	814	-427	-6,023	-861	-900
权益变化	0	0	0	0	0
负债变化	37,556	44,298	-120	-5,373	-5,759
股息支出	-1,617	-539	-539	-820	-1,004
其他融资现金流	-39,248	-46,687	-892	-773	-492
融资现金流合计	-3,309	-2,929	-1,551	-6,965	-7,255
现金及现金等价物净增加额	1,031	3,175	472	1,156	1,209

主要财务指标

指标名称	2017 (回溯)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	23.95%	22.57%	19.51%	10.68%	6.85%
营业利润增长率	N/A	139.78%	83.53%	22.41%	2.86%
净利润增长率	108.72%	194.09%	84.19%	22.48%	2.87%
毛利率	29.83%	30.64%	34.01%	35.12%	34.26%
EBITDA Margin	22.63%	23.32%	21.76%	21.77%	20.10%
净利率	0.72%	4.81%	7.41%	8.20%	7.89%
净资产收益率	1.10%	10.17%	16.29%	17.34%	15.84%
总资产收益率	0.27%	2.39%	3.99%	4.81%	4.90%
资产负债率	72.53%	61.56%	59.09%	52.63%	46.11%
所得税率	63.73%	25.07%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	464.92%	36.34%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。