

冀东水泥 (000401.SZ)

Q3 盈利止跌回升, Q4 有望继续加速

事件: 公司发布 2020 年三季报, 前三季度实现营业总收入 251.54 亿元, 同比下降 4.8%, 实现归母净利润 20.94 亿元, 同比下降 16.0%。其中三季度单季实现营业总收入 109.01 亿元, 同比增长 6.5%, 实现归母净利润 10.94 亿元, 同比增长 9.4%。

赶工驱动 Q3 销量加速, 单季利润止跌回升。 Q3 收入同比增长 6.5%, 环比 Q2 提升 6.4pct, 主要得益于京津冀赶工背景下旺盛需求的拉动, 公司三季度实现水泥及熟料销量 3472 万吨, 同比增长 20%。公司销量增速高于所处区域期间水泥产量增速, 反映公司份额的提升; 我们测算 Q3 均价环比下降约 10 元/吨, 同比下降约 30 元/吨, 但 8 月以来已经逐步企稳回升。我们测算 Q3 单季吨成本同比下降约 10 元/吨, 除了煤炭价格的影响外, 预计运转率提升和销量增长的规模效应对成本也有一定压减。测算 Q3 单季吨毛利约 100 元/吨, 同比下降 15-20 元/吨, 单季吨净利 55 元/吨, 同比减少 6 元/吨, 降幅相较 Q2 均明显收窄。

费用端延续压缩态势, 经营效率持续优化。 我们测算 Q3 水泥及熟料吨综合期间费用为 51 元/吨, 同比压缩 8 元/吨, 其中吨销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 11.4、25.8、1.8、6.0 元/吨, 分别同比+0.7、-6.8、+0.6、-3.3 元/吨。除了规模效应的影响外, Q3 管理费用与财务费用总额分别同比压缩 0.45 亿元、0.60 亿元, 反映加强费用管控、财务结构优化的成效, 经营效率持续提升。此外, Q3 投资收益为 1.49 亿元, 同比增加 0.67 亿元, 预计与混凝土环保科技集团和陕西合营企业盈利提升有关。

经营性现金流增长较快, 资产负债表日趋改善。 公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 29.82 亿元, 同比增长 41.7%。三季报资产负债率为 50.5%, 环比中报下降 1.9pct, 同比下降 3.3pct。我们测算三季报带息债务 126 亿元, 较中报减少 32 亿元, 同比减少 25 亿元, 其中短期借款环比中报持续减少 18.46 亿元至 34.1 亿元, 长期借款增加 6.22 亿元。

看好泛京津冀区域价格回升, Q4 盈利有望继续加速。 短期来看: (1) 公司京津冀核心市场下游需求有基建、雄安新区建设支撑, Q4 低基数下有望维持高增长。(2) 随着 4 月以来库存的去化, 泛京津冀区域库存也已经修复至历史中枢水平以下, 加之 2020 年为蓝天保卫战到期之年, “2+26” 区域仍是达标压力较大的区域, Q4 环保压力或边际增大, 对区域供给形成更为严格的约束, 供需边际趋紧有望推动区域价格加速回升。

投资建议: (1) 产能运转率提升推动价格上行, 京津冀水泥需求增量明显且持续, “蓝天保卫战” 下产能发挥受到大气污染治理的刚性约束。(2) 泛京津冀区域格局得到明显优化, 逐渐形成高集中度的大市场, 中期价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。(3) 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.8、36.3、43.5 亿元, 对应市盈率 7.8、6.0、5.0 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞合态势恶化、疫情不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	30,849	34,507	34,496	38,723	41,317
增长率 yoy (%)	101.8	11.9	-0.0	12.3	6.7
归母净利润 (百万元)	1,483	2,701	2,779	3,626	4,354
增长率 yoy (%)	1243.7	82.1	2.9	30.5	20.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.10	2.00	2.06	2.69	3.23
净资产收益率 (%)	10.7	17.0	15.4	17.1	17.3
P/E (倍)	14.7	8.1	7.8	6.0	5.0
P/B (倍)	1.9	1.8	1.5	1.3	1.0

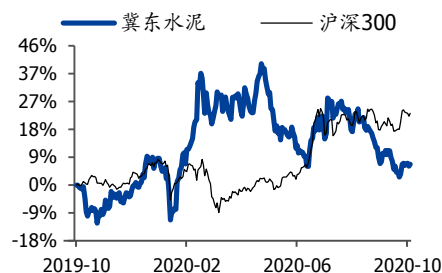
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	买入
最新收盘价	16.15
总市值(百万元)	21,762.50
总股本(百万股)	1,347.52
其中自由流通股(%)	99.98
30 日日均成交量(百万股)	5.71

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 《冀东水泥 (000401.SZ): 费用控制, 现金流显著改善, 业绩有望迎来拐点》2020-08-14
- 《冀东水泥 (000401.SZ): 压力测试顺利通过, 看好下半年量价回升和长期盈利弹性》2020-07-10
- 《冀东水泥 (000401.SZ): 短期疫情影响销量, 不改中长期盈利趋势》2020-04-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25587	17407	18011	19178	24075
现金	9347	5979	7131	7213	11947
应收票据及应收账款	11893	6669	5875	6616	7156
其他应收款	810	705	675	874	778
预付账款	458	701	1023	913	809
存货	2021	2872	2807	2962	2684
其他流动资产	1058	480	500	600	700
非流动资产	36406	43327	42786	47315	48468
长期投资	1342	1766	2289	2729	3179
固定资产	28016	32616	31333	35536	36608
无形资产	4020	5208	5029	4849	4668
其他非流动资产	3029	3737	4135	4201	4013
资产总计	61993	60733	60797	66492	72542
流动负债	31918	22409	17973	17921	17787
短期借款	12653	7601	4500	3800	3500
应付票据及应付账款	9293	5106	4738	4953	4710
其他流动负债	9972	9702	8736	9167	9577
非流动负债	6244	9487	9513	9240	8267
长期借款	2823	5866	5893	5620	4647
其他非流动负债	3421	3620	3620	3620	3620
负债合计	38163	31896	27487	27161	26054
少数股东权益	9251	13487	15854	18943	22653
股本	1348	1348	1348	1348	1348
资本公积	4591	3329	3329	3329	3329
留存收益	5704	7727	11587	16624	22672
归属母公司股东权益	14580	15351	17456	20388	23836
负债和股东权益	61993	60733	60797	66492	72542

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6531	8219	9156	9321	11521
净利润	2560	4905	5146	6716	8064
折旧摊销	2515	3200	2733	3042	3463
财务费用	1270	1180	902	700	600
投资损失	-64	-346	-432	-399	-409
营运资金变动	58	-1117	808	-738	-197
其他经营现金流	193	397	-0	0	0
投资活动现金流	-427	-3267	-1761	-7171	-4207
资本支出	608	1024	-1063	4088	703
长期投资	-87	-1672	-523	0	-450
其他投资现金流	94	-3916	-3347	-3083	-3954
筹资活动现金流	-2929	-9036	-6244	-2068	-2580
短期借款	-29	-5052	-3101	-700	-300
长期借款	-1064	3043	27	-273	-973
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-331	-1261	0	0	0
其他筹资现金流	-1505	-5765	-3170	-1095	-1307
现金净增加额	3175	-4084	1152	82	4734

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30849	34507	34496	38723	41317
营业成本	21398	21716	22148	24227	25125
营业税金及附加	460	536	544	603	622
营业费用	1082	1254	1307	1303	1331
管理费用	3552	4156	4005	4215	4253
研发费用	45	72	72	81	86
财务费用	1270	1180	902	700	600
资产减值损失	103	-259	-66	-97	-83
其他收益	464	656	686	721	735
公允价值变动收益	41	23	0	0	0
投资净收益	64	346	432	399	409
资产处置收益	7	29	0	0	0
营业利润	3436	6307	6571	8617	10362
营业外收入	37	112	114	121	125
营业外支出	57	165	141	150	154
利润总额	3416	6254	6544	8588	10333
所得税	856	1349	1397	1872	2269
净利润	2560	4905	5146	6716	8064
少数股东损益	1076	2204	2367	3089	3709
归属母公司净利润	1483	2701	2779	3626	4354
EBITDA	6603	10122	9641	11856	13899
EPS (元)	1.10	2.00	2.06	2.69	3.23

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.8	11.9	-0.0	12.3	6.7
营业利润(%)	810.7	83.6	4.2	31.1	20.3
归属于母公司净利润(%)	1243.7	82.1	2.9	30.5	20.1
获利能力					
毛利率(%)	30.6	37.1	35.8	37.4	39.2
净利率(%)	4.8	7.8	8.1	9.4	10.5
ROE(%)	10.7	17.0	15.4	17.1	17.3
ROIC(%)	8.3	15.7	16.9	20.0	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.6	52.5	45.2	40.8	35.9
净负债比率(%)	54.4	46.3	22.6	17.2	2.1
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.4
速动比率	0.7	0.6	0.8	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.8	3.7	5.5	6.2	6.0
应付账款周转率	3.3	3.0	4.5	5.0	5.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	2.00	2.06	2.69	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	4.85	6.10	6.80	6.92	8.55
每股净资产(最新摊薄)	8.61	9.18	10.74	12.92	15.47
估值比率					
P/E	14.7	8.1	7.8	6.0	5.0
P/B	1.9	1.8	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	6.7	4.8	4.7	4.0	3.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
点评.....	4
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用 (季度)	4
图表 2: 公司 2020Q3 现金流情况 (单位: 亿元)	4
图表 3: 公司近年来资产负债率持续下行.....	5
图表 4: 公司近年来带息债务持续压缩.....	5
图表 5: 泛京津冀区域水泥价格走势.....	5
图表 6: 泛京津冀区域水泥库存走势.....	5
图表 7: 泛京津冀区域水泥出货率走势.....	6

事件

公司发布2020年三季报，前三季度实现营业总收入251.54亿元，同比下降4.8%，实现归母净利润20.94亿元，同比下降16.0%。其中三季度单季实现营业总收入109.01亿元，同比增长6.5%，实现归母净利润10.94亿元，同比增长9.4%。

点评

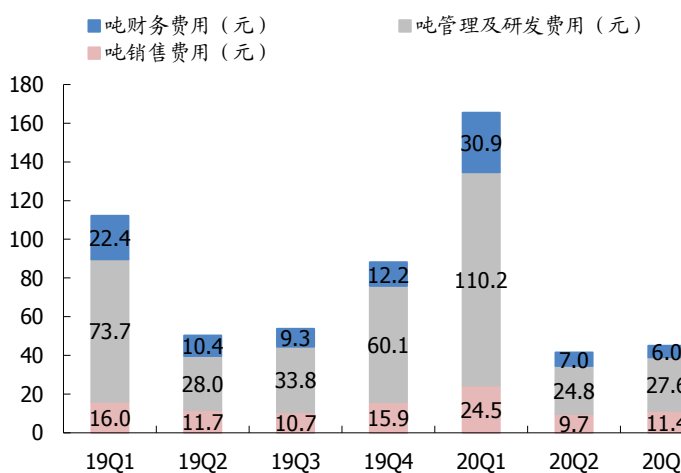
(1) 赶工驱动Q3销量加速，单季利润止跌回升

Q3收入同比增长6.5%，环比Q2提升6.4pct，主要得益于京津冀赶工背景下旺盛需求的拉动，销量方面公司三季度实现水泥及熟料销量3472万吨，同比增长20%。公司销量增速高于所处区域期间水泥产量增速，反映公司份额的提升；我们测算Q3均价环比下降约10元/吨，同比下降约30元/吨，但8月以来已经逐步企稳回升。我们测算Q3单季吨成本同比下降约10元/吨，除了煤炭价格的影响外，预计运转率提升和销量增长的规模效应对成本也有一定压减。测算Q3单季吨毛利约97元/吨，同比下降15-20元/吨，单季吨净利55元/吨，同比减少6元/吨，降幅相较Q2均明显收窄。

(2) 费用端延续压缩态势，经营效率持续优化

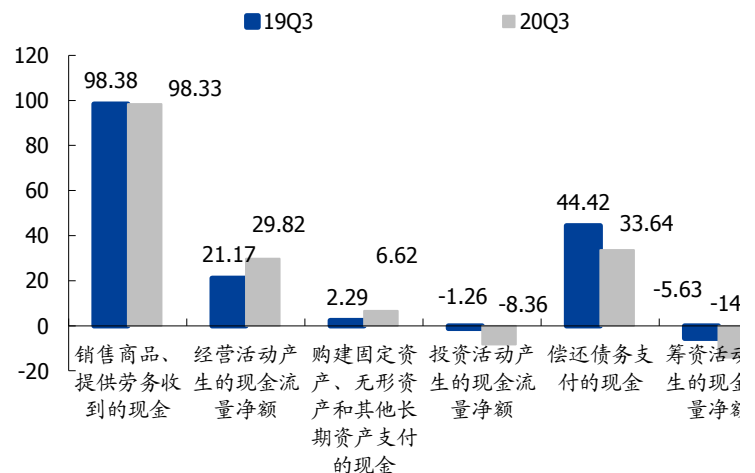
我们测算Q3水泥及熟料吨综合期间费用为51元/吨，同比压缩8元/吨，其中吨销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为11.4、25.8、1.8、6.0元/吨，分别同比+0.7、-6.8、+0.6、-3.3元/吨。除了规模效应的影响外，Q3管理费用与财务费用总额分别同比压缩0.45亿元、0.60亿元，反映加强费用管控、财务结构优化的成效，经营效率持续提升。此外，Q3投资收益为1.49亿元，同比增加0.67亿元，预计与混凝土环保科技集团和陕西合营企业盈利提升有关。

图表1: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用(季度)



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表2: 公司2020Q3现金流情况(单位: 亿元)

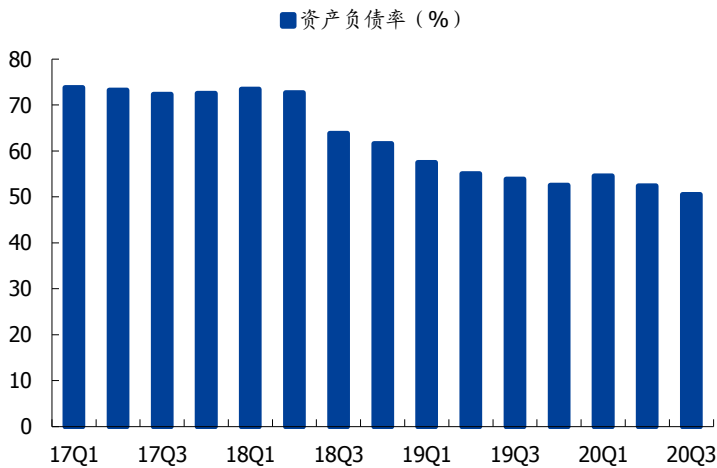


资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

(3) 经营性现金流增长较快，资产负债表日趋改善

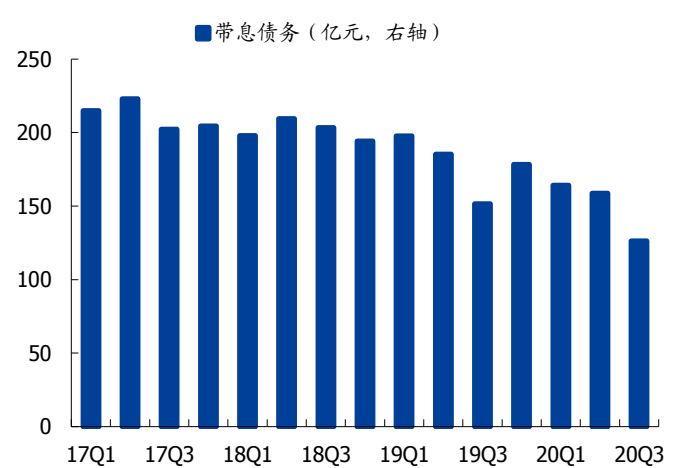
公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 29.82 亿元，同比增长 41.7%。三季报资产负债率为 50.5%，环比中报下降 1.9pct，同比下降 3.3pct。我们测算三季报带息债务 126 亿元，较中报减少 32 亿元，同比减少 25 亿元，其中短期借款环比中报持续减少 18.46 亿元至 34.1 亿元，长期借款增加 6.22 亿元。

图表 3: 公司近年来资产负债率持续下行



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 4: 公司近年来带息债务持续压缩

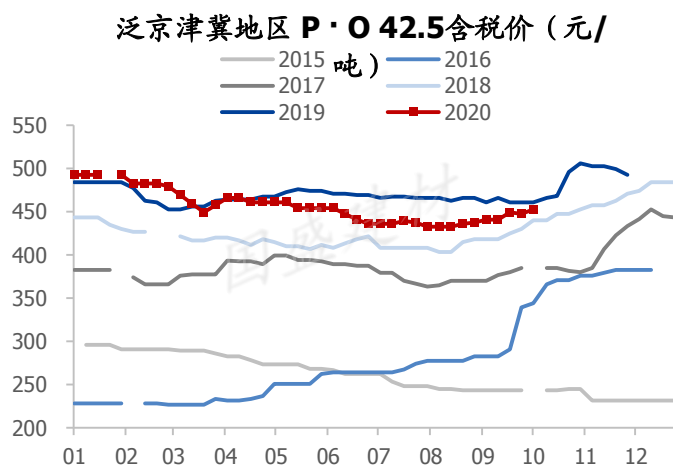


资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

(4) 看好泛京津冀区域价格回升，Q4 盈利有望继续加速

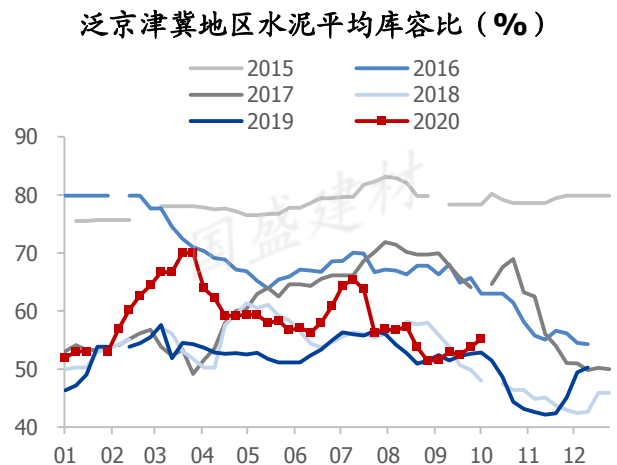
短期来看: (1) 公司京津冀核心市场下游需求有基建、雄安新区建设支撑，Q4 低基数下有望维持高增长。(2) 随着 4 月以来库存的去化，泛京津冀区域库存也已经修复至历史中枢水平以下，加之 2020 年为蓝天保卫战到期之年，“2+26”区域仍是达标压力较大的区域，Q4 环保压力或边际增大，对区域供给形成更为严格的约束，供需边际趋紧有望推动区域价格加速回升。

图表 5: 泛京津冀区域水泥价格走势



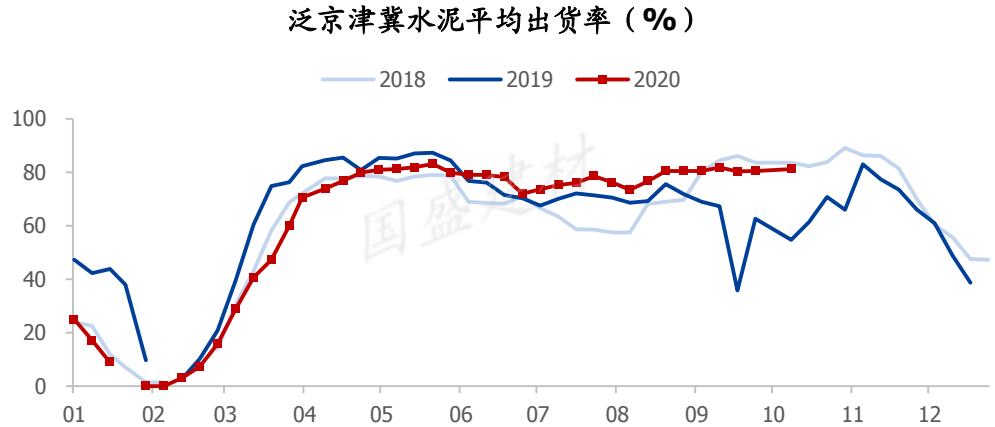
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 6: 泛京津冀区域水泥库存走势



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表7: 泛京津冀区域水泥出货率走势



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

投资建议

(1) 产能运转率提升推动价格上行, 京津冀水泥需求增量明显且持续, “蓝天保卫战”下产能发挥受到大气污染治理的刚性约束。(2) 泛京津冀区域格局得到明显优化, 逐渐形成高集中度的大市场, 中期价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。(3) 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.8、36.3、43.5 亿元, 对应市盈率 7.8、6.0、5.0 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞合态势恶化、疫情不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com