

# 冀东水泥 (000401.SZ)

## 内生改善从资产负债表开始

### 核心观点:

**扣非净利润大幅增长。**公司 2019 年前三季度营收 262.5 亿元, 同比+16%; 归属净利润 24.7 亿元, 同比+36%; 扣非净利润 24.7 亿元, 同比+112.4%。单三季度营收 101.8 亿元, 同比+4%; 归属净利润 9.9 亿元, 同比 10.5%; 扣非净利润 10.3 亿元, 同比+54.3%。

**受国庆节前停产影响, 业绩环比下滑。**据前三季度业绩预告, 公司前三季度水泥及熟料综合销量 7414 万吨, 同比增长 4.6%, 低于全国水泥产量增速 6.9%。其中单三季度销量 2886 万吨, 同比下滑 6.2%。主要受国庆前停产及所在区域环保停产等因素影响。我们测算公司单三季度吨收入 353 元, 环比-3 元; 吨毛利 135 元, 环比-5 元; 吨费用 54 元, 环比+4 元; 吨归属净利 34 元, 环比-12 元。

**计提大额减值, 更扎实的资产质量。**2019Q3 公司共计提坏账准备、资产减值、商誉减值等合计 1.63 亿元, 影响公司前三季度归属净利润 1.46 亿元。在计提减值后, 公司的资产质量降更加扎实。同时, 公司及其母公司冀东发展于 7 月 13 日将其持有的金隅冀东混凝土环保科技的 19%、36% 的股权转让予金隅集团并进行增资, 转让后公司仅持有 30% 的股权, 不过同时增资之后使相应长期股权投资增加从而带来三季度投资收益环比二季度大幅下降。

**收购金隅红树林, 做大做强环保产业, 提升竞争力。**10 月 8 日, 公司拟以现金及股权对价的支付形式收购金隅红树林环保公司 100% 的股权, 金隅红树林是全国同行业中率先采用专有技术, 对水泥窑进行改造, 使其协同处置工业危废、城市垃圾等的新型环保公司。此次收购有助于发挥金隅红树林的技术优势及公司的资源优势 (水泥窑), 做大做强环保产业, 提升竞争力。

**负债率进一步下降, 现金流显著改善。**2019 前三季度公司财务费用 9.1 亿元, 同比下滑 13%, 主要在于 Q3 短期借款较 Q2 减少 28 亿元。资产负债率 53.8%, 较二季末下滑 1.2pct, 较去年末下降了 7.7pct。前三季度经营性现金流净额 58 亿元, 同比增长 49.1%, 资本支出 22 亿, 资产负债率下降。

**投资建议: 维持“买入”评级。**公司是京津冀水泥龙头, 在京津冀市占率超 50%, 区域格局稳定、集中度高; 未来 1-2 年京津冀将是全国需求最确定的区域之一, 景气度有望继续改善; 经过和金隅集团的重组重合, 一方面带来市场协同效应, 另一方面带来管理和资本结构内生改善, 改善已经从资产负债表上开始显现; 公司对区域市场控制力在加强, 未来仍有较大改善空间。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.2/2.7/3.0 元, 最新收盘价对应 PE 分别为 7.0/5.6/5.1 倍, 对应 PB 分别为 1.17/0.97/0.86 倍, 我们维持合理价值 24.37 元/股的判断, 对应 2019 年 PE 11x, PB 1.9x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 需求大幅恶化、行业新增供给超预期、协同停产破裂。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	25,168	30,849	35,287	38,281	40,013
增长率 (%)	104.0	22.6	14.4	8.5	4.5
EBITDA (百万元)	4,840	6,826	7,126	8,410	8,932
净利润 (百万元)	504	1,483	2,966	3,688	4,040
增长率 (%)	853.7	194.1	100.0	24.3	9.5
EPS (元/股)	0.37	1.10	2.20	2.74	3.00
市盈率 (P/E)	0.00	11.25	6.97	5.61	5.12
市净率 (P/B)	0.00	1.14	1.17	0.97	0.86
EV/EBITDA	3.06	3.92	4.09	2.86	2.26

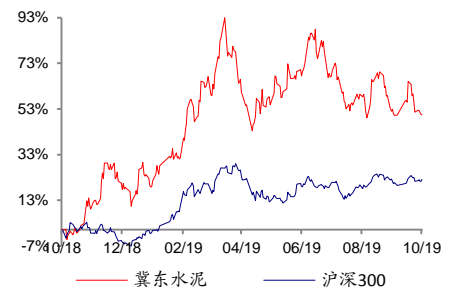
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

### 公司评级

当前价格	15.35 元
合理价值	24.37 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

### 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

### 分析师:



赵勇臻



SAC 执证号: S0260519040002



021-60750614

zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 赵勇臻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): 量价齐升, 内生改善开始显现 2019-08-25

联系人: 李振兴 010-59136627  
lizhenxing@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>19,809</b>	<b>25,587</b>	<b>24,592</b>	<b>27,920</b>	<b>31,543</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3,527</b>	<b>6,531</b>	<b>4,160</b>	<b>6,507</b>	<b>7,370</b>
货币资金	5,766	9,347	7,217	9,168	11,964	净利润	940	2,560	5,194	6,336	7,214
应收及预付	10,464	12,351	13,044	14,149	14,795	折旧摊销	2,489	2,515	0	0	0
存货	1,835	2,021	2,017	2,182	2,301	营运资金变动	-1,216	58	-1,758	-206	9
其他流动资产	1,744	1,868	2,315	2,421	2,483	其它	1,316	1,398	724	377	147
<b>非流动资产</b>	<b>37,828</b>	<b>36,406</b>	<b>38,306</b>	<b>39,366</b>	<b>41,346</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>814</b>	<b>-427</b>	<b>-1,889</b>	<b>-875</b>	<b>-1,672</b>
长期股权投资	1,412	1,342	1,342	1,342	1,342	资本支出	-621	-529	-2,129	-1,105	-1,992
固定资产	29,505	28,016	29,816	30,776	32,256	投资变动	1,302	-87	0	0	0
在建工程	606	458	558	658	1,158	其他	133	188	240	230	320
无形资产	4,079	4,020	4,020	4,020	4,020	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,309</b>	<b>-2,929</b>	<b>-4,402</b>	<b>-3,681</b>	<b>-2,903</b>
其他长期资产	2,226	2,571	2,571	2,571	2,571	银行借款	-2,350	-2,430	-3,635	-3,018	-1,000
<b>资产总计</b>	<b>57,637</b>	<b>61,993</b>	<b>62,898</b>	<b>67,286</b>	<b>72,889</b>	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>30,209</b>	<b>31,918</b>	<b>27,660</b>	<b>25,812</b>	<b>25,649</b>	其他	-960	-498	-767	-663	-1,903
短期借款	13,817	12,653	9,018	6,000	5,000	<b>现金净增加额</b>	<b>1,032</b>	<b>3,175</b>	<b>-2,130</b>	<b>1,952</b>	<b>2,795</b>
应付及预收	7,672	9,293	8,556	9,256	9,761	<b>期初现金余额</b>	<b>4,532</b>	<b>5,563</b>	<b>9,347</b>	<b>7,217</b>	<b>9,168</b>
其他流动负债	8,719	9,972	10,086	10,557	10,888	<b>期末现金余额</b>	<b>5,563</b>	<b>8,738</b>	<b>7,217</b>	<b>9,168</b>	<b>11,964</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7,975</b>	<b>6,244</b>	<b>6,144</b>	<b>6,044</b>	<b>5,944</b>						
长期借款	1,728	1,110	1,110	1,110	1,110						
应付债券	2,159	1,713	1,613	1,513	1,413						
其他非流动负债	4,088	3,421	3,421	3,421	3,421						
<b>负债合计</b>	<b>38,184</b>	<b>38,163</b>	<b>33,804</b>	<b>31,856</b>	<b>31,593</b>						
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						
留存收益	4,224	5,704	8,670	12,357	15,050						
归属母公司股东权益	13,580	14,580	17,614	21,302	23,994						
少数股东权益	5,873	9,251	11,479	14,128	17,302						
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,637</b>	<b>61,993</b>	<b>62,898</b>	<b>67,286</b>	<b>72,889</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>25,168</b>	<b>30,849</b>	<b>35,287</b>	<b>38,281</b>	<b>40,013</b>
营业成本	18,435	21,398	22,306	24,130	25,448
营业税金及附加	300	460	533	578	604
销售费用	928	1,082	1,212	1,272	1,278
管理费用	3,154	3,552	3,975	3,751	3,601
研发费用	0.00	44.95	135.00	140.00	150.00
财务费用	1259.76	1269.70	1169.16	985.50	541.65
资产减值损失	112.60	102.60	200.00	40.00	20.00
公允价值变动收益	199.26	41.40	10.00	0.00	0.00
投资净收益	-200.73	64.24	230.00	230.00	320.00
<b>营业利润</b>	<b>1432.95</b>	<b>3435.91</b>	<b>6531.34</b>	<b>8127.50</b>	<b>9240.68</b>
营业外收支	-13.96	-19.91	-38.54	-4.68	8.08
<b>利润总额</b>	<b>1,419</b>	<b>3,416</b>	<b>6,493</b>	<b>8,123</b>	<b>9,249</b>
所得税	479	856	1,299	1,787	2,035
<b>净利润</b>	<b>940</b>	<b>2,560</b>	<b>5,194</b>	<b>6,336</b>	<b>7,214</b>
少数股东损益	435	1,076	2,228	2,648	3,174
<b>归属母公司净利润</b>	<b>504</b>	<b>1,483</b>	<b>2,966</b>	<b>3,688</b>	<b>4,040</b>
EBITDA	4840.29	6825.93	7126.36	8409.83	8931.51
EPS (元)	0.37	1.10	2.20	2.74	3.00

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	104.0%	22.6%	14.4%	8.5%	4.5%
营业利润增长	1282.7%	139.8%	90.1%	24.4%	13.7%
归母净利润增长	853.7%	194.1%	100.0%	24.3%	9.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.8%	30.6%	36.8%	37.0%	36.4%
净利率	3.7%	8.3%	14.7%	16.6%	18.0%
ROE	3.7%	10.2%	16.8%	17.3%	16.8%
ROIC	4.5%	9.5%	15.2%	16.9%	17.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.2%	61.6%	53.7%	47.3%	43.3%
净负债比率	35.7%	31.3%	24.9%	18.7%	15.7%
流动比率	0.66	0.80	0.89	1.08	1.23
速动比率	0.57	0.72	0.79	0.97	1.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.52	0.57	0.59	0.57
应收账款周转率	4.23	2.87	2.85	2.85	2.85
存货周转率	10.89	11.10	11.06	11.06	11.06
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.37	1.10	2.20	2.74	3.00
每股经营现金流	2.62	4.85	3.09	4.83	5.47
每股净资产	10.08	10.82	13.07	15.81	17.81
<b>估值比率</b>					
P/E	0.00	11.25	6.97	5.61	5.12
P/B	0.00	1.14	1.17	0.97	0.86
EV/EBITDA	3.06	3.92	4.09	2.86	2.26

## 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。

赵 勇 臻：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

李 振 兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。