

投资评级 优于大市 维持

Q3 销量下滑，大额减值影响净利润增速

股票数据

10月25日收盘价(元)	15.35
52周股价波动(元)	9.74-20.30
总股本/流通A股(百万股)	1348/1347
总市值/流通市值(百万元)	20684/20680

相关研究

《量价齐升、费用显著改善》2019.08.23
《量价齐升，盈利继续改善》2018.10.18



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	-5.6	-10.0
相对涨幅(%)	-2.1	-7.6	-11.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

投资要点:

事件: 公司公布2019年三季报,公司2019年前三季度实现营业收入约262.5亿元、同比增长约16.0%,归母净利润约24.7亿元,同比增长约36.0%;Q3单季度实现营收约101.8亿元,同比增长约3.9%,单季度归母净利润约9.9亿元,同比增长约10.5%。

点评:

● **受限产影响Q3销量同比下滑,价格、吨成本同比均有提升,吨费用保持稳定,大额减值影响净利。**

1) 公司大本营河北省在9月要求部分生产线停产,所以公司2019年Q3水泥熟料销量约2886万吨,同比下滑约6.2%,公司前三季度水泥熟料销量约7414万吨,同比增加4.6%。

2) 我们测算2019年前三季度及Q3公司全口径吨收入分别约354、353元/吨,同比分别提升约35、34元/吨;2019年前三季度及Q3公司全口径吨成本分别约221、218元/吨,同比分别提升约16、11元/吨;由于价格较吨成本上升幅度更大,2019年前三季度、Q3公司吨毛利同比分别提升约19、23元/吨至133、135元/吨;

3) 2019年前三季度公司吨费用同比下降约4元/吨,Q3由于销量下滑,吨费用同比持平;由于公司Q3资产减值损失1.34亿元、信用减值损失0.48亿元,影响了公司Q3的净利润,公司前三季度及Q3公司吨净利约58、62元/吨,同比分别提升约18、13元/吨。

● **重组完成,金隅集团、冀东水泥的协同效应有望进一步显现。**公司与间接控股股东金隅集团共同组建合资公司,组建完成后公司拥有合资公司的控股权,成为金隅、冀东的水泥资产上市平台,我们预计未来两者在京津冀区域的协同效应、定价权地位有望进一步提升。

● **给予“优于大市”评级。**公司京津冀市占率接近60%,我们预计与金隅集团的水泥资产整合完成后吨费用有下降可能,由于吨净利较低,归母净利润弹性大。我们预计公司2019-2021年EPS分别约2.15、2.27、2.42元/股,给予公司2019年PE 9~11倍,合理价值区间19.35~23.65元。

● **风险提示。**京津冀区域景气回升低于预期;煤炭价格超预期上涨。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25168	30849	35622	36608	37624
(+/-)YoY(%)	104.0%	22.6%	15.5%	2.8%	2.8%
净利润(百万元)	504	1483	2903	3056	3257
(+/-)YoY(%)	853.7%	194.1%	95.7%	5.3%	6.6%
全面摊薄EPS(元)	0.37	1.10	2.15	2.27	2.42
毛利率(%)	26.8%	30.6%	37.1%	37.1%	37.1%
净资产收益率(%)	3.7%	10.2%	17.2%	16.0%	15.1%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2019/10/25	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	(按最新每股净资产计算)
600801.SH	华新水泥	19.68	2.47	3.20	3.30	8	6	6	2.1
000546.SZ	金圆股份	10.41	0.52	0.78	1.03	20	13	10	1.8
000789.SZ	万年青	9.60	1.43	1.67	1.77	7	6	5	1.7
平均值						12	8	7	1.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	30849	35622	36608	37624
每股收益	1.10	2.15	2.27	2.42	营业成本	21398	22411	23021	23650
每股净资产	10.82	12.51	14.18	15.97	毛利率%	30.6%	37.1%	37.1%	37.1%
每股经营现金流	4.85	3.93	5.05	5.21	营业税金及附加	460	499	513	527
每股股利	0.40	0.52	0.59	0.63	营业税金率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1082	1305	1322	1340
P/E	11.25	7.13	6.77	6.35	营业费用率%	3.5%	3.7%	3.6%	3.6%
P/B	1.14	1.23	1.08	0.96	管理费用	3552	3918	3844	3762
P/S	0.67	0.58	0.57	0.55	管理费用率%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%
EV/EBITDA	3.92	3.86	3.47	2.98	EBIT	4311	7489	7908	8345
股息率%	3.2%	3.4%	3.9%	4.1%	财务费用	1270	650	695	640
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.1%	1.8%	1.9%	1.7%
毛利率	30.6%	37.1%	37.1%	37.1%	资产减值损失	103	107	110	113
净利润率	4.8%	8.1%	8.3%	8.7%	投资收益	64	5	5	5
净资产收益率	10.2%	17.2%	16.0%	15.1%	营业利润	3436	7037	7408	7897
资产回报率	2.4%	4.3%	4.2%	4.3%	营业外收支	-20	0	0	0
投资回报率	9.5%	14.7%	14.2%	14.2%	利润总额	3416	7037	7408	7896
盈利增长 (%)					EBITDA	6826	7864	8382	8908
营业收入增长率	22.6%	15.5%	2.8%	2.8%	所得税	856	1759	1852	1974
EBIT 增长率	83.3%	73.7%	5.6%	5.5%	有效所得税率%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	194.1%	95.7%	5.3%	6.6%	少数股东损益	1076	2375	2500	2665
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1483	2903	3056	3257
资产负债率	61.6%	58.0%	54.2%	49.8%					
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	货币资金	9347	10500	11500	12500
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	11893	12687	13038	13400
经营效率指标					存货	2021	2026	2081	2138
应收账款周转天数	127.4	130.0	130.0	130.0	其它流动资产	2326	3243	3189	3287
存货周转天数	32.9	33.0	33.0	33.0	流动资产合计	25587	28456	29809	31326
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	长期股权投资	1342	1342	1342	1342
固定资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	固定资产	28016	29298	30980	32403
					在建工程	458	2458	4458	5458
					无形资产	4020	3855	3693	3532
					非流动资产合计	36406	39416	42826	44976
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	61993	67872	72635	76302
净利润	1483	2903	3056	3257	短期借款	12653	15395	15482	14196
少数股东损益	1076	2375	2500	2665	应付票据及应付账款	9293	9824	10092	10367
非现金支出	2697	481	584	677	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1216	744	800	755	其它流动负债	9972	9944	9897	9802
营运资金变动	58	-1213	-133	-336	流动负债合计	31918	35163	35471	34365
经营活动现金流	6531	5291	6807	7018	长期借款	1110	810	510	210
资产	-529	-3491	-3994	-2827	其它长期负债	5134	3421	3421	3421
投资	-87	0	0	0	非流动负债合计	6244	4231	3931	3631
其他	188	5	5	5	负债总计	38163	39395	39402	37996
投资活动现金流	-427	-3486	-3989	-2822	实收资本	1348	1348	1348	1348
债权募资	570	1029	87	-1586	普通股股东权益	14580	16851	19107	21514
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	9251	11626	14126	16791
其他	-3498	-1680	-1905	-1610	负债和所有者权益合计	61993	67872	72635	76302
融资活动现金流	-2929	-651	-1818	-3196					
现金净流量	3175	1153	1000	1000					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,西部水泥,鲁阳节能,中设集团,中材国际,中国建筑,三棵树,龙元建设,华新水泥,隧道股份,祁连山,冀东水泥,伟星新材,岭南股份,中国中铁,科顺股份,海螺水泥,东方雨虹,中材科技,文科园林,再升科技,中钢国际,北新建材,凯伦股份,信义玻璃,中国交建,金螳螂,华润水泥控股,中国化学,苏交科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。