

公司研究/季报点评

2020年10月21日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 16.15  
目标价格(元): 20.30

鲍荣富 SAC No. S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

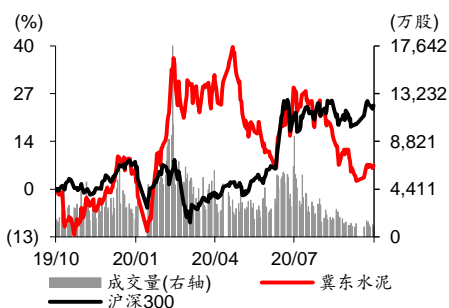
张艺露 SAC No. S0570520070002  
研究员 zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022  
联系人 linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1《冀东水泥(000401 SZ,买入): 新业务表现亮眼, Q2 营收恢复增长》2020.08
- 2《冀东水泥(000401 SZ,买入): Q1 淡季冲击落地, 看好旺季量价弹性》2020.04
- 3《冀东水泥(000401 SZ,买入): 主业盈利提升, 大力开拓环保危废》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 销量回升明显, 期待 Q4 价格弹性

### 冀东水泥(000401)

#### 逆势而上, Q3 收入和净利润同比实现增长

公司发布 2020 年三季报, 1-9 月累计实现营收/归母净利润 251.5/20.9 亿元, 追溯调整后同比-5%/-16%, 扣非归母净利润 20.3 亿元, 同比-18%, 非经常性收益主要为计入当期损益的政府补助。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 109.0/10.9 亿元, 同比+6.5%/+9.4%, Q3 收入及净利润增速快速回升, 累计降幅延续收窄。我们认为公司核心市场有望受益近期价格上调, 但由于下半年业绩受雨水影响较多, 下调公司 20-22 年 EPS 至 2.03/2.40/2.82 元 (调整前 2.18/2.56/2.99 元), 维持“买入”评级。

#### Q3 水泥熟料销量快速增长, 单吨盈利环比保持平稳

公司 20Q3 销售水泥熟料 3472 万吨, 同比+20%, 增速较 20Q2 的 8% 明显提升; 前三季度累计销售水泥熟料 7682 万吨, 同比+3.6%。我们测算公司 20Q3 水泥熟料吨均价 286 元, 较 20Q2 吨价格小幅下降 1.3 元, 但同比低 37 元。尽管 Q3 煤炭价格有所上行, 但受益于销售规模上升, 公司单吨成本小幅下行, 单吨毛利 104 元, 与 Q2 基本持平。公司 20 年前三季度水泥熟料单吨均价同比下降 8.8%, 单吨成本同比下降 4.4%, 成本受益未能弥补价格跌幅。近期京津冀等公司核心市场受秋冬季大气污染治理等环保影响, 水泥价格上调 30 元/吨, Q4 均价有望回升。

#### 管理财务费用率环比下降明显, 内部运营水平持续提升

公司前三季度期间费用率 17.3%, 环比 20H1 下降 2.3pct, 同比低 0.6pct。其中, 销售费用率 3.7%, 环比略降 0.1pct; 研发费用率 0.5%, 环比上升 0.1pct。而管理费用率 10.3%, 环比下降 1.6pct, 系销售规模扩大及内部管控水平提升; 财务费用率 2.8%, 环比下降 0.7pct, 系公司 Q3 减少带息债务余额 32 亿元。公司前三季度经营现金净流入 69 亿元, 同比多增 11 亿元, 且 10 月 12 日 28.2 亿元可转债项目成功获批, 公司资金实力进一步增强, 铜川万吨水泥熟料产线置换迁建项目有望加快落地, 继续看好此次发行有利于公司提升综合效益、构建新增长点。

#### Q3 价格提升延后, 小幅下调 20-22 年盈利预测

公司 Q3 水泥熟料销量快速增长, 收入和净利润实现同比增长, 我们看好公司报表改善及内部管控水平的提升, 以及危固废、骨料业务对公司中长期发展的支撑。但考虑疫情洪水等因素导致 Q3 价格提升较慢, 结合公司 20 年前三季度业绩实现情况, 我们小幅下调公司 20-22 年归母净利润预测至 27/32/38 亿元 (调整前 29/35/40 亿元)。当前可比公司对应 20 年 7.1 倍 PE (Wind 一致平均预期), 考虑到公司资产负债表的改善以及可转债发行增强发展实力, 我们维持认可给予公司 20 年 10xPB, 目标价 20.3 元 (前值 21.8 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 基建投资增速或下游赶工低于预期, 环保业务拓展不力。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,348
流通 A 股 (百万股)	1,347
52 周内股价区间 (元)	13.61-21.73
总市值 (百万元)	21,762
总资产 (百万元)	61,541
每股净资产 (元)	12.31

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	31,448	34,507	34,771	38,896	43,124
+/-%	24.95	9.73	0.76	11.86	10.87
归属母公司净利润 (百万元)	1,904	2,701	2,734	3,240	3,801
+/-%	277.45	41.86	1.23	18.52	17.32
EPS (元, 最新摊薄)	1.41	2.00	2.03	2.40	2.82
PE (倍)	11.43	8.06	7.96	6.72	5.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 公司盈利预测及估值调整

由于20Q3疫情反复及洪水等因素对公司核心市场影响仍然较大,水泥熟料均价环比20Q2小幅下跌1.3元/吨,而19H2价格上调较多,因此我们进一步调整20-22年吨均价和吨毛利预测。

图表1: 核心假设变动表

	本次调整前			本次调整后			调整幅度 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
水泥熟料销量 (万吨)	10122	11033	11916	10122	11033	11916	0.0%	0.0%	0.0%
吨均价 (元)	300	305	310	295	300	305	-1.7%	-1.6%	-1.6%
吨毛利 (元)	110	112	115	105	107	110	-4.5%	-4.5%	-4.3%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2020/10/20)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	价格 (元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
天山股份	000877 CH	170.73	16.28	1.56	1.95	2.22	10.44	8.33	7.32	9.20	10.48	11.97	1.77	1.55	1.36
祁连山	600720 CH	119.63	15.41	1.59	2.41	2.73	9.69	6.41	5.64	8.76	10.52	12.47	1.76	1.46	1.24
宁夏建材	600449 CH	73.11	15.29	1.61	2.33	2.64	9.51	6.56	5.79	11.68	13.34	15.24	1.31	1.15	1.00
平均值							9.88	7.10	6.25				1.61	1.39	1.20
冀东水泥	000401 CH	217.62	16.15	2.00	2.03	2.40	8.06	7.96	6.72	11.39	12.99	15.43	1.42	1.24	1.05

注: 除冀东水泥外, 可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

图表3: 冀东水泥收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

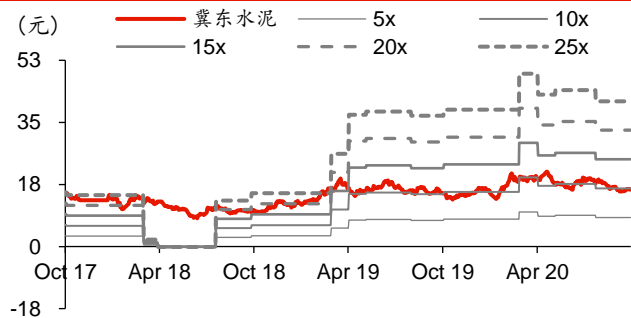
图表4: 冀东水泥归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

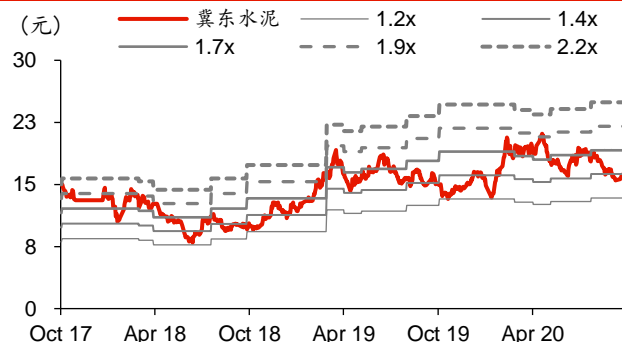
### PE/PB - Bands

图表5: 冀东水泥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 冀东水泥历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28,581	17,407	25,780	31,438	33,732
现金	10,412	5,979	9,771	16,010	15,666
应收账款	2,351	2,026	2,041	2,284	2,532
其他应收账款	913.56	705.28	1,057	1,044	1,163
预付账款	549.33	701.47	1,059	938.92	991.52
存货	2,517	2,872	2,922	3,263	3,605
其他流动资产	11,837	5,123	8,930	7,898	9,775
非流动资产	43,627	43,327	42,780	41,802	47,507
长期投资	1,342	1,766	1,766	1,766	1,766
固定投资	34,018	32,616	31,585	30,343	32,286
无形资产	4,834	5,208	5,502	5,748	6,010
其他非流动资产	3,433	3,737	3,927	3,946	7,445
资产总计	72,208	60,733	68,560	73,241	81,240
流动负债	36,404	22,409	26,250	25,310	26,735
短期借款	13,751	7,601	9,651	8,968	9,195
应付账款	9,456	4,770	6,683	6,783	7,743
其他流动负债	13,197	10,038	9,915	9,559	9,796
非流动负债	6,526	9,487	9,338	9,314	9,271
长期借款	1,139	2,375	2,275	2,225	2,175
其他非流动负债	5,388	7,112	7,063	7,089	7,096
负债合计	42,930	31,896	35,588	34,624	36,006
少数股东权益	11,506	13,487	15,473	17,827	20,588
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
资本公积	7,665	3,329	3,329	3,329	3,329
留存公积	5,809	7,727	12,734	15,974	19,775
归属母公司股东权益	17,771	15,351	17,499	20,790	24,645
负债和股东权益	72,208	60,733	68,560	73,241	81,240

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	7,782	8,219	5,343	10,087	9,220
净利润	3,238	4,905	4,720	5,594	6,563
折旧摊销	3,077	3,200	3,102	3,252	3,526
财务费用	1,418	1,180	923.58	873.95	874.58
投资损失	(64.25)	(345.97)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(159.94)	(1,117)	(3,436)	479.90	(1,665)
其他经营现金	273.76	397.30	232.92	87.98	121.56
投资活动现金	(635.06)	(3,267)	(2,522)	(1,984)	(8,996)
资本支出	817.61	1,024	2,100	1,600	8,600
长期投资	86.96	1,672	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	269.51	(572.05)	(421.97)	(383.77)	(396.50)
筹资活动现金	(3,569)	(9,036)	971.02	(1,865)	(567.09)
短期借款	(66.09)	(6,150)	2,050	(683.38)	227.79
长期借款	(589.00)	1,237	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(234.81)	(4,336)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,679)	214.15	(979.11)	(1,131)	(744.88)
现金净增加额	3,579	(4,084)	3,792	6,239	(343.53)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,448	34,507	34,771	38,896	43,124
营业成本	20,191	21,716	22,090	24,671	27,253
营业税金及附加	577.65	535.84	469.41	505.65	517.49
营业费用	1,162	1,254	1,182	1,284	1,380
管理费用	4,220	4,156	4,138	4,434	4,744
财务费用	1,418	1,180	923.58	873.95	874.58
资产减值损失	(156.63)	(259.40)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	41.40	23.39	88.01	50.93	54.11
投资净收益	64.25	345.97	200.00	200.00	200.00
营业利润	4,344	6,307	6,056	7,178	8,410
营业外收入	49.61	111.78	80.69	96.24	88.46
营业外支出	71.29	164.84	118.06	141.45	129.76
利润总额	4,322	6,254	6,018	7,133	8,368
所得税	1,084	1,349	1,299	1,539	1,806
净利润	3,238	4,905	4,720	5,594	6,563
少数股东损益	1,334	2,204	1,986	2,354	2,762
归属母公司净利润	1,904	2,701	2,734	3,240	3,801
EBITDA	8,838	10,687	10,082	11,304	12,810
EPS (元, 基本)	1.41	2.00	2.03	2.40	2.82

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	24.95	9.73	0.76	11.86	10.87
营业利润	203.12	45.20	(3.99)	18.54	17.15
归属母公司净利润	277.45	41.86	1.23	18.52	17.32
获利能力 (%)					
毛利率	35.80	37.07	36.47	36.57	36.80
净利率	6.05	7.83	7.86	8.33	8.81
ROE	10.71	17.59	15.62	15.58	15.42
ROIC	11.28	15.56	13.41	16.11	15.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.45	52.52	51.91	47.27	44.32
净负债比率 (%)	43.95	40.89	43.60	42.09	41.31
流动比率	0.79	0.78	0.98	1.24	1.26
速动比率	0.71	0.65	0.87	1.11	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.52	0.54	0.55	0.56
应收账款周转率	10.89	12.38	12.88	13.55	13.49
应付账款周转率	2.40	3.05	3.86	3.66	3.75
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.41	2.00	2.03	2.40	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	5.78	6.10	3.96	7.49	6.84
每股净资产(最新摊薄)	13.19	11.39	12.99	15.43	18.29
估值比率					
PE (倍)	11.43	8.06	7.96	6.72	5.73
PB (倍)	1.22	1.42	1.24	1.05	0.88
EV_EBITDA (倍)	4.96	4.10	4.35	3.88	3.42

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、方晏荷、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com