

冀东水泥 (000401)

淡季低点提升, 2020 年量价值得期待

——2019 年三季度报点评

 鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
 0755-23976830	021-38674879
 baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

我们看好明年基建加码下华北区域需求潜力, 公司做为区域龙头有望展现弹性, 维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司公布 2019 年三季度报, 实现营业收入 262.54 亿元, 同比增长 16.00%; 归母净利润 24.70 亿元, 同比增长 35.96%, eps 1.72 元, 符合市场预期。我们维持 2019-2021 年 EPS 预测 2.09、2.57、3.01 元, 维持目标价 21.08 元。
- **需求释放受错峰与庆典滞后, 终不会缺席。**公司 Q3 单季度水泥熟料销量 2838 万吨, 同口径下滑 7.74%, 我们判断主要是来自于今年夏季错峰停产, 与 9 月下旬为保驾庆典活动京津冀周边地区的停工停产, 需求并非消失而只是被特殊因素滞后, 在降准与地方财政配套的发力下, Q4 华北地区基建弹性有望得到一定释放并延续至明年。同时, 近期河北政府正式公布雄安新区进入大规模城市开发阶段, 2020 年雄安需求或明显抬升, 冀东做为区域龙头, 有望展现销量弹性。
- **淡季低点提升。**我们测算 Q3 水泥熟料出厂均价为约 351 元/吨, 同比增长 75 元/吨; 吨毛利 217 元/吨, 同增约 20 元/吨; 吨净利约 60 元/吨, 同增约 29 元/吨, 吨净利的提升一方面来自更高的市场价格, 另一方面也存在金隅京津冀高盈利水泥资产并入作用。
- **业绩增速受会计准则影响存在低估, Q4 与明年量价更值得期待。**我们认为类似于中报, 受到同一控制合并下会计准则的影响, 所谓的与“调整后”基数进行比较的利润增速存在低估的情况。随着高价格中枢的延续与被压制需求的释放, Q4 盈利增速有望提升。
- **风险提示:** 宏观经济下行, 原材料成本上涨

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,168	30,849	41,620	47,160	52,152
(+/-)%	104%	23%	35%	13%	11%
经营利润 (EBIT)	2,739	4,756	8,967	10,836	12,529
(+/-)%	426%	74%	89%	21%	16%
净利润 (归母)	504	1,483	2,822	3,467	4,060
(+/-)%	854%	194%	90%	23%	17%
每股净收益 (元)	0.37	1.10	2.09	2.57	3.01
每股股利 (元)	0.00	0.40	0.70	0.85	1.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.9%	15.4%	21.5%	23.0%	24.0%
净资产收益率 (%)	3.7%	10.2%	17.1%	18.5%	18.9%
投入资本回报率 (%)	5.5%	10.9%	20.4%	26.0%	28.9%
EV/EBITDA	6.8	4.2	2.2	1.2	0.6
市盈率	41.0	14.0	7.3	6.0	5.1
股息率 (%)	0.0%	2.6%	4.6%	5.5%	6.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **21.08**

上次预测: 21.08

当前价格: 15.36

2019.10.26

交易数据

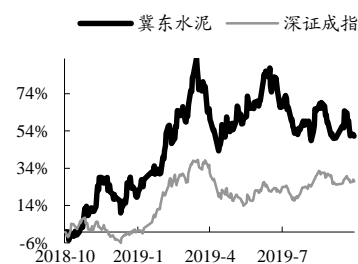
52 周内股价区间 (元)	9.74-20.30
总市值 (百万元)	20,698
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,348/1,347
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22.09
日均成交值 (百万元)	359.91

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,790
每股净资产	11.72
市净率	1.3
净负债率	47.98%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.43	0.03
Q2	1.11	0.99
Q3	0.67	0.70
Q4	-0.25	0.37
全年	1.10	2.09

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-10%	51%
相对指数	2%	-13%	24%

相关报告

《报表持续改善, 弹性将进一步展现》2019.10.13

《持续改善, 明年弹性更值得期待》2019.10.10

《需求高增长确定, 盈利再创新高》2019.08.23

《量价齐升起预期, 大国大城新篇章》2019.04.24

《Q4 销量大增, 京津冀都市圈提升需求潜力》2019.03.22

模型更新时间: 2019.10.25

股票研究

原材料
建材

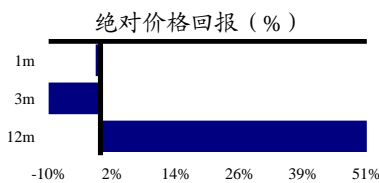
冀东水泥 (000401)

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: 21.08
上次预测: 21.08
当前价格: 15.36

公司网址
www.jdsn.com.cn

公司简介

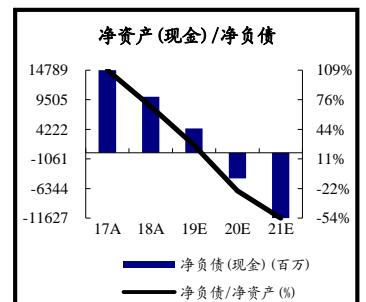
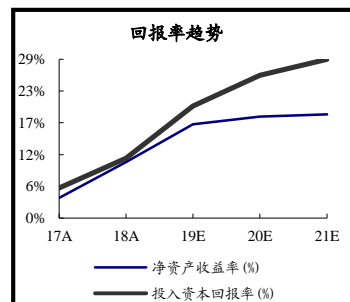
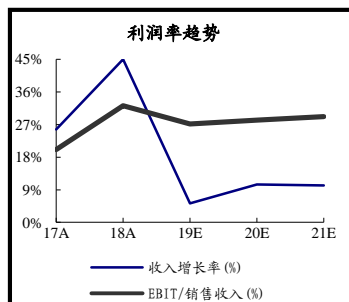
公司是一家综合型建材企业, 集水泥、混凝土业务平台, 集水泥、混凝土、砂石骨料、干混砂浆、外加剂、环保、耐火材料、物流、矿粉等为一体, 形成上下游配套的完整建材产业链, 布局京、津、冀、辽、吉、黑、蒙、陕、晋、鲁、豫、湘、渝等多个省。公司始终坚持以“绿色发展、循环发展、低碳发展”的理念为指导, 以自主知识产权为依托, 全面促进集团水泥产业环保转型的步伐。



52 周价格范围 9.74-20.30
市值 (百万) 20,698

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	25,168	30,849	41,620	47,160	52,152
营业成本	18,435	21,398	26,161	29,298	32,217
税金及附加	300	460	583	660	730
销售费用	928	1,082	1,332	1,415	1,460
管理费用	3,154	3,552	4,578	4,952	5,215
EBIT	2,739	4,756	8,967	10,836	12,529
公允价值变动收益	199	41	0	0	0
投资收益	-201	64	60	60	60
财务费用	1,260	1,270	455	259	57
营业利润	1,433	3,436	9,022	11,087	12,982
所得税	479	856	2,255	2,772	3,246
少数股东损益	435	1,076	3,945	4,848	5,677
净利润	504	1,483	2,822	3,467	4,060
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,796	9,366	12,505	14,167	18,382
其他流动资产	488	1,097	1,097	1,097	1,097
长期投资	1,412	1,342	1,342	1,342	1,342
固定资产合计	30,110	28,519	27,728	26,834	27,748
无形及其他资产	5,229	5,562	5,366	4,313	4,168
资产合计	57,059	61,675	68,195	70,466	77,762
流动负债	29,477	31,001	31,699	26,800	25,707
非流动负债	7,975	6,244	6,243	6,243	6,243
股东权益	13,580	14,580	16,457	18,779	21,492
投入资本(IC)	33,018	32,821	32,944	31,200	32,532
现金流量表					
NOPLAT	1,813	3,564	6,725	8,127	9,397
折旧与摊销	2,489	2,515	2,447	2,547	2,731
流动资金增量	-697	1,566	-109	-203	-563
资本支出	-621	-529	-1,460	-600	-3,500
自由现金流	2,985	7,115	7,603	9,870	8,065
经营现金流	3,527	6,531	8,519	10,857	11,902
投资现金流	814	-427	-1,400	-540	-3,440
融资现金流	-3,309	-2,929	-3,979	-8,655	-4,247
现金流净增加额	1,032	3,175	3,139	1,662	4,214
财务指标					
成长性					
收入增长率	104.0%	22.6%	34.9%	13.3%	10.6%
EBIT 增长率	426.0%	73.7%	88.5%	20.8%	15.6%
净利润增长率	853.7%	194.1%	90.2%	22.9%	17.1%
利润率					
毛利率	26.8%	30.6%	37.1%	37.9%	38.2%
EBIT 率	10.9%	15.4%	21.5%	23.0%	24.0%
净利润率	2.0%	4.8%	6.8%	7.4%	7.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	10.2%	17.1%	18.5%	18.9%
总资产收益率(ROA)	0.9%	2.4%	4.1%	4.9%	5.2%
投入资本回报率(ROIC)	5.5%	10.9%	20.4%	26.0%	28.9%
运营能力					
存货周转天数	34	33	30	30	30
应收账款周转天数	28	28	24	24	24
总资产周转天数	715	702	569	537	519
净利润现金含量	6.99	4.40	3.02	3.13	2.93
资本支出/收入	2%	2%	4%	1%	7%
偿债能力					
资产负债率	65.8%	61.0%	56.1%	47.3%	41.4%
净负债率	108.9%	68.9%	26.4%	-24.3%	-54.1%
估值比率					
PE	41.0	14.0	7.3	6.0	5.1
PB	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	4.2	2.2	1.2	0.6
P/S	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
股息率	0.0%	2.6%	4.6%	5.5%	6.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt_jas.com		