证券研究报告

水泥制造

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

冀东水泥

000401

审慎增持 （维持）

雄安赶工日夜兼程，报表质量持续提升

2020 年 08 月 14 日

市场数据

市场数据日期	2020-08-13
收盘价（元）	17.77
总股本（百万股）	1347.52
流通股本(百万股)	1347.21
总市值（百万元）	23945.48
流通市值(百万元)	23939.98
净资产（百万元）	15504.87
总资产（百万元）	59981.58
每股净资产	11.51

相关报告

《【兴业建材】冀东水泥（000401.SZ）2019 年报点评：业绩显著改善，看好区域市场继续复苏》2020-03-18

《盈利继续上行，资产减值拖累业绩》2019-10-25

《区域景气向好，吨费用改善显著》2019-08-22

分析师：

李阳

liyang20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	34507	35000	37800	39690
同比增长	9.7%	1.4%	8.0%	5.0%
净利润(百万元)	2701	2775	3571	4012
同比增长	41.9%	2.7%	28.7%	12.3%
毛利率	37.1%	36.1%	36.7%	37.3%
净利润率	7.8%	7.9%	9.4%	10.1%
净资产收益率（%）	17.6%	16.8%	17.8%	17.3%
每股收益(元)	2.00	2.06	2.65	2.98
每股经营现金流(元)	6.10	5.87	7.38	7.91

投资要点

- **公司披露 2020 半年报，**报告期内实现营收 142.53 亿元，同比下滑 11.89%；实现归母净利 10.01 亿元，同比下降 32.95%，扣非后归母净利 9.65 亿元，同比下降 33.33%。其中，二季度实现营收 111.53 亿元，同比增长 0.12%，归母净利 12.82 亿元，同比下降 11.45%，扣非后归母 12.61 亿元，同比下降 11.07%。上半年销售净利率 12.83%，同比提高 2.98 个百分比，Q2 净利率 19.9%，同比降幅 2.1 个百分点，今年 Q1 为亏损。
- **水泥业务吨指标方面，**2020 上半年公司水泥及熟料吨均价 296 元，同比下降 21 元；吨成本 192 元，同比下降 6 元；吨毛利 104 元，同比下降 16 元。吨期间费用 66.11 元，同比下降 3.4 元，其中，吨销售、管理、财务费用分别同比降低 0.4 元、0.7 元、2.4 元，吨折旧提高 1.5 元。（净利润口径）吨净利 43 元，同比下降 13 元。二季度（净利润口径）吨净利 66 元，同比下降 12 元。
- **雄安赶工日夜兼程，今年增量有望超预期，**例如率先落实承接北京非首都功能的雄安容东片区，近期百余个重点项目陆续开工，建设现场已树立塔吊 570 台。**环保业务加速，探索协同新动能，**上半年新增滦州环保、涉县金隅等 4 家企业开展固废处置，7 个固废处置项目建设开工。公司共 13 家附属企业开展危险废物处置，年处置能力 50.17 万吨；15 家附属企业开展生活污泥处置，年处置能力 102.02 万吨；5 家附属企业开展生活垃圾处置，年处置能力 62.25 万吨。**可转债方案正在继续推进、逐步审批，**根据预案拟募集不超过 28.2 亿用于万吨线项目（18.2 亿，陕西铜川迁建万吨线预计 2021 年点火）、杨泉山矿（2.1 亿）、协同处置项目（4 个，3.2 亿）、补充流动资金（8.4 亿）。
- **建议关注公司所在区域中长期需求支撑（雄安基建加快）+行业自律/环保管控（供给管理），以及管理/财务费用管控优化（报表质量提升），环保与骨料业务持续推动（成长动力）。**基于高质量完成年度目标任务信心，我们预计全年销量有望追平，价格略有压力但成本同比下降，预计 2020-2022 年归母净利分别为 27.8、35.7、40.1 亿元，对应 8 月 13 日 PE 分别为 8.6、6.7X、6.0X，建议维持“审慎增持”评级。

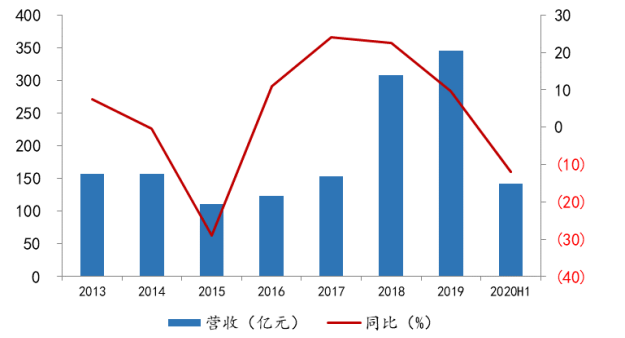
风险提示：基建项目到位资金变化不及预期；雨水天气变化不及预期。

报告正文

事件

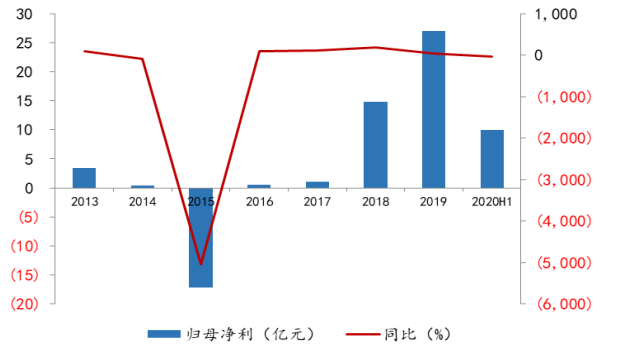
- **公司披露 2020 半年报，**报告期内实现营收 142.53 亿元，同比下滑 11.89%；实现归母净利 10.01 亿元，同比下降 32.95%，扣非后归母净利 9.65 亿元，同比下降 33.33%。**其中，二季度**实现营收 111.53 亿元，同比增长 0.12%，归母净利 12.82 亿元，同比下降 11.45%，扣非后归母 12.61 亿元，同比下降 11.07%。**上半年销售净利率 12.83%，**同比提高 2.98 个百分比，Q2 净利率 19.92%，同比降幅 2.07 个百分点，今年 Q1 为亏损。

图 1、公司近年来收入变化



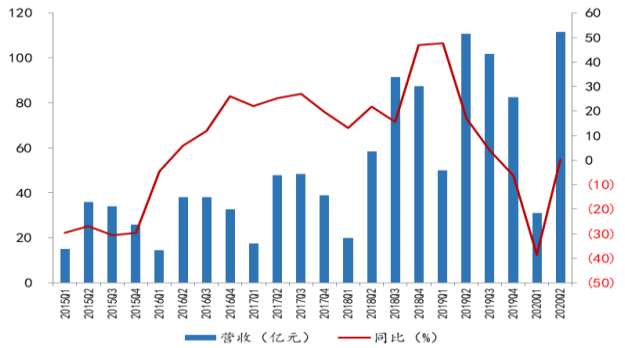
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司近年来归母净利变化



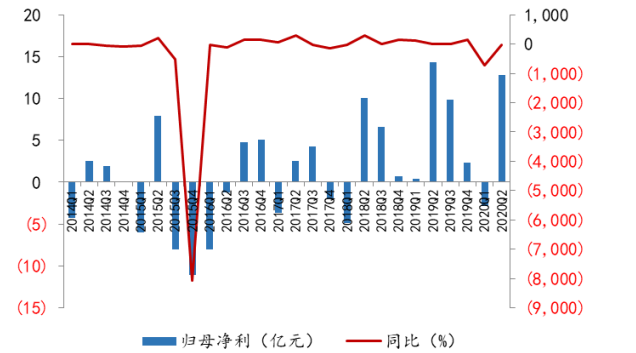
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司近年来单季度收入变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司近年来单季度归母净利变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

点评

公司水泥及熟料收入占比 87.34%，保持相对稳定，固废危废无害化处置和骨料分别占比 5.03%、2.45%，分别微幅提高 0.93、0.54 个百分比。

- **水泥业务吨指标方面，**2020 上半年公司水泥及熟料吨均价 296 元，同比下降 21 元；吨成本 192 元，同比下降 6 元；吨毛利 104 元，同比下降 16 元。吨期间费用 66.11 元，同比下降 3.4 元，其中，吨销售、管理、财务费用分别同比降低 0.4 元、0.7 元、2.4 元，吨折旧提高 1.5 元。（净利润口径）吨净利 43 元，同比下降 13 元。二季度（净利润口径）吨净利 66 元，同比下降 12 元。

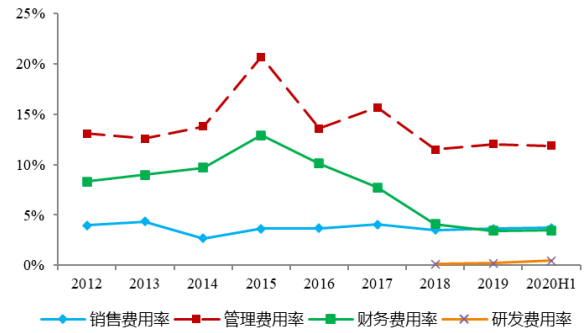
- **销量方面，**2019 年公司实现水泥熟料销量 4210 万吨，分别同比下降 7.03%，降幅高于全国整体（产量下滑 4.8%），以及河北地区（产量下滑 1%）、陕西（-4.8%），优于北京（-41.1%）、天津（-30.1%）、重庆（-16.5%）。公司一季度销量大幅下降 41%，二季度华北地区出货受北京、东北疫情反复影响，即使在此背景下，二季度销量仍然实现同比提高 8.4%，为 3376 万吨（同期全国产量提高 7.1%，河北+8.7%，山西+6.6%，陕西+1.5%），**累计同比差距缩短至 317 万吨，下半年在北京疫情缓解、赶工等因素共同推动下，销量有望追平或实现正向增长。**

- **价格方面，**上半年水泥熟料均价 296 元/吨（不含税），同比下降 21 元。淡季限产缓解库存压力，河北唐山 7 月 26 日-8 月 4 日，水泥企业开始陆续停窑限产 10 天，冀南水泥企业 7 月 20-29 日停产 10 天。

- **成本费用方面，**水泥熟料吨成本 192 元，同比下降 6 元，主因煤炭采购及运输成本降幅较大，参考环渤海动力煤(Q5500K)价格表现，8 月初为 545 元/吨，同比下降 31 元/吨，上半年均价同比下降 34 元/吨。**公司销售费用下降 10.41%，吨销售费用下降 0.4 元，**主因销量减少，占比 51%的运输及装卸费减少 6.67%，占比 31%的职工薪酬减少 8.65%。**管理费用下降 9.17%，吨管理费用下降 0.7 元，**主因占比 34%的修理费下降 8.33%，占比 23%的职工薪酬减少 6.17%，占比 6%的日常办公支出减少 10.01%，占比 7%的折摊减少 16.34%，**但占比 27%的停工损失提高 2.68%**，为 4.57 亿元。**财务费用大幅下降 23.82%，吨财务费用下降 2.4 元，主因有息负债减少及融资利率下降，**利息支出 5.41 亿，同比下降 18.34%，同时利息收入 4826 万，提高 35.61%，上半年短期借款 52.56 亿（去年同期 102.11 亿，年初 76.01 亿），一年内到期非流 11.11 亿（去年同期 39.29 亿，年初 30.68 亿），长期借款 36.13 亿（去年同期 16 亿，年初 23.75 亿），应付债券 34.92 亿（去年同期 19.95 亿，年初 34.91 亿），**资产负债率继续下降，**报告期末为 52.4%，同比降低 2.64 个百分点。

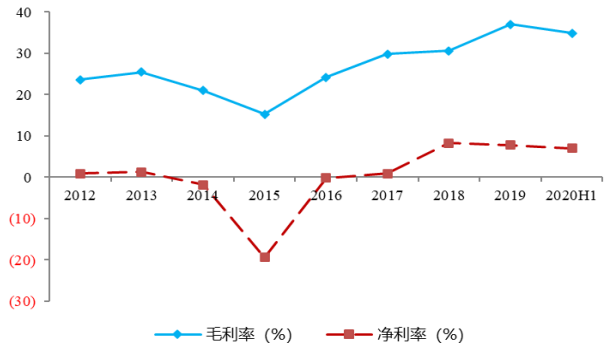
- **现金流方面，**在手货币资金 60.22 亿元，同比、环比差异不大，固定资产折旧等 14 亿，经营活动产生的现金流量净额同比提高 5.44%，变幅不大。投资活动产生的现金流量净额同比提高 32.04%，主因上年同期因实施重大资产重组，公司现金购买金隅集团持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司股权。筹资活动产生的现金流量净额同比增长 50.75%，主因报告期偿还债务所支付的现金同比减少。

图 5、公司近年来期间费用率变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司近年来毛利率、净利率变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

雄安赶工日夜兼程，今年增量有望超预期，例如率先落实承接北京非首都功能的雄安容东片区，近期百余个重点项目陆续开工，建设现场已树立塔吊 570 台。**环保业务加速，探索协同新动能，**上半年新增滦州环保、涉县金隅等 4 家企业开展固废处置，7 个固废处置项目建设开工。公司共有 13 家附属企业开展危险废物处置，处置能力 50.17 万吨/年；15 家附属企业开展生活污泥处置，处置能力 102.02 万吨/年；5 家附属企业开展生活垃圾处置，处置能力 62.25 万吨/年。**可转债方案正在继续推进、逐步审批，**根据预案拟募集不超过 28.2 亿用于万吨线项目（18.2 亿，陕西铜川迁建万吨线预计 2021 年点火）、杨泉山矿（2.1 亿）、协同处置项目（4 个，3.2 亿）、补充流动资金（8.4 亿）。

建议关注公司所在区域中长期需求支撑（雄安基建加快）+行业自律/环保管控（供给管理），以及管理/财务费用管控优化（报表质量提升），环保与骨料业务持续推动（成长动力）。基于高质量完成年度目标任务信心，我们预计全年销量有望追平，价格略有压力但成本同比下降，在不考虑计提的情况下，预计 2020-2022 年归母净利分别为 27.8、35.7、40.1 亿元，对应 8 月 13 日 PE 分别为 8.6、6.7X、6.0X，建议维持“审慎增持”评级。

风险提示：基建项目到位资金变化不及预期；雨水天气变化不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17407	23952	28605	33287
货币资金	5979	8940	13108	17421
交易性金融资产	0	11	9	8
应收账款	2026	2467	2538	2652
其他应收款	705	1026	997	1048
存货	2872	2779	3039	3160
非流动资产	43327	45564	46923	47605
可供出售金融资产	0	96	48	56
长期股权投资	1766	1580	1602	1622
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	32616	35202	36253	36648
在建工程	786	387	221	138
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5208	5646	6009	6363
资产总计	60733	69516	75528	80892
流动负债	22409	28913	28861	28400
短期借款	7601	10687	10169	9914
应付票据	336	413	439	446
应付账款	4770	7437	7599	7621
其他	9702	10376	10654	10419
非流动负债	9487	9180	9810	10520
长期借款	2375	2820	3357	3980
其他	7112	6360	6453	6540
负债合计	31896	38093	38672	38919
股本	1348	1348	1348	1348
资本公积	3329	3329	3329	3329
未分配利润	6713	8813	11776	14932
少数股东权益	13487	14916	16756	18822
股东权益合计	28838	31423	36857	41973
负债及权益合计	60733	69516	75528	80892

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2701	2775	3571	4012
折旧和摊销	3200	3222	3618	3963
资产减值准备	340	-403	46	47
无形资产摊销	352	311	322	323
公允价值变动损失	-23	-32	-28	-30
财务费用	1269	1325	1387	1433
投资损失	-346	-205	-276	-240
少数股东损益	2204	1429	1840	2067
营运资金的变动	-1117	-414	-111	-589

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34507	35000	37800	39690
营业成本	21716	22367	23933	24890
营业税金及附加	536	496	524	523
销售费用	1254	1348	1323	1310
管理费用	4156	4620	4347	4366
财务费用	1180	1325	1387	1433
资产减值损失	-259	100	122	119
公允价值变动	23	32	28	30
投资收益	346	205	276	240
营业利润	6307	5392	6925	7744
营业外收入	112	50	50	50
营业外支出	165	100	100	70
利润总额	6254	5342	6875	7724
所得税	1349	1138	1464	1645
净利润	4905	4204	5411	6079
少数股东损益	2204	1429	1840	2067
归属母公司净利润	2701	2775	3571	4012
EPS(元)	2.00	2.06	2.65	2.98

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	9.7%	1.4%	8.0%	5.0%
营业利润增长率	45.2%	-14.5%	28.4%	11.8%
净利润增长率	41.9%	2.7%	28.7%	12.3%
盈利能力				
毛利率	37.1%	36.1%	36.7%	37.3%
净利率	7.8%	7.9%	9.4%	10.1%
ROE	17.6%	16.8%	17.8%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	52.5%	54.8%	51.2%	48.1%
流动比率	0.78	0.83	0.99	1.17
速动比率	0.65	0.73	0.88	1.06
营运能力				
资产周转率	51.9%	53.7%	52.1%	50.7%
应收帐款周转率	1237.6%	1208.3%	1192.3%	1198.3%
每股资料(元)				
每股收益	2.00	2.06	2.65	2.98

经营活动产生现金流量	8219	7913	9946	10655
投资活动产生现金流量	-3267	-5088	-4509	-4352
融资活动产生现金流量	-9036	136	-1269	-1990
现金净变动	-4084	2961	4168	4312
现金的期初余额	9802	5979	8940	13108
现金的期末余额	5718	8940	13108	17421

每股经营现金	6.10	5.87	7.38	7.91
每股净资产	11.39	12.25	14.92	17.18
估值比率(倍)				
PE	8.9	8.6	6.7	6.0
PB	1.6	1.5	1.2	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn