

冀东水泥（000401）：京津冀一体化、雄安以及危废处理带来新增长

——2019年三季度报点评

2019年10月25日

推荐/维持

冀东水泥 | 公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布2019年三季度报，前三季度共实现营业收入262.54亿元，同比增长16%，实现归母净利润24.7亿元，同比增加35.96%，公司前三季度实现每股收益1.72元。
- **水泥熟料销售情况低于预期，主因夏季错峰和国庆前停产。**2019Q3冀东单季度水泥熟料销量同比下降6.18%低于市场预期，主因在于华北地区夏季错峰限产和京津冀区域为保障70周年大庆所进行的停产停工较多。公司主要市场京津冀区域的水泥需求改善较为明显，具体来看，固定资产投资方面，北京和天津固投完成额累计同比增速一改2018年同比下降的颓势，稳步高增，2019年8月份，两地固定资产投资完成额累计同比增速分别达到10.6%和15.1%，远高于去年同期的-7.5%和-15.6%。与此同时，河北固定资产投资完成额稳定在5%左右的同比增速。房地产投资方面，北京、天津、河北的表现同样亮眼，2019年8月，三地的房地产投资完成额累计同比增速分别为10.9%、19.3%和2%，相比去年同期-3.9%、-0.5%和-9.3%的增速改善明显。在需求改善明显的情况下，夏季错峰和国庆前停工只是短时间内暂时压制了供需两端，我们预计国庆节后到淡季来临之前，抢工期行为会使得被压制的需求在短时间内得到充分释放，我们预期冀东水泥在2019年Q4淡季的业绩表现将会好于往年。
- **华北水泥淡季不淡，冀东吨净利有所提升。**区域需求改善明显的情况之下，夏季错峰限产和国庆节前停产对水泥价格形成有力支撑，2019Q3华北地区P042.5水泥均价淡季之下上涨2.63%，而2018年同期为下降-2.80%。水泥价格的高景气提升了冀东的盈利水平，我们测算公司2019Q3吨净利润为54.86元，同比提升22元左右。
- **雄安建设迎来拐点加速向上，冀东未来3年业绩弹性空间巨大。**2019年上半年雄安新区建设规划和一批实施细则不断出台，雄安建设也在5月份正式开始进入实施阶段。目前冀东水泥在雄安市场占据统治地位，市占率在70-80%，公司上半年已为雄安供货100万吨。根据我们测算，雄安在进入正式建设阶段后，未来3年每年可拉动区域水泥需求上千吨，以2018年公司销售9664万吨水泥熟料的数据计算，雄安每年预计将会贡献10%左右的水泥需求增量，雄安建设增量需求为公司提供了未来业绩弹性的基础。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,290	30,849	38,312	44,605	49,201
增长率(%)	23.95	22.57	24.19	16.42	10.31
归母净利润(百万元)	110	1483	3080	4006	4568
增长率(%)	108.72	1,94.09	107.66	30.05	14.03
净资产收益率(%)	1.1	10.17	20.92	21.39	19.61
每股收益(元)	0.08	1.1	2.29	2.97	3.39
PE	192	14	7	5	5
PB	2.05	1.42	1.41	1.11	0.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营业务为水泥及水泥熟料，2019年3月完成与金隅集团水泥业务的战略重组之后，分别占据北京市场100%和河北市场53%的份额。公司是华北水泥市场的龙头企业，同时在山西也是龙头公司。公司实际控制人为北京市国资委。

未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

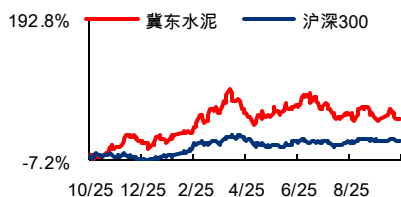
2019-04-09，公司第一期非公开发行公司债券上市，代码为“114446.SZ”，发行规模12.00亿元，债券主体评级AAA，票面利率（当期）4.97%。

52周股价区间(元)	15.36-10.45
总市值(亿元)	206.98
流通市值(亿元)	206.93
总股本/流通A股(万股)	134752/134721
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.33

交易数据

52周股价区间(元)	15.18-16.3
总市值(亿元)	238.8
流通市值(亿元)	215.93
总股本/流通A股(万股)	157311/141469
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.44

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

- **直接控股红树林环保彰显战略意图，水泥窑协同处置危废前景广阔。**冀东水泥原通过子公司间接持有红树林环保 51%的股份，上市公司计划以部分子公司作为股权支付对价收购这部分股权，并以现金购买控股股东金隅集团持有的 49%股权，收购完成后上市公司将直接持有红树林环保 100%股权，红树林环保主营水泥窑协同处置固废业务，是北京市最大的工业危险废弃物专业处置单位，在京津冀地区的危险废物处置市场占据重要地位。此次股权收购计划充分彰显了公司对水泥窑协同处置危废业务的战略重视，2019 年前三季度，公司研发投入同比增加 51.89%，主要是加大了对水泥窑协同处置危废和污泥技术的研发投入。水泥窑协同处置危废是无害化处置固体危险废物最为安全和彻底的一种方式，近年来正在变得日益主流，我们测算危废处理市场规模在 2016 年已达到千亿元之上，随着国家对环境保护的重视，我国危废处置率不断提高，市场规模还将不断高增，水泥窑协同处置危废前景广阔。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019 年到 2021 年的每股收益为 2.29 元、2.97 元和 3.39 元，对应 PE 为 7 倍、5 倍和 5 倍，考虑到现存项目需求情况下，环保和错峰生产调节供需态势，区域供需态势较好，未来 2019 年随着中央资金防风险加大介入，防风险带来京津冀一体化和雄安建设加速，带来新需求增量空间，维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**房地产及基建投资增速不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11223	25587	29971	34760	41049	营业收入	15290	30849	38312	44605	49201
货币资金	3632	9347	11494	13381	17510	营业成本	10729	21398	24183	27597	30524
应收账款	1160	2232	2771	3226	3559	营业税金	216	460	571	665	733
其他应收款	930	752	933	1087	1199	营业费用	619	1082	1341	1561	1722
预付款项	660	458	458	458	458	管理费用	2396	3552	4463	5196	5732
存货	1393	2021	2286	2608	2885	财务费用	1180	1270	886	630	287
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值	33	103	245	140	140
非流动资产合计	29811	36406	33762	31834	29940	公允价值	199	41	42	42	42
长期股权投资	1498	1342	1498	1498	1498	投资净收	(201)	64	200	65	65
固定资产	23473	28016	26626	25204	23763	营业利润	377	3436	6865	8922	10171
无形资产	2818	4020	3618	3216	2814	营业外收	24	37	37	37	37
其他非流动资产	0	309	0	0	0	营业外支	39	57	57	57	57
资产总计	41034	61993	63733	66594	70989	利润总额	362	3416	6845	8902	10150
流动负债合计	22163	31918	25958	22076	18371	所得税	230	856	1711	2225	2538
短期借款	12682	12653	10314	4963	0	净利润	131	2560	5134	6676	7613
应付账款	3469	8827	9872	11266	12460	少数股东	21	1076	2053	2670	3045
预收款项	457	0	0	0	0	归属母公	110	1483	3080	4006	4568
一年内到期的	2885	3935	2885	2885	2885	EBITDA	3443	7135	10453	12309	13271
非流动负债合计	7598	6244	7908	7464	7469	EPS (元)	0.08	1.10	2.29	2.97	3.39
长期借款	1728	1110	1110	1110	1110	主要财务比率					
应付债券	2159	1713	2159	1709	1709	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	29761	38163	33866	29540	25840	成长能力					
少数股东权益	1196	9251	11304	13975	17020	营业收入	23.95%	101.76	24.19%	16.42%	10.31%
实收资本(或	1348	1348	1348	1348	1348	营业利润	-186.28	810.65	99.80%	29.96%	14.00%
资本公积	4922	4591	4591	4591	4591	归属于母	108.72%	1243.71	107.66%	30.05%	14.03%
未分配利润	2689	4689	7769	11775	16343	获利能力					
归属母公司股	10078	14580	14722	18728	23295	毛利率(%)	29.83%	30.64%	36.88%	38.13%	37.96%
负债和所有者	41034	61993	63733	66594	70989	净利率(%)	0.72%	4.81%	8.04%	8.98%	9.28%
现金流量	单位:百万元					总资产净	0.32%	4.13%	8.57%	10.73%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	1.10%	10.17%	20.92%	21.39%	19.61%
经营活动现金	2702	6531	4414	8663	9844	偿债能力					
净利润	1885	2430	0	2757	2814	资产负债	72.53%	61.56%	56.54%	47.46%	39.06%
折旧摊销	(918)	4608	10344	8672	9993	流动比率	0.51	0.80	1.15	1.57	2.23
财务费用	1180	1270	886	630	287	速动比率	0.44	0.74	1.07	1.46	2.08
应付账款的变	1446	5358	1045	1393	1195	营运能力					
预收账款的变	150	(457)	0	0	0	总资产周	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	995	(427)	(81)	(350)	(470)	应收账款	7.29	12.54	11.23	11.28	11.11
公允价值变动	199	41	42	42	42	应付账款	12.01	18.19	15.31	14.87	14.50
长期股权投资	(56)	(156)	156	0	0	每股指标					
投资收益	(201)	64	200	65	65	每股收益	0.08	1.10	2.29	2.97	3.39
筹资活动现金	(2777)	(2929)	(2186)	(6425)	(5245)	每股净现	0.68	2.36	1.59	1.40	3.06
应付债券增加	(1055)	(446)	446	(450)	0	每股净资	7.48	10.82	10.93	13.90	17.29
长期借款增加	141	(618)	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	192.00	13.95	6.72	5.17	4.53
资本公积增加	0	(331)	0	0	0	P/B	2.05	1.42	1.41	1.11	0.89
现金净增加额	921	3175	2147	1888	4128	EV/EBITDA	10.61	4.31	2.46	1.46	0.67

资料来源: wind.东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	冀东水泥（000401）2019 半年报点评：区域需求旺盛，雄安新区带来新弹性	2019-08-26
公司	冀东水泥（000401）2019 年半年报预告点评：高景气平稳，京津冀一体化和雄安加速开启弹性	2019-07-11
公司	冀东水泥（000401）2019 年 1 季报点评：区域需求释放，受益雄安新区建设和京津冀一体化	2019-04-24
公司	冀东水泥（000401）2018 年年报点评：受益雄安、京津冀一体化和环保政策，业绩进入释放期	2019-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014年第4，2015年第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。