



天气因素致 Q3 低于预期，中期高景气可持续

冀东水泥 (000401)

事件概述

公司10月9日发布三季报预告，前三季度预计实现归母净利润24.3-24.8亿元，可比口径同比增长33.76%-36.52%。

天气因素致 Q3 销量下滑，但吨净利环比稳定。 公司三季度实现水泥熟料销量2838万吨，同比下滑6.2%，致业绩低于预期，我们判断主要原因是陕西8月雨水天气较多以及京津冀地区9月下旬配合国庆庆典限产活动带来一定影响。但受益于北方水泥行业整体高景气，测算公司2019Q3吨净利仍达55-60元/吨，环比Q2基本平稳。

收购红树林环保，进军环保行业。 公司10月公告收购金隅红树林环保100%股权，正式进军环保行业。考虑到工业废物处置供需缺口仍然较大，我们认为其高景气中期内仍可维持，而环保业务有望成为公司业绩新增长点。同时，如公司能将协同处置应用于更多自己的生产线，则公司同样有望获得更多错峰豁免。

华北水泥中期内高景气可期。 由于京津冀及陕西城市圈建设加速推进，我们认为华北基建将逐步复苏并使得水泥需求稳定增长，此外，2019-2020年采暖季2+26大多数城市仍然被要求PM2.5浓度同比改善3%-10%，体现了国家对于京津冀环保督查的力度并未放松。因此，我们认为华北地区水泥供需格局19Q4及中期内将维持良好，高景气可以持续。

投资建议。 基于更加谨慎的水泥销量价格预测，我们下调2019-2021年净利润预测19.6%/6.7%/4.6%至30.2%/37.9%/40.5亿元，同比增长103.6%/25.5%/6.9%。下调目标价1.8%至19.67元，基于7x 2020E PE，维持“买入”评级。

风险提示

基建复苏弱于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25167.94	30848.58	35919.91	38112.39	39608.32
YoY (%)	104.03%	22.57%	16.44%	6.10%	3.93%
归母净利润(百万元)	504.35	1483.23	3020.49	3790.31	4051.34
YoY (%)	853.66%	194.09%	103.64%	25.49%	6.89%
毛利率 (%)	26.75%	30.64%	36.40%	38.02%	38.66%
每股收益 (元)	0.37	1.10	2.24	2.81	3.01
ROE	3.71%	10.17%	18.23%	19.97%	18.79%
市盈率	42.48	14.45	7.09	5.65	5.29

资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 19.67
最新收盘价: 15.97

股票代码: 000401
52周最高价/最低价: 20.18/9.99
总市值(亿): 215.20
自由流通市值(亿): 215.15
自由流通股数(百万): 1,347.21



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

研究助理: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

相关研究

1. 华北水泥高景气，兑现降本增效诺言

2019.8.23

正文目录

1. 盈利预测调整说明及投资建议	3
2. 业绩预告点评	3
3. 风险提示	4

图表目录

图 1 华北高标水泥价格	4
图 2 华北水泥库存	4
表 1 盈利预测调整（单位：百万元）	3
表 2 盈利预测调整：续（单位：百万元）	3

1. 盈利预测调整说明及投资建议

考虑到北方雨水天气多于预期及国庆重污染天气治理严于预期，我们小幅下调 2019-2020 年公司熟料销量 4.1%/2.2%，并下调 2019-2021 年水泥熟料吨毛利假设 7/2/2 元/吨。我们维持公司其他业务收入成本及费用率假设基本不变。下调公司 2019-2021 年收入 5.3%/2.4%/0.5%至 359.2/381.1/396.1 亿元，下调公司 2019-2021 年净利润 19.6%/6.7%/4.6%至 30.2/37.9/40.5 亿元，对应同比例下调 2019-2021 年 EPS 至 2.24/2.81/3.01 元。下调目标价 1.86%至 19.67 元（原：20.04 元），基于 7x 2020E PE（相当于公司 2018 年以来平均 PE 估值），维持“买入”评级。

表 1 盈利预测调整（单位：百万元）

	2019E			2020E		
	新假设	旧假设	变化幅度	新假设	旧假设	变化幅度
水泥熟料销量（万吨）	10,161	10,597	-4.1%	10,597	10,830	-2.2%
水泥熟料售价（元/吨）	324	329	-1.7%	331	333	-0.4%
水泥熟料吨毛利（元/吨）	118	125	-5.4%	127	129	-1.7%
总收入	35,920	37,930	-5.3%	38,112	39,045	-2.4%
归母净利润	3,020	3,756	-19.6%	3,790	4,062	-6.7%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 2 盈利预测调整：续（单位：百万元）

	2021E		
	新假设	旧假设	变化幅度
水泥熟料销量（万吨）	10,986	10,986	0.0%
水泥熟料售价（元/吨）	333	335	-0.5%
水泥熟料吨毛利（元/吨）	130	132	-1.4%
总收入	39,608	39,804	-0.5%
归母净利润	4,051	4,249	-4.6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

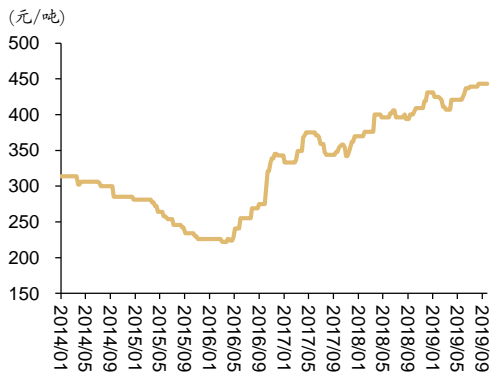
2. 业绩预告点评

公司 10 月 9 日发布三季报预告，前三季度预计实现归母净利润 24.3-24.8 亿元，可比口径同比增长 33.76%-36.52%。

公司三季报业绩预告略低于我们预期，主要原因是销量低于我们预期。根据我们测算，公司三季度实现水泥熟料销量 2838 万吨，同比下滑 6.2%，我们判断主要原因是 8 月陕西雨水天气较多以及 9 月国庆庆典前的限产活动。但受益于京津冀基建加速，华北地区 2019 年水泥行业保持高景气，年后华北地区价格小幅回调后迅速反弹，三

月底至今华北地区平均价格已上涨 36 元/吨，平均库存始终处于 50%-60%左右的偏低位置。我们估算公司 2019Q3 水泥吨净利 55-60 元左右，环比 2019Q2 总体保持稳定。

图 1 华北高标水泥价格



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 2 华北水泥库存



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

2019 年 10 月，公司公告收购金隅红树林环保，正式进军环保行业。考虑到目前我国工业废弃物（特别是危险废弃物）处置能力缺口较大，我们认为相关环保行业中期内仍然可以保持高景气。此外，如果公司能够将红树林的协同处置技术用于自身生产线上，也能使得公司获得更多错峰生产豁免权。

我们认为华北地区水泥高景气中期内仍可维持：1) 受益于京津冀城市群建设加速，华北水泥需求预计能够保持稳定增长，2) 从今年采暖季 2+26 地区环境改善目标来看（要求绝大多数城市 PM2.5 浓度同比改善 3%-10%），京津冀地区环保限产未放松，3) 当地小企业多数已满负荷生产，即使景气度上升，供给端边际恶化的幅度也将有限。

3. 风险提示

基建复苏弱于预期：如北方地区基建复苏弱于预期，可能导致公司销量低于预期。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势和估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	30848.58	35919.91	38112.39	39608.32	净利润	2559.62	4868.71	6124.51	6618.16
YoY (%)	22.57%	16.44%	6.10%	3.93%	折旧和摊销	2514.73	2634.39	2645.86	2659.10
营业成本	21397.88	22845.58	23620.64	24294.69	营运资金变动	57.97	-2345.16	-546.43	-325.90
营业税金及附加	459.71	535.29	567.96	590.25	经营活动现金流	6530.57	5926.93	8887.93	9615.36
销售费用	1082.48	1260.44	1337.37	1389.86	资本开支	-528.77	150.67	150.67	150.67
管理费用	3552.36	4023.03	3811.24	3960.83	投资	-86.96	0.00	0.00	0.00
财务费用	1269.70	1187.68	1134.14	1071.32	投资活动现金流	-427.37	425.67	425.67	425.67
资产减值损失	102.60	200.00	95.00	95.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	64.24	250.00	250.00	250.00	债务募资	-2430.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	3435.91	6046.98	7722.94	8381.75	筹资活动现金流	-2928.64	-4036.27	-2672.10	-2766.96
营业外收支	-19.91	450.67	450.67	450.67	现金净流量	3174.56	2316.33	6641.50	7274.07
利润总额	3416.00	6497.65	8173.61	8832.42	主要财务指标				
所得税	856.38	1628.94	2049.10	2214.26	成长能力 (%)				
净利润	2559.62	4868.71	6124.51	6618.16	营业收入增长率	22.57%	16.44%	6.10%	3.93%
归属于母公司净利润	1483.23	3020.49	3790.31	4051.34	净利润增长率	194.09%	103.64%	25.49%	6.89%
YoY (%)	194.09%	103.64%	25.49%	6.89%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.10	2.24	2.81	3.01	毛利率	30.64%	36.40%	38.02%	38.66%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.30%	13.55%	16.07%	16.71%
货币资金	9346.70	11663.03	18304.53	25578.60	总资产收益率 ROA	2.39%	4.73%	5.50%	5.45%
预付款项	457.94	457.94	457.94	457.94	净资产收益率 ROE	10.17%	18.23%	19.97%	18.79%
存货	2020.75	2157.46	2230.66	2294.31	偿债能力 (%)				
其他流动资产	13761.63	15658.15	16503.44	17080.19	流动比率	0.80	0.95	1.17	1.41
流动资产合计	25587.01	29936.58	37496.57	45411.04	速动比率	0.72	0.86	1.09	1.32
长期股权投资	1341.84	1341.84	1341.84	1341.84	现金比率	0.29	0.37	0.57	0.79
固定资产	28015.54	25749.48	23518.92	21298.59	资产负债率	61.56%	56.63%	52.97%	49.50%
无形资产	4020.40	3858.13	3695.86	3533.60	经营效率 (%)				
非流动资产合计	36406.29	33871.91	31431.04	28976.94	总资产周转率	0.52	0.57	0.57	0.55
资产合计	61993.31	63808.48	68927.61	74387.98	每股指标 (元)				
短期借款	12653.19	12653.19	12653.19	12653.19	每股收益	1.10	2.24	2.81	3.01
应付账款及票据	9293.35	9890.54	10210.26	10488.31	每股净资产	10.82	12.30	14.09	16.00
其他流动负债	9971.92	9062.80	9115.14	9151.59	每股经营现金流	4.85	4.40	6.60	7.14
流动负债合计	31918.46	31606.53	31978.59	32293.09	每股股利	0.40	0.81	1.02	1.09
长期借款	1110.00	1110.00	1110.00	1110.00	估值分析				
其他长期负债	5134.27	3421.37	3421.37	3421.37	PE	14.45	7.09	5.65	5.29
非流动负债合计	6244.27	4531.37	4531.37	4531.37	PB	1.14	1.29	1.13	0.99
负债合计	38162.73	36137.90	36509.96	36824.46					
股本	1347.52	1347.52	1347.52	1347.52					
少数股东权益	9251.07	11099.29	13433.48	16000.30					
股东权益合计	23830.58	27670.58	32417.65	37563.52					
负债和股东权益合计	61993.31	63808.48	68927.61	74387.98					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。