

冀东水泥 (000401)

基建驱动业绩弹性进一步展现

	鲍雁辛 (分析师)	赵晨阳 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976911
	baoyanxin@gjias.com	zhaochenyang@gjias.com
证书编号	S0880513070005	S0880117100137

本报告导读:

我们认为财政发力基建“补短板”，华北地区弹性显著，10月水泥需求数据已经印证。冀东水泥为华北水泥龙头，业绩弹性有望进一步提升。

投资要点:

- **维持“增持”评级:** 考虑到金隅水泥资产的协同整合，我们上调公司2018-20年EPS至1.19、1.45 (+0.02)、1.76 (+0.03)元，当前对应2018年PE 10X，继续重点推荐。
- **“补短板”驱动10月基建投资数据探底回升:** 2018年1-10月基建投资完成额(不含电力)同增3.7%，较1-9月提高0.4pct，增速系2018年内首次回升，基建投资回暖信号明显。我们认为10月基建投资数据的成功探底，主因为基建“补短板”的逐步推进，未来增速或进一步提升。
- **财政发力基建补短板，华北地区受益显著:** 我们认为“三北”水泥需求主要由基建拉动，分区域看，今年从水泥所反映的华北基建投资恢复速度显著领先于西北及东北，当前华北区域经济发展不平衡，暴露了明显的“短板”，在京津冀一体化发展以及雄安新区的发展空间指引之下，轨交等基建项目或成为本轮“补短板”的抓手，华北水泥需求的进一步释放已概率较大。
- **坐拥京津冀核心经济带，冀东业绩弹性展现:** 冀东为华北水泥龙头，产能规模显著领先，在京津冀占比超50%，京津冀区域的水泥需求恢复有望驱动公司的业绩弹性。而18Q4-19Q1华北需求端并无大的事件影响，在大气污染物排放硬性指标下水泥错峰生产及环保力度难言放松，四季度旺季水泥呈现供不应求态势，价格中枢显著抬升，我们认为量价齐升下公司业绩弹性将进一步展现。
- **风险提示:** 基建工程项目投放不及预期

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,335	15,290	33,961	37,710	40,363
(+/-)%	11%	24%	122%	11%	7%
经营利润 (EBIT)	521	1,312	4,503	5,365	6,118
(+/-)%	139%	152%	243%	19%	14%
净利润 (归母)	53	110	1,610	1,957	2,370
(+/-)%	103%	109%	1359%	22%	21%
每股净收益 (元)	0.04	0.08	1.19	1.45	1.76
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	4.2%	8.6%	13.3%	14.2%	15.2%
净资产收益率 (%)	0.5%	1.1%	14.1%	14.8%	15.3%
投入资本回报率 (%)	-0.2%	1.9%	11.7%	14.4%	17.2%
EV/EBITDA	13.4	9.8	5.1	3.9	2.8
市盈率	299.9	143.7	9.9	8.1	6.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%

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: **13.56**

上次预测: 13.56

当前价格: 11.52

2018.11.20

交易数据

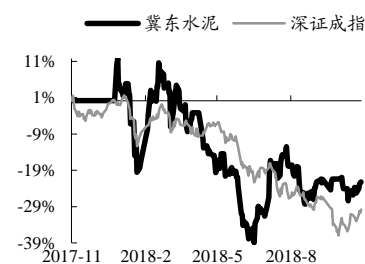
52周内股价区间 (元)	8.29-15.95
总市值 (百万元)	15,523
总股本/流通A股 (百万股)	1,348/1,347
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	23.40
日均成交值 (百万元)	250.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,378
每股净资产	8.44
市净率	1.4
净负债率	118.01%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	-0.27	-0.36
Q2	0.19	0.74
Q3	0.58	0.49
Q4	-0.41	0.32
全年	0.08	1.19

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-100%	-100%
相对指数	-10%	-97%	-71%

相关报告

《供求格局改善，整合初见成效》2018.10.18

《实控人溢价要约收购彰显价值》2018.09.09

《华北弹性展现，重归价值区间》2018.08.10

《重归价值轨道，期待进一步改善》2018.07.17

《Q4 价格上行，但成本及费用有所提升》2017.03.23

模型更新时间: 2018.11.20

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: **13.56**

上次预测: 13.56

当前价格: 11.52

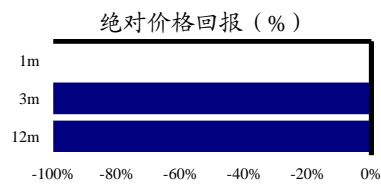
公司网址

www.jdsn.com.cn

公司简介

公司是国家重点支持水泥结构调整的12家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商,年熟料产能达到0.75亿吨,水泥产能达到1.30亿吨,余热发电总装机容量达357兆瓦,市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆等12个省(直辖市、自治区),水泥产能位列国内水泥制造企业第三名。

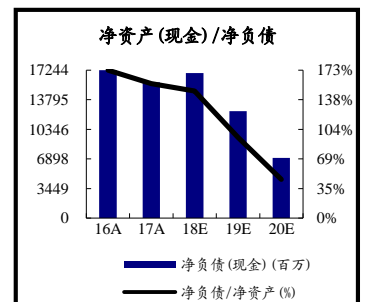
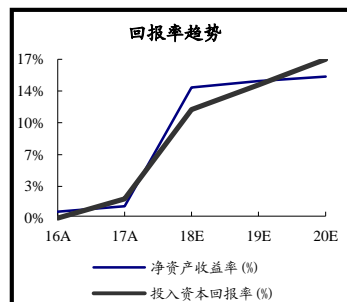
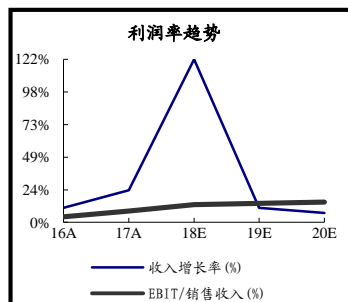
公司及子公司的主要业务为生产和销售水泥熟料、各类硅酸盐水泥和与水泥相关的建材产品。



52周价格范围: 8.29-15.95
市值(百万): 15,523

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	12,335	15,290	33,961	37,710	40,363
营业成本	9,353	10,729	23,209	25,406	26,818
税金及附加	147	216	475	528	565
销售费用	455	619	1,358	1,508	1,615
管理费用	1,674	2,396	4,415	4,902	5,247
EBIT	521	1,312	4,503	5,365	6,118
公允价值变动收益	-127	199	-30	-30	-30
投资收益	558	-201	100	100	100
财务费用	1,250	1,180	982	987	721
营业利润	-121	377	3,991	4,848	5,867
所得税	222	230	994	1,208	1,463
少数股东损益	-77	21	1,371	1,667	2,019
净利润	53	110	1,610	1,957	2,370
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,755	3,662	3,531	4,531	6,031
其他流动资产	446	415	377	377	377
长期投资	2,150	2,073	2,073	2,073	2,073
固定资产合计	24,857	23,944	22,754	21,509	20,120
无形及其他资产	3,376	3,413	3,297	3,184	3,077
资产合计	41,480	41,034	45,895	46,946	47,919
流动负债	20,695	22,163	27,404	24,965	21,684
非流动负债	9,617	7,598	4,526	4,526	4,526
股东权益	9,985	10,078	11,398	13,221	15,456
投入资本(IC)	26,506	25,116	28,900	27,935	26,741
现金流量表					
NOPLAT	-62	476	3,377	4,024	4,589
折旧与摊销	1,990	1,928	1,914	1,957	1,997
流动资金增量	141	438	-130	-392	-302
资本支出	-103	-443	-622	-616	-516
自由现金流	1,966	2,399	4,539	4,973	5,767
经营现金流	2,691	2,702	3,719	6,202	6,855
投资现金流	-17	995	-552	-546	-446
融资现金流	-1,910	-2,777	-3,299	-4,656	-4,909
现金流净增加额	764	921	-132	1,000	1,500
财务指标					
成长性					
收入增长率	11.0%	24.0%	122.1%	11.0%	7.0%
EBIT 增长率	139.0%	152.0%	243.2%	19.1%	14.0%
净利润增长率	103.1%	108.7%	1358.5%	21.6%	21.1%
利润率					
毛利率	24.2%	29.8%	31.7%	32.6%	33.6%
EBIT 率	4.2%	8.6%	13.3%	14.2%	15.2%
净利润率	0.4%	0.7%	4.7%	5.2%	5.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	0.5%	1.1%	14.1%	14.8%	15.3%
总资产收益率(ROA)	0.1%	0.3%	3.5%	4.2%	4.9%
投入资本回报率(ROIC)	-0.2%	1.9%	11.7%	14.4%	17.2%
运营能力					
存货周转天数	60	50	45	45	45
应收账款周转天数	44	30	30	30	30
总资产周转天数	1228	985	467	449	429
净利润现金含量	50.89	24.48	2.31	3.17	2.89
资本支出/收入	1%	3%	2%	2%	1%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	72.5%	69.6%	62.8%	54.7%
净负债率	172.7%	156.7%	148.2%	94.1%	45.3%
估值比率					
PE	299.9	143.7	9.9	8.1	6.7
PB	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	13.4	9.8	5.1	3.9	2.8
P/S	1.3	1.0	0.5	0.4	0.4
股息率	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%



目 录

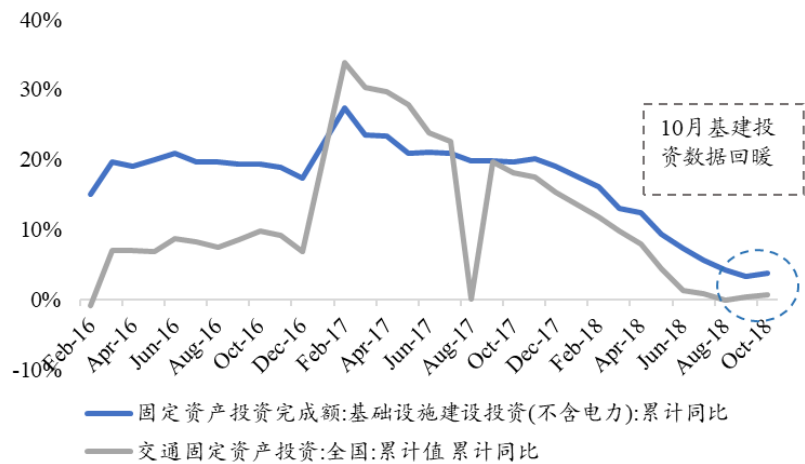
1. 基建“补短板”，10月投资数据探底回升	4
2. 基建发力，华北弹性领先	5
2.1. “三北”基建投资受益强度分化—华北领先	5
2.2. 京津冀水泥需求或将进一步释放，轨交及公路或成为抓手	6
3. 坐拥京津冀核心经济带，业绩弹性或进一步展现	8
3.1. 冀东金隅为京津冀水泥龙头	8
3.2. 有望进一步展现业绩弹性	9
4. 风险提示	10

1. 基建“补短板”，10月投资数据探底回升

2018年1-10月基础设施建设投资完成额(不含电力)同增3.7%，较1-9月提高0.4pct，增速系2018年内首次回升，其中交通固定资产投资1-10月累计值同比增长0.61%，较1-9月增加0.25pct。从数据上看，基建投资回暖信号明显。

我们认为9-10月很可能是2018-19年基建投资增速的底：2018年7月23日国常会及7月31日的中央政治局会议定下基建稳增长的基调，9月18日国家发改委召开“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”新闻发布会，明确水利工程、交通工程为“基建补短板”重点领域，而10月31日国发办《基建补短板指导意见》，指明了资金投放方向、资金来源以及运行主体和运作模式。

图1: 基建投资数据10月份探底回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表1: 国常会后基建“补短板”政策逐步落地

会议或文件名称	时间	与基建“补短板”相关内容
国务院常务会议	2018年7月23日	支持扩内需，要求保持宏观政策稳定，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，保障合理融资需求
中央政治局会议	2018年7月31日	把“补短板”作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度
国家发改委“加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资”新闻发布会	2018年9月18日	明确水利工程、交通工程尤其是铁路工程为“基建补短板”重点领域。水利工程方面：集中安排中央预算内投资550亿元，用于支持172项重大水利工程，其中已开工建设130项，今年新开工8项，在建投资规模超过1万亿元；交通工程方面：1) 加快推进“十三五”规划内项目、特别是中西部地区重大项目前期工作；2) 确保在建项目顺利实施，加快推进一批打通“最后一公里”的项目；3) 力争新开工一批符合“三个突出”要求的重大项目
中央财经委员会第三次会议	2018年10月10日	推动建设若干重点工程，规划建设川藏铁路，加强建设运营资金保障；副总理强调推进西部地区陆海大通道建设，形成对外开放新格局

国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》
 2018年10月31日

指明了投放方向的问题(脱贫、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业、环保、民生); 指明了融资来源(专项债、银行信贷、政策性金融债、公司债、民间资本); 指明了运行主体(融资平台和市场化国企)和运作模式(PPP)

数据来源: 政府网站, 国泰君安证券研究

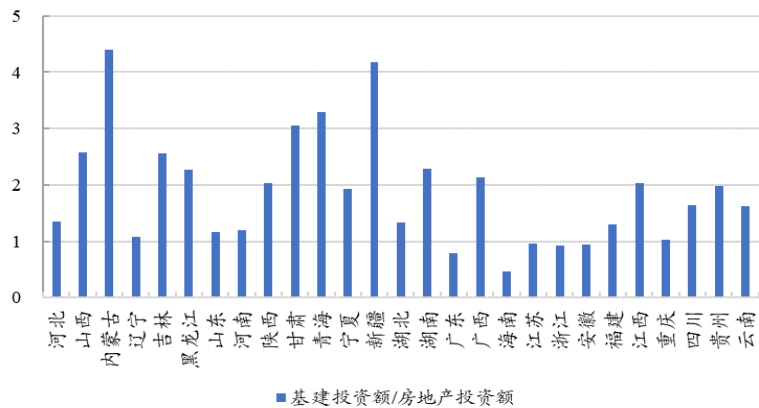
2. 基建发力, 华北弹性领先

2.1. “三北”基建投资受益强度分化—华北领先

水泥下游需求对应基建、地产及农村建设, 分区域看, “三北”地区(华北、东北、西北)水泥需求以基建占比高, 而华东以及华南地区则地产占比高。我们以 2015 年基建投资额与房地产投资额的比值表征区域主导因素(>1 表征基建主导, <1 表征地产主导), “三北”地区基建/地产值显著>1, 而浙江、江苏、安徽等长三角区域省市以及广东省则明显呈现出地产需求占优。

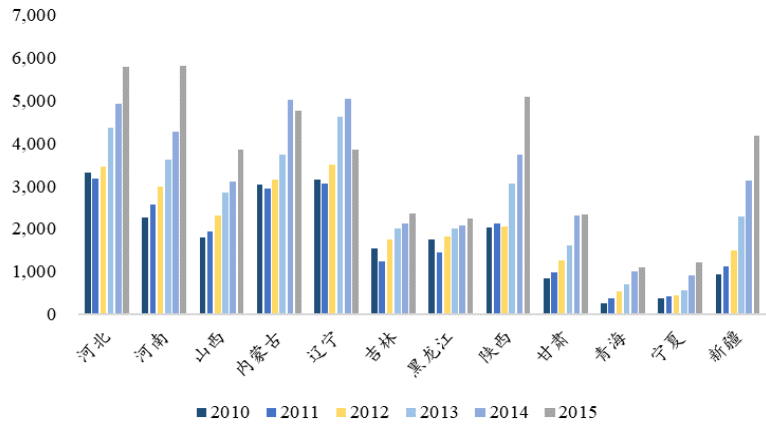
我们的研究表明: 今年 2-3 季度“三北”区域基建恢复的速度和强度显著分化, 华北最领先: 整体而言, 华北基建投资体量最大, 西北和东北偏弱。分省市看, 河北、河南(属于华中区域但此处合并讨论)基建投资总额显著领先, 内蒙古、辽宁、陕西及新疆稍弱, 但强于黑龙江、甘肃等地区。

图 2: “三北”水泥需求基建主导, 华东及华南则为地产驱动



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 各省市基建投资强度分化 (亿元)



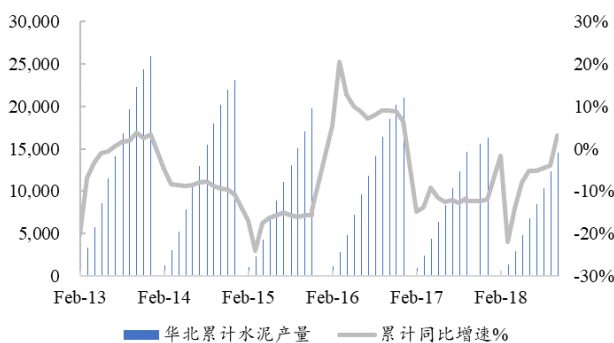
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 京津冀水泥需求或将进一步释放, 轨交及公路或成为抓手

我们认为华北坐拥京津冀核心经济带, 基础设施建设体量为北方之最。在京津冀一体化以及雄安新区的发展空间指引之下, 华北水泥需求进一步释放的概率较大, 而 2018 年 10 月华北单月水泥需求同比大幅增长 35.75%, 初步验证了我们的判断。

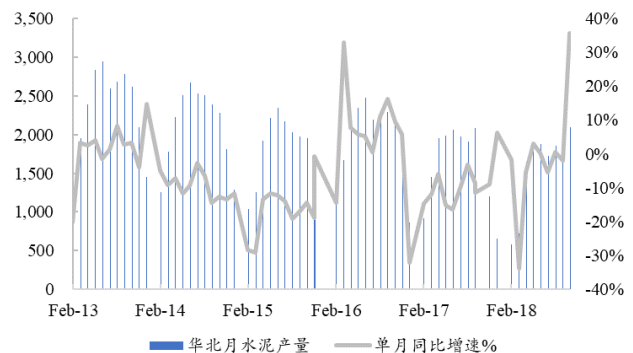
河北省 2018 下半年基建投资力度明显增强: 河北 2018 年初制定了年度 8000 亿元的投资计划, 9 月份省办公厅印发《投资和项目建设“百日攻坚”行动方案》, 要求 9 月下旬至 12 月底, 大力推进重点工程项目的建设, 实现全年投资 8000 亿以上, 同时聚焦基础设施、农业、扶贫攻坚、生态环保等关键领域和薄弱环节, 加快补齐发展短板; 而 2018 年 10 月 23 日河北省发改委发布《河北省 2018 年传统基础设施领域 PPP 项目》, 共 18 项, 总投资 441.56 亿元。

图 4: 华北累计水泥产量增速 2018.10 底部抬升(万吨)



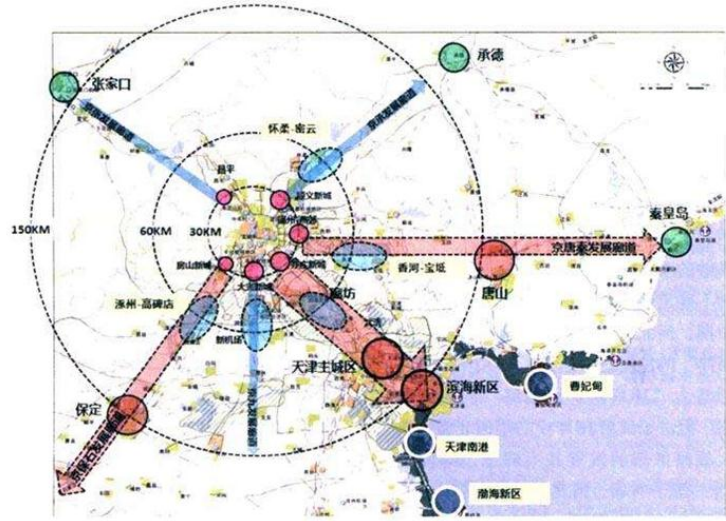
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2018.10 华北单月水泥需求同比大幅增长(万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 京津冀核心城市结构



数据来源：新浪财经

图 7: 雄安新区规划范围



数据来源：新华网

表 2: 2018 年河北、北京部分规划基建项目

项目类别	代表项目
河北	
铁路项目	京沈高铁、京张铁路
公路项目	太行山高速、津石高速、延崇高速
机场项目	北京新机场、宁远机场、木兰围场通用机场
港口码头项目	黄骅港散货港区
油气管线项目	中俄东线、鄂安沧、京石邯复线
环保项目	白洋淀综合治理

社会公益	各地医院、学校建设
北京	
公路项目	新机场北线高速
轨交项目	8号线3期、16号线、17号线
社会公益项目	西单文化广场改造、融坤养老中心
文化旅游项目	环球大酒店、诺金大酒店、世界休闲大会会展中心
教育体育项目	二零一中学扩建、回龙观文化体育公园
高精尖工程项目	亚投行总部、中关村移动智能服务创新园
供水工程	石景山水厂、亦庄水厂

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

表 3: 河北省 2018 年交通固定资产投资

类型	投资额	目标
轨交投资	1600 亿元	
公路投资	3450 亿元	高速公路里程力争达到 9000 公里，覆盖所有县级节点（30 分钟上高速），干线公路“镇镇通”，三级公路“乡乡通”
港口投资	400 亿元	通过能力达到 12.5 亿吨
场站投资	200 亿元	建成 35 个客、货运枢纽，覆盖设区的市和主要县（市、区）
民航投资	350 亿元	运输机场达到 8 个，通用机场达到 30 个以上，民航机场覆盖范围进一步拓展
合计		

数据来源：河北政府网站，国泰君安证券研究

3. 坐拥京津冀核心经济带，业绩弹性或进一步展现

3.1. 冀东金隅为京津冀水泥龙头

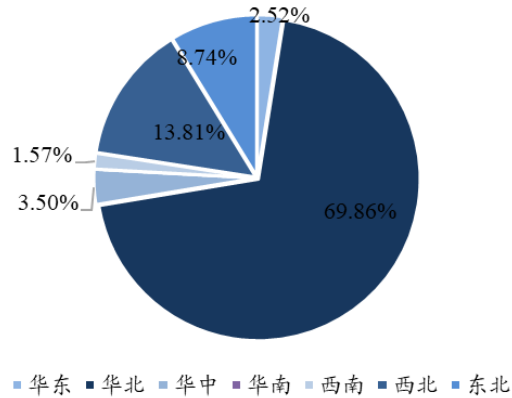
根据中国水泥网发布的 2017 年各企业水泥熟料产能，公司熟料产能约 1.01 亿吨，仅次于中国建材（3.76 亿吨）以及海螺水泥（2.01 亿吨）。但分区域看，在华北地区产能规模显著领先，其中在京津冀产能占比超 50%。此外，公司在西北以及东北地区也有产能分布，陕西熟料产能约 1286.5 万吨，占陕西省市场份额的 21.12%，仅次于尧柏水泥（24.53%）。

图 8: 冀东水泥熟料产能仅次于中国建材、海螺水泥



数据来源：中国水泥网

图 9: 冀东水泥产能主要分布在华北地区



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 4: 冀东水泥重点区域产能占比

排名	企业	熟料年产能 (万吨)	占比
河北省水泥熟料产能排行			
1	冀东水泥	2762.1	27.31%
2	金隅集团	2095.6	20.72%
3	曲寨水泥	651	6.44%
4	新峰水泥	403	3.99%
5	中联水泥	306.9	3.03%
山西省水泥熟料产能排行			
1	山水集团	837	13.65%
2	冀东水泥	713	11.63%
3	华润水泥	465	7.58%
4	金隅集团	378.2	6.17%
5	集港水泥	310	5.06%
陕西省水泥熟料产能排行			
1	尧柏集团	1494.2	24.53%
2	冀东水泥	1286.5	21.12%
3	海螺水泥	992	16.28%
4	声威建材	728.5	11.96%
5	生态水泥	279	4.58%

数据来源：中国水泥网，国泰君安证券研究

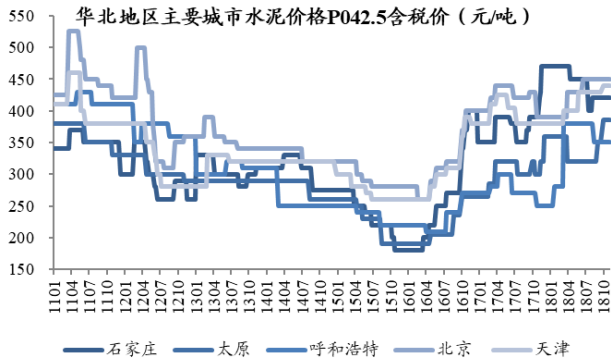
3.2. 有望进一步展现业绩弹性

我们认为冀东产能聚焦华北市场（尤其是核心经济带京津冀），向西北及东北地区点状扩散，京津冀水泥需求的释放有望驱动冀东的业绩弹性。

从供给端看，在大气污染物排放硬性指标下水泥错峰生产及环保力度难言放松，华北水泥企业 11 月 15 日后陆续停产。数字水泥网统计，唐山地区共 21 条水泥产线，截至 2018 年 11 月 19 日已停产 10 条。4 季度旺

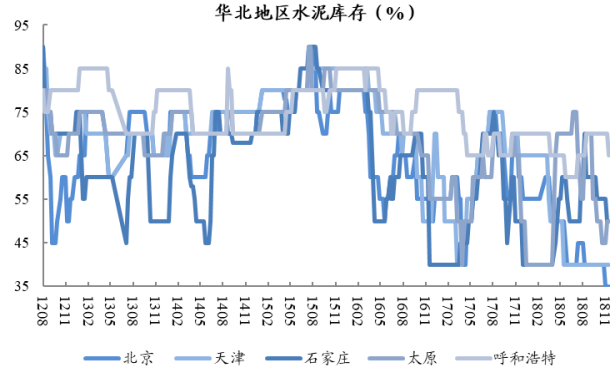
季市场整体处于供不应求的状态，各企业库存普遍偏低，华北水泥价格中枢9月份以来明显上涨。我们认为冀东金隅重组后对于区域的控制力度将强化，而华北基建需求的释放，有望拉动公司盈利中枢进一步抬升。

图 10: 华北水泥价格中枢 18Q4 显著上移



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 步入错峰期后华北水泥库存历史同期低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 5: 冀东水泥弹性测算表

	2017A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2018E	悲观	中性	较乐观
销量 (万吨)	6,001.00	686.00	1,912.00	4,372.00	3,800.00	10,770.00	11,308.50	11,739.00	12,091.17
吨出厂均价 (元)	239.50	272.36	286.91	307.35	315.00	304.19	308.00	310.00	320.00
吨成本 (元)	168.06	201.20	177.33	219.64	210.00	207.55	208.00	208.00	208.00
吨毛利 (元)	71.44	71.16	109.58	87.71	105.00	96.64	100.00	102.00	112.00
吨三项费用 (元)	65.72	149.29	51.74	41.70	80.00	63.85	65.00	65.00	65.00
吨净利润 (元)	5.67	-68.68	46.75	34.23	20.00	24.88	26.00	28.00	35.66
吨营业外净收入 (税后, 元/吨)	-0.29	-6.29	7.36	2.24	2.00	2.52	2.50	2.50	2.50
净利润 (万元)	13,113.40	-54,534.00	110,076.90	121,574.30	83,600.00	260,717.20	322,292.25	362,500.56	461,381.64
归母净利润 (万元)	11,038.30	-48,631.70	100,212.70	66,021.40	45,144.00	162,746.40	174,037.82	195,722.16	249,146.09

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

基建工程项目投放不及预期: 北方水泥需求主要由基建拉动，若华北基建“补短板”项目落地不及预期，将影响水泥需求

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		