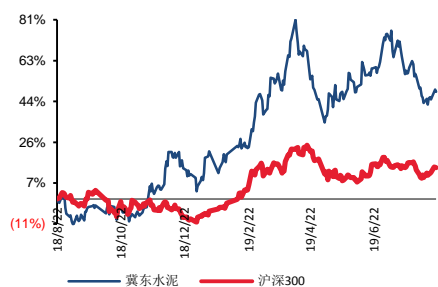


材料 材料 II

冀东水泥: 京津冀淡季不淡, 2019H2 业绩有望再创新高

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,348/1,347
总市值/流通(百万元)	21,749/21,744
12 个月最高/最低(元)	20.18/9.87

■ 相关研究报告:

冀东水泥(000401)《中报业绩预增点评: 业绩符合预期, 2019H2 有望更进一步》—2019/07/09

冀东水泥(000401)《冀东水泥: 买弹性, 选冀东》—2019/03/05

冀东水泥(000401)《冀东水泥: 华北基建复苏显拐点, 重组后新冀东迎锐变》—2019/01/24

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 公司发布 2019 年中报, 上半年实现营收 160.78 亿元, 同比增长 25.18%, 归母净利润 14.8 亿元, 同比增长 60.82%, 扣非后归母净利润 14.47 亿元, 同比增长 194.65%; 其中 Q2 实现营收 110.7 亿元(+17.09%), 归母净利润 14.35 亿元(-4.48%), 扣非后归母净利润 14.18 亿元(+43.66%)。

点评:

京津冀需求触底反弹, 2019H1 量价齐升业绩高增长。随着京津冀一体化及雄安新区推进建设, 京津冀地区水泥需求强劲, 上半年华北地区水泥产量累计增速为 18.11%, 需求触底反弹, 而公司上半年水泥熟料综合销量约 4576 万吨, 同比增长约 14%, 销量增速领先大多数水泥企业, 其中 Q2 销量约 3610 万吨; 我们认为, 京津冀地区多以国家级重点工程为主, 受财政支持力度大, 因此项目落地率高, 需求有保障, 而错峰生产常态化及环保趋严使得区域供给可控, 供需格局稳中向好推动价格大幅上涨, 根据我们测算, 上半年公司平均出厂价约 320 元/吨, 同比增长约 70 元/吨, 其中 Q2 华北地区价格平均上涨约 20-30 元/吨, 预计二季度水泥熟料吨毛利约 125 元/吨左右, 环比提升约 20 元/吨, 量价齐升带动公司业绩高速增长;

按重组口径计算, Q2 公司归母净利润同比下滑 4.48%, 主要原因是重组后会会计准则追溯调整导致, 2019H1 归母净利润按照合资公司的持股比例核算, 冀东水泥业绩只核算 53%, 若以净利润来看, Q2 净利润同比增长 16.86%, 体现出区域景气度回升带来的业绩增长; 分区域来看, 华北地区毛利率同比下降 0.96 个百分点, 我们判断一方面由于华北地区整体涨价落实情况一般, 其次是上半年限产时间较长, 生产线摊销成本增加较多所致; 其余区域随着价格上涨, 毛利率均有一定程度提升。

现金流充沛, 资产负债率持续降低。上半年公司经营净现金流为 36.8 亿元, 其中 Q2 为 33 亿元, 同比增长 112.4%, 报告期末, 公司在手现金为 61.58 亿元, 充足的现金流一方面保障各项业务稳步推进, 另一方面偿还还有息负债, 优化债务结构; 2019H1 末, 公司资产负债率为 55.04%, 同比下降 17.63 个百分点, 环比下降 2.46 个百分点, 其中 Q2 财务费用率同比下降约 2 个百分点; 我们测算, 上半年公司吨财务费用为 63.7 元, 同比下降约 10 元/吨, 重组完成后, 管理水平在稳步提升, 期间费用持续下降。

唐山限产超预期, 淡季不淡助力 2019H2 更进一步。唐山地区继 6 月底限产一周, 7 月份停产 15 天之后, 8 月份再度停产 10 天, 环保力度持续加码, 停产力度大超市场预期, 因此京津冀地区 6-8 月份淡季价格没有回调

反而逆势上涨，淡季不淡明显。我们认为，京津冀地区环保趋严，错峰生产常态化将有效控制区域供给，淡季价格逆势上涨将奠定 Q4 旺季价格高基数；考虑到京津冀地区供需格局改善有助于盘活公司内蒙地区水泥资产（6月中下旬呼和浩特水泥价格已上涨 40 元/吨）以及目前的高价格基础，公司 2019H2 的业绩有望更进一步。

新冀东区域话语权提升，未来两年上升趋势确定：我们认为上半年公司出色的业绩仅仅是未来两年高景气的开端：1) 6-8 月唐山限产使得京津冀地区价格淡季不淡；2) 在政策托底下，下半年基建复苏确定性增强，以重点工程为主的京津冀地区需求预计稳定增长，而由于小企业产能目前已经充分释放，供给恶化空间有限，供需格局持续改善确定性强，3) 公司 2019Q1 完成了与金隅整合的资产过户，而随着与金隅更加充分的整合，公司费用管控及经营效率仍提升降空间，4) 由于产能占比低，公司非核心区域对业绩弹性贡献远小于华北地区，因此即使非核心区域价格盈利下滑超预期，也不会影响公司整体上升趋势；

投资建议：我们维持 2019、2020 年归母净利润分别为 30.84 亿元、35.08 亿元，EPS 分别为 2.29 和 2.6 元，对应 19-20 年 PE 估值分别为 7 和 6 倍，看好公司受益于京津冀地区高景气度，维持目标价 24.4 元及“买入”评级。

风险提示：房地产及基建投资低于预期，需求端大幅下滑；供给侧改革低于预期，落后产能退出缓慢，供需格局变差；煤炭，矿石等价格上涨，带来成本提升

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25168	30849	37157	38877
(+/-%)	104.03	22.57	20.45	4.63
净利润(百万元)	940	2560	4928	5603
(+/-%)	853.66	194.09	107.93	13.75
摊薄每股收益(元)	0.37	1.10	2.29	2.60
市盈率(PE)	42.86	14.57	7.01	6.16

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
货币资金	3189	5766	9347	14451	20888	营业收入	12335	25168	30849	37157	38877
应收和预付款项	3088	10552	12351	14784	15447	营业成本	-9353	-18435	-21398	-23954	-24809
存货	1549	1835	2021	2262	2343	营业税金及附加	-147	-300	-460	-554	-579
其他流动资产	1012	532	1117	1117	1117	销售费用	-455	-928	-1082	-1304	-1364
流动资产合计	10674	19910	25587	33365	40545	管理费用	-1674	-3154	-3552	-3935	-4020
长期股权投资	1554	1498	1342	1342	1342	财务费用	-1250	-1260	-1270	-1188	-1136
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-324	-113	-103	-250	-95
固定资产	23325	29505	28016	25749	23519	投资收益	558	-201	64	150	150
在建工程	1227	507	412	506	553	公允价值变动	-127	199	41	41	41
无形资产开发支出	2884	4079	4020	3858	3696	营业利润	-437	978	3089	6164	7065
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	636	441	327	414	412
其他非流动资产	1392	1827	1950	1950	1950	利润总额	199	1419	3416	6577	7477
资产总计	41480	57801	61993	67437	72271	所得税	-222	-479	-856	-1649	-1875
短期借款	16195	16705	16588	16588	16588	净利润	-24	940	2560	4928	5603
应付和预收款项	3039	8528	9293	10348	10700	少数股东损益	77	-435	-1076	-1844	-2094
长期借款	4801	1728	1110	1110	1110	归母股东净利润	53	504	1483	3084	3508
其他负债	6277	11223	11171	11171	11171						
负债合计	30312	38184	38163	39217	39570						
股本	1348	1348	1348	1348	1348						
资本公积	5936	8915	5605	5914	6265						
留存收益	2579	3354	4689	6926	8962						
归母公司股东权益	9985	13725	14580	17125	19512						
少数股东权益	1182	5892	9251	11095	13190						
股东权益合计	11168	19618	23831	28220	32702						
负债和股东权益	41480	57801	61993	67437	72271						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
经营性现金流	2691	3527	6531	6982	8843	毛利率	23.0%	25.6%	29.1%	34.0%	34.7%
投资性现金流	-17	814	-427	-150	-150	销售净利率	0.4%	2.0%	4.8%	8.3%	9.0%
融资性现金流	-1910	-3309	-2929	-1727	-2257	销售收入增长率	11.0%	104.0%	22.6%	20.5%	4.6%
现金增加额	764	1032	3175	5105	6436	EBIT 增长率	-166.1%	233.3%	83.3%	71.0%	9.4%
						净利润增长率	-103.1%	853.7%	194.1%	107.9%	13.8%
						ROE	0.5%	3.7%	10.2%	18.0%	18.0%
						ROA	0.1%	0.9%	2.4%	4.6%	4.9%
						ROIC	-0.3%	4.5%	9.5%	16.7%	19.4%
						EPS (X)	0.04	0.37	1.10	2.29	2.60
						PE (X)	408.70	42.86	14.57	7.01	6.16
						PB (X)	1.94	1.10	0.91	0.77	0.66
						PS (X)	1.75	0.86	0.70	0.58	0.56
						EV/EBITDA (X)	6.63	3.17	1.69	0.80	0.19

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。