

冀东水泥 (000401.SZ)

重组预案落地, BPS 等财务指标有望增厚

事件: 公司披露重组预案, (1) 拟通过向金隅集团发行股份的方式, 购买其所持合资公司 47.09% 股权并吸收合并合资公司。(2) 拟向包括北京国管中心在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者以非公开发行股票方式募集配套资金, 资金总额不超过本次交易中以发行股份方式吸收合并的交易价格的 100%。

点评:

标的资产交易对价为 136.33 亿元, 我们测算对应 0.95 倍 PB、6.4 倍 PE。 此次标的资产评估值约 136.33 亿元作为交易对价。按照合资公司 2020 年度财务指标计算(2020 年末净资产为 303.38 亿元, 2020 年度净利润为 45.07 亿元), 交易对价对应市净率 0.95 倍, 对应市盈率 6.4 倍, 均低于上市公司停牌前 1.48 倍 PB、7.4 倍的估值水平。

暂不考虑配套融资, 我们测算发行后 EPS 基本持平, BPS 增厚。 按照 13.28 元/股的发行价格, 我们测算发行股份数量为 10.27 亿股, 发行后股本为 23.74 亿股, 按停牌前收盘价计算, 发行后市值为 371.55 亿元。暂不考虑转股影响和其他调整, 我们测算发行后公司备考归母净利润约为 49.72 亿元, 对应 EPS 为 2.09 元/股, 与发行前的 2.11 元/股基本持平。我们测算公司发行后归母净资产为 319.97 亿元, 扣除其他权益工具账面价值后, 我们测算公司发行后 BPS 为 12.03 元/股(对应 1.30 倍 PB), 较发行前的 10.59 元/股提升(对应 1.48 倍 PB)。发行后财务指标总体改善, BPS 增厚幅度明显而 EPS 基本持平的原因主要是标的资产的负债率明显低于上市公司整体水平。

投资建议:

(1) 收购合资公司少数股权完成后将实现冀东水泥对平台水泥资产在股权上的完全控制, 不仅理顺了股权关系, 也将增厚公司的归母净利润体量, 提升对 BPS 等财务指标。(2) 中长期继续看好泛京津冀市场景气上行。随着泛京津冀区域格局得到明显优化, 需求趋势性回升之下, 逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场, 以中国建材、金隅冀东为核心, 价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化, 头部企业的盈利空间得到进一步扩大。需求平稳增长的基础上, 随着环保限产边际收紧, 加之外围内蒙、宁夏等地在能源政策下对外输出或明显受限, 我们判断 2021 年公司有望迎来量价齐升。(3) 考虑购买资产增发股份, 暂不考虑配套融资, 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 60.6、66.3、71.4 亿元, 对应 EPS2.55、2.79、3.01 元, 对应 PE6.1、5.6、5.2 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞合态势恶化、疫情不确定性。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,507	35,480	38,819	40,475	41,802
增长率 yoy (%)	11.9	2.8	9.4	4.3	3.3
归母净利润(百万元)	2,701	2,850	6,060	6,625	7,139
增长率 yoy (%)	82.1	5.5	112.6	9.3	7.8
EPS 最新摊薄(元/股)	2.00	2.11	2.55	2.79	3.01
净资产收益率 (%)	17.0	16.1	16.7	16.0	15.2
P/E (倍)	7.8	7.4	6.1	5.6	5.2
P/B (倍)	1.7	1.5	1.1	1.0	0.8

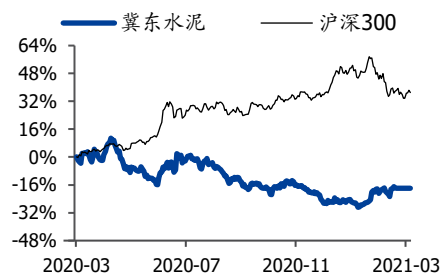
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	买入
最新收盘价	15.65
总市值(百万元)	21,088.73
总股本(百万股)	1,347.52
其中自由流通股(%)	99.98
30 日日均成交量(百万股)	8.39

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《冀东水泥(000401.SZ): Q3 盈利止跌回升, Q4 有望继续加速》2020-10-21
- 2、《冀东水泥(000401.SZ): 费用控制、现金流显著改善, 业绩有望迎来拐点》2020-08-14
- 3、《冀东水泥(000401.SZ): 压力测试顺利通过, 看好下半年量价回升和长期盈利弹性》2020-07-10



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17407	15969	18411	21918	26579
现金	5979	5897	8021	11366	15561
应收票据及应收账款	6669	2190	2377	2385	2533
其他应收款	705	483	552	527	587
预付账款	701	1134	1084	1046	1154
存货	2872	2707	2819	3036	3185
其他流动资产	480	3558	3558	3558	3558
非流动资产	43327	42979	46835	47766	47492
长期投资	1766	1780	2230	2680	3130
固定资产	32616	31337	34477	34849	34213
无形资产	5208	5384	5636	5866	6074
其他非流动资产	3737	4478	4493	4372	4074
资产总计	60733	58947	65247	69684	74071
流动负债	22409	13764	14236	14426	14869
短期借款	7601	2346	1800	1600	1400
应付票据及应付账款	5106	4292	4282	4305	4509
其他流动负债	9702	7126	8154	8520	8961
非流动负债	9487	13034	12189	11044	9199
长期借款	5866	10226	9381	8235	6390
其他非流动负债	3620	2808	2808	2808	2808
负债合计	31896	26798	26425	25469	24068
少数股东权益	13487	14438	411	695	1000
股本	1348	1348	2374	2374	2374
资本公积	3329	3248	3248	3248	3248
留存收益	7727	9700	14439	19620	25204
归属母公司股东权益	15351	17711	38410	43520	49003
负债和股东权益	60733	58947	65247	69684	74071

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8219	8728	9378	10176	10857
净利润	4905	5184	6319	6908	7444
折旧摊销	3200	3236	2872	3232	3476
财务费用	1180	886	718	567	418
投资损失	-346	-440	-459	-459	-459
营运资金变动	-1117	-430	-72	-73	-22
其他经营现金流	397	292	0	0	0
投资活动现金流	-3267	-2105	-6269	-3704	-2742
资本支出	1024	2333	3407	481	-724
长期投资	-1672	-323	-450	0	-450
其他投资现金流	-3916	-95	-3312	-3223	-3917
筹资活动现金流	-9036	-6743	-985	-3127	-3919
短期借款	-5052	-5255	-546	-200	-200
长期借款	3043	4359	-845	-1145	-1845
普通股增加	0	0	1027	0	0
资本公积增加	-1261	-81	0	0	0
其他筹资现金流	-5765	-5766	-620	-1782	-1874
现金净增加额	-4084	-119	2124	3345	4195

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	34507	35480	38819	40475	41802
营业成本	21716	23057	24866	25763	26442
营业税金及附加	536	518	549	566	577
营业费用	1254	1399	1483	1528	1558
管理费用	4156	3831	3980	4070	4132
研发费用	72	97	106	111	115
财务费用	1180	886	718	567	418
资产减值损失	-259	-32	-35	-36	-37
其他收益	656	695	761	793	819
公允价值变动收益	23	0	0	0	0
投资净收益	346	440	459	459	459
资产处置收益	29	1	0	0	0
营业利润	6307	6755	8257	9040	9753
营业外收入	112	88	94	96	98
营业外支出	165	91	96	99	101
利润总额	6254	6753	8254	9037	9750
所得税	1349	1569	1934	2129	2306
净利润	4905	5184	6319	6908	7444
少数股东损益	2204	2334	259	283	305
归属母公司净利润	2701	2850	6060	6625	7139
EBITDA	10122	10629	11366	12373	13155
EPS (元)	2.00	2.11	2.55	2.79	3.01

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	2.8	9.4	4.3	3.3
营业利润(%)	83.6	7.1	22.2	9.5	7.9
归属于母公司净利润(%)	82.1	5.5	112.6	9.3	7.8
获利能力					
毛利率(%)	37.1	35.0	35.9	36.3	36.7
净利率(%)	7.8	8.0	15.6	16.4	17.1
ROE(%)	17.0	16.1	16.7	16.0	15.2
ROIC(%)	15.7	16.8	12.3	12.3	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5	45.5	40.5	36.5	32.5
净负债比率(%)	46.3	31.9	19.9	7.2	-6.0
流动比率	0.8	1.2	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.7	8.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	3.0	4.9	5.8	6.0	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.00	2.11	2.55	2.79	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	6.10	6.48	3.95	4.29	4.57
每股净资产(最新摊薄)	9.18	10.59	14.29	16.45	18.76
估值比率					
P/E	7.8	7.4	6.1	5.6	5.2
P/B	1.7	1.5	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.3	5.8	4.0	3.3	2.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com