

增持 (维持)

冀东水泥 (000401)

Q4 盈利承压, 整合加速市占率提升

2023年03月30日

市场数据

市场数据日期 2023-03-29

收盘价(元)	8.61
总股本(百万股)	2658.21
流通股本(百万股)	1547.30
净资产(百万元)	30696.92
总资产(百万元)	62018.92
每股净资产(元)	11.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】冀东水泥 2021 年报点评: 重组有望增厚归母净利润, 期待区域格局改善》2022-03-27

《雄安赶工日夜兼程, 报表质量持续提升》2020-08-14

《【兴业建材】冀东水泥 (000401.SZ) 2019 年报点评: 业绩显著改善, 看好区域市场继续复苏》2020-03-18

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 2022 年公司实现营业总收入 345.44 亿元, 同比下降 4.94%。公司的水泥、熟料、危废固废处置、骨料和其他产品分别实现营业收入 267.38 亿元、27.93 亿元、12.05 亿元、11.57 亿元、26.52 亿元, 分别同比变动-8.10%、-1.94%、-15.82%、+18.17%、+33.49%。
- 吨指标方面, 2022 年公司水泥及熟料吨均价 340 元, 同比下降 24.50 元; 吨成本 272 元, 同比增长 36.92 元; 吨毛利 67.82 元, 同比下降 61.42 元。
- 2022 年公司实现综合毛利率 20.48%, 较去年下降 6.41pct, 主要系 2022 年水泥需求低迷且贯穿全年, 原燃材料煤炭价格上涨明显, 在水泥量价齐跌、成本高涨的双向挤压背景下, 致使行业利润下滑 6 成以上。水泥、熟料、危废固废处置、骨料和其他产品毛利率分别为 20.40%、15.65%、40.21%、39.39%和 9.17%, 分别同比变动-6.57pct、-6.95pct、-4.34pct、-5.67pct、-1.00pct。
- 2022 年公司实现净利率 4.07%, 较去年下降 7.44pct; 期间费用率为 15.52%, 同期比较+0.87%。销售费用率为 1.51%, 同比下降 0.08pct, 销售费用同比-9.81%; 管理费用率为 11.72%, 同比上升 0.75pct, 管理费用同比+1.55%; 研发费用率为 0.33%, 同比上升 0.05pct, 研发费用同比+13.29%; 财务费用率为 1.95%, 同比上升 0.15pct, 研发费用同比上升 13.29%。
- 2022 年资产减值损失+信用损失为 0.50 亿元, 较去年同期减少 55.01%。2022 年公司经营性现金流净额为 22.69 亿元, 同比下降 63.47%; 每股经营性现金流净额为 0.85 元, 较去年减少 1.48 元/股。
- 盈利预测及评级: 1) 推动资产整合, 增强产能布局优势, 提高区域集中度, 市占率高话语权强, 在京津冀地区, 产能占比超过 50%; 2) 大力推动环保项目建设, 环保产业优势显著。我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 15.87 亿元、17.57 亿元、18.51 亿元, 3 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 14.4 倍、13.0 倍、12.4 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 房地产基建市场需求下行; 产能拓展不及预期; 宏观经济波动; 煤炭原材料价格大幅波动; 疫情反复, 交通管制下水泥出厂受阻。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34544	35545	36466	37125
同比增长	-4.9%	2.9%	2.6%	1.8%
归母净利润(百万元)	1358	1587	1757	1851
同比增长	-51.7%	16.9%	10.7%	5.3%
毛利率	20.5%	19.9%	20.9%	21.0%
ROE	4.4%	4.8%	5.2%	5.2%
每股收益(元)	0.51	0.60	0.66	0.70
市盈率	16.9	14.4	13.0	12.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文**事件**

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业收入 345.44 亿元, 同比下降 4.94%; 实现归母净利润 13.58 亿元, 同比降低 51.69%, 扣非归母净利润 11.2 亿元, 同比降低 53.7%。其中 Q4 实现营业收入 71.92 亿元, 同比下降 29.03%; 实现净利润-2.77 亿元, 同比下降 127.96%。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 345.44 亿元, 同比下降 4.94%, 其中水泥业务收入下降, 主要系水泥销售量价齐跌, 而骨料收入同比增长。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 267.38 亿元、27.93 亿元、12.05 亿元、11.57 亿元、26.52 亿元, 分别同比变动-2.51%、+5.86%、+6.25%、-29.03%, Q4 由于水泥量价齐跌, 收入同比大幅下滑。
 - 2) 分产品来看, 公司的水泥、熟料、危废固废处置、骨料和其他产品分别实现营业收入 290.93 亿元、28.48 亿元、14.31 亿元、9.79 亿元、19.86 亿元, 分别同比变动-8.10%、-1.94%、-15.82%、+18.17%、+33.49%, 除骨料和其他产品同比有所增长, 其他业务收入均同比下滑。
 - 3) 分地区来看, 华北区域(北京、天津、河北、山西、内蒙)实现营收 262.12 亿元, 同比+0.31%, 占营收比 75.89%; 西北区域(陕西)实现营收 23.67 亿元, 同比+1.41%, 占营收比 6.85%; 东北区域(辽宁、吉林、黑龙江)实现营收 20.77 亿元, 同比-17.60%, 占营收比 6.01%; 西南区域(重庆)实现营收 17.21 亿元, 同比-23.81%, 占营收比 4.98%; 华中区域(河南、湖南)实现营收 11.14 亿元, 同比-18.74%, 占营收比 3.22%; 其他区域(山东)实现营收 10.52 亿元, 同比-38.87%, 占营收比 3.05%。
 - 4) 分销售模式来看, 公司直销业务营收 185.69 亿元, 同比-8.16%, 经销业务营收 159.75 亿元, 同比-0.89%。
 - 5) 产量、销量方面: 2022 年公司水泥产量 0.77 亿吨, 同比-13.19%, 销量 0.77 亿吨, 同比-13.27%; 熟料产量 0.7 亿吨, 同比-6.75%, 销量 0.09 亿吨, 同比-9.26%。
- **吨指标方面, 吨成本大幅上升, 吨毛利大幅下降。** 2022 年公司水泥及熟料吨均价 340 元, 同比明显下降 24.50 元; 吨成本 272 元, 同比增长 36.92 元; 吨毛利 67.82 元, 同比下降 61.42 元。吨期间费用 61.7 元(同比+8.3 元), 其中, 吨销售费用 6.02 元(同比+0.22 元), 吨管理费用 46.61 元(同比+6.62 元), 吨财务费用 7.77 元(同比+1.19 元), 吨研发费 1.30 元(同比+0.30 元)。(扣非后归母口径)吨净利 12.89 元, 同比下降 11.37 元, (净利润口径)吨净利 15.63 元, 同比下降 26.31 元。

- 2022 年公司实现综合毛利率 20.48%，较去年下降 6.41pct，主要系 2022 年水泥需求低迷且贯穿全年、原燃材料煤炭价格上涨明显，水泥量价齐跌、成本高涨的双向挤压背景下，行业利润整体下滑所致。
 - 1) 分季度来看，公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 20.58%、24.95%、18.23%、16.33%，分别同比变动-3.50pct、-5.17pct、-4.34pct、-12.62pct，各季度毛利率均有所下降，其中 Q4 下降幅度较大。
 - 2) 分产品来看，公司的水泥、熟料、危废固废处置、骨料和其他产品毛利率分别为 20.40%、15.65%、40.21%、39.39%和 9.17%，分别同比变动-6.57pct、-6.95pct、-4.34pct、-5.67pct、-1.00pct，各业务毛利率均有所下降。
 - 3) 具体看水泥业务成本构成：原材料、燃料及动力、折旧、人工及其他成本分别同比-3.08%、2.58%、0.24%、0.26%。

- 2022 年公司实现净利率 4.07%，较去年下降 7.44pct；期间费用率为 15.52%，同期比较+0.87%。
 - 1) 销售费用率为 1.51%，同比下降 0.08pct，销售费用同比-9.81%，主要系职工薪酬及劳务费、服务费同比减少所致；
 - 2) 管理费用率为 11.72%，同比上升 0.75pct，管理费用同比+1.55%；
 - 3) 研发费用率为 0.33%，同比上升 0.05pct，研发费用同比+13.29%，主要系职工薪酬、材料费用大幅增加；
 - 4) 财务费用率为 1.95%，同比上升 0.15pct，财务费用同比+2.94%。

- 2022 年资产减值损失+信用损失为 0.50 亿元，较去年同期下降 0.55 亿元。

- 2022 年公司经营性现金流净额为 22.69 亿元，同比下降 63.47%，主要原因是销量下降导致销售商品收到的现金减少及煤炭等主要原燃材料价格大幅上涨，购买原燃材料支付的现金同比增加所致；每股经营性现金流净额为 0.85 元，较去年减少 1.48 元/股。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.26 元、0.57 元、0.58 元、-0.03 元，分别较去年同期变动-0.42 元、-0.47 元、-0.03 元、-0.57 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年度收、付现比分别为 83.27%、84.87%，分别较上年同期变动+ 1.37、+ 9.22 个百分点。
 - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额-24.45 亿元，同比下降 30.38%，主要原因为本期认购新疆天山水泥股份有限公司非公开发行股份和支付山西华润福龙水泥有限公司（已更名为山西金隅冀东环保科技有限公司）72%股权收购款；筹资活动产生的现金流量净额-9.76 亿元，同比上升 66.93%，主要原因为发行 20 亿中期票据导致筹资活动现金流入同比增加所致。

- 聚焦主业发展，期待综合竞争力大幅提升。公司优化产业布局，完成山西环保的股权收购，在山西省内产线布局更加完善，市场份额跃居第一；完成磐石建材产业园项目土建工程及主机设备安装，绿色建材产业园雏形初显；进

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

一步延伸骨料产业链，完成铜川公司、磐石公司、焦作新材骨料项目建设，新增骨料产能 1300 万吨；稳步提升环保产业多元化服务能力，完成河北、山西等区域 10 余个环保处置项目建设，新增危（固）废处置能力 57 万吨，废弃物处置能力进一步增强。

- **盈利预测及评级：**我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 15.87 亿元、17.57 亿元、18.51 亿元，3 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 14.4 倍、13.0 倍、12.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产基建市场需求下行；产能拓展不及预期；宏观经济波动；煤炭原材料价格大幅波动；疫情反复，交通管制下水泥出厂受阻。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16160	23134	28871	35133	营业收入	34544	35545	36466	37125
货币资金	6403	13403	19072	25117	营业成本	27468	28472	28856	29340
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	578	563	584	598
应收票据及应收账款	1893	1891	1921	1975	销售费用	523	462	500	500
预付款项	1386	1294	1318	1361	管理费用	4050	4086	4155	4231
存货	4285	3899	4054	4164	研发费用	113	121	124	126
其他	2192	2648	2506	2516	财务费用	675	700	720	730
非流动资产	45859	43271	40515	37712	其他收益	474	594	534	564
长期股权投资	1651	1791	1781	1763	投资收益	152	256	221	233
固定资产	32458	29989	27108	24227	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	1591	1591	1591	1591	信用减值损失	41	18	5	5
无形资产	6329	6500	6692	6874	资产减值损失	-92	-77	-82	-82
商誉	385	349	355	358	资产处置收益	20	15	0	0
长期待摊费用	1479	1387	1282	1164	营业利润	1733	1948	2206	2320
其他	1966	1664	1708	1736	营业外收入	180	253	229	237
资产总计	62019	66405	69386	72845	营业外支出	91	86	88	87
流动负债	13594	14072	14020	14101	利润总额	1822	2115	2346	2470
短期借款	3261	3173	3202	3192	所得税	415	471	526	553
应付票据及应付账款	4490	4,748	4,773	4,857	净利润	1407	1644	1820	1917
其他	5843	6152	6044	6051	少数股东损益	49	57	63	67
非流动负债	15822	17327	19254	21113	归属母公司净利润	1358	1587	1757	1851
长期借款	7023	8698	10611	12445	EPS(元)	0.51	0.60	0.66	0.70
其他	8799	8630	8643	8668					
负债合计	29416	31400	33274	35214					
股本	2658	2658	2658	2658	主要财务比率				
资本公积	17257	17257	17257	17257	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	9564	11152	12496	13924	成长性				
少数股东权益	1906	1963	2026	2093	营业收入增长率	-4.9%	2.9%	2.6%	1.8%
股东权益合计	32603	35005	36113	37631	营业利润增长率	-65.2%	12.4%	13.2%	5.2%
负债及权益合计	62019	66405	69386	72845	归母净利润增长率	-51.7%	16.9%	10.7%	5.3%
					盈利能力				
					毛利率	20.5%	19.9%	20.9%	21.0%
					归母净利率	3.9%	4.5%	4.8%	5.0%
					ROE	4.4%	4.8%	5.2%	5.2%
					偿债能力				
					资产负债率	47.4%	47.3%	48.0%	48.3%
					流动比率	1.19	1.64	2.06	2.49
					速动比率	0.87	1.37	1.77	2.20
					营运能力				
					资产周转率	56.5%	55.4%	53.7%	52.2%
					应收账款周转率	1585.9%	1537.8%	1572.9%	1565.2%
					存货周转率	717.6%	677.6%	707.7%	696.3%
					每股资料(元)				
					每股收益	0.51	0.60	0.66	0.70
					每股经营现金	0.85	2.48	1.98	2.18
					每股净资产	11.55	12.43	12.82	13.37
					估值比率(倍)				
					PE	16.9	14.4	13.0	12.4
					PB	0.7	0.7	0.7	0.6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1358	1587	1757	1851
折旧和摊销	3622	3338	3344	3349
资产减值准备	50	-434	22	21
资产处置损失	-20	-15	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	744	700	720	730
投资损失	-152	-256	-221	-233
少数股东损益	49	57	63	67
营运资金的变动	-3316	1517	-401	3
经营活动产生现金流量	2269	6583	5260	5787
投资活动产生现金流量	-2445	-247	-466	-419
融资活动产生现金流量	-976	664	875	677
现金净变动	-1152	6999	5669	6045
现金的期初余额	6985	6403	13403	19072
现金的期末余额	5833	13403	19072	25117

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn