

再迎整合发展新机遇

华泰研究

2022年12月08日 | 中国内地

公告点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

10.05

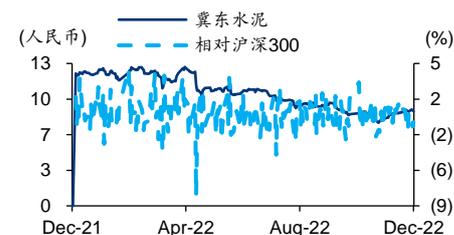
研究员 龚劼
SAC No. S0570519110002 gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354 + (86) 21 2897 2097

研究员 王帅
SAC No. S0570520110001 bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868 + (86) 21 2897 2099

基本数据

目标价(人民币)	10.05
收盘价(人民币 截至12月7日)	8.64
市值(人民币百万)	22,967
6个月平均日成交额(人民币百万)	86.00
52周价格范围(人民币)	7.59-12.68
BVPS(人民币)	11.66

股价走势图



资料来源: Wind

强强联手成立合营公司, 发展迎来新机遇

冀东水泥12月7日公告和天山股份共同出资成立合资公司, 致力于促进东北地区水泥行业的优化升级。公司计划出资9亿元, 占50%, 并对合资公司并表。我们认为这一强强联手有助于: 1) 创造整合发展的新机遇; 2) 优化区域市场竞争格局。考虑到4Q22以来水泥价格依然疲软, 将公司22/23/24年EPS分别下调38.7%/17.0%/9.0%至0.68/1.25/1.41元, 目标价下调3.6%至10.05元, 基于8x2023年P/E, 较可比公司历史平均估值折价20%, 以反映公司核心市场相对更弱的需求前景。虽然水泥行业供需的再平衡路径或仍将波折, 但供需改善的方向已较明确, 维持买入评级。

市场整合带动集中度提升和供给侧优化

虽然合资公司后续的具体投资项目仍具备不确定性, 我们认为对冀东水泥而言, 一个重大的发展新机遇已然明晰。首先, 这一合作深化了东北市场两大企业精诚合作、推动市场整合的共识, 公司凭借市场整合的丰富经验和在东北市场优于同行的竞争优势, 有望推动新一轮的由市场整合带动的发展。其次, 截至2021年, 冀东水泥和天山股份的水泥产能分别占东北市场的9%和23%。合资公司的成立, 有望进一步提升东北市场的集中度, 为区域市场供给侧的进一步优化奠定基础。

旺季不旺, 4Q22 盈利或继续承压

4Q22以来, 水泥市场需求仍然呈现旺季不旺特征, 价格的修复幅度较往年更温和。其中北方(华北/东北/西北, 冀东水泥90%产能位于该区域)市场的表现相对更为疲弱, 4Q22以来最高价格较3Q22低点仅上涨12元/吨, 显著低于南方(华东/华南/西南)的69元/吨。受此影响, 我们预计公司4Q22盈利仍将承压, 同比和环比可能都将继续回落。

2023年需求逐步企稳的方向更为明晰, 虽然路径可能仍有波折

尽管2022年需求的大幅回落使全行业出现了供需失衡和盈利大幅回落的局面, 我们预计2023年行业供需有望逐步恢复平稳。在疫情管控优化、政府致力于扩大内需的情况下, 我们预计2023年需求的逐步企稳有望实现, 从而推动公司利润率的改善。当然, 由于新房销售市场持续疲弱, 房建投资的企稳可能仍需要更长时间, 这可能使供需修复的路径仍显波折。

风险提示: 房地产政策严于预期, 财政资金下沉效果弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	35,480	36,338	34,804	38,574	40,104
+/-%	2.82	2.42	(4.22)	10.83	3.97
归属母公司净利润(人民币百万)	2,850	2,810	1,800	3,315	3,746
+/-%	5.53	(1.40)	(35.96)	84.17	13.00
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.07	1.06	0.68	1.25	1.41
ROE(%)	16.12	12.38	5.77	9.83	10.41
PE(倍)	8.06	8.17	12.76	6.93	6.13
PB(倍)	1.30	0.72	0.73	0.67	0.63
EV EBITDA(倍)	5.11	4.58	13.96	6.99	6.04

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

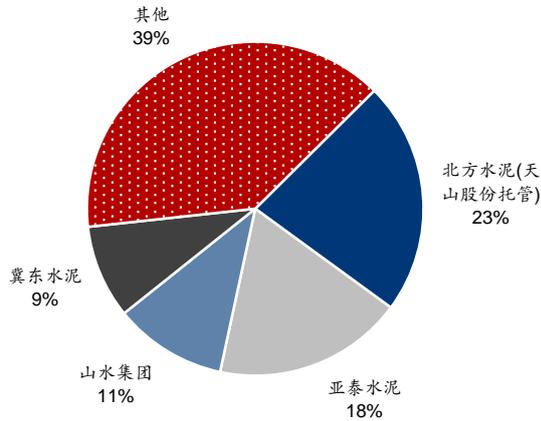
图表1: 目标价和核心假设变化总结表

	调整后	调整前	变化(%)
目标价(元)	10.05	10.43	(3.6)

	2022E			2023E			2024E		
	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)
水泥及熟料销量(千吨)	88,751	92,241	(3.8)	94,076	96,853	(2.9)	96,898	96,853	0.0
水泥及熟料平均销售价格(元/吨)	340	359	(5.4)	353	370	(4.4)	357	370	(3.5)
水泥及熟料吨毛利(元/吨)	62	79	(21.4)	76	90	(15.7)	79	90	(11.7)
营业收入(百万元)	34,804	37,566	(7.4)	38,574	40,887	(5.7)	40,104	41,050	(2.3)
归属于母公司的净利润(百万元)	1,800	2,936	(38.7)	3,315	3,994	(17.0)	3,746	4,130	(9.0)

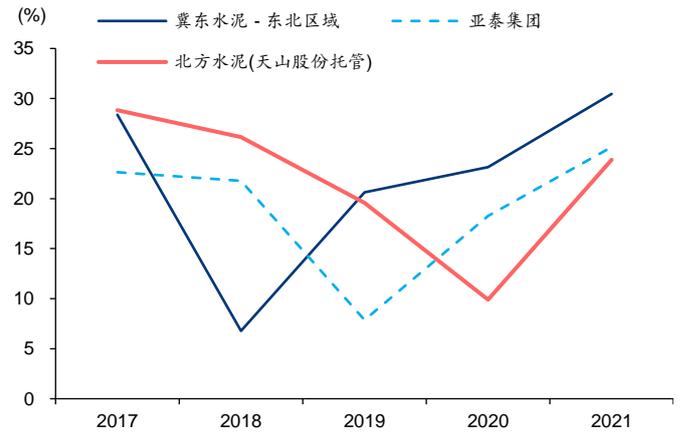
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 东北水泥市场集中度(2021年底)



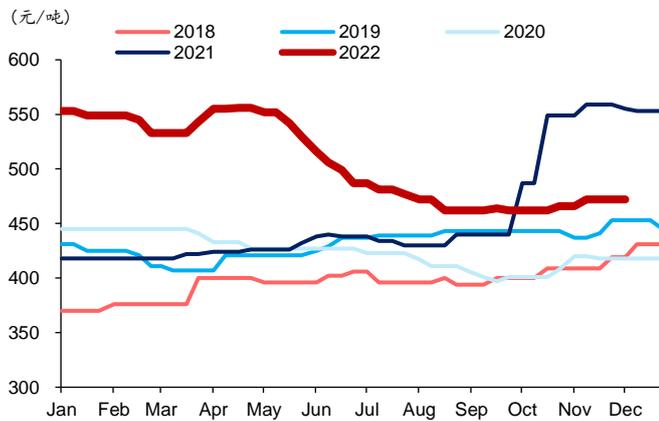
资料来源: 工信部, 华泰研究

图表3: 东北主要水泥企业毛利率



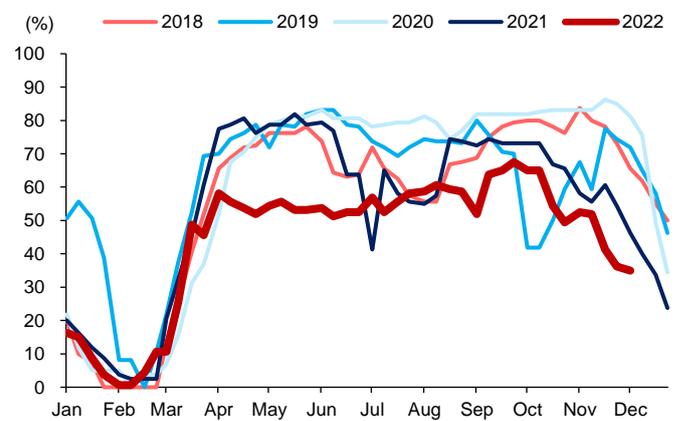
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 华北水泥价格



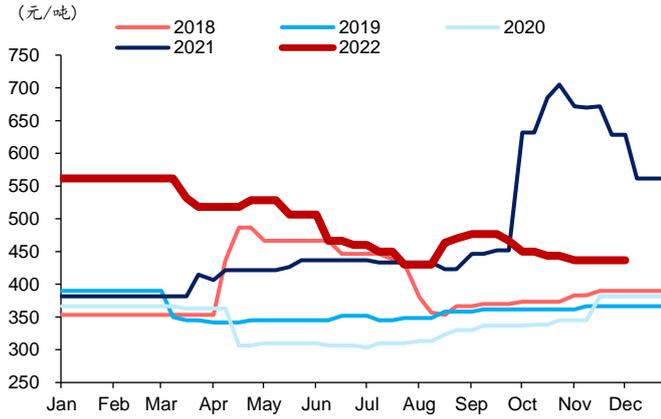
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表5: 华北水泥发货率



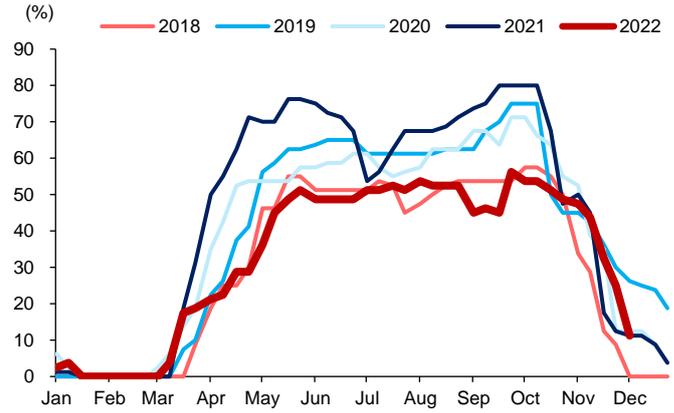
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表6: 东北水泥价格



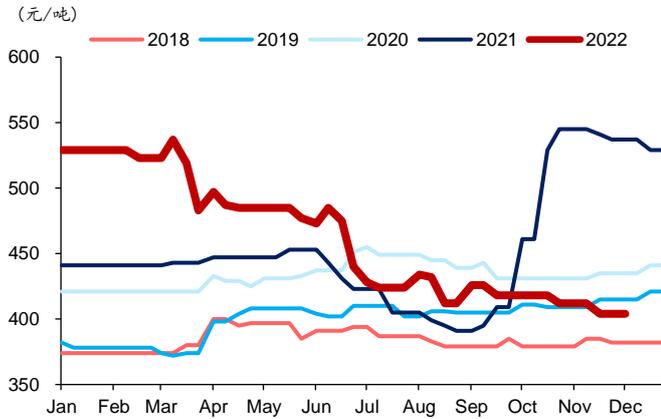
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表7: 东北水泥发货率



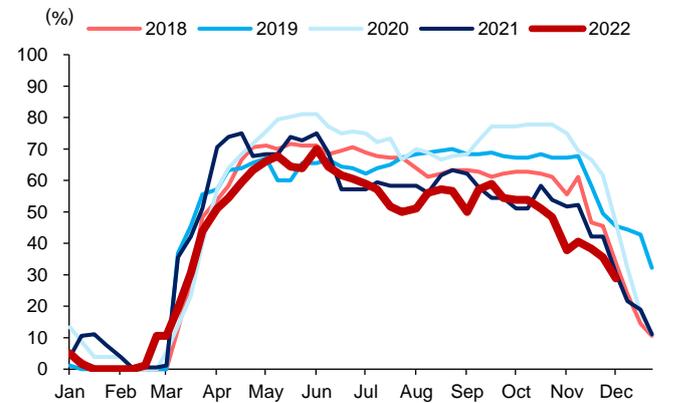
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表8: 西北水泥价格



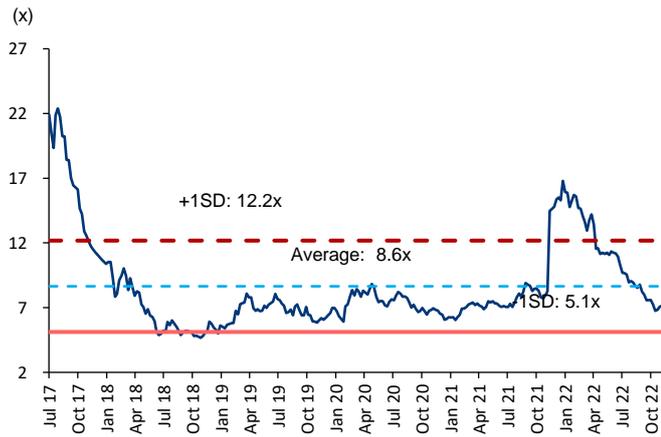
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表9: 西北水泥发货率



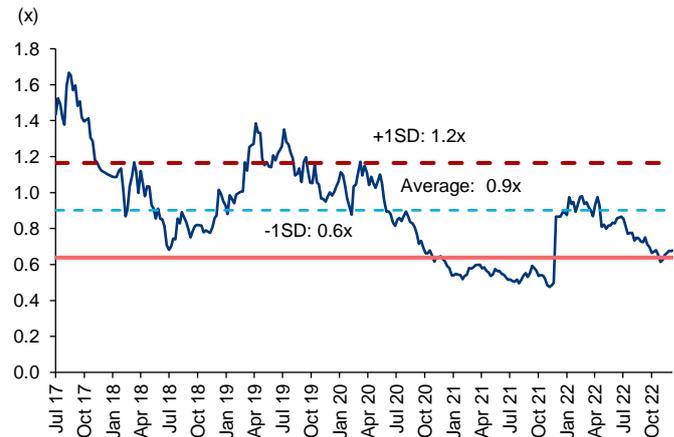
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究预测

图表10: 冀东水泥 P/E bands



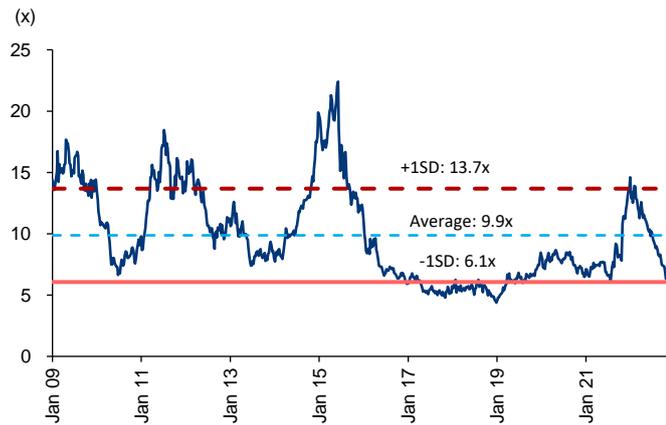
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 冀东水泥 P/B bands



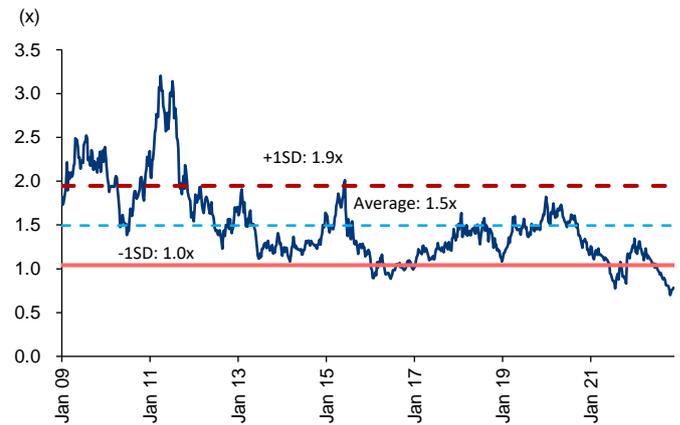
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 可比公司 P/E bands



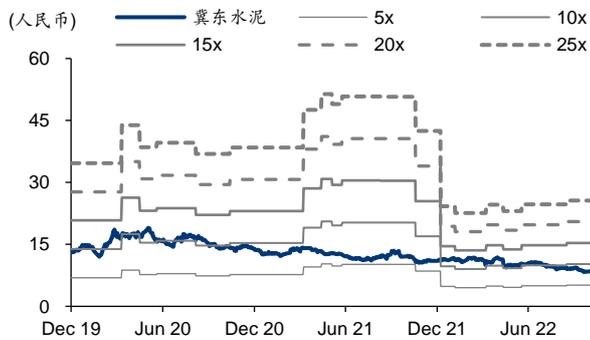
注: 1. 可比公司为海螺水泥-A(600585.SH), 天山股份(000877.SH), 华新水泥(600801.SH); 2. 可比公司 P/E: 可比公司总市值/可比公司归母净利润。
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 可比公司 P/B bands



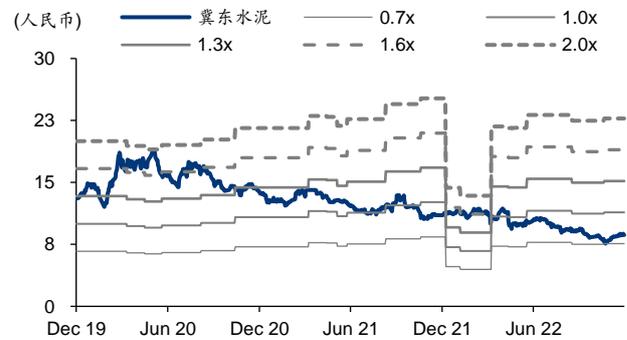
注: 1. 可比公司为海螺水泥-A(600585.SH), 天山股份(000877.SH), 华新水泥(600801.SH); 2. 可比公司 P/E: 可比公司总市值/可比公司归母净资产。
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 冀东水泥 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 冀东水泥 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,969	15,998	16,016	18,914	21,256
现金	5,897	7,496	6,005	9,109	10,706
应收账款	1,972	1,388	1,830	1,736	1,972
其他应收账款	483.27	512.87	513.00	513.00	513.00
预付账款	1,134	980.33	980.00	980.00	980.00
存货	2,707	3,188	3,013	3,591	3,186
其他流动资产	3,776	2,433	3,675	2,985	3,899
非流动资产	42,979	44,333	44,513	44,643	44,691
长期投资	1,780	2,007	2,007	2,007	2,007
固定投资	31,337	32,352	30,213	29,044	28,311
无形资产	5,384	5,906	6,206	6,494	6,770
其他非流动资产	4,478	4,067	6,087	7,098	7,603
资产总计	58,947	60,330	60,529	63,557	65,946
流动负债	13,764	13,535	13,782	14,090	14,021
短期借款	2,346	2,996	6,238	6,238	6,238
应付账款	3,975	4,149	4,396	4,705	4,636
其他流动负债	7,443	6,390	3,148	3,147	3,147
非流动负债	13,034	13,017	13,017	13,017	13,017
长期借款	4,389	4,632	10,861	10,861	10,861
其他非流动负债	8,645	8,385	2,156	2,156	2,156
负债合计	26,798	26,552	26,798	27,107	27,038
少数股东权益	14,438	1,970	2,116	2,385	2,689
股本	1,348	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	3,248	17,258	17,258	17,258	17,258
留存公积	9,700	11,602	10,258	12,378	14,157
归属母公司股东权益	17,711	31,809	31,615	34,065	36,220
负债和股东权益	58,947	60,330	60,529	63,557	65,946

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	8,728	6,211	3,729	7,081	6,263
净利润	5,184	4,182	1,946	3,583	4,049
折旧摊销	3,236	3,304	2,819	2,871	2,952
财务费用	976.33	750.03	626.06	613.01	574.99
投资损失	(439.75)	(464.37)	(400.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(429.83)	(1,767)	(1,262)	513.62	(813.45)
其他经营现金	201.46	207.47	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(2,105)	(1,876)	(2,600)	(2,500)	(2,500)
资本支出	(2,333)	(2,302)	(9,169)	(3,856)	(4,141)
长期投资	(323.48)	(296.50)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	551.88	723.07	6,569	1,356	1,641
筹资活动现金	(6,743)	(2,950)	(2,620)	(1,477)	(2,166)
短期借款	(6,749)	2,319	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,359	635.20	0.00	0.00	0.00
普通股增加	28.27	2,139	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,381)	(8,043)	(2,620)	(1,477)	(2,166)
现金净增加额	(119.14)	1,386	(1,491)	3,104	1,597

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,480	36,338	34,804	38,574	40,104
营业成本	23,057	26,566	27,944	29,760	30,543
营业税金及附加	518.17	549.72	526.52	583.55	606.69
营业费用	1,399	579.65	522.07	578.61	601.55
管理费用	3,831	3,988	3,828	3,935	4,091
财务费用	885.69	655.93	626.06	613.01	574.99
资产减值损失	(31.56)	(77.20)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	439.75	464.37	400.00	500.00	500.00
营业利润	6,755	4,985	1,708	3,555	4,137
营业外收入	88.25	400.40	800.00	1,000	1,000
营业外支出	90.89	75.44	75.44	75.44	75.44
利润总额	6,753	5,310	2,432	4,479	5,062
所得税	1,569	1,128	486.42	895.83	1,012
净利润	5,184	4,182	1,946	3,583	4,049
少数股东损益	2,334	1,372	145.92	268.75	303.69
归属母公司净利润	2,850	2,810	1,800	3,315	3,746
EBITDA	8,071	6,398	2,733	5,054	5,636
EPS (人民币, 基本)	1.96	1.77	0.68	1.25	1.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.82	2.42	(4.22)	10.83	3.97
营业利润	7.11	(26.20)	(65.75)	108.17	16.38
归属母公司净利润	5.53	(1.40)	(35.96)	84.17	13.00
获利能力 (%)					
毛利率	35.01	26.89	19.71	22.85	23.84
净利率	14.61	11.51	5.59	9.29	10.10
ROE	16.12	12.38	5.77	9.83	10.41
ROIC	29.92	13.80	4.65	9.22	10.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.46	44.01	44.27	42.65	41.00
净负债比率 (%)	11.97	13.01	38.80	27.39	21.56
流动比率	1.16	1.18	1.16	1.34	1.52
速动比率	0.85	0.84	0.87	1.02	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.61	0.58	0.62	0.62
应收账款周转率	17.75	21.63	21.63	21.63	21.63
应付账款周转率	5.27	6.54	6.54	6.54	6.54
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.06	0.68	1.25	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	2.34	1.40	2.66	2.36
每股净资产(最新摊薄)	6.66	11.97	11.89	12.81	13.63
估值比率					
PE (倍)	8.06	8.17	12.76	6.93	6.13
PB (倍)	1.30	0.72	0.73	0.67	0.63
EV EBITDA (倍)	5.11	4.58	13.96	6.99	6.04

免责声明

分析师声明

本人, 龚劼、王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华新水泥（600801 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司