

冀东水泥 (000401)

2022 年年报点评: 景气筑底, 关注东北市场格局优化

增持 (维持)

2023 年 04 月 01 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	34,544	35,412	36,730	37,140
同比	-5%	3%	4%	1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,358	1,786	2,516	2,565
同比	-52%	32%	41%	2%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	0.67	0.95	0.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.99	12.92	9.17	8.99

关键词: #行业整合

投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年年报, 报告期内实现营业总收入 345.4 亿元, 同比下滑 4.9%, 实现归母净利润 13.6 亿元, 同比下滑 51.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 71.9 亿元, 同比-29.0%, 实现归母净利润-2.7 亿元。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)。
- **全年水泥熟料业务量减价升, Q4 明显承压, 骨料业务增速较快:** (1) 水泥及熟料全年实现收入 295.3 亿元, 同比-7.5%, 销量 8688 万吨, 同比-12.9%, 经济下行压力加大、房地产探底导致全国性水泥需求下滑; 测算单吨销售均价 339.9 元, 同比+19.6 元, 上半年华北地区水泥价格仍处高位带动全年吨均价同比上升, 下半年价格回落较快。(2) 骨料全年实现收入 11.6 亿元, 同比+18.2%, 报告期内公司进一步延伸骨料产业链, 新增骨料产能 1300 万吨, 截至 2022 年末骨料产能达到 6200 万吨。(3) 危废固废处置业务全年实现收入 12.1 亿元, 同比-15.8%, 公司稳步提升环保产业多元化服务能力, 全年新增处置能力 57 万吨。(4) 22Q4 明显承压, 收入端同比-33.8%, 测算水泥熟料销量同比下滑 277 万吨, 吨均价较 Q3 下滑约 10 元。
- **煤炭价格上行, 停工损失增加导致期间费用率提升, 吨毛利、净利承压下降, 资产负债率小幅提升至 47.4%:** (1) 水泥及熟料毛利率 20.0%, 同比-6.6pct, 吨毛利 68 元, 同比-17 元, 测算吨成本 272 元, 同比+37 元, 分项中单吨燃料及动力成本同比+24 元; 骨料业务毛利率 39.4%, 同比-5.7pct; 危废固废处置毛利率 40.2%, 同比-4.3pct; (2) 期间费用率 15.5%, 对应单吨水泥熟料期间费用 61.7 元, 同比分别+0.9pct/+8.3 元, 停工损失增加导致管理费用率提升 0.7pct。(3) 净利率 4.1%, 同比-7.4pct, 对应单吨水泥熟料净利 16.2 元, 同比-25.7 元, 22Q4 吨净利亏损 16.9 元; (4) 全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比+7.8%, 经营活动净现金流同比-63.5%, 年末资产负债率为 47.4%。同比+3.4pct, 环比三季度末+0.5pct。
- **节后北方区域市场逐步启动, 全年行业景气有望改善, 公司与天山股份开展合作有望优化东北地区市场格局。** 北方区域市场仍在启动进程中, 截至 2023 年 3 月 24 日华北地区出货率 56.3%, 东北地区出货率 38.3%; 受错峰生产影响, 预计公司 23Q1 盈利可能仍处于低位, 自 Q2 起有望逐季改善。公司联合天山股份投资设立新材料产业集团公司, 双方强强联手将带头促进东北地区水泥行业优化升级, 且有望对东北市场生态发挥积极作用。
- **盈利预测与投资评级:** 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 北方市场节后逐步启动, 且区域竞争态势有望进一步优化, 公司盈利有望自二季度起逐季改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 下调 2023-2025 年归母净利润至 17.9/25.2/25.7 亿元 (2023-2024 年预测前值为 48.9/52.4 亿元), 3 月 31 日收盘价对应市盈率 12.9/9.2/9.0 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 原材料价格上升超预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.68
一年最低/最高价	7.53/12.87
市净率(倍)	0.76
流通 A 股市值(百万元)	13,430.55
总市值(百万元)	23,073.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.44
资产负债率(% ,LF)	47.43
总股本(百万股)	2,658.21
流通 A 股(百万股)	1,547.30

相关研究

《冀东水泥(000401): 2022 年一季报点评: Q1 承受成本和疫情集中压力测试, 后续景气有望逐季改善》

2022-04-21

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1: 公司水泥及熟料销量、吨均价情况.....	4
图 2: 公司吨燃料及动力成本、吨毛利情况 (元)	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)	5
图 4: 公司带息债务与负债率情况.....	5
图 5: 华北水泥平均出货率 (%)	6
图 6: 东北水泥平均出货率 (%)	6

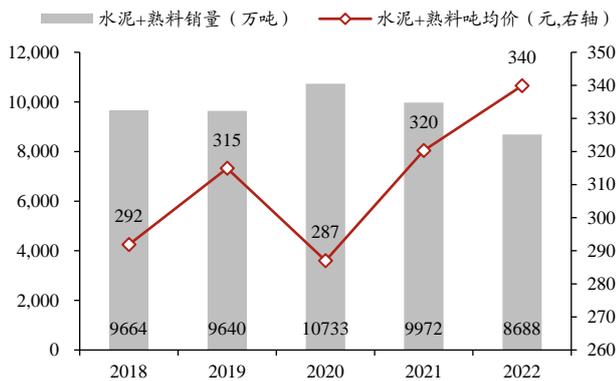
1. 事件

公司披露 2022 年年报，报告期内实现营业总收入 345.4 亿元，同比下滑 4.9%，实现归母净利润 13.6 亿元，同比下滑 51.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 71.9 亿元，同比-29.0%，实现归母净利润-2.7 亿元。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

2. 点评

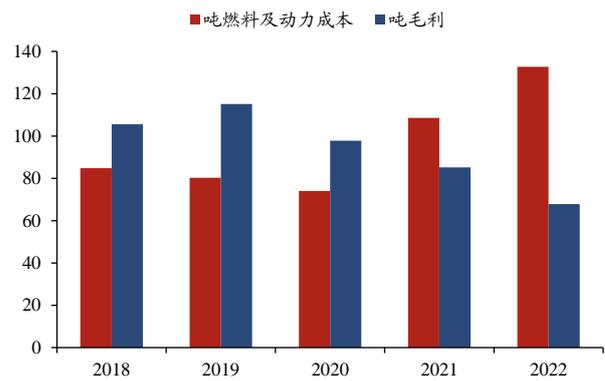
全年水泥熟料业务量减价升，Q4 明显承压，骨料业务增速较快。（1）水泥及熟料业务全年实现收入 295.3 亿元，同比下滑 7.5%，销量 8688 万吨，同比下滑 12.9%，销量下滑主要是受到房地产市场探底带来的全国性水泥需求下滑的影响。我们测算单吨销售均价 339.9 元，同比上升 19.6 元，上半年华北地区水泥价格仍处高位带动全年单吨均价同比上升，下半年价格回落速度较快。（2）骨料业务全年实现收入 11.6 亿元，同比上升 18.2%，报告期内公司进一步延伸骨料产业链，完成铜川公司、磐石公司、焦作新材料骨料项目建设，新增骨料产能 1300 万吨，截至 2022 年末公司骨料产能达到 6200 万吨。（3）危废固废处置业务全年实现收入 12.1 亿元，同比下滑 15.8%，报告期内公司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。（4）Q4 收入端同比下滑 33.8%，我们测算 Q4 水泥熟料销量同比下滑 277 万吨，吨均价较 Q3 下滑约 10 元。

图1：公司水泥及熟料销量、吨均价情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图2：公司吨燃料及动力成本、吨毛利情况（元）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

煤炭价格上行加剧毛利率降幅，毛利率同比下降 6.4pct 至 20.5%。（1）2022 年水泥及熟料业务毛利率为 20.0%，同比下降 6.6pct，对应吨毛利 68 元，同比下滑 17 元，我们测算 2022 年水泥及熟料吨成本为 272 元，同比上升 37 元，主要是受煤炭及电力成本大幅上涨影响。分项来看单吨燃料及动力成本同比上升 24 元，单吨原材料成本同比上升 4 元，单吨折旧成本同比上升 3 元，单吨人工及其他成本同比上升 6 元。（2）骨料

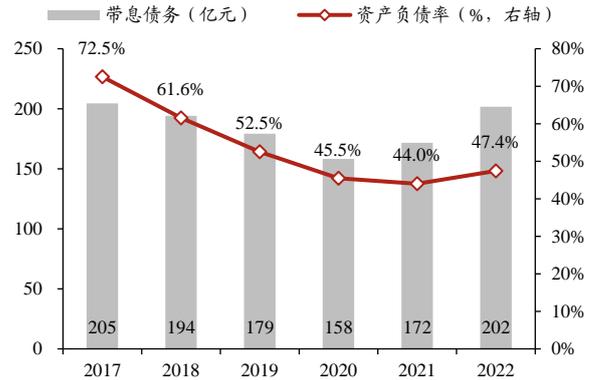
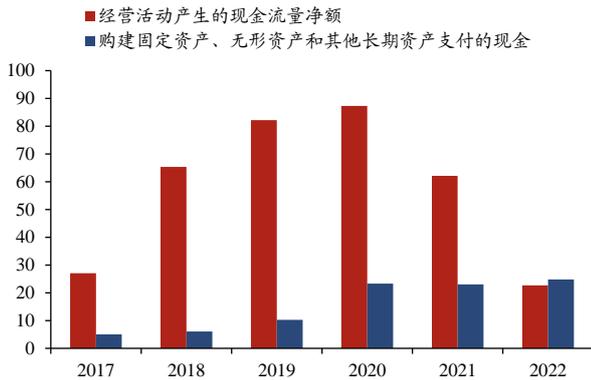
业务毛利率为 39.4%，同比下滑 5.7pct；危废固废处置毛利率为 40.2%，同比下滑 4.3pct。

停工损失增加导致期间费用率提升，吨净利承压下降。(1) 公司 2022 年期间费用率为 15.5%。对应单吨水泥熟料期间费用为 61.7 元，同比分别提升 0.9pct、8.3 元。(2) 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/11.7%/0.3%/2.0%，同比分别变动-0.1pct/+0.7pct/+0.1pct/+0.1pct，其中管理费用率的提升主要是受到停工损失增加的影响。(3) 公司 2022 年信用减值损失为 4148 万元，主要得益于应收账款、其他应收款坏账损失的转回。(4) 公司 2022 年净利率为 4.1%，同比下滑 7.4pct，对应单吨水泥熟料综合净利润为 16.2 元，同比下滑 25.7 元。其中 22Q4 吨净利亏损 16.9 元。

资产负债率小幅提升至 47.4%。(1) 公司 2022 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 24.8 亿元，同比+7.8%，反应行业下行期公司资本开支仍在发力。(2) 公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额为 22.7 亿元，同比下滑 63.5%，其中 22Q4 经营活动产生的现金流量净额为-0.76 亿元。(3) 公司 2022 年末资产负债率为 47.4%。同比上升 3.4pct，环比 2022 年三季度末上升 0.5pct；2022 年末带息债务余额为 201.7 亿元，同比增加 30.1 亿元，环比 2022 年三季度末上升 24.8 亿元。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)

图4: 公司带息债务与负债率情况

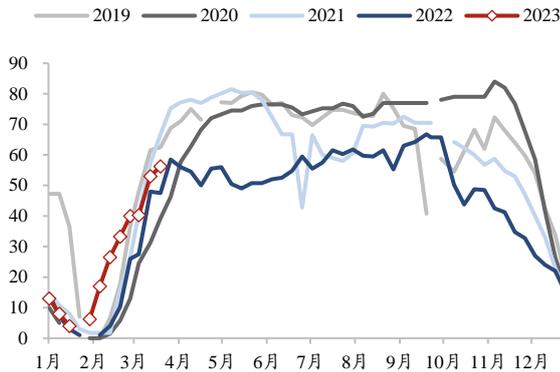


数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

数据来源: 公司年报、Wind、东吴证券研究所

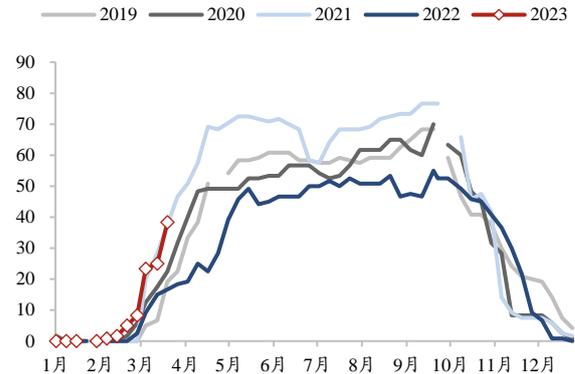
节后北方区域市场逐步启动，全年行业景气有望改善，公司与天山股份开展合作有望优化东北地区市场格局。春节过后北方区域仍在逐步启动的进程之中，截至 2023 年 3 月 24 日华北地区水泥出货率为 56.3%，东北地区水泥出货率为 38.3%，北方地区基建需求占比高，随着基建实物需求加速落地，区域景气有望筑底回升。公司 3 月 28 日发布公告，联合天山股份投资设立的新材料产业集团公司已完成设立登记，双方持股比例各 50%并由公司并表，合资公司将以水泥生产经营服务为核心，强化核心业务的上下游产业链和供应链建设。公司与天山股份强强联手，将带头促进东北地区水泥行业优化升级，且有望对东北市场生态发挥积极作用。

图5: 华北水泥平均出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、东吴证券研究所

图6: 东北水泥平均出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

行业供需平衡重建, 景气底部回升, 公司所在的北方区域市场节后逐步启动, 随着基建实物量加速落地, 地产需求筑底回升, 且区域竞合态势有望进一步优化, 公司盈利有望自二季度起逐季改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们下调 2023-2025 年归母净利润至 17.9/25.2/25.7 亿元 (2023-2024 年预测前值为 48.9/52.4 亿元), 3 月 31 日收盘价对应市盈率 12.9/9.2/9.0 倍, 维持“增持”评级。

4. 风险提示

水泥需求恢复不及预期; 原材料价格上升超预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

冀东水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,160	15,806	16,448	17,095	营业总收入	34,544	35,412	36,730	37,140
货币资金及交易性金融资产	6,403	6,840	7,594	8,053	营业成本(含金融类)	27,468	27,810	28,210	28,643
经营性应收款项	4,361	4,417	4,550	4,606	税金及附加	578	601	619	619
存货	4,285	3,429	3,169	3,296	销售费用	523	544	560	560
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,050	4,015	4,061	3,966
其他流动资产	1,111	1,121	1,135	1,140	研发费用	113	116	120	121
非流动资产	45,859	45,100	44,621	44,162	财务费用	675	567	477	483
长期股权投资	1,651	1,841	2,081	2,321	加:其他收益	474	486	504	510
固定资产及使用权资产	32,939	32,176	31,245	30,236	投资净收益	152	191	241	241
在建工程	1,591	1,195	1,198	1,299	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6,329	6,538	6,748	6,958	减值损失	-50	-130	-134	-136
商誉	385	385	385	385	资产处置收益	20	0	0	0
长期待摊费用	1,479	1,479	1,479	1,479	营业利润	1,733	2,308	3,294	3,362
其他非流动资产	1,485	1,485	1,485	1,485	营业外净收支	88	92	95	95
资产总计	62,019	60,906	61,069	61,257	利润总额	1,822	2,400	3,389	3,457
流动负债	13,594	12,529	12,345	12,159	减:所得税	415	549	782	799
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,012	4,851	4,551	4,251	净利润	1,407	1,851	2,607	2,658
经营性应付款项	4,490	4,546	4,611	4,682	减:少数股东损益	49	65	91	93
合同负债	555	562	570	579	归属母公司净利润	1,358	1,786	2,516	2,565
其他流动负债	2,537	2,571	2,613	2,647	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.67	0.95	0.97
非流动负债	15,822	14,722	13,622	12,522	EBIT	2,249	2,327	3,161	3,230
长期借款	7,023	6,723	6,423	6,123	EBITDA	5,902	6,586	7,590	7,839
应付债券	7,011	6,211	5,411	4,611	毛利率(%)	20.48	21.47	23.20	22.88
租赁负债	128	128	128	128	归母净利率(%)	3.93	5.04	6.85	6.91
其他非流动负债	1,660	1,660	1,660	1,660	收入增长率(%)	-4.94	2.51	3.72	1.11
负债合计	29,416	27,251	25,967	24,681	归母净利润增长率(%)	-51.69	31.58	40.83	1.97
归属母公司股东权益	30,697	31,684	33,040	34,421					
少数股东权益	1,906	1,971	2,062	2,155					
所有者权益合计	32,603	33,655	35,102	36,576					
负债和股东权益	62,019	60,906	61,069	61,257					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,269	6,808	7,027	6,957	每股净资产(元)	11.44	11.81	12.32	12.84
投资活动现金流	-2,445	-3,217	-3,615	-3,815	最新发行在外股份(百万股)	2,658	2,658	2,658	2,658
筹资活动现金流	-976	-3,154	-2,658	-2,683	ROIC(%)	3.35	3.44	4.71	4.81
现金净增加额	-1,152	436	754	459	ROE-摊薄(%)	4.42	5.64	7.61	7.45
折旧和摊销	3,653	4,259	4,429	4,609	资产负债率(%)	47.43	44.74	42.52	40.29
资本开支	-2,258	-3,218	-3,615	-3,815	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.99	12.92	9.17	8.99
营运资本变动	-3,316	827	164	-141	P/B(现价)	0.76	0.73	0.70	0.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

