

冀东水泥 (000401)

证券研究报告

2023年03月30日

水泥量减价增，区域协同仍稳定

22 实现归母净利润 13.58 亿元，同比下降 51.69%

3月28日晚公司发布22年年报，22年实现营收345.44亿元，同比下降4.94%，实现归母净利润13.58亿元，同比下降51.69%，扣非归母净利润11.20亿元，同比下降53.70%。公司22Q4实现收入71.92亿元，同比下滑29.03%，实现归母净利润-2.77亿元，扣非归母净利润-4.05亿元。

22 年水泥量减价增，骨料收入保持较快增长

公司2022年销售水泥和熟料8688万吨，同比下降12.88%，其中水泥销售7796万吨，同比下降13.27%，我们测算公司22年水泥吨均价343元，同比上升19元。公司市场主要集中在华北地区，22年华北地区水泥产量同比下滑10%，但水泥均价和公司单吨售价同比均实现增长，反映出区域较好的协同能力，我们预计23年需求端有望企稳，近期华北水泥价格或已开始恢复，全年价格中枢仍有望上移。受煤炭价格上涨影响，22年水泥吨成本273元，同比上涨37元，最终实现吨毛利70元，同比下滑17元。22年公司骨料收入11.6亿元，同比增长18.2%，公司进一步延伸骨料产业链，完成铜川公司、磐石公司、焦作新材骨料项目建设，新增骨料产能1300万吨，年底骨料产能已达到6200万吨，未来骨料收入仍有望保持较快增长。

费用率有所上涨，资本结构存优化空间

公司22年实现毛利率20.5%，同比下降6.4pct，其中Q4毛利率16.3%，同比/环比分别下滑8.7/1.9pct，盈利或已基本触底。公司22年期间费用率15.5%，同比提升0.8pct，其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.1/+0.7/+0.2pct，管理费用率提升主要系停工损失增加较多。公司22年末有息负债200亿元，同比增长17%，年末资产负债率47.43%，同比小幅提升3.42pct，资本结构或仍有优化空间。

区域供需或仍维持平衡，上调至“买入”评级

公司系北方最大的水泥产业集团，23年华北供需或仍能维持较好的平衡，水泥价格仍有望上涨。考虑到水泥需求恢复缓慢，下调公司23年归母净利润预测至20.2亿元（前值41.10亿元），新增24-25年归母净利润预测至25.2/27.8亿元，参考可比公司估值，给予公司23年1倍目标PB，对应目标价12.44元，上调至“买入”评级。

风险提示：需求下滑超预期，区域竞争加剧，煤炭价格大幅上涨等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,337.57	34,543.64	35,978.15	37,018.31	41,114.46
增长率(%)	2.42	(4.94)	4.15	2.89	11.07
EBITDA(百万元)	8,322.41	5,509.43	6,898.38	7,567.03	8,055.00
净利润(百万元)	2,810.21	1,357.69	2,019.87	2,517.91	2,784.23
增长率(%)	(1.40)	(51.69)	48.77	24.66	10.58
EPS(元/股)	1.06	0.51	0.76	0.95	1.05
市盈率(P/E)	8.14	16.86	11.33	9.09	8.22
市净率(P/B)	0.72	0.75	0.69	0.68	0.65
市销率(P/S)	0.63	0.66	0.64	0.62	0.56
EV/EBITDA	4.88	6.17	3.66	3.64	2.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	8.61元
目标价格	12.44元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,658.21
流通A股股本(百万股)	1,547.30
A股总市值(百万元)	22,887.22
流通A股市值(百万元)	13,322.24
每股净资产(元)	11.44
资产负债率(%)	47.43
一年内最高/最低(元)	12.87/7.53

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



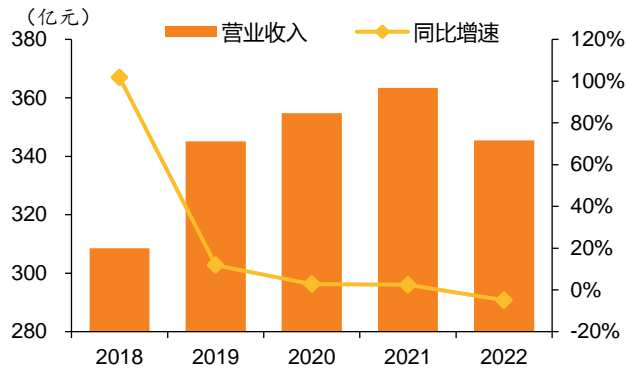
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《冀东水泥-季报点评:Q3业绩承压，Q4有望触底反弹》2021-10-27
- 《冀东水泥-半年报点评:费用优化显成效，盈利能力逆势提升》2021-08-18
- 《冀东水泥-公司深度研究:受益区域供需格局优化，重组注入增长新动能》2021-07-22

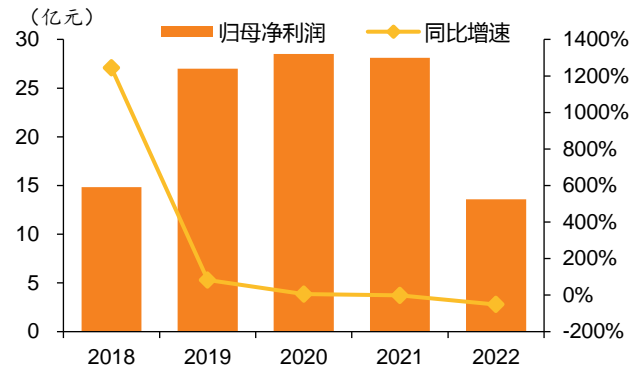
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2022 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2022 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
				2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E
000672.SZ	上峰水泥	113	11.68	8.33	10.19	9.28	10.75	1.40	1.15	1.26	1.09
000877.SZ	天山股份	766	8.84	10.14	9.10	10.14	10.54	0.87	0.97	0.87	0.84
600801.SH	华新水泥	326	15.53	11.24	12.75	13.40	14.68	1.38	1.22	1.16	1.06
平均值								1.22	1.11	1.10	0.99
000401.SZ	冀东水泥	232	8.73	10.59	11.97	11.55	12.44	0.82	0.73	0.76	0.70

注：数据截至 20230330 收盘，除冀东水泥为天风预测外，其余公司 BPS 为 Wind 一致预测，上峰水泥 2022 年为预测值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,496.10	6,403.26	10,679.02	8,655.35	14,926.36
应收票据及应收账款	1,706.74	1,893.37	1,104.81	1,980.05	1,446.16
预付账款	980.33	1,385.92	846.56	1,431.74	1,130.12
存货	3,188.04	4,285.34	2,412.03	3,738.31	3,651.99
其他	2,626.63	2,192.39	3,153.42	2,495.22	2,919.65
流动资产合计	15,997.83	16,160.27	18,195.84	18,300.66	24,074.28
长期股权投资	2,007.50	1,651.03	1,651.03	1,651.03	1,651.03
固定资产	32,351.96	32,458.41	29,948.48	27,406.05	24,831.12
在建工程	998.82	1,590.69	1,890.69	2,290.69	2,690.69
无形资产	5,906.28	6,328.89	6,071.83	5,814.77	5,557.70
其他	3,068.04	3,829.62	3,185.78	2,974.37	2,818.79
非流动资产合计	44,332.60	45,858.65	42,747.82	40,136.90	37,549.33
资产总计	60,330.44	62,018.92	60,943.65	58,437.57	61,623.61
短期借款	2,995.64	3,260.93	2,500.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	4,391.98	4,489.94	5,136.77	4,094.87	6,240.39
其他	5,535.78	5,288.09	7,173.37	5,643.00	7,601.55
流动负债合计	12,923.40	13,038.96	14,810.14	11,737.86	15,841.93
长期借款	4,632.00	7,022.82	2,500.00	2,500.00	0.00
应付债券	6,228.99	7,011.22	6,358.91	6,533.04	6,634.39
其他	2,155.80	1,788.00	2,250.70	2,064.83	2,034.51
非流动负债合计	13,016.79	15,822.04	11,109.60	11,097.87	8,668.90
负债合计	26,551.69	29,416.01	25,919.74	22,835.73	24,510.83
少数股东权益	1,970.24	1,905.99	1,959.14	2,025.40	2,098.67
股本	2,658.21	2,658.21	2,658.21	2,658.21	2,658.21
资本公积	17,258.11	17,257.04	17,257.04	17,257.04	17,257.04
留存收益	11,602.20	10,965.62	11,975.56	13,234.51	14,626.63
其他	289.99	(183.95)	1,173.96	426.67	472.23
股东权益合计	33,778.75	32,602.91	35,023.91	35,601.83	37,112.78
负债和股东权益总计	60,330.44	62,018.92	60,943.65	58,437.57	61,623.61

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,181.82	1,406.88	2,019.87	2,517.91	2,784.23
折旧摊销	3,303.57	3,622.27	3,417.00	3,449.50	3,482.00
财务费用	750.03	744.18	742.23	739.69	791.98
投资损失	(464.37)	(151.94)	(135.00)	(135.00)	(135.00)
营运资金变动	(2,583.23)	(4,389.38)	5,552.29	(4,991.45)	4,861.39
其它	1,023.63	1,037.21	106.31	132.52	146.54
经营活动现金流	6,211.45	2,269.21	11,702.69	1,713.17	11,931.14
资本支出	5,026.68	4,573.25	487.30	1,235.87	1,080.32
长期投资	227.89	(356.47)	0.00	0.00	0.00
其他	(7,130.22)	(6,662.23)	(1,302.30)	(2,150.87)	(1,995.32)
投资活动现金流	(1,875.65)	(2,445.45)	(815.00)	(915.00)	(915.00)
债权融资	2,297.94	2,271.35	(6,906.75)	(749.33)	(3,325.30)
股权融资	10,201.17	(475.01)	294.82	(2,072.51)	(1,419.83)
其他	(15,449.17)	(2,771.88)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,950.06)	(975.55)	(6,611.93)	(2,821.83)	(4,745.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,385.74	(1,151.78)	4,275.76	(2,023.67)	6,271.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,337.57	34,543.64	35,978.15	37,018.31	41,114.46
营业成本	26,566.05	27,468.10	27,300.58	27,615.91	30,690.87
营业税金及附加	549.72	577.74	557.16	555.27	616.72
销售费用	579.65	522.76	539.67	551.57	608.49
管理费用	3,988.02	4,049.74	4,173.47	4,257.11	4,687.05
研发费用	99.68	112.93	117.62	121.02	134.41
财务费用	655.93	675.22	742.23	739.69	791.98
资产/信用减值损失	(105.42)	(19.92)	(66.13)	(63.82)	(49.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	464.37	151.94	135.00	135.00	135.00
其他	(1,445.67)	(728.29)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,985.24	1,733.43	2,616.30	3,248.91	3,669.99
营业外收入	400.40	179.77	222.81	267.66	223.41
营业外支出	75.44	91.43	85.92	84.26	87.21
利润总额	5,310.20	1,821.76	2,753.19	3,432.31	3,806.19
所得税	1,128.38	414.89	627.01	781.88	875.42
净利润	4,181.82	1,406.88	2,126.18	2,650.43	2,930.77
少数股东损益	1,371.61	49.19	106.31	132.52	146.54
归属于母公司净利润	2,810.21	1,357.69	2,019.87	2,517.91	2,784.23
每股收益(元)	1.06	0.51	0.76	0.95	1.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	2.42%	-4.94%	4.15%	2.89%	11.07%
营业利润	-26.20%	-65.23%	50.93%	24.18%	12.96%
归属于母公司净利润	-1.40%	-51.69%	48.77%	24.66%	10.58%
获利能力					
毛利率	26.89%	20.48%	24.12%	25.40%	25.35%
净利率	7.73%	3.93%	5.61%	6.80%	6.77%
ROE	8.83%	4.42%	6.11%	7.50%	7.95%
ROIC	11.77%	4.58%	6.06%	8.69%	8.99%
偿债能力					
资产负债率	44.01%	47.43%	42.53%	39.08%	39.78%
净负债率	28.43%	41.84%	9.14%	14.65%	-9.67%
流动比率	1.18	1.19	1.23	1.56	1.52
速动比率	0.95	0.87	1.07	1.24	1.29
营运能力					
应收账款周转率	18.65	19.19	24.00	24.00	24.00
存货周转率	12.33	9.24	10.74	12.04	11.13
总资产周转率	0.61	0.56	0.59	0.62	0.68
每股指标(元)					
每股收益	1.06	0.51	0.76	0.95	1.05
每股经营现金流	2.34	0.85	4.40	0.64	4.49
每股净资产	11.97	11.55	12.44	12.63	13.17
估值比率					
市盈率	8.14	16.86	11.33	9.09	8.22
市净率	0.72	0.75	0.69	0.68	0.65
EV/EBITDA	4.88	6.17	3.66	3.64	2.35
EV/EBIT	7.82	15.89	7.25	6.69	4.15

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com