

静待供需复苏，关注市场整合新机遇

华泰研究

2023年3月29日 | 中国内地

年报点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

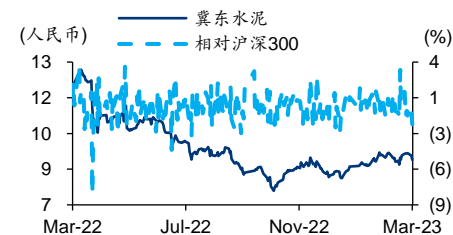
10.25

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)	10.25
收盘价(人民币 截至3月28日)	8.89
市值(人民币百万)	23,632
6个月平均日成交额(人民币百万)	76.02
52周价格范围(人民币)	7.59-12.68
BVPS(人民币)	11.55

股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预告，派息率维持高位

冀东水泥 2023 年实现归属于母公司净利润 13.6 亿元，同比-51.7%，符合业绩预告指引(1月10日预告归母净利润13.5-15.2亿元)。公司建议派息6.7亿元，隐含派息率49.6%，维持高位。综合考虑更低的销量假设和更高的吨毛利假设，我们将公司2023/2024年EPS预测分别下调8.7/9.5%至1.14/1.27元，预测2025年EPS1.34元。目标价上调2.0%至10.25元，基于9x2023年PE，与公司2017年以来的历史平均一致。我们预计2023年水泥行业供需关系有望逐步修复，推动公司盈利改善。公司和天山股份强强联手成立合资公司，有望带来整合发展的新机遇，维持“买入”。

2H22 水泥价格和吨毛利回落，骨料毛利率收缩

公司2H22实现归属于母公司净利润同比-86.3%至2.2亿元，降幅较上半年扩大(1H22:-7.1%)，主要由于水泥和骨料业务的利润率均出现明显回落。水泥和熟料销量4845万吨，同比-6.3%，降幅趋缓(1H22:-19.9%)；价格和吨毛利回落，2H22实现销售均价320元/吨，环比降45元/吨，吨毛利55元/吨，环比降29元/吨。骨料业务实现收入6.3亿元，同比+23.9%，增长有所加速，实现毛利率26.2%，较1H22环比降19个百分点。

行业共识稳固，2023年静待供需复苏

在经历了去年行业供需关系恶化和盈利大幅回落之后，水泥行业维护健康行业生态的共识更强，我们认为这有助于行业避免过度竞争，在供给端根据需求季节性波动实现更灵活和及时的调整。2023年政府稳增长决心坚定，1-2月基础设施建设维持了高增长，有助于托底水泥需求。我们预计行业供需关系在2023年有望实现渐进式的复苏。虽然由于北方市场一季度处于淡季、水泥价格仍处于低位，公司1Q23或面临亏损局面，在行业供需复苏的推动下，公司盈利水平有望实现逐季修复。

强强联手共同赋能，合资公司有望带来整合发展新机遇

公司与天山股份强强联手，近期在辽宁成立了合资公司。在两大水泥企业共同赋能下，我们预计这一合资公司有望在引领东北水泥市场的健康生态方面发挥重要作用。借鉴公司在京津冀和山西市场通过收购兼并、整合市场来优化经营效益的丰富经验，我们预计这一合资公司有望为公司带来新一轮的发展机遇。

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，水泥行业生态建设弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	36,338	34,544	37,247	38,668	39,811
+/-%	2.42	(4.94)	10.83	3.97	3.97
归属母公司净利润(人民币百万)	2,810	1,358	3,027	3,388	3,556
+/-%	(1.40)	(51.69)	122.95	11.93	4.96
EPS(人民币，最新摊薄)	1.06	0.51	1.14	1.27	1.34
ROE(%)	12.38	4.32	8.95	9.47	9.43
PE(倍)	8.41	17.41	7.81	6.98	6.65
PB(倍)	0.74	0.77	0.72	0.68	0.64
EV EBITDA(倍)	4.69	11.30	10.63	9.48	8.88

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 核心假设、盈利预测和目标价调整

	调整后	调整前	变化(%)			
目标价 (元)	10.25	10.05	2.0			
	2023E			2024E		
	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)	90,355	94,076	(4.0)	93,066	96,898	(4.0)
水泥及熟料平均销售价格 (元/吨)	353	353	0.1	357	357	0.1
水泥及熟料吨毛利 (元/吨)	84	76	11.3	88	79	10.8
营业收入 (百万元)	37,247	38,574	(3.4)	38,668	40,104	(3.6)
归属于母公司净利润 (百万元)	3,027	3,315	(8.7)	3,388	3,746	(9.5)

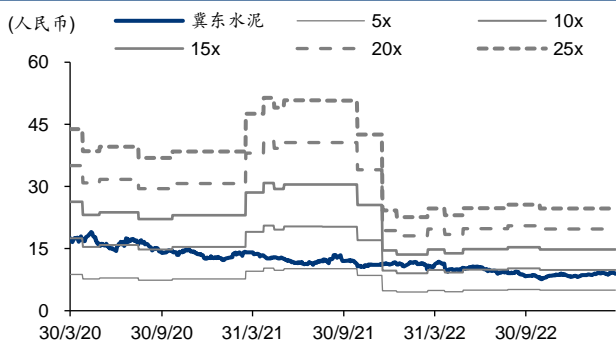
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 冀东水泥业绩总结

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
水泥业务								
水泥和熟料销量(万吨)	1,500	3,300	2,955	2,217	1,153	2,690	2,889	1,956
销售均价(元/吨)	300	293	293	412	373	362	321	319
销售成本(元/吨)	(232)	(204)	(227)	(295)	(298)	(274)	(267)	(262)
吨毛利(元/吨)	68	89	66	117	75	88	54	57
收入 (百万元)	3,763	7,424	12,027	10,013	4,760	(26,800)	12,027	40,146
成本 (百万元)	(4,105)	(6,461)	(6,949)	(7,553)	(4,857)	19,359	(6,949)	(32,180)
毛利润(百万元)	(342)	963	5,078	2,461	(97)	(7,441)	5,078	7,966
财务数据(百万元)								
营业收入	5,096	11,220	9,888	10,134	4,968	11,877	10,506	7,192
同比(%)	64.4%	0.6%	-9.3%	-1.9%	-2.5%	5.9%	6.3%	-29.0%
营业成本	(3,778)	(7,686)	(7,500)	(7,602)	(3,945)	(8,913)	(8,591)	(6,018)
毛利润 (除营业税金及附加前)	1,318	3,534	2,388	2,532	1,023	2,964	1,915	1,174
营业税金及附加	(88)	(169)	(147)	(146)	(100)	(173)	(151)	(154)
毛利润 (除营业税金及附加后)	1,230	3,365	2,241	2,385	923	2,791	1,763	1,021
营业费用	(231)	(281)	(307)	239	(128)	(121)	(146)	(128)
管理费用	(914)	(825)	(969)	(1,379)	(897)	(996)	(1,058)	(1,212)
财务费用	173	166	133	184	166	168	145	196
利润总额	8	2,567	1,244	1,491	(273)	1,831	589	(326)
所得税	(30)	(519)	(235)	(344)	17	(345)	(85)	(2)
净利润	(22)	2,049	1,009	1,146	(256)	1,487	504	(328)
少数股东损益	(29)	(769)	(416)	(157)	23	(113)	(11)	51
归属母公司所有者净利润	(51)	1,279	593	989	(233)	1,374	493	(277)

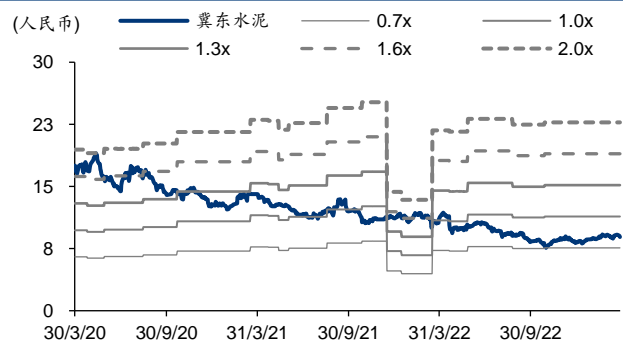
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 冀东水泥 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,998	16,160	17,035	17,355	18,006
现金	7,496	6,403	7,295	7,141	7,852
应收账款	1,388	1,649	1,625	1,774	1,726
其他应收账款	512.87	381.93	379.00	379.00	379.00
预付账款	980.33	1,386	1,386	1,386	1,386
存货	3,188	4,285	3,435	4,484	3,639
其他流动资产	2,433	2,054	2,915	2,191	3,024
非流动资产	44,333	45,859	47,653	49,358	50,922
长期投资	2,007	1,651	1,651	1,651	1,651
固定投资	32,352	32,458	30,467	30,104	30,473
无形资产	5,906	6,329	6,727	7,101	7,451
其他非流动资产	4,067	5,420	8,808	10,502	11,347
资产总计	60,330	62,019	64,688	66,712	68,928
流动负债	13,535	13,594	13,800	13,816	14,029
短期借款	2,996	3,261	6,012	6,012	6,012
应付账款	4,149	4,219	4,425	4,442	4,655
其他流动负债	6,390	6,114	3,363	3,362	3,362
非流动负债	13,017	15,822	15,822	15,822	15,822
长期借款	4,632	7,023	14,034	14,034	14,034
其他非流动负债	8,385	8,799	1,788	1,788	1,788
负债合计	26,552	29,416	29,622	29,638	29,851
少数股东权益	1,970	1,906	2,016	2,138	2,267
股本	2,658	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	17,258	17,257	17,257	17,257	0.00
留存公积	11,602	10,966	11,431	12,977	14,496
归属母公司股东权益	31,809	30,697	33,050	34,936	36,810
负债和股东权益	60,330	62,019	64,688	66,712	68,928

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	6,211	2,269	6,692	6,472	7,517
净利润	4,182	1,407	3,137	3,511	3,685
折旧摊销	3,304	3,622	3,083	3,172	3,312
财务费用	750.03	744.18	749.53	746.72	744.59
投资损失	(464.37)	(151.94)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(1,767)	(3,316)	222.54	(457.41)	273.71
其他经营现金	207.47	(36.25)	0.01	0.00	2.00
投资活动现金	(1,876)	(2,445)	(4,377)	(4,377)	(4,376)
资本支出	(2,302)	(2,482)	(11,772)	(5,746)	(5,868)
长期投资	(296.50)	(482.62)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	723.07	518.93	7,395	1,369	1,492
筹资活动现金	(2,950)	(975.55)	8,338	(2,250)	(2,427)
短期借款	2,319	265.29	2,751	0.00	0.00
长期借款	635.20	2,391	7,011	0.00	0.00
普通股增加	2,139	45.88	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	(8,043)	(3,678)	(1,424)	(2,250)	(2,427)
现金净增加额	1,386	(1,152)	10,653	(154.22)	714.76

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,338	34,544	37,247	38,668	39,811
营业成本	26,566	27,468	28,374	29,104	29,856
营业税金及附加	549.72	577.74	623.00	647.00	666.00
营业费用	579.65	522.76	564.00	585.00	602.00
管理费用	3,988	4,050	4,283	4,447	4,578
财务费用	655.93	675.22	749.53	746.72	744.59
资产减值损失	(77.20)	(91.89)	0.00	0.00	0.00
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	500.00	500.00	500.00
营业利润	4,985	1,733	3,154	3,638	3,863
营业外收入	400.40	179.77	1,000	1,000	1,000
营业外支出	75.44	91.43	91.00	91.00	91.00
利润总额	5,310	1,822	4,062	4,547	4,772
所得税	1,128	414.89	925.00	1,035	1,087
净利润	4,182	1,407	3,137	3,511	3,685
少数股东损益	1,372	49.19	109.68	122.76	128.84
归属母公司净利润	2,810	1,358	3,027	3,388	3,556
EBITDA	6,398	2,890	3,760	4,245	4,470
EPS (人民币, 基本)	1.77	0.51	1.14	1.27	1.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	2.42	(4.94)	10.83	3.97	3.97
营业利润	(26.20)	(65.23)	81.95	15.35	6.18
归属母公司净利润	(1.40)	(51.69)	122.95	11.93	4.96
获利能力 (%)					
毛利率	26.89	20.48	23.82	24.73	25.01
净利率	11.51	4.07	8.42	9.08	9.26
ROE	12.38	4.32	8.95	9.47	9.43
ROIC	13.80	5.33	5.99	6.57	6.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.01	47.43	45.79	44.43	43.31
净负债比率 (%)	13.01	21.89	40.87	39.07	35.25
流动比率	1.18	1.19	1.23	1.26	1.28
速动比率	0.84	0.72	0.89	0.83	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.56	0.59	0.59	0.59
应收账款周转率	21.63	22.75	22.75	22.75	22.75
应付账款周转率	6.54	6.56	6.56	6.56	6.56
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.51	1.14	1.27	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	0.85	2.52	2.43	2.83
每股净资产(最新摊薄)	11.97	11.55	12.43	13.14	13.85
估值比率					
PE (倍)	8.41	17.41	7.81	6.98	6.65
PB (倍)	0.74	0.77	0.72	0.68	0.64
EV EBITDA (倍)	4.69	11.30	10.63	9.48	8.88

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2023年华泰证券股份有限公司