

冀东水泥 (000401.SZ)

2022 年年报点评：业绩承压明显，加强区域市场整合

买入

核心观点

营收保持相对平稳，业绩承压明显。2022 年公司实现营业收入 345.44 亿元，同比-4.94%，归母净利润 13.58 亿元，同比-51.69%，基本 EPS 为 0.513 元/股，拟 10 派 1.5 元（含税），符合此前业绩预告，其中 Q4 单季度营收和归母净利润分别为 71.92 亿元和-2.77 亿元，分别同比-29.03%和-127.96%。业绩全年承压主要由于疫情反复和地产行业下行等因素导致水泥熟料销量下降，同时，原燃材料价格同比大幅上涨。

盈利水平有所承压，骨料业务扩张顺利。公司全年水泥熟料销量 8688 万吨，同比-12.9%，我们测算公司水泥熟料吨价格/吨成本/吨毛利分别为 339.9/272.1/67.8 元，分别同比+19.6/+36.9/-17.3 元。受骨料业务产能投放，全年骨料业务收入 11.57 亿元，同比+18.17%。报告期内，公司期间费用率同比+0.87pct 至 15.52%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.08/+0.75/+0.15/+0.05pct 至 1.51%/11.72%/1.95%/0.33%。受价格段和成本端影响，全年经营性净现金流为 22.69 亿元，同比-63.5%。报告期末，公司资产负债率为 47.43%，较上年末提高 3.42pct，未来仍有一定下行空间。

加强区域水泥市场整合，积极完善产业链布局。报告期内，公司与天山股份投资成立辽宁金中水泥集团有限公司，未来有望促进辽宁乃至东北地区水泥产业优化升级，提升企业经营效率。产业链方面，公司完成了山西环保的股权收购、磐石建材产业园项目土建及主机设备安装，同时，完成铜川、磐石、焦作新材骨料项目建设，新增骨料产能 1300 万吨，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，综合竞争实力更上一层。

风险提示：供给增加超预期；需求不及预期；成本上涨超预期。

投资建议：供需格局有望改善，维持“买入”评级。

公司作为北方区域水泥龙头企业，积极推动区域产业整合，强化协同发展，促进供需格局改善，同时，加强产业链骨料和环保业务的布局发展。在“稳中有进”的全年工作总基调下，预计全年水泥需求有望保持逐步复苏趋势，考虑到北方区域整体水泥产能仍然过剩，结合公司经营计划，调整盈利预测，预计 2023-25 年 EPS 至 0.72/0.91/1.01 元/股（23-24 前值为 1.26/1.31 元/股），对应 PE 为 12.0/9.5/8.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,338	34,544	36,024	37,381	38,653
(+/-%)	2.4%	-4.9%	4.3%	3.8%	3.4%
净利润(百万元)	2810	1358	1926	2419	2677
(+/-%)	-1.4%	-51.7%	41.9%	25.6%	10.7%
每股收益(元)	1.77	0.51	0.72	0.91	1.01
EBIT Margin	12.5%	5.2%	7.9%	9.2%	9.5%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	4.4%	6.0%	7.2%	7.5%
市盈率 (PE)	4.9	17.0	12.0	9.5	8.6
EV/EBITDA	6.5	10.1	8.0	7.1	6.7
市净率 (PB)	0.73	0.75	0.72	0.68	0.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.68 元
总市值/流通市值	23073/13431 百万元
52 周最高价/最低价	12.87/7.53 元
近 3 个月日均成交额	81.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《冀东水泥 (000401.SZ) - 2022 半年报点评：Q2 业绩小幅增长，盈利水平保持韧性》——2022-08-25
- 《冀东水泥 (000401.SZ) - 需求下行致 Q1 业绩承压，静待区域建设发力》——2022-04-24
- 《冀东水泥 (000401.SZ) - 高分红提供安全边际，看好未来发展韧性》——2022-03-17
- 《冀东水泥-000401-重大事件快评：现金分红比例提升，安全边际凸显》——2021-11-22
- 《冀东水泥-000401-2021 年中报点评：区域需求持续释放，重组助力未来发展》——2021-08-18

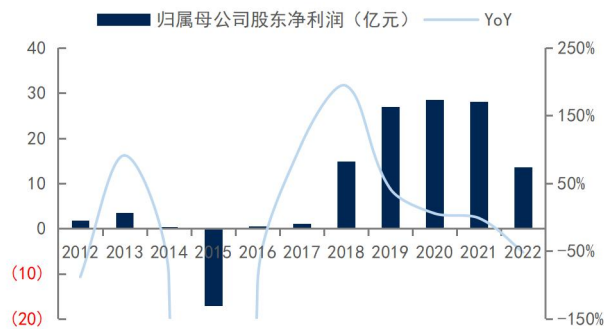
营收保持相对平稳，业绩承压明显。2022 年公司实现营业收入 345.44 亿元，同比-4.94%，归母净利润 13.58 亿元，同比-51.69%，基本 EPS 为 0.513 元/股，符合此前业绩预告，其中 Q4 单季度营收和归母净利润分别为 71.92 亿元和-2.77 亿元，分别同比-29.03%和-127.96%。公司业绩全年整理承压主要由于疫情反复和地产行业下行等因素导致水泥熟料销量下降，同时，原燃材料价格同比大幅上涨。

图1：冀东水泥营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

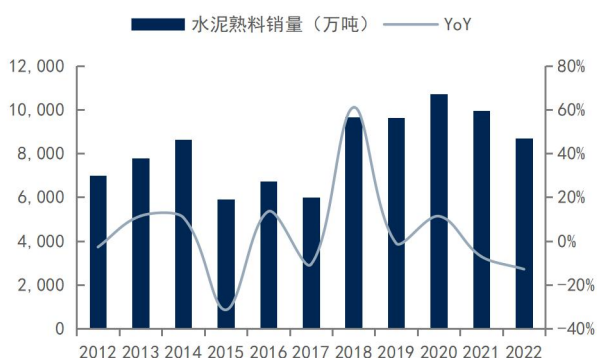
图2：冀东水泥归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2015年增速为-5041.9%）

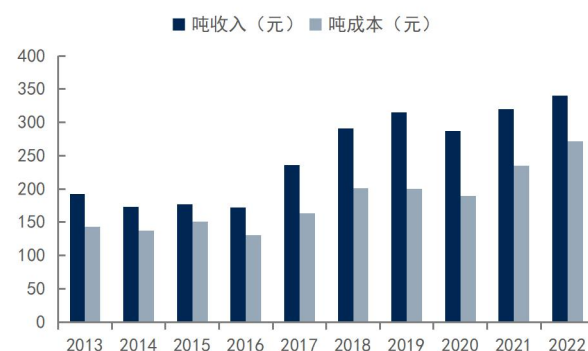
盈利水平有所承压，骨料业务扩张顺利。公司全年水泥熟料销量 8688 万吨，同比-12.9%，我们测算公司水泥熟料吨价格/吨成本/吨毛利分别为 339.9/272.1/67.8 元，分别同比+19.6/+36.9/-17.3 元。受骨料业务产能投放，全年骨料业务收入 11.57 亿元，同比+18.17%。报告期内，公司期间费用率同比+0.87pct 至 15.52%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.08/+0.75/+0.15/+0.05pct 至 1.51%/11.72%/1.95%/0.33%。受价格段和成本端影响，全年经营性净现金流为 22.69 亿元，同比-63.5%。报告期末，公司资产负债率为 47.43%，较上年末提高 3.42pct，未来仍有一定下行空间。

图3：公司水泥熟料销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司水泥熟料吨收入和吨成本



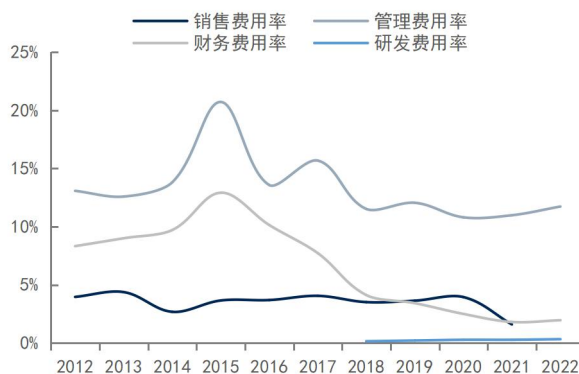
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 冀东水泥吨毛利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 冀东水泥期间费用率 (%)



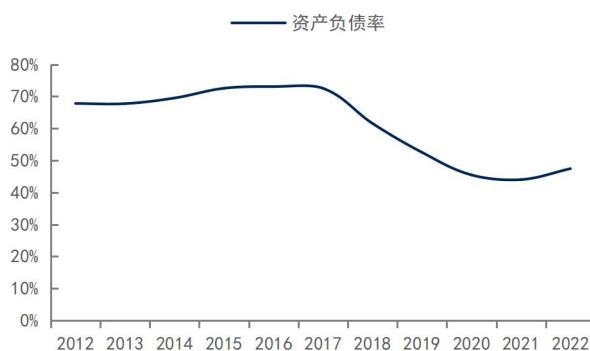
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 冀东水泥经营性净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 冀东水泥资产负债率仍有改善空间 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加强区域水泥市场整合, 积极完善产业链布局。报告期内, 公司与天山股份投资成立辽宁金中水泥集团有限公司, 未来有望促进辽宁乃至东北地区水泥产业优化升级, 提升企业经营效率。产业链方面, 公司完成了山西环保的股权收购、磐石建材产业园项目土建及主机设备安装, 同时, 完成铜川、磐石、焦作新材骨料项目建设, 新增骨料产能 1300 万吨, 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, 综合竞争实力更上一层。

供需格局有望改善, 维持“买入”评级。公司作为北方区域水泥龙头企业, 积极推动区域产业整合, 强化协同发展, 促进供需格局改善, 同时, 加强产业链骨料和环保业务的布局发展。在“稳中有进”的全年工作总基调下, 预计全年水泥需求有望保持逐步复苏趋势, 考虑到北方区域整体水泥产能仍然过剩, 结合公司经营计划, 调整盈利预测, 预计 2023-25 年 EPS 至 0.72/0.91/1.01 元/股 (23-24 前值为 1.26/1.31 元/股), 对应 PE 为 12.0/9.5/8.6x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7496	6403	8757	11592	15334	营业收入	36338	34544	36024	37381	38653
应收款项	2220	2273	2323	2362	2394	营业成本	26566	27468	27918	28521	29376
存货净额	3188	4285	3813	4137	4124	营业税金及附加	550	578	574	595	616
其他流动资产	3094	3199	3202	3392	3471	销售费用	580	523	504	561	618
流动资产合计	15998	16160	18095	21483	25324	管理费用	3988	4050	4036	4103	4157
固定资产	33351	34049	33064	31592	29787	研发费用	100	113	154	178	204
无形资产及其他	5906	6329	6077	5825	5572	财务费用	656	675	692	621	539
投资性房地产	3068	3830	3830	3830	3830	投资收益	464	152	308	308	308
长期股权投资	2007	1651	1587	1376	1239	资产减值及公允价值变动	77	92	85	85	85
资产总计	60330	62019	62652	64106	65752	其他收入	445	240	(154)	(178)	(204)
短期借款及交易性金融负债	6238	6012	6000	6006	6003	营业利润	4985	1733	2538	3193	3536
应付款项	4392	4490	4541	4612	4749	营业外净收支	325	88	20	20	20
其他流动负债	2905	3092	3051	3139	3212	利润总额	5310	1822	2558	3213	3556
流动负债合计	13535	13594	13591	13756	13965	所得税费用	1128	415	563	707	783
长期借款及应付债券	10861	14034	13804	13804	13804	少数股东损益	1372	49	69	87	96
其他长期负债	2156	1788	1278	839	364	归属于母公司净利润	2810	1358	1926	2419	2677
长期负债合计	13017	15822	15082	14643	14168	现金流量表 (百万元)					
负债合计	26552	29416	28673	28399	28133	净利润	2810	1358	1926	2419	2677
少数股东权益	1970	1906	1933	1968	2006	资产减值准备	32	(55)	0	(2)	(3)
股东权益	31809	30697	32045	33739	35612	折旧摊销	3127	3371	3622	3812	3945
负债和股东权益总计	60330	62019	62652	64106	65752	公允价值变动损失	(77)	(92)	(85)	(85)	(85)
关键财务与估值指标						财务费用	656	675	692	621	539
每股收益	1.77	0.51	0.72	0.91	1.01	营运资本变动	(1707)	(2154)	(81)	(835)	(364)
每股红利	1.07	1.06	0.22	0.27	0.30	其它	(44)	2	27	37	41
每股净资产	11.97	11.55	12.06	12.69	13.40	经营活动现金流	4141	2430	5410	5346	6212
ROIC	7%	2%	4%	5%	6%	资本开支	0	(3858)	(2301)	(2001)	(1801)
ROE	9%	4%	6%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	27%	20%	22%	24%	24%	投资活动现金流	(228)	(3501)	(2237)	(1791)	(1664)
EBIT Margin	13%	5%	8%	9%	10%	权益性融资	0	46	0	0	0
EBITDA Margin	21%	15%	18%	19%	20%	负债净变化	243	2391	(230)	0	0
收入增长	2%	-5%	4%	4%	3%	支付股利、利息	(2833)	(2811)	(578)	(726)	(803)
净利润增长率	-1%	-52%	42%	26%	11%	其它融资现金流	2867	772	(12)	6	(3)
资产负债率	47%	51%	49%	47%	46%	融资活动现金流	(2314)	(22)	(819)	(720)	(806)
息率	12.3%	12.2%	2.5%	3.1%	3.5%	现金净变动	1600	(1093)	2354	2835	3742
P/E	4.9	17.0	12.0	9.5	8.6	货币资金的期初余额	5897	7496	6403	8757	11592
P/B	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	货币资金的期末余额	7496	6403	8757	11592	15334
EV/EBITDA	6.5	10.1	8.0	7.1	6.7	企业自由现金流	0	(1241)	3453	3644	4652
						权益自由现金流	0	1922	2672	3165	4228

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032