



股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.86
总股本/流通股本(亿股)	26.58 / 15.47
总市值/流通市值(亿元)	209 / 122
52周内最高/最低价	11.16 / 7.59
资产负债率(%)	47.5%
市盈率	15.32
第一大股东	北京金隅集团股份有限公司
持股比例(%)	44.3%

研究所

分析师:丁士涛
SAC 登记编号:S1340522090005
Email:dingshitao@cnpsec.com
研究助理:刘依然
SAC 登记编号:S1340122090020
Email:liuyiran@cnpsec.com

冀东水泥(000401)

业绩底部或已确立，盈利逐季修复可期

● 事件：

公司发布2023年一季度报告，2023 Q1实现营业收入为51.84亿元，同比增长4.35%；归母净利润为-7.92亿元，上年同期为-2.33亿元；扣非归母净利润为-8.29亿元，上年同期为-2.50亿元。

● Q1水泥量增价减，业绩底部或已确立

2023 Q1，华北地区水泥产量为2863万吨，同比增长24.29%；2023 Q1河北/山西/内蒙古/天津/北京水泥发运率分别为34.1%/31.8%/15.2%/22.3%/21.4%，分别同比提高11.7/7.0/9.0/3.3/4.7 pct。根据华北地区水泥的产量和发运率增幅，我们预计公司2023Q1水泥销售量同比或有两位数增长，而公司业绩低于预期我们认为主要由于1) 2023Q1华北地区水泥需求虽同比提升明显，价格方面却延续跌势；根据中国水泥网数据，2023 Q1，北京/天津/河北/山西/内蒙古PO 42.5散装水泥均价分别为465/408/437/455/458元/吨，分别同比下降20.9%/24.3%/15.5%/10.0%/3.5%，环比2022 Q4下降13.1%/11.2%/7.3%/6.6%/0.4%。2) 成本方面，公司2022年水泥及熟料吨成本为272.1元/吨，同比提高36.9(+15.7%)元/吨；其中，原材料/燃料及动力/折旧/人工及其他单位成本分别为82.3/132.7/17.6/39.5元/吨，分别同比提高3.8(+4.9%)/24.1(+22.2%)/2.9(+19.4%)/6.1(+18.4%)元/吨。2023 Q1，秦皇岛动力煤(山西优混Q>5500)平仓均价为1134元/吨，同比下降1.8%，环比2022 Q4下降20.1%；但考虑到公司会计处理上对大宗原材料按照加权平均计价，2023 Q1动力煤价格下降并未完全体现在报表上。

● Q2华北区域需求启动，盈利有望逐季修复

需求端来看，进入3月以来，随着北方地区气温回升，工程项目复工带动水泥需求修复。4月初，京津冀受沙尘暴天气影响项目施工受阻，一定程度扰动水泥需求，但仍好于上年同期。2023 Q1，北京/天津/河北/山西/内蒙古固定资产投资施工项目计划总投资分别同比增长4.1%/17.3%/19.6%/6.3%/12.0%；房地产开发投资完成额分别同比+9.80%/-36.50%/-4.50%/+2.40%/+5.60%。我们认为随着雄安新区重点工程等重大基建工程项目建设提速以及房地产端降幅边际收敛，华北地区2023年水泥需求将获得支撑。2023 Q2起，依托北方地区水泥行业较好的共识自律意识，冀中南等多地水泥企业启动非采暖季错峰生产以消化库存，有望推动华北地区水泥价格修复。同时，动力煤价格边际下滑将带来成本端压力缓解。费用方面来看，2023 Q1，公司期间费用率为22.69%，同比下降1.28 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为2.45%/16.74%/0.49%/3.02%，分别同比-0.13/-0.84/+0.02/-0.32 pct；2023年是公司“管理效益提升年”，公司将继续推进集约化采购降低采购成本、研判把控生产节奏、降低管理费用等方式降本增效，后续期间费用率有望逐步下降。

● 联手天山整合辽宁水泥市场，提升东北区域市占率

2022/12/8，公司公告与天山股份成立合资公司，首先整合公司及中国建材在辽宁的水泥资产，提升企业经营效率。中长期来看，公司将持续深化辽宁乃至东北区域的水泥市场整合，改善行业生态，进而推动东北地区水泥市场的效益优化。2022年，公司在东北地区实现营业收入为 20.77 亿元，占公司主营业务收入的 6.0%。截至 2022 年底，公司在黑龙江/吉林/辽宁的水泥熟料产能占各省总产能的比例分别为 16.09%/11.09%/3.63%，公司在东北区域市占率仍有广阔的提升空间。

● 盈利预测与投资建议

公司是华北区域水泥龙头，水泥产能位居全国第三。短期来看，随着华北水泥市场景气度逐渐复苏，公司业绩有望逐季修复。中长期来看，公司积极推进东北、西北地区水泥市场整合优化，在北方地区市占率有望进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.83/16.98/19.07 亿元，EPS 分别为 0.56/0.64/0.72 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

基建、房地产投资增速大幅下降风险；煤炭价格持续上涨超出预期；水泥行业供给端格局优化不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	34544	36125	37395	38587
增长率（%）	-4.94	4.58	3.52	3.19
EBITDA（百万元）	5902.16	6559.30	6919.13	7200.02
归属母公司净利润（百万元）	1357.69	1482.92	1698.08	1907.34
增长率（%）	-51.69	9.22	14.51	12.32
EPS（元/股）	0.51	0.56	0.64	0.72
市盈率（P/E）	15.43	14.13	12.34	10.98
市净率（P/B）	0.68	0.67	0.64	0.62
EV/EBITDA	6.04	4.80	3.97	3.20

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	34544	36125	37395	38587	营业收入	-4.9%	4.6%	3.5%	3.2%
营业成本	27468	28415	29197	29983	营业利润	-65.2%	10.5%	15.3%	13.2%
税金及附加	578	604	625	645	归属于母公司净利润	-51.7%	9.2%	14.5%	12.3%
销售费用	523	547	566	584	获利能力				
管理费用	4050	4235	4384	4524	毛利率	20.5%	21.3%	21.9%	22.3%
研发费用	113	118	122	126	净利率	3.9%	4.1%	4.5%	4.9%
财务费用	675	713	651	577	ROE	4.4%	4.7%	5.2%	5.6%
资产减值损失	-92	-40	-45	-50	ROIC	3.3%	3.8%	4.1%	4.3%
营业利润	1733	1915	2209	2499	偿债能力				
营业外收入	180	175	170	160	资产负债率	47.4%	46.7%	45.3%	43.9%
营业外支出	91	100	100	100	流动比率	1.19	1.42	1.71	2.01
利润总额	1822	1990	2279	2559	营运能力				
所得税	415	453	519	583	应收账款周转率	22.75	21.15	21.97	24.65
净利润	1407	1537	1760	1976	存货周转率	9.24	8.80	9.40	9.62
归母净利润	1358	1483	1698	1907	总资产周转率	0.56	0.58	0.60	0.61
每股收益(元)	0.51	0.56	0.64	0.72	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.51	0.56	0.64	0.72
货币资金	6403	9286	12786	16702	每股净资产	11.55	11.75	12.23	12.77
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1893	2055	1937	1802	PE	15.43	14.13	12.34	10.98
预付款项	1386	1421	1460	1499	PB	0.68	0.67	0.64	0.62
存货	4285	3928	4033	3988	现金流量表				
流动资产合计	16160	18937	22514	26341	净利润	1407	1537	1760	1976
固定资产	32458	29872	27071	24224	折旧和摊销	3653	3971	4082	4136
在建工程	1591	1600	1669	1783	营运资本变动	-3316	-19	-150	89
无形资产	6329	6379	6429	6480	其他	525	655	653	646
非流动资产合计	45859	43292	40577	37859	经营活动现金流净额	2269	6143	6344	6848
资产总计	62019	62228	63092	64200	资本开支	-2258	-1304	-1280	-1340
短期借款	3261	3061	2861	2661	其他	-187	144	150	154
应付票据及应付账款	4490	4575	4584	4707	投资活动现金流净额	-2445	-1159	-1130	-1186
其他流动负债	5843	5722	5741	5727	股权融资	46	0	0	0
流动负债合计	13594	13358	13186	13095	债务融资	942	-350	-500	-500
其他	15822	15672	15372	15072	其他	-1963	-1180	-1215	-1245
非流动负债合计	15822	15672	15372	15072	筹资活动现金流净额	-976	-1530	-1715	-1745
负债合计	29416	29030	28558	28167	现金及现金等价物净增加额	-1152	3454	3499	3917
股本	2658	2658	2658	2658					
资本公积金	17257	17257	17257	17257					
未分配利润	9564	9884	10902	12047					
少数股东权益	1906	1960	2021	2090					
其他	1217	1440	1694	1981					
所有者权益合计	32603	33198	34533	36033					
负债和所有者权益总计	62019	62228	63092	64200					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000