

冀东水泥 (000401)

证券研究报告

2021年08月18日

费用优化显成效，盈利能力逆势提升

21H1 归母净利润同比增长 22.7%，盈利能力逆势提升

近日公司发布 21 年中报，21 年上半年实现收入/归母净利润 163.2/12.3 亿元，同比+14.5%/+22.7%，实现扣非归母净利润 11.8 亿元，同比+22.5%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 112.2/12.8 亿元，同比分别+0.6%/-0.2%，二季度扣非归母净利润为 12.5 亿元，同比下降 1.1%。因煤炭涨价水泥成本上升，H1 毛利率同比下降 5.2pct，但公司加强费用管控，上半年期间费用率同比下降 3.7pct，最终净利率同比提高 0.5pct。

销量增长驱动收入增长，雄安新区建设提振水泥需求

21H1 实现水泥熟料收入 141.5 亿元，同比增长 13.7%，主要系销量增长驱动，上半年实现水泥熟料销量 4800 万吨，同比+14.0%。价格方面，我们测算 21H1 水泥熟料吨均价为 295 元/吨，与上年同期基本持平。21H1 水泥熟料吨成本/吨毛利分别为 213/82 元，同比分别+20/-21 元，煤炭价格上涨，导致成本上涨，水泥产品盈利能力下滑。公司主要销售区域为华北地区，上半年营收占比达 72%，华北地区上半年水泥产量同比增长 17%，高于全国水平（14%），我们认为未来在雄安新区建设、京津冀一体化等国家战略规划推动下，区域水泥需求仍有望保持较高增速。上半年公司骨料业务实现收入 4.7 亿元，同比增长 35%，预计未来收入占比将逐步提升。

21H1 净利率同比小幅增加，资本结构持续改善

公司 21 年上半年整体毛利率 29.7%，同比下降 5.2pct，主要系原材料涨价导致生产成本增加，其中 Q2 单季度毛利率 31.5%，同比下降 4.2pct。公司上半年期间费用率 15.9%，同比-3.7pct，主要系公司积极推动企业“培优”，提升企业运营质量，进一步加强费用管控，其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.6/-1.6/-1.4pct，财务费用率降低主要是报告期有息负债减少及融资利率下降，最终实现净利率 7.5%，同比提高 0.5pct。公司上半年末资产负债率 45.6%，较 Q1 末下降 4.3pct，资本结构持续改善。

华北水泥龙头，有望受益于区域供给格局优化

公司系华北水泥龙头，有望受益于区域供给格局优化，且长期需求有支撑，价格或迎新一轮增长。公司拟吸收合并金隅冀东合资公司，同时募集配套资金，费用端预计持续改善，公司利润有望进一步增厚。我们维持公司 21-23 年归母净利润预测 33.7/36.7/41.1 亿元，参考可比公司估值，考虑到公司区域需求相对较好，给予公司 21 年 7 倍目标 PE，目标价 16.66 元，维持“增持”评级。

风险提示：水泥需求下滑超预期，煤炭价格大幅上涨，水泥旺季涨价幅度不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,507.03	35,479.63	40,507.01	42,242.17	43,758.59
增长率(%)	11.86	2.82	14.17	4.28	3.59
EBITDA(百万元)	10,540.97	10,210.54	10,532.16	11,191.01	11,952.84
净利润(百万元)	2,700.59	2,850.01	3,366.85	3,671.18	4,110.27
增长率(%)	82.07	5.53	18.13	9.04	11.96
EPS(元/股)	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91
市盈率(P/E)	6.70	6.35	5.37	4.93	4.40
市净率(P/B)	1.18	1.02	1.08	0.93	0.80
市销率(P/S)	0.52	0.51	0.45	0.43	0.41
EV/EBITDA	4.20	3.83	3.79	3.23	2.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	12.8 元
目标价格	16.66 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,413.65
流通 A 股股本(百万股)	1,413.37
A 股总市值(百万元)	18,094.72
流通 A 股市值(百万元)	18,091.11
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	45.64
一年内最高/最低(元)	18.98/11.76

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

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



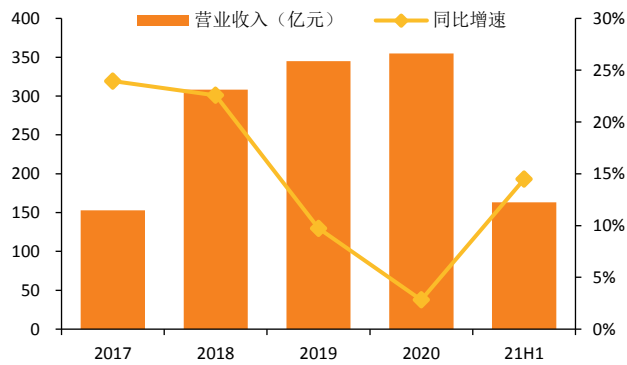
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《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
- 《冀东水泥-季报点评:Q1 同比大幅减亏，重组注入新动能》 2021-04-22
- 《冀东水泥-年报点评报告:资本结构持续改善，看好 21 年区域需求继续释放》 2021-03-17

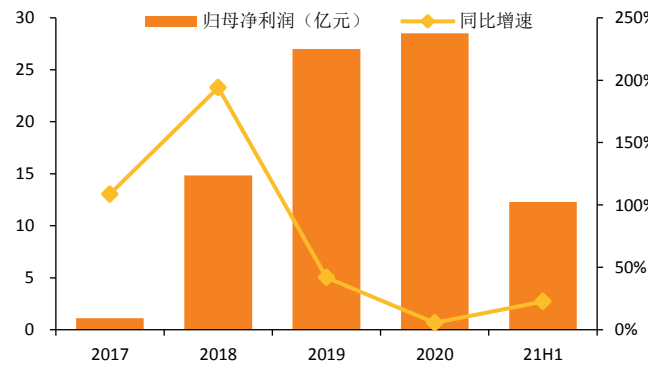
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2017-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2017-2021H1 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)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
600720.SH	祁连山	85	10.90	1.59	1.85	2.3	2.5	6.9	5.9	4.7	4.4
600585.SH	海螺水泥	2,218	41.86	6.34	6.63	6.95	7.21	6.6	6.3	6.0	5.8
000877.SZ	天山股份	152	14.49	1.56	1.45	1.85	2.04	9.3	10.0	7.8	7.1
平均值								7.6	7.4	6.2	5.8
000401.SZ	冀东水泥	181	12.80	1.91	2.02	2.38	2.60	6.7	6.3	5.4	4.9

注：数据截至 20210817 收盘，除冀东水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,979.05	5,896.55	3,240.56	8,851.41	23,915.76
应收票据及应收账款	6,668.59	2,189.74	15,472.52	7,441.37	7,975.63
预付账款	701.47	1,133.77	452.36	1,284.15	596.16
存货	2,872.35	2,706.98	2,660.83	3,369.75	2,435.14
其他	1,185.52	4,041.59	3,022.82	2,306.81	3,728.27
流动资产合计	17,406.97	15,968.63	24,849.08	23,253.49	38,650.96
长期股权投资	1,765.73	1,779.61	1,779.61	1,779.61	1,779.61
固定资产	32,615.94	31,336.99	30,306.42	29,034.58	27,604.96
在建工程	785.97	1,519.56	947.74	616.64	399.99
无形资产	5,208.18	5,384.36	5,126.15	4,867.94	4,609.74
其他	2,950.71	2,958.15	2,780.24	2,635.18	2,427.98
非流动资产合计	43,326.52	42,978.66	40,940.16	38,933.95	36,822.27
资产总计	60,733.50	58,947.30	65,789.24	62,187.44	75,473.23
短期借款	7,600.84	2,345.89	4,031.62	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,106.10	4,292.13	10,108.11	4,438.71	9,345.03
其他	9,702.04	7,125.82	10,972.16	8,337.86	10,314.30
流动负债合计	22,408.98	13,763.85	25,111.89	12,776.57	19,659.33
长期借款	2,375.00	4,389.28	0.00	2,500.00	2,500.00
应付债券	3,491.30	5,836.51	3,680.24	4,336.02	4,617.59
其他	3,620.25	2,808.29	3,283.30	3,237.28	3,109.63
非流动负债合计	9,486.55	13,034.08	6,963.54	10,073.30	10,227.21
负债合计	31,895.53	26,797.93	32,075.43	22,849.87	29,886.54
少数股东权益	13,486.83	14,438.36	16,951.82	19,864.37	23,094.44
股本	1,347.52	1,347.52	1,413.65	1,413.65	1,413.65
资本公积	3,329.43	3,248.13	3,248.13	3,248.13	3,248.13
留存收益	11,056.71	12,947.66	15,348.34	18,059.55	21,078.60
其他	(382.53)	167.71	(3,248.13)	(3,248.13)	(3,248.13)
股东权益合计	28,837.96	32,149.37	33,713.81	39,337.57	45,586.69
负债和股东权益总计	60,733.50	58,947.30	65,789.24	62,187.44	75,473.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,904.62	5,183.67	3,366.85	3,671.18	4,110.27
折旧摊销	3,199.94	3,236.30	1,920.60	1,941.15	1,954.48
财务费用	1,269.30	976.33	753.79	582.01	322.24
投资损失	(345.97)	(439.75)	(277.00)	(143.00)	(241.00)
营运资金变动	516.99	(3,787.94)	(2,500.06)	(643.68)	6,819.10
其它	(1,325.78)	3,559.57	2,652.15	2,957.65	3,304.19
经营活动现金流	8,219.10	8,728.18	5,916.33	8,365.31	16,269.29
资本支出	9,426.52	3,520.75	(415.01)	126.02	177.66
长期投资	423.89	13.88	0.00	0.00	0.00
其他	(13,117.90)	(5,639.40)	619.21	(54.49)	11.92
投资活动现金流	(3,267.50)	(2,104.77)	204.20	71.53	189.58
债权融资	16,534.81	14,145.28	10,570.71	9,336.05	9,428.42
股权融资	(2,427.29)	(493.24)	(4,098.68)	(577.20)	(317.43)
其他	(23,143.05)	(20,394.58)	(15,248.55)	(11,584.85)	(10,505.50)
筹资活动现金流	(9,035.53)	(6,742.55)	(8,776.52)	(2,826.00)	(1,394.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4,083.93)	(119.14)	(2,655.99)	5,610.85	15,064.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	34,507.03	35,479.63	40,507.01	42,242.17	43,758.59
营业成本	21,715.56	23,056.55	25,689.57	26,752.63	27,350.17
营业税金及附加	535.84	518.17	608.08	635.68	651.49
营业费用	1,253.75	1,399.17	1,579.77	1,605.20	1,662.83
管理费用	4,156.39	3,830.61	4,253.24	4,139.73	4,288.34
研发费用	71.88	97.19	110.97	115.72	119.87
财务费用	1,180.16	885.69	753.79	582.01	322.24
资产减值损失	(259.40)	(31.56)	(62.79)	(117.92)	(70.76)
公允价值变动收益	23.39	0.00	6.40	(4.27)	0.71
投资净收益	345.97	439.75	277.00	143.00	241.00
其他	(823.58)	(1,471.31)	(566.80)	(277.47)	(483.42)
营业利润	6,307.08	6,755.37	7,857.78	8,667.85	9,676.11
营业外收入	111.78	88.25	79.13	93.05	86.81
营业外支出	164.84	90.89	104.33	120.02	105.08
利润总额	6,254.02	6,752.73	7,832.57	8,640.88	9,657.84
所得税	1,349.39	1,569.06	1,819.97	2,007.79	2,244.09
净利润	4,904.62	5,183.67	6,012.60	6,633.09	7,413.75
少数股东损益	2,204.04	2,333.66	2,645.75	2,961.92	3,303.48
归属于母公司净利润	2,700.59	2,850.01	3,366.85	3,671.18	4,110.27
每股收益(元)	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.86%	2.82%	14.17%	4.28%	3.59%
营业利润	83.56%	7.11%	16.32%	10.31%	11.63%
归属于母公司净利润	82.07%	5.53%	18.13%	9.04%	11.96%
获利能力					
毛利率	37.07%	35.01%	36.58%	36.67%	37.50%
净利率	7.83%	8.03%	8.31%	8.69%	9.39%
ROE	17.59%	16.09%	20.09%	18.85%	18.27%
ROIC	18.58%	15.96%	17.51%	18.41%	20.47%
偿债能力					
资产负债率	52.52%	45.46%	48.75%	36.74%	39.60%
净负债率	36.60%	25.66%	21.74%	1.23%	-31.78%
流动比率	0.78	1.16	0.99	1.82	1.97
速动比率	0.65	0.96	0.88	1.56	1.84
营运能力					
应收账款周转率	3.72	8.01	4.59	3.69	5.68
存货周转率	14.10	12.72	15.09	14.01	15.08
总资产周转率	0.56	0.59	0.65	0.66	0.64
每股指标(元)					
每股收益	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91
每股经营现金流	5.81	6.17	4.19	5.92	11.51
每股净资产	10.86	12.53	11.86	13.78	15.91
估值比率					
市盈率	6.70	6.35	5.37	4.93	4.40
市净率	1.18	1.02	1.08	0.93	0.80
EV/EBITDA	4.20	3.83	3.79	3.23	2.06
EV/EBIT	5.93	5.47	4.63	3.90	2.46

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com