

冀东水泥 (000401.SZ)

骨料等多元业务贡献增量，费用压缩成果卓著

事件：公司披露 2021 年中报，报告期内实现营业总收入 163.16 亿元，同比增长 14.5%，实现归母净利润 12.28 亿元，同比增长 22.7%，扣非后归母净利润 11.82 亿元，同比增长 22.5%。

Q2 量价回升但成本承压，多元业务贡献增量。公司 Q2 单季水泥及熟料综合销量约 3300 万吨，同比-2%，主要受到钢材等产业链材料价格上涨、专项债发行节奏滞后、集中供地政策对需求释放的影响，测算公司 Q2 均价环比约+5 元，同比约+5 元，主要得益于 Q2 前期区域水泥价格的稳步提涨以及同期基数的下降。Q2 单吨毛利与单吨综合净利分别为 88 元、61 元，同比约-16 元、-5 元，主要是煤炭成本上涨的影响。此外，公司危废固废处置、骨料业务以及矿渣粉、外加剂等其他业务经营成效显著改善，贡献一定业绩增量，上半年分别实现收入 7.01 亿元、4.71 亿元和 9.90 亿元，同比分别-2.2%、+35.1%和+34.0%，骨料毛利率提升 6.1pct 至 58.0%，危废固废毛利率则提升 8.6pct 至 50.8%。

费用端压缩成效显著，经营效率持续提升。公司上半年水泥及熟料吨期间费用 54 元，同比-12 元，一方面得益于经营优化成效明显，另一方面也得益于销量增长的摊薄。其中吨销售费用 10.7 元，同比-2.0 元；吨管理费用 34.8 元，同比-5.3 元，主要得益于费用的管控以及停工损失计提的减少；吨研发费用 1.4 元，同比-0.2 元；吨财务费用 7.1 元，同比-4.6 元，主要得益于有息负债减少及融资利率下降。其中 Q2 吨期间费用 38.0 元，同比-3.6 元，测算 Q2 单季吨销售、管理、研发及财务费用分别为 8.4 元、23.3 元、1.3 元和 5.0 元，同比分别-1.3 元、-0.3 元、+0.1 元、-2.0 元。

经营性现金流略有减少，公司负债率持续下降。公司上半年经营活动现金净流量 31.71 亿元，同比减少 7.83 亿元，主要是报告期内购买商品及接受劳务支付的现金显著增加。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少 2.75 亿元至 8.59 亿元。受益于现金流持续改善，公司进一步优化债务结构。公司中报资产负债率下行至 45.6%，同比压缩 6.8pct，带息债务总额 159.28 亿元，同比基本持平。

下半年区域景气有望稳步修复。二季度以来泛京津冀区域市场景气承受需求端波动的压力，淡季价格回落幅度略超过历史平均水平。中期来看，泛京津冀区域景气具备平稳回升的基础。一方面供给侧的内部自律与外部环保约束有望强化，成本曲线的上移促进行业自律错峰，而环保和双碳压力增强下，旺季供给或面临更强的约束；另一方面，需求随着专项债发行的加速以及土拍政策的优化有望迎来边际改善，而稳增长预期的增强也有望提振中长期需求预期。

盈利预测与投资建议：（1）中期来看，随着供给侧的内部自律与外部环保约束的强化，叠加需求预期边际改善，泛京津冀区域景气具备平稳回升的基础。（2）长期来看，泛京津冀区域格局得到明显优化，逐渐形成高集中度的大市场，价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。（3）我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 28.8、34.5、42.6 亿元，对应市盈率 6.3、5.3、4.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞争态势恶化、疫情不确定性。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,507	35,480	37,809	39,804	42,086
增长率 yoy (%)	11.9	2.8	6.6	5.3	5.7
归母净利润(百万元)	2,701	2,850	2,881	3,446	4,262
增长率 yoy (%)	82.1	5.5	1.1	19.6	23.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.91	2.02	2.04	2.44	3.02
净资产收益率(%)	17.0	16.1	13.3	14.1	15.3
P/E(倍)	6.7	6.3	6.3	5.3	4.2
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8

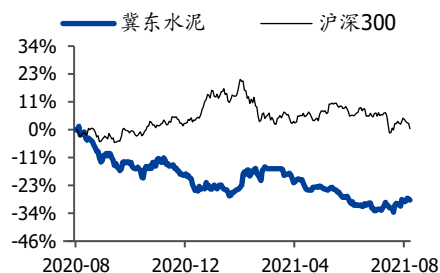
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 17 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	买入
8月17日收盘价(元)	12.80
总市值(百万元)	18,094.72
总股本(百万股)	1,413.65
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	15.81

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 《冀东水泥(000401.SZ): 重组预案落地, BPS 等财务指标有望增厚》2021-04-01
- 《冀东水泥(000401.SZ): Q3 盈利止跌回升, Q4 有望继续加速》2020-10-21
- 《冀东水泥(000401.SZ): 费用控制、现金流显著改善, 业绩有望迎来拐点》2020-08-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17407	15969	18398	20078	23241
现金	5979	5897	6669	9483	11550
应收票据及应收账款	6669	2190	2851	2456	2496
其他应收款	705	483	680	545	750
预付账款	701	1134	1027	1248	1157
存货	2872	2707	3612	2788	3730
其他流动资产	480	3558	3558	3558	3558
非流动资产	43327	42979	44390	44867	45236
长期投资	1766	1780	2256	2720	3184
固定资产	32616	31337	32748	32959	32940
无形资产	5208	5384	5444	5491	5525
其他非流动资产	3737	4478	3943	3697	3587
资产总计	60733	58947	62789	64944	68477
流动负债	22409	13764	15296	14883	14718
短期借款	7601	2346	2000	1800	1600
应付票据及应付账款	5106	4292	4860	5155	4621
其他流动负债	9702	7126	8436	7928	8497
非流动负债	9487	13034	11107	9034	6944
长期借款	5866	10226	8299	6226	4136
其他非流动负债	3620	2808	2808	2808	2808
负债合计	31896	26798	26403	23917	21662
少数股东权益	13487	14438	16401	18749	21654
股本	1348	1348	1414	1414	1414
资本公积	3329	3248	3248	3248	3248
留存收益	7727	9700	12606	16082	20382
归属母公司股东权益	15351	17711	19984	22278	25162
负债和股东权益	60733	58947	62789	64944	68477

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8219	8728	7471	9895	9390
净利润	4905	5184	4844	5794	7167
折旧摊销	3200	3236	2798	3074	3316
财务费用	1180	886	629	557	421
投资损失	-346	-440	-464	-452	-452
营运资金变动	-1117	-430	-280	922	-1062
其他经营现金流	397	292	-56	0	0
投资活动现金流	-3267	-2105	-3690	-3098	-3233
资本支出	1024	2333	936	12	-95
长期投资	-1672	-323	-476	-464	-464
其他投资现金流	-3916	-95	-3230	-3550	-3792
筹资活动现金流	-9036	-6743	-3008	-3982	-4089
短期借款	-5052	-5255	-346	-200	-200
长期借款	3043	4359	-1927	-2073	-2090
普通股增加	0	0	66	0	0
资本公积增加	-1261	-81	0	0	0
其他筹资现金流	-5765	-5766	-802	-1709	-1799
现金净增加额	-4084	-119	773	2814	2067

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	34507	35480	37809	39804	42086
营业成本	21716	23057	26542	27041	27373
营业税金及附加	536	518	557	573	585
营业费用	1254	1399	1387	1460	1544
管理费用	4156	3831	3720	3916	4141
研发费用	72	97	75	79	84
财务费用	1180	886	629	557	421
资产减值损失	-259	-32	-2	-2	-2
其他收益	656	695	826	870	920
公允价值变动收益	23	0	0	0	0
投资净收益	346	440	464	452	452
资产处置收益	29	1	56	0	0
营业利润	6307	6755	6248	7501	9313
营业外收入	112	88	47	48	49
营业外支出	165	91	62	63	65
利润总额	6254	6753	6233	7486	9297
所得税	1349	1569	1390	1691	2131
净利润	4905	5184	4844	5794	7167
少数股东损益	2204	2334	1963	2348	2904
归属母公司净利润	2701	2850	2881	3446	4262
EBITDA	10122	10629	9280	10672	12572
EPS (元)	1.91	2.02	2.04	2.44	3.02

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	2.8	6.6	5.3	5.7
营业利润(%)	83.6	7.1	-7.5	20.1	24.2
归属于母公司净利润(%)	82.1	5.5	1.1	19.6	23.7
获利能力					
毛利率(%)	37.1	35.0	29.8	32.1	35.0
净利率(%)	7.8	8.0	7.6	8.7	10.1
ROE(%)	17.0	16.1	13.3	14.1	15.3
ROIC(%)	15.7	16.8	14.7	17.1	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5	45.5	42.1	36.8	31.6
净负债比率(%)	46.3	31.9	21.2	6.4	-3.7
流动比率	0.8	1.2	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.7	8.0	15.0	15.0	17.0
应付账款周转率	3.0	4.9	5.8	5.4	5.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.02	2.04	2.44	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	5.81	6.17	5.28	7.00	6.64
每股净资产(最新摊薄)	8.75	10.09	11.65	13.27	15.31
估值比率					
P/E	6.7	6.3	6.3	5.3	4.2
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.4	4.0	4.5	3.7	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 17 日收盘价

内容目录

事件.....	4
点评.....	4
投资建议.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 公司近年来水泥和熟料综合吨均价、吨成本、吨毛利和吨净利情况.....	4
图表 2: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用（半年期）.....	5
图表 3: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用（季度）.....	5
图表 4: 公司中报现金流量表（单位：亿元）.....	5
图表 5: 公司资产结构逐步优化，负债率及带息债务呈现压缩态势.....	6
图表 6: 泛京津冀区域水泥价格走势.....	6
图表 7: 泛京津冀区域水泥库存走势.....	6
图表 8: 泛京津冀区域水泥出货率走势.....	7

事件

公司披露 2021 年中报，报告期内实现营业总收入 163.16 亿元，同比增长 14.5%，实现归母净利润 12.28 亿元，同比增长 22.7%，扣非后归母净利润 11.82 亿元，同比增长 22.5%。

点评

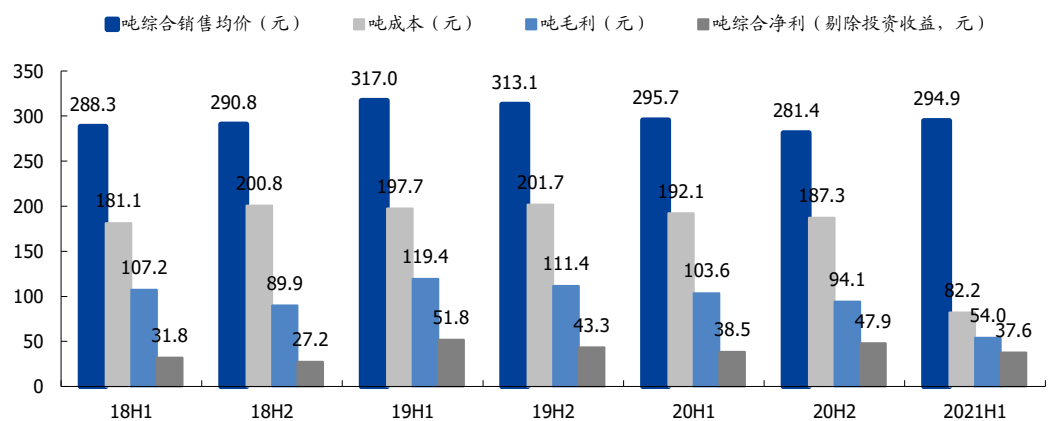
1. Q2 量价回升但成本承压，多元业务贡献增量。

公司上半年实现水泥及熟料综合销量 4800 万吨，同比+14%，我们测算吨均价 295 元，同比-1 元，主要是因为去年同期价格前高后低，而今年上半年均价逐步修复。吨成本 213 元/吨，同口径+21 元，主要是煤炭价格上涨的影响。公司上半年水泥和熟料综合吨毛利 82 元，同口径-22 元；单吨综合净利 42 元，同比-1 元，综合吨净利降幅小于吨毛利降幅主要得益于骨料、固废危废处置等多元业务盈利能力的提升。

其中 Q2 单季水泥及熟料综合销量约 3300 万吨，同比-2%，主要受到 5 月以来钢材等产业链材料价格上涨、专项债发行节奏滞后、集中供地政策对需求释放的影响。我们测算公司 Q2 均价环比约+5 元，同比约+5 元，主要得益于 Q2 前期区域水泥价格的稳步提涨以及同期基数的下降。Q2 单吨毛利与单吨综合净利分别为 88 元、61 元，同比约-16 元、-5 元，主要是煤炭成本上涨的影响。

此外，公司危废固废处置、骨料业务以及矿渣粉、外加剂等其他业务经营成效显著改善，贡献一定业绩增量。上述业务上半年分别实现收入 7.01 亿元、4.71 亿元和 9.90 亿元，同比分别-2.2%、+35.1%和+34.0%，其中骨料板块和危废固废处置毛利率均明显改善，骨料提升 6.1pct 至 58.0%，而危废固废毛利率则提升 8.6pct 至 50.8%。

图表 1: 公司近年来水泥和熟料综合吨均价、吨成本、吨毛利和吨净利情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

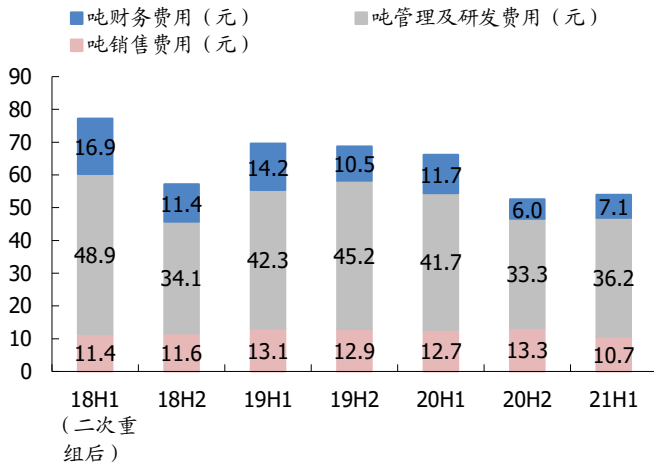
2. 费用端压缩成效显著，经营效率持续提升。

公司上半年水泥及熟料吨期间费用 54 元，同比-12 元，一方面得益于经营优化成效明显，另一方面也得益于销量增长的摊薄。其中吨销售费用 10.7 元，同比-2.0 元；吨管理费用 34.8 元，同比-5.3 元，主要得益于费用的管控以及停工损失计提的减少；吨研发费用 1.4

元，同比-0.2元；吨财务费用7.1元，同比-4.6元，总额同比-1.55亿元，主要得益于有息负债减少及融资利率下降。

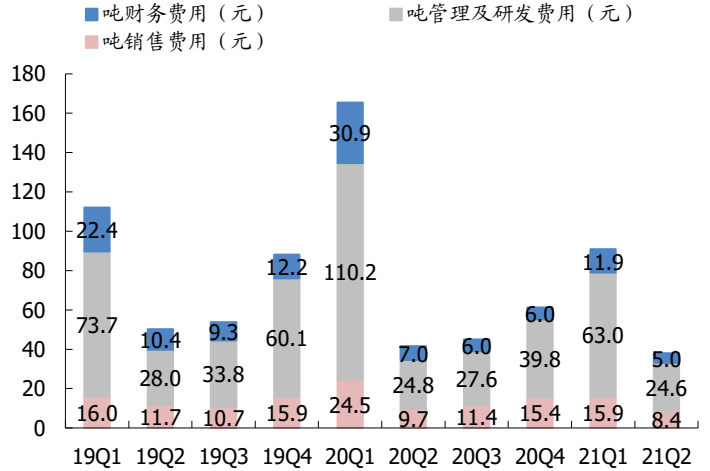
其中Q2单季水泥及熟料吨期间费用38.0元，同比-3.6元，我们测算Q2单季吨销售、管理、研发及财务费用分别为8.4元、23.3元、1.3元和5.0元，同比分别-1.3元、-0.3元、+0.1元、-2.0元。

图表2: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用(半年期)



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表3: 公司近年来水泥和熟料综合吨期间费用(季度)

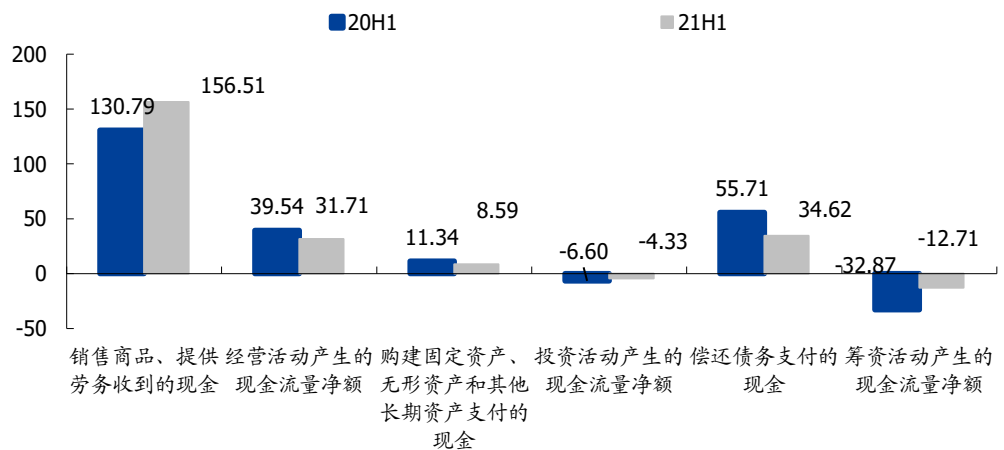


资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

3. 经营性现金流略有减少, 公司负债率持续下降。

公司上半年经营活动现金净流量31.71亿元，同比减少7.83亿元，主要是报告期内购买商品及接受劳务支付的现金显著增加。投资活动产生的现金流量净额为-4.33亿元，同比+2.26亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少2.75亿元至8.59亿元，主要是铜川万吨线项目收尾所致。

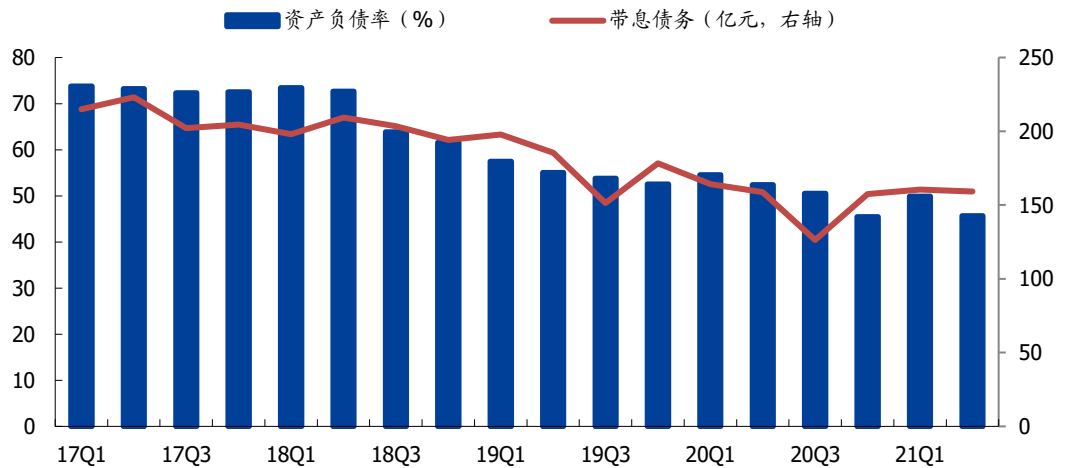
图表4: 公司中报现金流量表(单位: 亿元)



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

受益于现金流持续改善, 公司进一步优化债务结构。公司中报资产负债率下行至45.6%，同比压缩6.8pct，带息债务总额159.28亿元，同比基本持平，可转债的发行也有助于进一步优化公司的资本结构、充实资金实力，从而压缩财务费用。

图表 5: 公司资产结构逐步优化, 负债率及带息债务呈现压缩态势



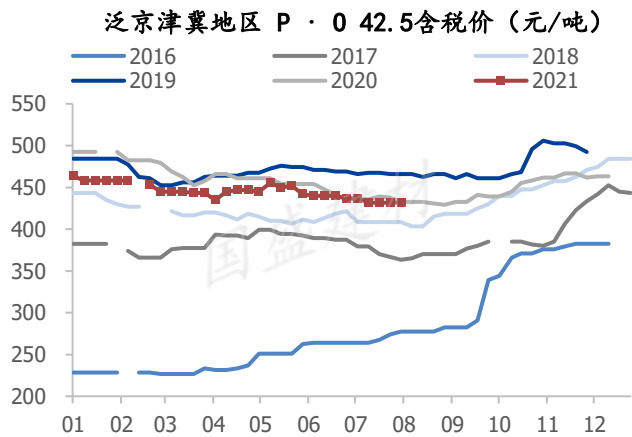
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 下半年景气有望稳步修复

二季度以来泛京津冀区域市场景气承受需求端波动的压力, 淡季价格回落幅度略超过历史平均水平。中期来看, 泛京津冀区域景气具备平稳回升的基础。一方面供给侧的内部自律与外部环保约束有望强化, 成本曲线的上移促进行业自律错峰, 而环保和双碳压力增强下, 旺季供给或面临更强的约束; 另一方面, 需求随着专项债发行的加速以及土拍政策的优化有望迎来边际改善, 而稳增长预期的增强也有望提振中长期需求预期。

从中长线来看, 泛京津冀市场的整合、供需格局的改善以及成本曲线尾部的陡峭化将使得未来区域景气有较大的改善潜力, 公司作为北方水泥龙头企业是最核心的受益者, 中长期盈利弹性可观。

图表 6: 泛京津冀区域水泥价格走势



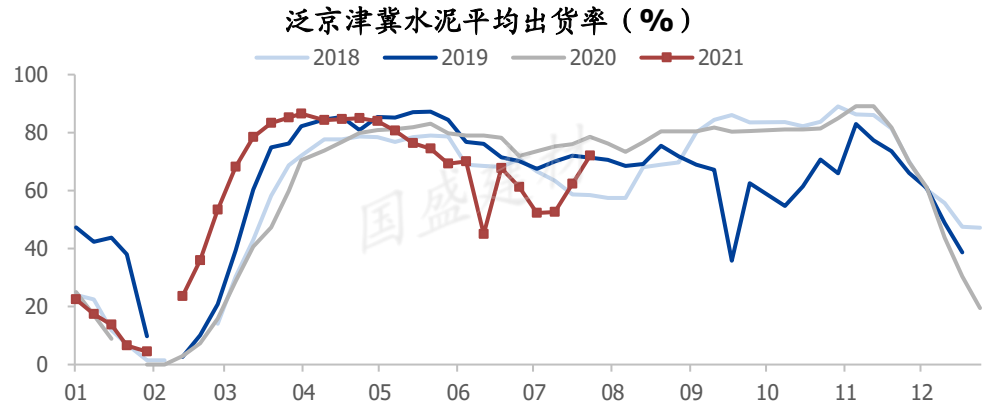
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 7: 泛京津冀区域水泥库存走势



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 8: 泛京津冀区域水泥出货率走势



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

投资建议

(1)中期来看,随着供给侧的内部自律与外部环保约束的强化,叠加需求预期边际改善,泛京津冀区域景气具备平稳回升的基础。(2)长期来看,泛京津冀区域格局得到明显优化,逐渐形成高集中度的大市场,价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。(3)我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 28.8、34.5、42.6 亿元,对应市盈率 6.3、5.3、4.2 倍,维持“买入”评级。

风险提示

宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞合态势恶化、疫情不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com