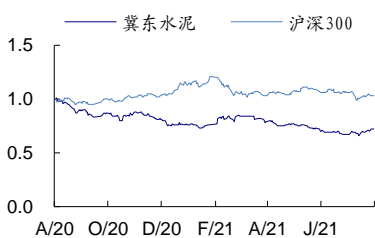


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**水泥 II**
**冀东水泥(000401)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 月 18 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,414/1,413
总市值/流通(百万元)	18,208/18,204
上证综指/深圳成指	3,517/14,694
12个月最高/最低(元)	18.98/11.76

**相关研究报告:**

《冀东水泥-000401-2020 年财报点评: 经营质量持续改善, 区域建设有望继续发力》——2021-03-17

《冀东水泥-000401-重大事件快评: 四季度业绩大增, 全年销量稳步回升》——2021-01-21  
 《冀东水泥-000401-2020 年中报点评: 销量回升助力业绩改善, 下半年需求有望集中释放》——2020-08-14

《冀东水泥-000401-2019 年财报点评: 业绩保持高增长, 持续助力区域建设》——2020-03-19

《冀东水泥-000401-重大事件快评: 经营不断向好, 未来改善空间大》——2020-01-07

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 冯梦琪**

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**证券分析师: 陈颖**

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**区域需求持续释放, 重组助力未来发展**
**● 上半年收入利润双增, Q2 单季度保持平稳**

2021 H1 公司实现营收 163.16 亿元, 同比增长 14.47%, 归母净利润为 12.28 亿元, 同比增长 22.70%, EPS 为 0.8287 元/股, 符合此前业绩预告, 主要受益于上半年疫情得到有效控制, 水泥和和熟料销量上升, 以及费用管控加强。公司 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 112.20 亿和 12.79 亿, 分别同比+0.60%和-0.18%, 整体保持相对平稳。

**● 盈利水平小幅承压, 费用端+资债结构继续改善**

上半年公司销售水泥熟料 4800 万吨, 同比增加 14%, 主要受益于区域建设需求较好, 其中 Q2 销量实现 3300 万吨, 同比小幅下降 2.25%, 主因去年疫情后二季度基数较高。经测算, 公司上半年水泥熟料吨价格 295 元, 同比略降 0.8 元, 主因 Q1 价格同比下降较明显; 受原材料价格上涨影响, 吨成本提高 20.6 元至 213 元, 吨毛利实现 82 元, 同比下降 21.4 元。公司费用管控能力进一步加强, 期间费用率同比降低 3.7pct 至 15.9%, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别下降 0.6/1.6/1.4/0.1 个百分点至 3.1%/10.3%/2.1%/0.4%; 资债结构继续改善, 上半年资产负债率大幅下降 6.8pct 至 45.64%。受购买商品接收劳务支付增加影响, 上半年经营性现金流净额同比下降 19.8%至 31.71 亿元, 但整体仍保持较充裕水平。

**● 重组助力未来发展, 内部治理改善有望更进一步**

报告期内, 公司发布重组预案, 拟通过发行股份方式购买金隅集团所持有的金隅冀东合资公司 47.09%的股权, 待交易完成后, 合资公司的资产业务将整体注入公司, 有利于精简股权层级, 提高管理效率, 同时进一步加强和提升资产质量和盈利能力, 内部治理有望进一步改善。

**● 区域需求具备亮点, 维持“买入”评级**

随着京津冀协同发展向纵深拓展, 上半年雄安新区加快建设, 域内完成投资同比增长 36.6%; 张家口首都“两区”规划建设加快推进; 廊坊临空经济区完成投资同比增长 51.5%, 预计下半年建设需求仍有望持续释放, 公司作为区域龙头有望明显受益, 预计 21-23 年 EPS 为 2.32/2.51/2.71 元/股, 对应 PE 为 5.5/5.1/4.7x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 项目落地不及预期; 成本增加超预期; 疫情反复。**
**盈利预测和财务指标**

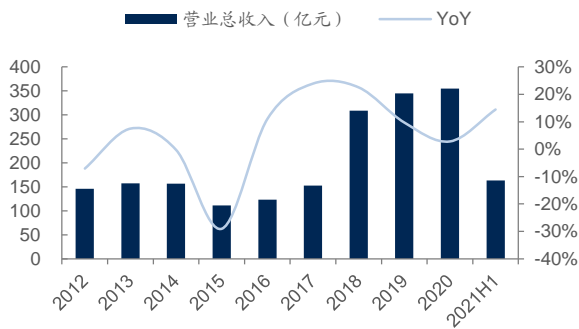
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,507	35,480	40,198	42,892	44,951
(+/-%)	11.9%	2.8%	13.3%	6.7%	4.8%
净利润(百万元)	2701	2850	3279	3543	3828
(+/-%)	82.1%	5.5%	15.0%	8.1%	8.0%
摊薄每股收益(元)	2.00	2.11	2.32	2.51	2.71
EBIT Margin	19.8%	18.8%	18.5%	18.7%	19.3%
净资产收益率(ROE)	17.6%	16.1%	16.8%	16.5%	16.2%
市盈率(PE)	6.4	6.1	5.5	5.1	4.7
EV/EBITDA	5.0	4.5	4.3	3.9	3.7
市净率(PB)	1.12	0.97	0.93	0.84	0.77

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

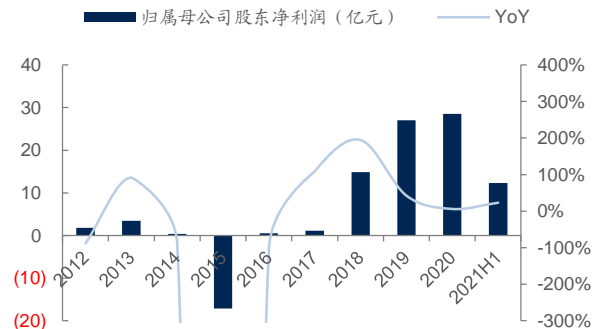
上半年收入利润双增，Q2 单季度保持平稳。2021 H1 公司实现营收 163.16 亿元，同比增长 14.47%，归母净利润为 12.28 亿元，同比增长 22.70%，EPS 为 0.8287 元/股，符合此前业绩预告，主要受益于上半年疫情得到有效控制，水泥和熟料销量上升，以及费用管控加强。公司 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 112.20 亿和 12.79 亿，分别同比+0.60%和-0.18%，整体保持相对平稳。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

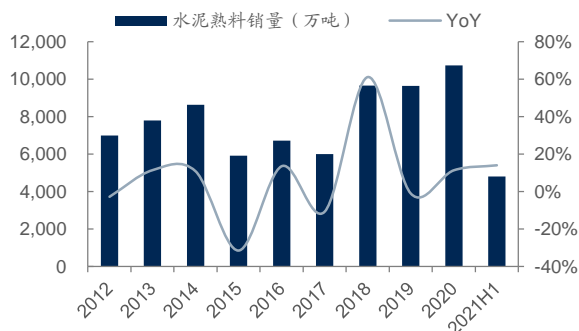
图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理(15 年增速为-5042%)

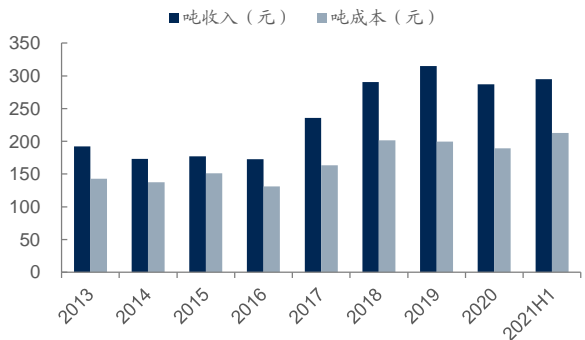
盈利水平小幅承压，费用端+资债结构继续改善。上半年公司销售水泥熟料 4800 万吨，同比增加 14%，主要受益于区域建设需求较好，其中 Q2 销量实现 3300 万吨，同比小幅下降 2.25%，主因去年疫情后二季度基数较高所致。经测算，上半年水泥熟料吨价格 295 元，同比略降 0.8 元，主因 Q1 价格同比下降较明显；受原材料价格上涨影响，吨成本提高 20.6 元至 213 元，吨毛利实现 82 元，同比下降 21.4 元。公司费用管控能力进一步加强，期间费用率同比降低 3.7pct 至 15.9%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别下降 0.6/1.6/1.4/0.1 个百分点至 3.1%/10.3%/2.1%/0.4%；资债结构继续改善，上半年资产负债率大幅下降 6.8pct 至 45.64%。受购买商品接收劳务支付增加影响，上半年经营性现金流净额同比下降 19.8%至 31.71 亿元，但整体仍保持较充裕水平。

图 3：公司水泥熟料销量



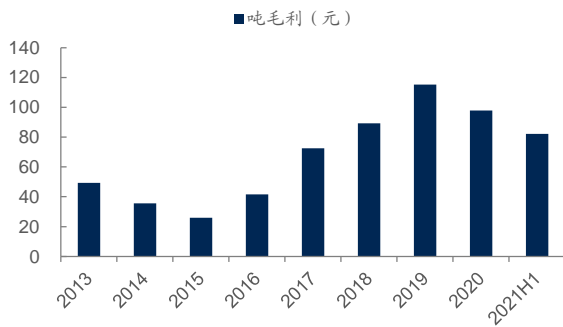
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司水泥熟料吨收入和吨成本



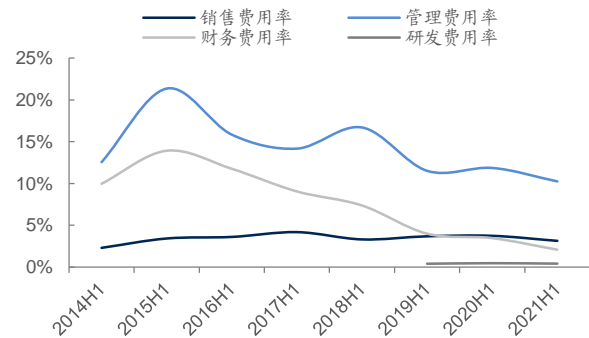
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司水泥熟料吨毛利



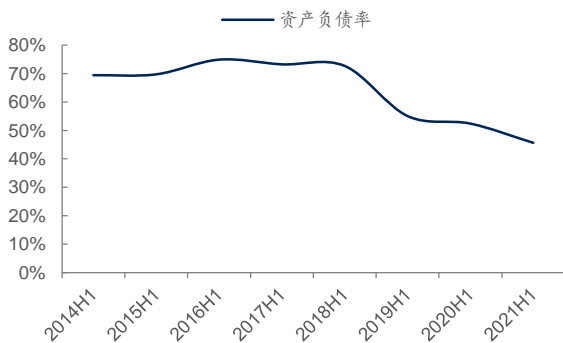
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司期间费用率 (%)



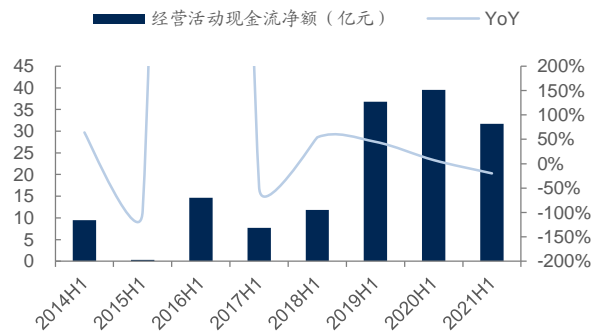
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率小幅下降 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司精英活动现金流净额小幅增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2016H1 增速为 4396%)

**重组助力未来发展，内部治理改善有望更进一步。**报告期内，公司发布重组预案，拟通过发行股份方式购买金隅集团所持有的金隅冀东合资公司 47.09% 的股权，待交易完成后，合资公司的资产业务将整体注入公司，有利于精简股权层级，提高管理效率，同时进一步加强和提升资产质量和盈利能力，内部治理有望进一步改善。

**投资建议：区域需求具备亮点，维持“买入”评级。**随着京津冀协同发展向纵深拓展，上半年雄安新区加快建设，域内完成投资同比增长 36.6%；张家口首都“两区”规划建设加快推进；廊坊临空经济区完成投资同比增长 51.5%，预计下半年建设需求仍有望持续释放，公司作为区域龙头有望明显受益，预计 21-23 年 EPS 为 2.32/2.51/2.71 元/股，对应 PE 为 6.8/6.3/5.8x，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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5897	11395	11921	14695	营业收入	35480	40198	42892	44951
应收款项	2673	3210	3597	3958	营业成本	23057	26451	28609	30027
存货净额	2707	3132	3420	3626	营业税金及附加	518	595	579	636
其他流动资产	4692	3346	4621	4293	销售费用	1399	1528	1415	1349
<b>流动资产合计</b>	<b>15969</b>	<b>21083</b>	<b>23559</b>	<b>26572</b>	管理费用	3831	4195	4247	4261
固定资产	32857	32024	31352	30919	财务费用	886	610	594	566
无形资产及其他	5384	5169	4954	4738	投资收益	440	470	470	470
投资性房地产	2958	2958	2958	2958	资产减值及公允价值变动	(32)	(20)	(20)	(10)
长期股权投资	1780	1998	2115	2283	其他收入	558	500	499	499
<b>资产总计</b>	<b>58947</b>	<b>63233</b>	<b>64938</b>	<b>67470</b>	营业利润	6755	7771	8396	9071
短期借款及交易性金融负债	3919	3919	3136	2508	营业外净收支	(3)	(2)	(1)	(1)
应付款项	4292	5015	5530	5922	<b>利润总额</b>	<b>6753</b>	<b>7769</b>	<b>8395</b>	<b>9070</b>
其他流动负债	5552	7110	7143	7644	所得税费用	1569	1805	1951	2108
<b>流动负债合计</b>	<b>13764</b>	<b>16044</b>	<b>15809</b>	<b>16075</b>	少数股东损益	2334	2685	2901	3135
长期借款及应付债券	10226	10226	10226	10226	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2850</b>	<b>3279</b>	<b>3543</b>	<b>3828</b>
其他长期负债	2808	2502	1943	1510					
<b>长期负债合计</b>	<b>13034</b>	<b>12728</b>	<b>12168</b>	<b>11735</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>26798</b>	<b>28771</b>	<b>27977</b>	<b>27810</b>	净利润	2850	3279	3543	3828
少数股东权益	14438	14947	15497	16091	资产减值准备	(267)	1	(2)	(1)
股东权益	17711	19514	21463	23569	折旧摊销	3064	3477	3687	3879
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>58947</b>	<b>63233</b>	<b>64938</b>	<b>67470</b>	公允价值变动损失	(32)	20	20	10
					财务费用	886	610	594	566
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1627)	2358	(1962)	220
每股收益	2.11	2.32	2.51	2.71	其它	264	508	552	596
每股红利	2.12	1.04	1.13	1.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>4252</b>	<b>9642</b>	<b>5839</b>	<b>8531</b>
每股净资产	13.14	13.80	15.18	16.67	资本开支	(2029)	(2450)	(2817)	(3240)
ROIC	12%	14%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	17%	17%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2043)</b>	<b>(2669)</b>	<b>(2934)</b>	<b>(3408)</b>
毛利率	35%	34%	33%	33%	权益性融资	28	0	0	0
EBIT Margin	19%	18%	19%	19%	负债净变化	2014	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	27%	28%	支付股利、利息	(2855)	(1475)	(1594)	(1723)
收入增长	3%	13%	7%	5%	其它融资现金流	(639)	0	(784)	(627)
净利润增长率	6%	15%	8%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2291)</b>	<b>(1475)</b>	<b>(2378)</b>	<b>(2350)</b>
资产负债率	70%	69%	67%	65%	<b>现金净变动</b>	<b>(82)</b>	<b>5498</b>	<b>526</b>	<b>2774</b>
息率	16.6%	8.6%	9.2%	10.0%	货币资金的期初余额	5979	5897	11395	11921
P/E	6.1	5.5	5.1	4.7	货币资金的期末余额	5897	11395	11921	14695
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	4532	9089	5081	7521
EV/EBITDA	4.5	4.3	3.9	3.7	权益自由现金流	5908	8621	3841	6459

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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