

冀东水泥 (000401.SZ)

高分红提供安全边际，看好未来发展韧性

买入

核心观点

利润小幅下降，分红比例大幅提升。2021 年公司实现营收 363.38 亿元，同增 2.42%，归母净利润 28.10 亿元，同减 1.40%，扣非后归母净利润 24.19 亿元，同减 12.78%，基本 EPS 为 1.769 元/股，业绩下降主要受煤炭价格大幅上涨和水泥熟料销量下降影响，非经常性损益主要来自产能指标收入等。公司拟 10 派 7.5 元（含税），合计现金分红金额 19.94 亿，分红率达 70.96%，彰显公司对未来经营发展稳健前行的信心。

盈利水平小幅承压，资债水平继续优化。2021 年公司销售水泥熟料 9972 万吨，同比降低 7.1%，主要由于去年下半年地产、基建需求下行，同时能耗双控、限电限产使得产量下降。公司全年水泥熟料吨收入同比上升 33.37 元至 320.37 元，主要由于下半年供给不足之下价格大幅上涨；受煤炭价格大幅上涨影响，全年吨成本上升 45.99 元至 235.21 元，导致吨毛利下降 12.61 元至 85.17 元。公司积极推动企业“培优”，费用控制方面进一步强化，剔除销售费用中运输成本口径调整后，2021 年期间费用率下降 0.48pct 至 14.65%，其中财务费用率下降 0.69pct 至 1.81%，主要由于有息负债规模减少及融资利率下降。随着资债结构优化，资产负债率进一步下降至 44.01%。报告期内，公司经营活动现金流净额为 62.11 亿元，同比下降 28.8%，主要受成本上涨等因素所致。

资产整合完成，产业布局保持优化。报告期内，公司完成对合资公司金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司 47.09% 股权吸收合并，有助于未来管理效率、资产质量、盈利能力等进一步提升。公司积极推进水泥行业并购整合、产能置换，报告期内完成宏威水泥资产并购，以及山西华润福龙水泥股权收购，铜川万吨线建成投产、其他产能置换及迁建项目进展顺利；骨料新增产能 1000 万吨。

风险提示：供给增加超预期；项目落地不及预期；疫情反复。

投资建议：高股息率提供安全边际，维持“买入”评级。

“稳增长”背景之下，京津冀一体化、雄安新区、北京城市副中心的建设进程有望加快，公司熟料产能占京津冀区域总产能 50% 以上，具有较强的区域话语权，未来还将继续做大水泥、骨料产能规模，加强绿色转型，增强发展韧性。目前公司股息率约 6.9%，提供良好安全边际，预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.51/1.62/1.70 元/股，对应 PE 为 7.2/6.7/6.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,480	36,338	38,918	40,669	42,052
(+/-%)	2.8%	2.4%	7.1%	4.5%	3.4%
净利润(百万元)	2850	2810	4011	4305	4516
(+/-%)	5.5%	-1.4%	42.7%	7.3%	4.9%
每股收益(元)	1.96	1.77	1.51	1.62	1.70
EBIT Margin	18.8%	12.8%	14.0%	14.3%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	8.8%	11.8%	11.8%	11.6%
市盈率 (PE)	5.6	6.2	7.2	6.7	6.4
EV/EBITDA	4.3	5.3	6.3	5.7	5.4
市净率 (PB)	0.83	0.46	0.85	0.80	0.75

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：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	10.91 元
总市值/流通市值	28999/15416 百万元
52 周最高价/最低价	16.89/10.29 元
近 3 个月日均成交额	145.67 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-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

《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

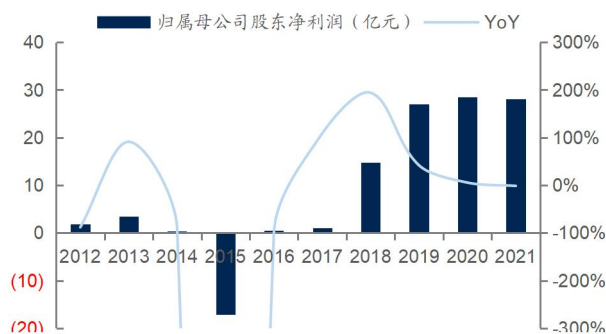
利润小幅下降, 分红比例大幅提升。2021 年公司实现营收 363.38 亿元, 同增 2.42%, 归母净利润 28.10 亿元, 同减 1.40%, 扣非后归母净利润 24.19 亿元, 同减 12.78%, 基本 EPS 为 1.769 元/股, 业绩下降主要受煤炭价格大幅上涨和水泥熟料销量下降影响, 非经常性损益主要来自产能指标收入等。公司拟 10 派 7.5 元 (含税), 合计现金分红金额 19.94 亿, 分红率达 70.96%, 彰显公司对未来经营发展稳健前行的信心。

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

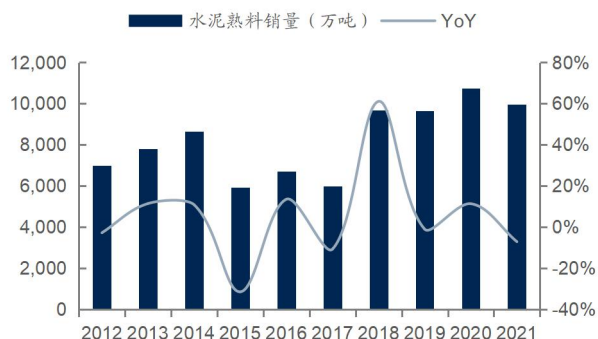
图2: 冀东水泥归母净利润及增速



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%)

盈利水平小幅承压, 资债水平继续优化。2021 年公司销售水泥熟料 9972 万吨, 同比降低 7.1%, 主要由于去年下半年地产、基建需求下行, 同时能耗双控、限电限产使得产量下降。公司全年水泥熟料吨收入同比上升 33.37 元至 320.37 元, 主要由于下半年供给不足之下价格大幅上涨; 受煤炭价格大幅上涨影响, 全年吨成本上升 45.99 元至 235.21 元, 导致吨毛利下降 12.61 元至 85.17 元。公司积极推动企业“培优”, 费用控制方面进一步强化, 剔除销售费用中运输成本口径调整后, 2021 年期间费用率下降 0.48pct 至 14.65%, 其中财务费用率下降 0.69pct 至 1.81%, 主要由于有息负债规模减少及融资利率下降。随着资债结构优化, 资产负债率进一步下降至 44.01%。报告期内, 公司经营活动现金流净额为 62.11 亿元, 同比下降 28.8%, 主要受成本上涨等因素所致。

图3: 冀东水泥历年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: 冀东水泥吨收入和吨成本情况



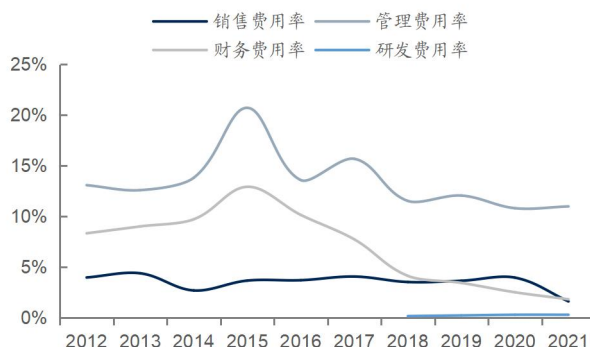
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)



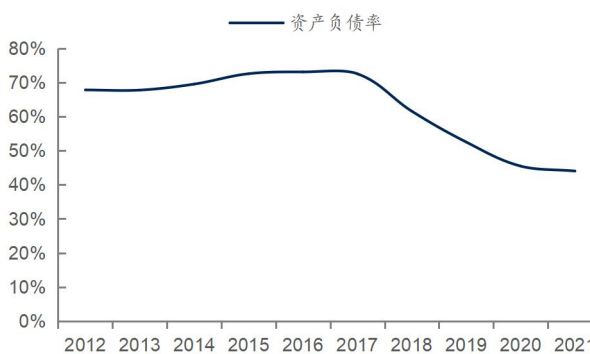
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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保持下行 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产整合完成，产业布局保持优化。报告期内，公司完成对合资公司金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司 47.09% 股权吸收合并，有助于未来管理效率、资产质量、盈利能力等进一步提升。公司积极推进水泥行业并购整合、产能置换，报告期内完成宏威水泥资产并购，以及山西华润福龙水泥股权收购，铜川万吨线建成投产、其他产能置换及迁建项目进展顺利；骨料新增产能 1000 万吨。

高股息率提供安全边际，维持“买入”评级。“稳增长”背景之下，京津冀一体化、雄安新区、北京城市副中心的建设进程有望加快，公司熟料产能占京津冀区域总产能 50% 以上，具有较强的区域话语权，未来还将继续做大水泥、骨料产能规模，加强绿色转型，增强发展韧性。目前公司股息率约 6.9%，具备良好安全边际，预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.51/1.62/1.70 元/股，对应 PE 为 7.2/6.7/6.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5897	7496	10681	11550	13174	营业收入	35480	36338	38918	40669	42052
应收款项	2673	2220	2520	2765	3002	营业成本	23057	26566	28184	29542	30656
存货净额	2707	3188	3378	3565	3732	营业税金及附加	518	550	576	549	595
其他流动资产	4692	3094	4230	3942	4323	销售费用	1399	580	545	488	421
流动资产合计	15969	15998	20809	21821	24231	管理费用	3831	3988	4167	4262	4315
固定资产	32857	33351	32398	31618	31077	财务费用	886	656	486	424	360
无形资产及其他	5384	5906	5670	5434	5198	投资收益	440	464	470	470	470
投资性房地产	2958	3068	3068	3068	3068	资产减值及公允价值变动	(32)	(77)	(20)	(20)	(10)
长期股权投资	1780	2007	2128	2303	2450	其他收入	558	600	600	600	600
资产总计	58947	60330	64073	64244	66025	营业利润	6755	4985	6010	6454	6766
短期借款及交易性金融负债	3919	6238	6238	4991	3992	营业外净收支	(3)	325	(90)	(100)	(100)
应付款项	4292	4392	4700	5009	5296	利润总额	6753	5310	5920	6354	6666
其他流动负债	5552	2905	4743	4045	4626	所得税费用	1569	1128	1258	1350	1416
流动负债合计	13764	13535	15681	14044	13914	少数股东损益	2334	1372	651	699	733
长期借款及应付债券	10226	10861	10861	10861	10861	归属于母公司净利润	2850	2810	4011	4305	4516
其他长期负债	2808	2156	1424	731	19						
长期负债合计	13034	13017	12285	11592	10880	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	26798	26552	27966	25636	24794	净利润	2850	2810	4011	4305	4516
少数股东权益	14438	1970	2094	2226	2365	资产减值准备	(267)	32	(1)	(3)	(2)
股东权益	17711	31809	34014	36382	38866	折旧摊销	3064	3127	3587	3779	3967
负债和股东权益总计	58947	60330	64073	64244	66025	公允价值变动损失	(32)	(77)	20	20	10
						财务费用	886	656	486	424	360
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1627)	(1707)	(213)	(1228)	(633)
每股收益	1.96	1.77	1.51	1.62	1.70	其它	264	(44)	124	136	141
每股红利	2.12	2.10	0.68	0.73	0.76	经营活动现金流	4252	4141	7528	7008	7999
每股净资产	13.14	23.61	12.80	13.69	14.62	资本开支	0	(3499)	(2417)	(2780)	(3197)
ROIC	12%	8%	9%	10%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16%	9%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(14)	(3727)	(2538)	(2954)	(3345)
毛利率	35%	27%	28%	27%	27%	权益性融资	0	2139	0	0	0
EBIT Margin	19%	13%	14%	14%	14%	负债净变化	2014	243	0	0	0
EBITDA Margin	27%	21%	23%	24%	24%	支付股利、利息	(2855)	(2833)	(1805)	(1937)	(2032)
收入增长	3%	2%	7%	4%	3%	其它融资现金流	(2639)	4227	0	(1248)	(998)
净利润增长率	6%	-1%	43%	7%	5%	融资活动现金流	(4320)	1185	(1805)	(3185)	(3030)
资产负债率	70%	47%	47%	43%	41%	现金净变动	(82)	1600	3185	869	1624
息率	19.4%	19.3%	12.3%	13.2%	13.8%	货币资金的期初余额	5979	5897	7496	10681	11550
P/E	5.6	6.2	7.2	6.7	6.4	货币资金的期末余额	5897	7496	10681	11550	13174
P/B	0.8	0.5	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	6561	1585	5245	4360	4914
EV/EBITDA	4.3	5.3	6.3	5.7	5.4	权益自由现金流	5936	6055	4862	2779	3632

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