

冀东水泥（000401）

2022 年一季报点评：Q1 承受成本和疫情集中压力测试，后续景气有望逐季改善

增持（首次）

2022 年 04 月 20 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	36,338	39,721	40,540	41,291
同比	2%	9%	2%	2%
归属母公司净利润（百万元）	2,810	4,252	4,886	5,236
同比	-1%	51%	15%	7%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.06	1.60	1.84	1.97
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.57	7.65	6.65	6.21

投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年一季报，Q1 实现营业总收入 49.68 亿元，同比-2.5%，实现归母净利润-2.33 亿元，同比增亏 1.82 亿元，略低于我们的预期。
- **Q1 收入同比-2.5%，毛利率同口径同比-3.5pct，预计水泥业务量降价升但成本承压。**（1）Q1 收入端同比小幅下滑，预计主要是水泥和熟料销售均价同比上涨部分抵消了销量的下滑所致。根据数字水泥网，公司核心市场京津冀区域 Q1 高标水泥均价同比上涨 112 元，但 Q1 区域水泥产量同比下降 12%，此外公司产能布局的东北市场也受到疫情的严重影响，导致 Q1 销量端低于此前预期。（2）Q1 毛利率为 20.6%，同口径同比-3.5pct，下降主要是水泥吨成本受到煤价同比大幅上涨的影响以及水泥吨均价提升对分母的影响所致。
- **费用控制得当，期间费用率基本持平。**公司 Q1 单季期间费用率同口径同比减少 0.1pct 至 24.0%，在收入端下滑的背景下依然较为稳定，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同口径同比-0.1/+0.1/+0.1/-0.1pct，反映费用控制得当，经营效率稳步改善。
- **经营性现金流有所下滑，资本开支持续增长，负债率同比显著下降。**公司 Q1 经营活动现金流净额同比减少 267.3%至-6.99 亿元，除了利润下滑以外，与其收现比下降有关。Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.65 亿元，同比增长 34.8%，反映节能降耗技改和产业链延伸力度加大。公司 2022 一季报资产负债率 44.5%，同比下降 5.4pct，主要得益于资产重组配套融资的完成，带息债务余额 159.89 亿元，同比减少 0.51 亿元。
- **Q1 或为全年景气低点，后续景气有望逐季改善。**当前区域水泥价格仍维持 2021Q4 以来的相对高位，但 Q1 面临疫情冲击和煤价再度上行的压力测试。短期若疫情管控缓和叠加新开工重点工程贡献实物需求，区域发货率预计出现明显的改善。中期来看，泛京津冀市场受益雄安新区、北京副中心建设，全年需求仍有支撑，疫情影响下将更为集中在三四季度释放，届时供需边际改善将更为明显，价格中枢有望上移，推动季度盈利同比增速回升。
- **盈利预测与投资评级：**（1）稳增长预期持续升温，供给侧自律强化，水泥板块景气和估值有望上行。（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 2022-2024 年归母净利润分别为 42.5、48.9、52.4 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.60/1.84/1.97 元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 7.7/6.7/6.2 倍市盈率，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞争态度恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.23
一年最低/最高价	10.74/14.83
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	17,285.51
总市值(百万元)	32,509.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.76
资产负债率(% ,LF)	44.49
总股本(百万股)	2,658.21
流通 A 股(百万股)	1,413.37

相关研究

冀东水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,998	16,417	16,636	16,998	营业总收入	36,338	39,721	40,540	41,291
货币资金及交易性金融资产	7,496	6,966	7,398	7,558	营业成本(含金融类)	26,566	29,755	29,942	30,207
经营性应收款项	4,297	4,717	4,799	4,877	税金及附加	550	551	565	571
存货	3,188	3,668	3,363	3,476	销售费用	580	605	620	627
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,988	4,078	4,093	4,143
其他流动资产	1,017	1,064	1,076	1,086	研发费用	100	94	96	98
非流动资产	44,333	45,133	46,324	47,586	财务费用	656	352	243	206
长期股权投资	2,007	2,347	2,797	3,247	加:其他收益	713	751	767	781
固定资产及使用权资产	32,571	32,817	33,093	33,416	投资净收益	464	339	450	450
在建工程	999	899	1,050	1,225	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	5,906	6,220	6,535	6,849	减值损失	-105	-34	-35	-35
商誉	314	314	314	314	资产处置收益	15	0	0	0
长期待摊费用	1,432	1,432	1,432	1,432	营业利润	4,985	5,341	6,162	6,634
其他非流动资产	1,102	1,102	1,102	1,102	营业外净收支	325	335	343	347
资产总计	60,330	61,550	62,960	64,584	利润总额	5,310	5,676	6,506	6,980
流动负债	13,535	13,456	13,214	12,990	减:所得税	1,128	1,180	1,339	1,443
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,238	5,343	5,043	4,743	净利润	4,182	4,496	5,167	5,537
经营性应付款项	4,392	4,919	4,950	4,994	减:少数股东损益	1,372	244	281	301
合同负债	612	685	689	695	归属母公司净利润	2,810	4,252	4,886	5,236
其他流动负债	2,293	2,509	2,532	2,558	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	1.60	1.84	1.97
非流动负债	13,017	11,917	10,817	9,717	EBIT	5,220	4,637	5,224	5,645
长期借款	4,632	4,332	4,032	3,732	EBITDA	8,544	7,486	8,193	8,742
应付债券	6,229	5,429	4,629	3,829	毛利率(%)	26.89	25.09	26.14	26.84
租赁负债	65	65	65	65	归母净利率(%)	7.73	10.70	12.05	12.68
其他非流动负债	2,091	2,091	2,091	2,091	收入增长率(%)	2.42	9.31	2.06	1.85
负债合计	26,552	25,373	24,031	22,706	归母净利润增长率(%)	-1.40	51.31	14.92	7.16
归属母公司股东权益	31,809	33,962	36,434	39,081					
少数股东权益	1,970	2,215	2,495	2,796					
所有者权益合计	33,779	36,177	38,929	41,877					
负债和股东权益	60,330	61,550	62,960	64,584					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,211	6,567	7,642	7,741	每股净资产(元)	12.71	13.58	14.58	15.64
投资活动现金流	-1,876	-2,975	-3,367	-3,563	最新发行在外股份(百万股)	2,658	2,658	2,658	2,658
筹资活动现金流	-2,950	-4,122	-3,843	-4,018	ROIC(%)	8.45	7.18	7.98	8.37
现金净增加额	1,386	-530	432	160	ROE-摊薄(%)	8.83	12.52	13.41	13.40
折旧和摊销	3,324	2,849	2,969	3,098	资产负债率(%)	44.01	41.22	38.17	35.16
资本开支	-2,019	-2,975	-3,367	-3,563	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.57	7.65	6.65	6.21
营运资本变动	-1,767	-306	252	-147	P/B(现价)	0.96	0.90	0.84	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

