

冀东水泥 (000401.SZ)

2022 半年报点评：Q2 业绩小幅增长，盈利水平保持韧性

买入

核心观点

营收保持平稳，Q2 业绩小幅增长。2022H1 公司实现营业收入 168.45 亿元，同比+3.24%，归母净利润 11.41 亿元，同比-7.08%，基本 EPS 为 0.4292 元/股，其中 Q2 单季度收入 118.77 亿元，同比+5.86%，归母净利润 13.74 亿元，同比+7.41%。整体业绩小幅承压主要受疫情反复、地产基建表现偏弱、成本上升等因素所致，在诸多不利因素下，公司 Q2 业绩表现出一定韧性，一方面由于华北水泥价格处于高位，另一方面去年末完成合资公司吸收合并后，少数股东损益比例显著减少。

盈利水平保持韧性，现金流表现承压。上半年公司水泥熟料销量 3843 万吨，同比下降 19.94%，我们测算公司上半年水泥熟料吨价格 365.0 元，同比上涨 70.1 元，主要由于一方面去年下半年限电等因素后的华北地区价格处于高位，另一方面今年上半年区域协同执行良好；受原材料价格上涨影响，吨成本提高 68.4 元至 281.1 元，吨毛利实现 83.4 元，同比小幅提高 1.7 元。公司上半年费用管控方面继续保持优化，期间费用率同比降低 1.2pct 至 14.70%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别下降-1.6/+0.6/-0.1/+0.004pct 至 1.5%/10.8%/2.0%/0.4%。受煤炭等原材料价格大幅上涨影响，上半年经营性净现金流同比减少 74.34%至 8.14 亿元。报告期末，公司资产负债率较去年末小幅回升 2.9pct 至 46.91%。

产业布局持续优化，加快产业转型升级。报告期内，公司水泥产业整合与产能建设，完成山西华润福龙公司股权收购交割，磐石新型建材产业园 4 月如期开工；铜川公司、磐石公司、焦作新材骨料生产线项目建设顺利；固废处置能力上半年增加 32 万吨/年达到 496 万吨/年。产业升级上，一方面，报告期内公司加强节能降耗改造，加大替代燃料开发和使力度，另一方面，加快智能工厂建设，推动传统产业与数智化深度融合，为公司未来长远发展提供保障。

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：需求改善可期，维持“买入”评级。

随着疫情管控逐步好转，前期政策积累的项目建设需求有望在下半年逐步释放，公司作为华北区域水泥龙头有望更加受益。去年公司完成合资公司合并后，经营效率和管理水平有望获得进一步提升，看好未来公司经营质量改善。考虑上半年需求情况影响，下调 2022-24 年 EPS 至 1.17/1.26/1.31 元/股(调整前为 1.5/1.6/1.7 元/股)，对应 PE 为 7.7/7.2/6.9x，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	39,868	41,968	43,634
(+/-%)	2.8%	2.4%	9.7%	5.3%	4.0%
净利润(百万元)	2850	2810	3119	3352	3470
(+/-%)	5.5%	-1.4%	11.0%	7.5%	3.5%
每股收益(元)	1.96	1.77	1.17	1.26	1.31
EBIT Margin	18.8%	12.8%	10.4%	10.7%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	8.8%	9.3%	9.5%	9.3%
市盈率 (PE)	4.6	5.1	7.7	7.2	6.9
EV/EBITDA	4.0	6.5	6.7	6.0	5.7
市净率 (PB)	0.69	0.76	0.72	0.68	0.65

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	
收盘价	9.05 元
总市值/流通市值	24055/14000 百万元
52 周最高价/最低价	15.20/8.88 元
近 3 个月日均成交额	100.37 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.SZ) - 需求下行致 Q1 业绩承压，静待区域建设发力》——2022-04-24
- 《冀东水泥 (000401.SZ) - 高分红提供安全边际，看好未来发展韧性》——2022-03-17
- 《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

营收保持平稳，Q2 业绩小幅增长。2022H1 公司实现营业收入 168.45 亿元，同比 +3.24%，归母净利润 11.41 亿元，同比 -7.08%，基本 EPS 为 0.4292 元/股，其中 Q2 单季度收入 118.77 亿元，同比 +5.86%，归母净利润 13.74 亿元，同比 +7.41%。整体业绩小幅承压主要受疫情反复、地产基建表现偏弱、成本上升等因素所致，在诸多不利因素下，公司 Q2 业绩表现出一定韧性，一方面由于华北水泥价格处于高位，另一方面去年末完成合资公司吸收合并后，少数股东损益比例显著减少。

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（2019H1 增速为追溯调整口径后）

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（2019H1 增速为追溯调整口径后）

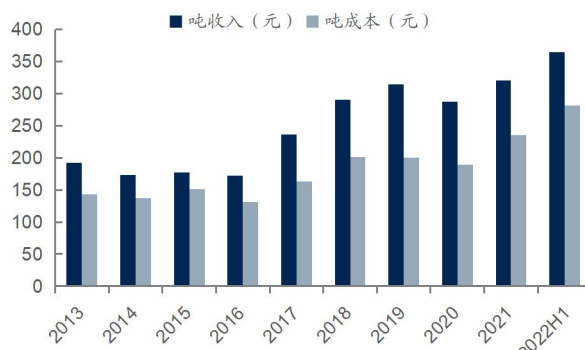
盈利水平保持韧性，现金流表现承压。上半年公司水泥熟料销量 3843 万吨，同比下降 19.94%，我们测算公司上半年水泥熟料吨价格 365.0 元，同比上涨 70.1 元，主要由于一方面去年下半年限电等因素后的华北地区价格处于高位，另一方面今年上半年区域协同执行良好；受原材料价格上涨影响，吨成本提高 68.4 元至 281.1 元，吨毛利实现 83.4 元，同比小幅提高 1.7 元。公司上半年费用管控方面继续保持优化，期间费用率同比降低 1.2pct 至 14.70%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别下降 -1.6/+0.6/-0.1/+0.004pct 至 1.5%/10.8%/2.0%/0.4%。受煤炭等原燃材料价格大幅上涨影响，上半年经营性净现金流同比减少 74.34%至 8.14 亿元。报告期末，公司资债率较去年末小幅回升 2.9pct 至 46.91%。

图3：公司水泥熟料销量及增速



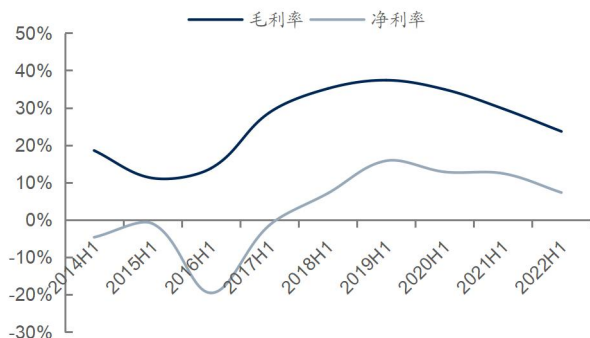
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司水泥熟料吨收入和吨成本



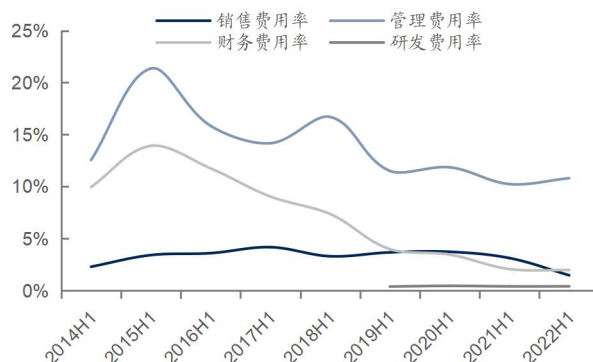
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 冀东水泥毛利率和净利率 (%)



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 (%)



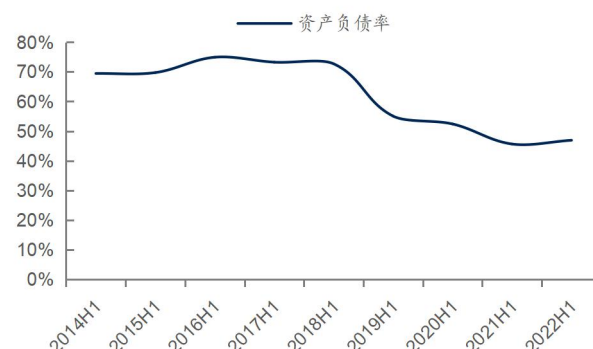
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (2016H1 增速为 4396.2%)

图8: 冀东水泥资产负债率保持较平稳 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产业布局持续优化，加快产业转型升级。报告期内，公司水泥产业整合与产能建设，完成山西华润福龙公司股权收购交割，磐石新型建材产业园 4 月如期开工；铜川公司、磐石公司、焦作新材骨料生产线项目建设顺利；固废处置能力上半年增加 32 万吨/年达到 496 万吨/年。产业升级上，一方面，报告期内公司加强节能降耗改造，加大替代燃料开发和使用力度，另一方面，加快智能工厂建设，推动传统产业与数智化深度融合，为公司未来长远发展提供保障。

需求改善可期，维持“买入”评级。随着疫情管控逐步好转，前期政策积累的项目建设需求有望在下半年逐步释放，公司作为华北区域水泥龙头有望更加受益。去年公司完成合资公司合并后，经营效率和管理水平有望获得进一步提升，看好未来公司经营质量改善。考虑上半年需求情况影响，下调 2022-24 年 EPS 至 1.17/1.26/1.31 元/股(调整前为 1.5/1.6/1.7 元/股)，对应 PE 为 7.7/7.2/6.9x，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	7932	7969	8815	营业收入	35480	36338	39868	41968	43634
应收款项	2673	2220	4369	4829	5272	营业成本	23057	26566	30300	32022	33511
存货净额	2707	3188	3806	4054	4286	营业税金及附加	518	550	590	567	617
其他流动资产	4692	3094	4334	4068	4486	销售费用	1399	580	558	504	436
流动资产合计	15969	15998	20441	20921	22859	管理费用	3831	3988	4263	4391	4469
固定资产	32857	33351	32398	31618	31077	财务费用	886	656	514	487	439
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	63706	63344	64652	营业利润	6755	4985	4694	5048	5222
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	4494	4835	5161	利润总额	6753	5310	4604	4948	5122
其他流动负债	5552	2905	5098	4389	5066	所得税费用	1569	1128	978	1051	1088
流动负债合计	13764	13535	15831	14214	14220	少数股东损益	2334	1372	506	544	563
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	3119	3352	3470
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	28116	25807	25100	净利润	2850	2810	3119	3352	3470
少数股东权益	14438	1970	2066	2169	2276	资产减值准备	(267)	32	(1)	(3)	(2)
股东权益	17711	31809	33524	35368	37276	折旧摊销	3064	3127	3587	3779	3967
负债和股东权益总计	58947	60330	63706	63344	64652	公允价值变动损失	(32)	(77)	20	20	10
						财务费用	886	656	514	487	439
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1627)	(1707)	(2444)	(1507)	(804)
每股收益	1.96	1.77	1.17	1.26	1.31	其它	264	(44)	97	106	109
每股红利	2.12	1.07	0.53	0.57	0.59	经营活动现金流	4252	4141	4378	5748	6750
每股净资产	13.14	11.97	12.61	13.31	14.02	资本开支	0	(3499)	(2417)	(2780)	(3197)
ROIC	12%	8%	7%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16%	9%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(14)	(3727)	(2538)	(2954)	(3345)
毛利率	35%	27%	24%	24%	23%	权益性融资	0	2139	0	0	0
EBIT Margin	19%	13%	10%	11%	11%	负债净变化	2014	243	0	0	0
EBITDA Margin	27%	21%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(2855)	(2833)	(1404)	(1509)	(1561)
收入增长	3%	2%	10%	5%	4%	其它融资现金流	(2639)	4227	0	(1248)	(998)
净利润增长率	6%	-1%	11%	7%	4%	融资活动现金流	(4320)	1185	(1404)	(2756)	(2560)
资产负债率	70%	47%	47%	44%	42%	现金净变动	(82)	1600	436	37	846
息率	11.9%	11.8%	5.8%	6.3%	6.5%	货币资金的期初余额	5979	5897	7496	7932	7969
P/E	4.6	5.1	7.7	7.2	6.9	货币资金的期末余额	5897	7496	7932	7969	8815
P/B	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	0	1585	1999	3024	3589
EV/EBITDA	4.0	6.5	6.7	6.0	5.7	权益自由现金流	0	6055	1595	1393	2245

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