

# 冀东水泥（000401.SZ）

## 2023 年中报点评：价格下降业绩承压，Q2 盈利水平环比修复

买入

### 核心观点

**行业景气下行，价格下降业绩承压。**2023H1 公司实现营业收入 144.86 亿，同比-14.01%，归母净利润-3.69 亿，同比-132.34%，扣非归母净利润-4.66 亿，同比-143.66%，基本 EPS 为-0.1388 元/股，Q2 单季度收入 93.02 亿，同比-21.70%，归母净利润 4.23 亿，同比-69.20%。受上半年行业景气偏弱影响，水泥价格持续下行，盈利水平下降，业绩总体承压。

**水泥量增价跌，Q2 毛利率环比改善。**上半年水泥熟料销量 4396 万吨，同比+14.39%，主因低基数以及因去年四季度特定事件等影响压制的需求在今年上半年释放，板块实现收入 123.61 亿，同比-11.87%，测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 281.2/251.4/29.8 元，分别同比-83.8/-29.7/-54.1 元，受市场需求偏弱影响，北方地区产能发挥率不足，公司核心区域水泥价格持续走低，原材料价格回落一定程度对冲盈利端下行幅度；骨料业务销量 1595 万吨，同比+15.41%，主要受益于陕西关中地区骨料产能进一步释放，影响销量同比增加 180 万吨，完成销售收入 5.89 亿，同比+11.81%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 36.9/19.3/17.7 元，分别同比-1.2/+2.2/-3.4 元。上半年综合毛利率 12.9%，同比-10.8pct，Q2 单季度毛利率为 17.3%，同比/环比分别-6.5pct/+12.3pct，盈利水平环比改善明显主要受益于成本端价格下行。上半年经营性净现金流实现 9.9 亿元，同比+21.5%。期间费用率同比增加 2.1pct 至 16.8%，主要由于收入端下降影响。

**加强矿山资源布局，稳步推动绿色转型。**公司继续积极布局上游矿山资源，上半年新增石灰石资源储备 6.28 亿吨，累计已获得石灰石资源、建筑石料用灰岩和白云岩储量超过 50 亿吨。骨料目前产能达 6200 万吨，目前在产产能 500 万吨。绿色转型方面，公司目前超过 60% 的水泥生产线具有协同处置危废、生活垃圾等，年处置能力 532 万吨，同比提高 7.3%。

**风险提示：**项目落地不及预期；成本上涨超预期；疫情反复。

**投资建议：**华北区域水泥龙头，维持“买入”评级。

公司是华北地区水泥龙头企业，具备较强的区域话语权，同时，公司仍在积极推动区域产业整合，强化协同发展，巩固资源布局，拓展环保产业，综合竞争优势良好。考虑到上半年水泥价格下行影响，下调 23-25 年 EPS 至 1.1/1.2/1.3 元/股(前值 0.72/0.91/1.01 元/股)，对应 PE 为 9.7/8.7/8.2x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,338	34,544	32,905	34,915	36,582
(+/-%)	2.4%	-4.9%	-4.7%	6.1%	4.8%
净利润(百万元)	2810	1358	977	1222	1356
(+/-%)	-1.4%	-51.7%	-28.0%	25.0%	11.0%
每股收益(元)	1.77	0.51	0.37	0.46	0.51
EBIT Margin	12.5%	5.2%	4.8%	5.3%	5.4%
净资产收益率(ROE)	8.8%	4.4%	3.1%	3.8%	4.1%
市盈率(PE)	4.9	17.0	23.6	18.9	17.0
EV/EBITDA	6.5	10.1	9.9	9.1	8.6
市净率(PB)	0.73	0.75	0.74	0.72	0.70

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：陈颖**

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

**证券分析师：冯梦琪**

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

7.58 元

收盘价

总市值/流通市值

20149/11729 百万元

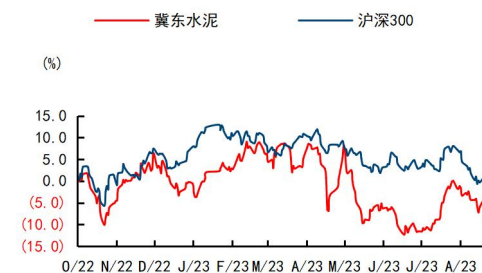
52 周最高价/最低价

9.50/7.20 元

近 3 个月日均成交额

62.30 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）-2022 年年报点评：业绩承压明显，加强区域市场整合》——2023-04-03

《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》——2022-08-25

《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

行业景气下行，价格下降业绩承压。2023H1 公司实现营业收入 144.86 亿，同比-14.01%，归母净利润-3.69 亿，同比-132.34%，扣非归母净利润-4.66 亿，同比-143.66%，基本 EPS 为-0.1388 元/股，Q2 单季度收入 93.02 亿，同比-21.70%，归母净利润 4.23 亿，同比-69.20%。受上半年行业景气偏弱影响，水泥价格持续下行，盈利水平下降，业绩总体承压。

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（2021H1 收入绝对值使用追溯调整口径）

图2：冀东水泥归母净利润及增速



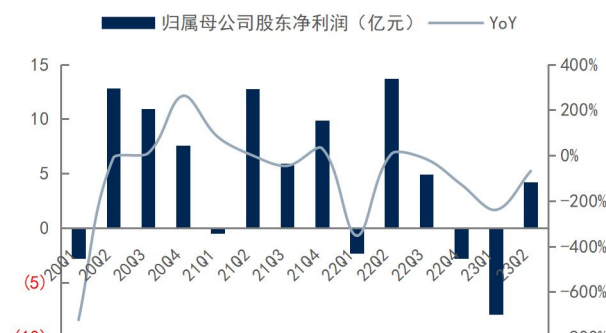
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 归母净利润绝对值使用追溯调整口径）

图3：冀东水泥单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 收入绝对值使用追溯调整口径）

图4：冀东水泥单季度归母净利润及增速

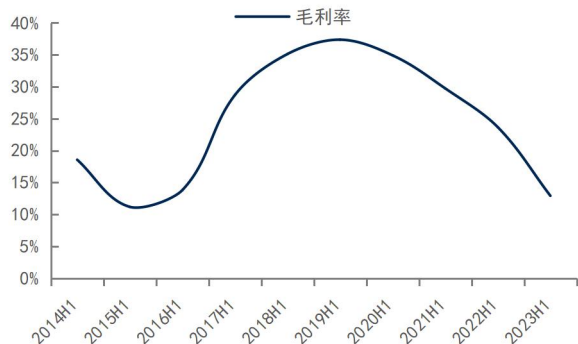


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 归母净利润绝对值使用追溯调整口径）

**水泥量增价跌，Q2 毛利率环比改善。**上半年水泥熟料销量 4396 万吨，同比+14.39%，主因低基数以及因去年四季度特定事件等影响压制的需求在今年上半年释放，板块实现收入 123.61 亿，同比-11.87%，测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 281.2/251.4/29.8 元，分别同比-83.8/-29.7/-54.1 元，受市场需求偏弱影响，北方地区产能发挥率不足，公司核心区域水泥价格持续走低，原燃材料价格回落一定程度对冲盈利端下行幅度；骨料业务销量 1595 万吨，同比+15.41%，主要受益于陕西关中地区骨料产能进一步释放，影响销量同比增加 180 万吨，完成销售收入 5.89 亿，同比+11.81%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 36.9/19.3/17.7 元，分别同比-1.2/+2.2/-3.4 元。上半年综合毛利率 12.9%，同比-10.8pct，Q2 单季度毛利率为 17.3%，同比/环比分别-6.5pct/+12.3pct，盈利水平环比改善明显主

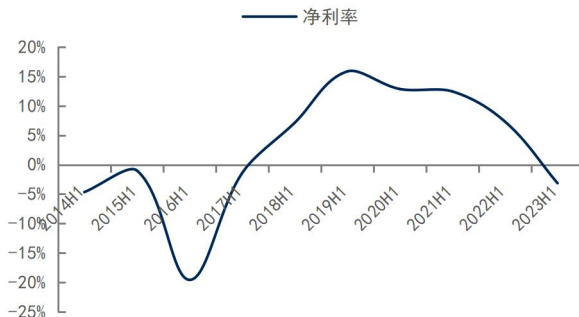
要受益于成本端价格下行。上半年经营性净现金流实现 9.9 亿元，同比+21.5%。期间费用率同比增加 2.1pct 至 16.8%，主要由于收入端下降影响。

图5: 冀东水泥综合毛利率情况



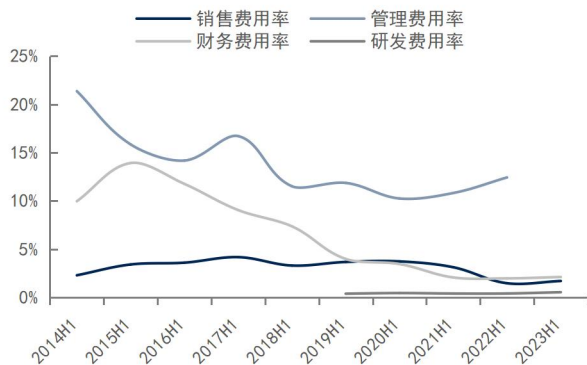
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 冀东水泥净利率情况



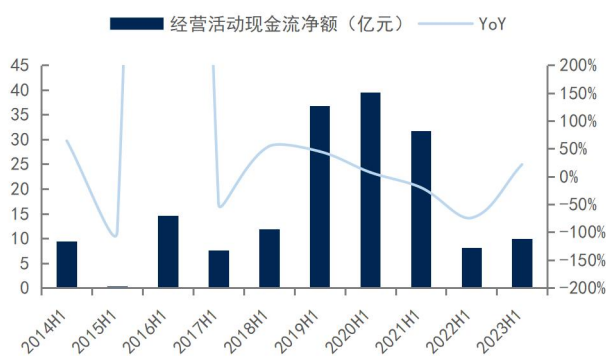
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 冀东水泥期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 冀东水泥经营活动现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2016H1 增速为 439.2%）

**加强矿山资源布局，稳步推动绿色转型。**公司继续积极布局上游矿山资源，上半年新增石灰石资源储备 6.28 亿吨，累计已获得石灰石资源、建筑石料用灰岩和白云岩储量超过 50 亿吨。骨料目前产能达 6200 万吨，目前在建产能 500 万吨。绿色转型方面，公司目前超过 60% 的水泥生产线具有协同处置危废、生活垃圾等，年处置能力 532 万吨，同比提高 7.3%。

**华北区域水泥龙头，维持“买入”评级。**公司是华北地区水泥龙头企业，具备较强的区域话语权，同时，公司仍在积极推动区域产业整合，强化协同发展，巩固资源布局，拓展环保产业，综合竞争优势良好。考虑到上半年水泥价格下行影响，下调 23-25 年 EPS 至 1.1/1.2/1.3 元/股（前值 0.72/0.91/1.01 元/股），对应 PE 为 9.7/8.7/8.2x，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7496	6403	8328	10337	13134	营业收入	36338	34544	32905	34915	36582
应收款项	2220	2273	2122	2206	2265	营业成本	26566	27468	26653	28072	29302
存货净额	3188	4285	3614	4058	4108	营业税金及附加	550	578	524	556	583
其他流动资产	3094	3199	2924	3168	3285	销售费用	580	523	461	524	585
<b>流动资产合计</b>	<b>15998</b>	<b>16160</b>	<b>16988</b>	<b>19769</b>	<b>22792</b>	管理费用	3988	4050	3544	3745	3948
固定资产	33351	34049	33064	31592	29787	研发费用	100	113	140	167	193
无形资产及其他	5906	6329	6077	5825	5572	财务费用	656	675	698	642	582
投资性房地产	3068	3830	3830	3830	3830	投资收益	464	152	308	308	308
长期股权投资	2007	1651	1587	1376	1239	资产减值及公允价值变动	77	92	85	85	85
<b>资产总计</b>	<b>60330</b>	<b>62019</b>	<b>61545</b>	<b>62392</b>	<b>63220</b>	其他收入	445	240	(140)	(167)	(193)
短期借款及交易性金融负债	6238	6012	6000	6006	6003	营业利润	4985	1733	1278	1603	1782
应付款项	4392	4490	4303	4524	4730	营业外净收支	325	88	20	20	20
其他流动负债	2905	3092	2859	3046	3176	<b>利润总额</b>	<b>5310</b>	<b>1822</b>	<b>1298</b>	<b>1623</b>	<b>1802</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13535</b>	<b>13594</b>	<b>13162</b>	<b>13575</b>	<b>13909</b>	所得税费用	1128	415	286	357	397
长期借款及应付债券	10861	14034	13804	13804	13804	少数股东损益	1372	49	35	44	49
其他长期负债	2156	1788	1278	839	364	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2810</b>	<b>1358</b>	<b>977</b>	<b>1222</b>	<b>1356</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13017</b>	<b>15822</b>	<b>15082</b>	<b>14643</b>	<b>14168</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>26552</b>	<b>29416</b>	<b>28244</b>	<b>28218</b>	<b>28078</b>	净利润	2810	1358	977	1222	1356
少数股东权益	1970	1906	1920	1937	1957	资产减值准备	32	(55)	0	(2)	(3)
股东权益	31809	30697	31381	32236	33186	折旧摊销	3127	3371	3622	3812	3945
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>60330</b>	<b>62019</b>	<b>61545</b>	<b>62392</b>	<b>63220</b>	公允价值变动损失	(77)	(92)	(85)	(85)	(85)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	656	675	698	642	582
每股收益	1.77	0.51	0.37	0.46	0.51	营运资本变动	(1707)	(2154)	167	(806)	(367)
每股红利	1.07	1.06	0.11	0.14	0.15	其它	(44)	2	14	20	22
每股净资产	11.97	11.55	11.81	12.13	12.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>4141</b>	<b>2430</b>	<b>4696</b>	<b>4161</b>	<b>4870</b>
ROIC	7%	2%	2%	2%	3%	资本开支	0	(3858)	(2301)	(2001)	(1801)
ROE	9%	4%	3%	4%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	27%	20%	19%	20%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(228)</b>	<b>(3501)</b>	<b>(2237)</b>	<b>(1791)</b>	<b>(1664)</b>
EBIT Margin	13%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	0	46	0	0	0
EBITDA Margin	21%	15%	16%	16%	16%	负债净变化	243	2391	(230)	0	0
收入增长	2%	-5%	-5%	6%	5%	支付股利、利息	(2833)	(2811)	(293)	(367)	(407)
净利润增长率	-1%	-52%	-28%	25%	11%	其它融资现金流	2867	772	(12)	6	(3)
资产负债率	47%	51%	49%	48%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2314)</b>	<b>(22)</b>	<b>(535)</b>	<b>(361)</b>	<b>(410)</b>
息率	12.3%	12.2%	1.3%	1.6%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>1600</b>	<b>(1093)</b>	<b>1924</b>	<b>2010</b>	<b>2796</b>
P/E	4.9	17.0	23.6	18.9	17.0	货币资金的期初余额	5897	7496	6403	8328	10337
P/B	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	7496	6403	8328	10337	13134
EV/EBITDA	6.5	10.1	9.9	9.1	8.6	企业自由现金流	0	(1241)	2723	2450	3315
						权益自由现金流	0	1922	1937	1955	2858

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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