

冀东水泥（000401）

2024 年中报点评：Q2 单季扭亏为盈，骨料贡献增量

增持（维持）

2024 年 09 月 04 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	34544	28235	25562	25223	25146
同比（%）	(4.94)	(18.26)	(9.47)	(1.33)	(0.31)
归母净利润（百万元）	1,357.69	(1,498.37)	14.00	356.97	692.66
同比（%）	(51.69)	(210.36)	100.93	2,449.33	94.04
EPS-最新摊薄（元/股）	0.51	(0.56)	0.01	0.13	0.26
P/E（现价&最新摊薄）	8.69	(7.88)	842.88	33.06	17.04

股价走势



投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年中报，上半年实现营业总收入 112.20 亿元，同比-23%，实现归母净利润-8.06 亿元，同比-120%；其中 Q2 单季实现营业总收入 78.79 亿元，同比-15%，实现归母净利润 2.93 亿元，同比-31%。
- **水泥需求持续承压，骨料贡献增量，Q2 毛利率改善明显。**（1）公司上半年实现水泥及熟料综合销量 3818 万吨，同比-13%，主要是国内水泥需求超预期下行的影响，测算吨均价/吨毛利分别为 241 元/25 元，分别同比-40 元/-5 元，吨毛利降幅小于同行整体水平，吨成本的下降主要因煤价的下降以及公司成本管控加强，上半年公司熟料单位产品综合能耗同比下降 4.18%。（2）骨料业务随产能释放量增利升，上半年实现营收 7.29 亿元，同比+24%，毛利率 50.7%，同比+2.8pct。此外危废固废处置受市场竞争加剧影响收入继续承压，上半年实现营收 4.52 亿元，同比-5%，但毛利率降幅收窄。（3）公司 Q2 实现毛利率 20.5%，同比+3.2%，环比+22.8pct，预计主要得益于水泥吨毛利的提升，其中东北市场在前期行业持续亏损的背景下，随着供给侧优化和行业自律强化，价格和盈利明显改善，此外公司产能集中的华北市场价格走势亦优于南方。
- **费用端整体平稳，资本开支有所收缩，负债率略有下降。**（1）公司上半年单吨水泥及熟料销量对应期间费用 61.2 元，同比+5.8 元，主要是销量减少导致单位固定费用上升所致，期间费用总额则同比-4%。（2）公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 8.33 亿元，同比-15%，好于盈利表现，上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.08 亿元，同比-34%，资本开支节奏有所放缓。（3）截至二季度末，公司资产负债率/带息债务余额分别为 50.26%/209.67 亿元，环比下降 0.87pct/减少 13.61 亿元。
- **北方区域行业自律率先改善，中长期静待格局进一步优化以及政策加速供给侧出清。**在今年供需矛盾和行业亏损幅度进一步加剧的背景下，以东北为代表的北方市场行业自律率先改善，错峰生产执行力度大幅强化，价格明显反弹，下半年区域景气有望保持改善态势。中长期，双碳、环保政策进一步趋严为供给侧带来更强约束，中短期产业政策对行业自律的约束有望强化，有利于行业竞争格局的优化和供给侧的加速出清，需观察落地节奏。以东北为代表的北方区域在行业经历持续亏损后有望迎来格局进一步优化整合的契机。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为北方区域水泥龙头，受区域产能过剩加剧影响，吨盈利受冲击，但公司内部强化降本增效，外部推动行业生态优化，推动重点市场战略整合、矿山增储、“水泥+”产业布局以及海外产能布局，经营有望底部改善。基于年内水泥需求不及预期，我们预测 2024-2025 年归母净利润为 0.14/3.57 亿元（前值为 7.12/10.97 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 6.93 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求超预期下行的风险，北方市场竞争格局改善不及预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	4.44
一年最低/最高价	3.99/7.95
市净率(倍)	0.43
流通 A 股市值(百万元)	6,870.01
总市值(百万元)	11,802.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.33
资产负债率(% ,LF)	50.26
总股本(百万股)	2,658.21
流通 A 股(百万股)	1,547.30

相关研究

《冀东水泥(000401): 2023 年三季度报点评: 景气承压, 中期有望受益于灾后重建和逆周期调节继续发力》

2023-11-01

《冀东水泥(000401): 2022 年年报点评: 景气筑底, 关注东北市场格局优化》

2023-04-01

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,002	13,370	14,310	15,557	营业总收入	28,235	25,562	25,223	25,146
货币资金及交易性金融资产	6,219	6,336	7,473	8,900	营业成本(含金融类)	24,909	20,569	19,916	19,497
经营性应收款项	3,501	3,106	3,058	3,041	税金及附加	521	558	541	525
存货	3,134	2,818	2,674	2,511	销售费用	507	537	529	513
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,649	3,666	3,646	3,640
其他流动资产	1,148	1,110	1,105	1,104	研发费用	126	128	126	126
非流动资产	45,921	44,789	43,348	41,868	财务费用	614	588	555	553
长期股权投资	1,495	1,577	1,657	1,757	加:其他收益	385	409	404	402
固定资产及使用权资产	32,811	31,612	30,012	28,280	投资净收益	100	92	112	132
在建工程	1,129	889	745	672	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6,794	7,019	7,243	7,467	减值损失	(339)	(94)	(92)	(92)
商誉	399	399	399	399	资产处置收益	(23)	0	0	0
长期待摊费用	1,578	1,578	1,578	1,578	营业利润	(1,968)	(76)	333	733
其他非流动资产	1,715	1,715	1,715	1,715	营业外净收支	67	85	83	80
资产总计	59,923	58,159	57,658	57,425	利润总额	(1,901)	9	416	814
流动负债	15,540	13,999	13,518	13,103	减:所得税	(153)	(6)	23	52
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,432	8,099	7,799	7,499	净利润	(1,748)	15	392	761
经营性应付款项	5,157	4,259	4,123	4,037	减:少数股东损益	(250)	1	35	69
合同负债	599	495	479	469	归属母公司净利润	(1,498)	14	357	693
其他流动负债	1,352	1,147	1,117	1,099	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.56)	0.01	0.13	0.26
非流动负债	13,786	13,486	13,186	12,886	EBIT	(1,317)	104	465	844
长期借款	8,478	8,178	7,878	7,578	EBITDA	2,528	3,478	3,895	4,334
应付债券	3,649	3,649	3,649	3,649	毛利率(%)	11.78	19.53	21.04	22.46
租赁负债	129	129	129	129	归母净利率(%)	(5.31)	0.05	1.42	2.75
其他非流动负债	1,531	1,531	1,531	1,531	收入增长率(%)	(18.26)	(9.47)	(1.33)	(0.31)
负债合计	29,326	27,486	26,704	25,989	归母净利润增长率(%)	(210.36)	100.93	2,449.33	94.04
归属母公司股东权益	28,719	28,794	29,040	29,453					
少数股东权益	1,878	1,879	1,914	1,983					
所有者权益合计	30,597	30,673	30,954	31,436					
负债和股东权益	59,923	58,159	57,658	57,425					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,990	3,364	4,233	4,672	每股净资产(元)	10.69	10.72	10.81	10.97
投资活动现金流	(1,893)	(2,064)	(1,795)	(1,798)	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	(1,249)	(1,183)	(1,300)	(1,448)	ROIC(%)	(2.33)	0.35	0.87	1.57
现金净增加额	(152)	117	1,137	1,427	ROE-摊薄(%)	(5.22)	0.05	1.23	2.35
折旧和摊销	3,846	3,374	3,431	3,490	资产负债率(%)	48.94	47.26	46.31	45.26
资本开支	(1,858)	(2,075)	(1,827)	(1,830)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(7.88)	842.88	33.06	17.04
营运资本变动	239	(484)	(9)	40	P/B(现价)	0.42	0.41	0.41	0.40

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>