

冀东水泥 (000401)

2023 年三季报点评: 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

增持 (维持)

2023 年 10 月 31 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

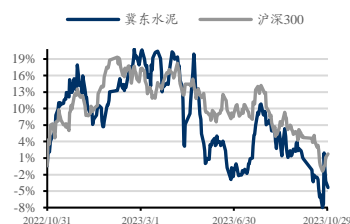
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	34,544	27,776	29,991	31,362
同比	-5%	-20%	8%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,358	-766	712	1,097
同比	-52%	-156%	193%	54%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	-0.29	0.27	0.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.00	-24.80	26.70	17.33

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年三季报, 前三季度实现营收/归母净利润 223.44 亿元/-3.22 亿元, 同比-18.3%/-119.7%, 单三季度实现营收/归母净利润 78.59 亿元/0.47 亿元, 同比-25.2%/-90.5%。
- **Q3 水泥量稳价跌, 吨净利环比下降。** (1) Q3 全国水泥产量同比-5.1%, 需求疲软, 供需矛盾加剧行业库存压力, 淡季价格跌幅较大, 8 月后企稳回升乏力。 (2) 公司 Q3 营收同比/环比分别下降 25.2%/15.5%, 预计公司水泥及熟料销量同比基本稳定, 但由于公司布局的京津冀市场以及河南、重庆、湖南等地水泥价格跌幅较大, 整体均价跌幅超过煤炭等成本降幅, 公司 Q3 综合毛利率 17.4%, 同比/环比分别-0.8pct/+0.1pct, 测算公司 Q3 水泥及熟料综合吨毛利环比 Q2 有所下降。 (3) Q3 归母净利润环比减少 3.77 亿元至 0.47 亿元, 预计主要是水泥吨净利下降所致。
- **费用端整体平稳, 资本开支有所下降, 负债率维持稳定。** (1) 公司 Q3 期间费用率为 16.9%, 同比+4.1pct, 但期间费用总额同比-1.5%, 费用率的上升主要是产品价格同比下跌对分母端的影响, 费用管控成效良好。 (2) 公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 12.77 亿元, 同比-16.6%, 好于盈利表现, Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.36 亿元, 同比下降 33.1%。 (3) 公司三季报资产负债率/带息债务余额分别为 49.3%/212.83 亿元, 环比+0.1pct/+0.61 亿元。
- **中期宏观逆周期调节加码, 京津冀作为灾后重建重点区域有望受益。** 当前行业景气筑底, 竞争激烈区域企业亏损加剧, 低效高成本产能出清压力持续加大。短期需求疲弱, 高库存压制价格反弹空间。但近期新增万亿特别国债落地, 京津冀作为灾后重建重点区域有望受益, 中期宏观逆周期调节将加码, 财政政策将持续发力, 实物需求有望企稳回升。我们认为需求改善有望改变行业预期, 加速行业竞合秩序修复, 叠加淡季错峰力度加大, 2024 年行业景气有望改善。
- **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、市场竞争加剧影响吨盈利受冲击, 但公司内部加大产业优化力度, 推进“六精管理”, 外部延伸产业链, 持续增强综合竞争力。中期宏观逆周期调节发力, 京津冀区域基建需求占比高, 作为灾后重建重点区域有望受益, 景气有望底部改善。基于年内水泥需求不及预期、市场竞争加剧, 我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至-7.7/7.1/11.0 亿元 (前值为 17.9/25.2/25.7 亿元), 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 基建实物需求落地不及预期, 区域竞合态势恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.15
一年最低/最高价	6.85/9.34
市净率(倍)	0.64
流通 A 股市值(百万元)	11,063.19
总市值(百万元)	19,006.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.17
资产负债率(% ,LF)	49.27
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): 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(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》
2022-04-21

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,160	14,397	15,085	16,093	营业总收入	34,544	27,776	29,991	31,362
货币资金及交易性金融资产	6,403	5,879	6,690	7,382	营业成本(含金融类)	27,468	23,820	24,101	25,029
经营性应收款项	4,361	3,566	3,769	3,932	税金及附加	578	589	601	601
存货	4,285	3,916	3,566	3,703	销售费用	523	533	544	544
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,050	3,979	3,989	3,894
其他流动资产	1,111	1,036	1,061	1,076	研发费用	113	91	98	103
非流动资产	45,859	44,826	44,095	43,409	财务费用	675	444	390	408
长期股权投资	1,651	1,841	2,081	2,321	加:其他收益	474	381	412	431
固定资产及使用权资产	32,939	31,903	30,720	29,483	投资净收益	152	191	241	241
在建工程	1,591	1,195	1,198	1,299	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6,329	6,538	6,748	6,958	减值损失	(50)	(102)	(110)	(115)
商誉	385	385	385	385	资产处置收益	20	0	0	0
长期待摊费用	1,479	1,479	1,479	1,479	营业利润	1,733	(1,210)	810	1,341
其他非流动资产	1,485	1,485	1,485	1,485	营业外净收支	88	90	92	92
资产总计	62,019	59,223	59,180	59,502	利润总额	1,822	(1,120)	902	1,432
流动负债	13,594	11,436	11,231	11,181	减:所得税	415	(325)	164	296
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,012	4,851	4,551	4,251	净利润	1,407	(794)	738	1,136
经营性应付款项	4,490	3,894	3,940	4,091	减:少数股东损益	49	(28)	26	40
合同负债	555	481	487	506	归属母公司净利润	1,358	(766)	712	1,097
其他流动负债	2,537	2,210	2,254	2,333	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	(0.29)	0.27	0.41
非流动负债	15,822	15,522	15,222	14,922	EBIT	2,249	(1,236)	657	1,192
长期借款	7,023	6,723	6,423	6,123	EBITDA	5,902	2,896	4,938	5,628
应付债券	7,011	7,011	7,011	7,011	毛利率(%)	20.48	14.24	19.64	20.19
租赁负债	128	128	128	128	归母净利率(%)	3.93	(2.76)	2.37	3.50
其他非流动负债	1,660	1,660	1,660	1,660	收入增长率(%)	(4.94)	(19.59)	7.97	4.57
负债合计	29,416	26,958	26,453	26,103	归母净利润增长率(%)	(51.69)	(156.45)	192.89	54.05
归属母公司股东权益	30,697	30,388	30,823	31,455					
少数股东权益	1,906	1,878	1,904	1,944					
所有者权益合计	32,603	32,266	32,727	33,399					
负债和股东权益	62,019	59,223	59,180	59,502					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,269	3,373	4,984	5,258	每股净资产(元)	11.44	11.32	11.49	11.72
投资活动现金流	(2,445)	(2,819)	(3,217)	(3,417)	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	(976)	(1,078)	(956)	(1,148)	ROIC(%)	3.35	(1.69)	1.06	1.86
现金净增加额	(1,152)	(524)	811	692	ROE-摊薄(%)	4.42	(2.52)	2.31	3.49
折旧和摊销	3,653	4,132	4,281	4,437	资产负债率(%)	47.43	45.52	44.70	43.87
资本开支	(2,258)	(2,820)	(3,218)	(3,418)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.00	(24.80)	26.70	17.33
营运资本变动	(3,316)	467	169	(162)	P/B(现价)	0.63	0.63	0.62	0.61

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）），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>