

冀东水泥(000401)/水泥制造

京津冀一体化能带来多少水泥需求增量?

评级: 买入(维持)

市场价格: 18.61

目标价格: 20

分析师: 黄诗涛

执业证书编号: S0740517010006

电话:

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

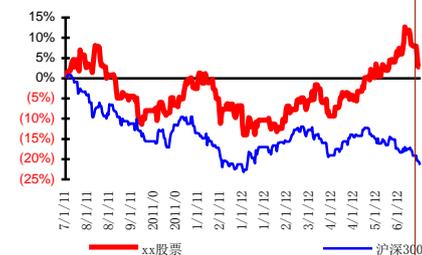
联系人: 张璇

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,348
流通股本(百万股)	1,347
市价(元)	18.61
市值(百万元)	25,077
流通市值(百万元)	25,070

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,108.25	12,335.15	14,892.0	15,104.7	15,317.4
增长率 yoy%	-29.09%	11.05%	20.73%	1.43%	1.41%
净利润	-1,715.22	52.89	1,236.89	1,428.86	1,405.63
增长率 yoy%	-5041.92	-103.08%	2238.82	15.52%	-1.63%
每股收益(元)	-1.27	0.04	0.92	1.06	1.04
每股现金流量	0.68	2.00	2.23	4.25	2.39
净资产收益率	-17.05%	0.53%	11.28%	11.39%	10.12%
P/E	-14.62	474.18	20.27	17.55	17.84
PEG	0.08	-0.94	-0.07	-0.09	-0.04
P/B	2.49	2.51	2.29	2.00	1.80
备注:					

投资要点

- 京津冀一体化势在必行:** 京津冀地区作为我国经济增长最快的区域之一, 经济地位日益凸显。京津冀虽然位置相邻, 但却并不像长三角和珠三角城市群间的联系那样密切。北京土地供应紧张, 交通拥堵等城市病愈发严重; 天津与北京相比, 并不具备政策以及资源优势, 而且由于距离太近失去了向周边辐射的能力; 河北的重化工业布局密集, 产业结构相对落后。从当前角度看, 行政体制分割阻碍协同发展; 经济二元结构问题严重突出, 核心辐射带动作用减弱; 产业结构趋同造成整体资源浪费。因而我们认为, 京津冀一体化是国家大计、势在必行。
- 政策不断落地, 发展路线明晰, 京津冀一体化进程加速:** 在功能定位方面, 根据京津冀协同规划发展纲要, 未来京津冀三省市定位已经明确; 从发展目标角度上看, 到 2030 年后, 首都核心功能更加优化, 京津冀区域一体化格局基本形成, 区域经济结构更加合理。随着京津冀发展路线的明晰, 我们认为一体化进程将不断加速。
- 京津冀一体化水泥需求测算, 区域内水泥需求稳定增长, 冀东水泥中期将明显受益:** 结合雄安新区规划, 我们假定京津冀一体化长期(20年)目标是 1) 区域内交通设施建设达密度到长三角水平; 2) 区域内人口增长, 人口密度接近长三角区域; 3) 配套设施(地产、市政、产业等建设)跟上新增人口需求。建立在这一基础上, 我们计算京津冀一体化因人口迁入及区域内交通密度提升可能带来的需求增量。原常住人口的住宅、市政、产业升级带来的需求; 及区域内基建升级等带来的水泥需求均假设包含在原水泥需求中且保持稳定, 不计算为增量。通过计算, 我们认为京津冀一体化或将在接下来 20 年内为区域内带来 10.5 亿吨左右的水泥需求增量。对应水泥产量复合年化增速约 4% 左右。
- 投资建议:** 我们认为, 随着京津冀区域一体化进程的不断推进, 区域内需求将在接下来几年内迎来小阳春; 与此同时水泥供给侧改革在京津冀地区将进一步深化, 环保、错峰等行政手段将进一步趋严, 明确的产能退出计划也将陆续落地, 区域内的集中度和产能利用率将得到明显提升。我们中长期继续看好公司区域内的供需格局进一步改善。预测公司 2017、18 年盈利将为 12.3 亿、14.2 亿(暂不考虑金隅并表)。给予买入评级。
- 风险提示事件:** 京津冀一体化进程不达预期, 宏观经济风险

多重政策落地，京津冀一体化进程加速

京津冀一体化势在必行

- 京津冀地区作为我国经济增长最快的区域之一，经济地位日益凸显。一方面，2016年京津冀三地的平均GDP增速达7.5%，连续3年对全国GDP贡献率超过10%；另一方面，京津冀虽然位置相邻，但却并不像长三角和珠三角城市群间的联系那样密切。北京土地供应紧张，交通拥堵等城市病愈发严重；天津与北京相比，并不具备政策以及资源优势，而且由于距离太近失去了向周边辐射的能力；河北的重化工业布局密集，产业结构相对落后。
 - **行政体制分割阻碍协同发展。**虽然从地图上看，京津冀是一个整体，但是作为三个不同的行政区域，难以建立一个良好的协同发展体制。只有国家出台统一的政策协调，加强统筹协调，才能突破行政区域的划分障碍，克服无序竞争，重复建设。
 - **经济二元结构问题严重突出，核心辐射带动作用减弱。**京津冀区域是我国一个典型的二元结构地区，京津的综合实力强，而河北的综合实力较弱，和京津的差距较大。以2016年的人均GDP计算，北京和天津均达到了11.5万元的水平，而河北的人均GDP只有4.3万元不到，两者差距悬殊。过于悬殊的社会经济二元结构导致相对落后的河北地区没有能力引进、吸收京津各种必要的生产要素、先进的管理制度以及高新技术人才；而较为发达的京津地区出现的产业聚集，因为得不到坚实的腹地支撑而吹那产业链中断，没有能力向周边较落后地区进行推广和扩散，缺少长期可持续发展的潜力。
 - **产业结构趋同造成整体资源浪费。**由于长期的行政分割以及地理区位的接近，京津冀在整个产业安排上的趋同现象较为严重。之前钢铁、煤炭、化工、建材等传统行业齐头并进，近年来在电子信息和生物医药等领域的趋同现象也愈发严重，无序竞争和资源浪费阻碍了整个京津冀地区的协同发展。

政策不断落地，京津冀一体化进程加速

- 早在上世纪80年代，京津冀协同发展的话题就已经开展。在时任天津市市长李瑞环的倡导下，环渤海地区15个城市共同发起成立了环渤海地区市长联席会。而国家的十一五、十二五规划中都提出了分工协作、一体化等概念。国家发改委于2004年11月正式启动京津冀都市圈区域规划的编制工作。
- 2015年4月，国务院通过了《京津冀协同规划发展纲要》推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。这意味着，经过一年多的准备，京津冀协同发展的顶层设计基本完成，推动实施这一战略的总体方针已经明确。

图表 1：京津冀一体化政策不断落地

时间	事件
2014年2月	习近平主持召开座谈会，京津冀系统发展上升为国家战略
2015年4月	《京津冀协同发展规划纲要》通过审议
2015年5月	《关于加强京津冀人大协同立法的若干意见》出台
2015年11月	《京津冀协同发展交通一体化规划》出台
2016年2月	《十三五京津冀国民经济和社会发展规划》出台
2016年6月	《京津冀产业转移指南》发布
2016年11月	《京津冀城际铁路规划网》出台
2017年2月	《推进通武廊战略合作发展框架协议》发布

来源：中泰证券研究所

京津冀一体化发展路线图明晰

- **在功能定位方面**，根据京津冀协同规划发展纲要，未来京津冀三省市定位分别为，北京市：“全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心”。天津市：“全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区”。河北省：“全国现代商贸物流重要基地、产业转型升级试验区、新型城镇化与城乡统筹示范区、京津冀生态环境支撑区”。
- **从发展目标角度上看**，到 2020 年，北京市常住人口控制在 2300 万人以内，北京“大城市病”等突出问题得到缓解；到 2030 年，首都核心功能更加优化，京津冀区域一体化格局基本形成，区域经济结构更加合理，生态环境质量总体良好，公共服务水平趋于均衡，成为具有较强国际竞争力和影响力的重要区域，在引领和支撑全国经济社会发展中发挥更大作用。
- **从空间布局上看**，京津冀发展纲要中确定了“功能互补、区域联动、轴向集聚、节点支撑”的布局思路，明确了以“一核、双城、三轴、四区、多节点”为骨架，推动有序疏解北京非首都功能，构建以重要城市为支点，以战略性功能区平台为载体，以交通干线、生态廊道为纽带的网络型空间格局。
- 此外，在重点领域，以交通、环保产业升级作为率先突破口。在交通一体化方面，构建以轨道交通为骨干的多节点、网格状、全覆盖的交通网络；在生态环境保护方面，要打破行政区域限制，推动能源生产和消费革命，促进绿色循环低碳发展，加强生态环境保护和治理，扩大区域生态空间。

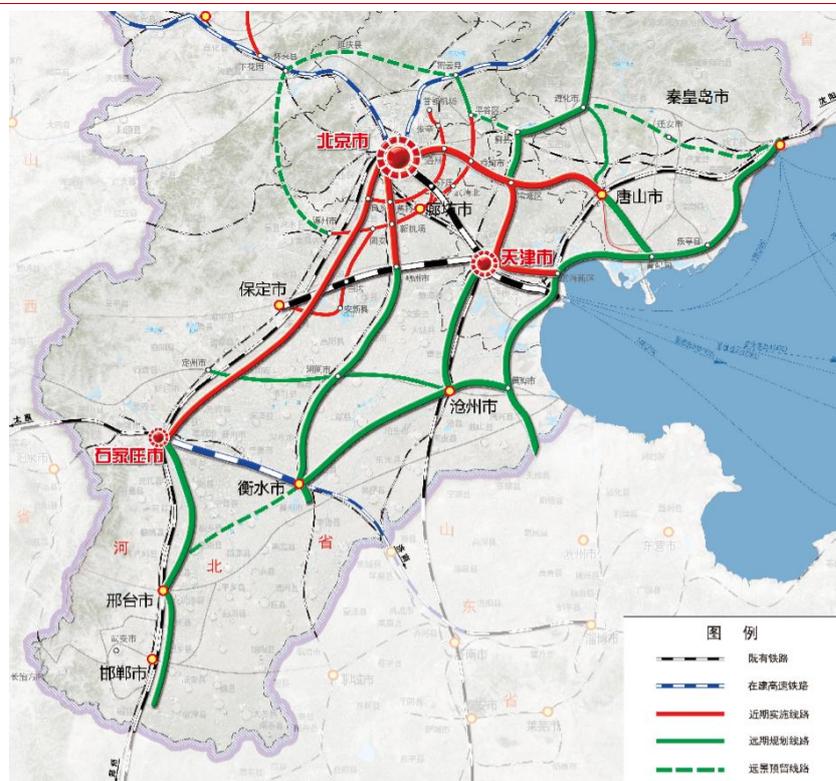
交通一体化先行刺激基建需求

- 交通运输方面，根据《京津冀协同发展交通一体化规划》，京津冀地区将以现有通道格局为基础，着眼于打造区域城镇发展主轴，促进城市间互联互通，推进“单中心放射状”通道格局向“四纵四横一环”网络化格

局转变。根据《规划》，到 2020 年，多节点、网格状的区域交通网络基本形成，城际铁路主骨架基本建成，公路网络完善通畅，港口群机场群整体服务、交通智能化、运营管理力争达到国际先进水平，基本建成安全可靠、便捷高效、经济适用、绿色环保的综合交通运输体系，形成京津石中心城区与新城、卫星城之间的“1 小时通勤圈”，京津保唐“1 小时交通圈”，相邻城市间基本实现 1.5 小时通达。到 2030 年形成“安全、便捷、高效、绿色、经济”的一体化综合交通运输体系。

- **高速公路：**“十三五”期间，河北省将加大交通基础设施建设，加快京津冀地区交通互联互通，到 2020 年，河北省高速公路通车总里程将增加 **3000 公里**，达到 9000 公里，增长 50%。2016 年河北省高速公路建设计划完成投资 333 亿元，河北省高速公路通车总里程将达到 6500 公里，按照每公里 1.2 亿元的造价计算，预计河北省未来四年将高速公路方面的投资额将达到 3000 亿元。2017 年天津市交通运输工作会议上决定，今年天津将加快推动综合交通运输体系建设，建成开通唐廊高速天津段一期、津汉高速、津港高速二期等 3 条（段）高速公路，同时多举措大力推进京津冀交通一体化。
- **高速铁路：**到 2020 年前实施北京至霸州铁路、北京至唐山铁路、北京至天津滨海新区铁路、崇礼铁路、廊坊至涿州城际铁路、首都机场至北京新机场城际铁路联络线、环北京城际铁路廊坊至平谷段、固安至保定城际铁路、北京至石家庄城际铁路等 9 个项目，总里程约 **1100 公里**，初步估算投资约 2470 亿元。

图表 2：京津冀地区城际铁路网规划示意图



来源：中泰证券研究所

高速公路和高速铁路的建设将推动京津冀交通一体化，刺激区域内建材、钢铁等行业需求。

图表 3: 京津冀城际铁路网规划建设项目表 (2016-2020 年)

序号	项目名称	里程 (公里)
1	北京至霸州铁路	78
2	北京至唐山铁路	149
3	北京至天津滨海新区铁路	98
4	崇礼铁路	67
5	廊坊至涿州城际铁路	65
6	首都机场至北京新机场城际铁路联络线	160
7	环北京城际铁路廊坊至平谷段	88
8	固安至保定城际铁路	106
9	北京至石家庄城际铁路	293

来源: 中泰证券研究所

基于京津冀一体化规划的水泥需求测算

区域内需求测算逻辑

- 依据京津冀一体化的规划并结合近期雄安新区规划, 我们假设京津冀一体化长期 (20 年) 目标是
 - 1) 区域内交通设施建设密度达到或超越长三角当前水平;
 - 2) 区域内人口大幅增长, 人口密度达到或超越长三角区域;
 - 3) 配套设施(地产、市政、产业等建设)跟上新增人口需求。
- 测算目的: 本测算目的是为了计算京津冀一体化因人口迁入及区域内交通密度提升可能带来的需求增量。原常住人口的住宅、市政、产业升级带来的需求; 及区域内基建升级等带来的水泥需求均假设包含在原水泥需求中, 且保持基本稳定(详见附表, 华北区域水泥人均累计产量于 2015 年达到 **20 吨/人**, 依据历史经验看, 华东区域 2012 年达到这一数值之后, 年产量基本保持稳定)。

图表 4: 京津冀和长三角区域核心数据对比

	面积(万平方公里)	人口 (万人)	人口密度(人/平方公里)	公路里程 (公里)	高速公路里程 (公里)	铁路里程 (公里)	GDP 总量
北京市	16,410	2,171	1,323	21,900	1,000	1,300	24,899.26
天津市	11,917	1,547	1,298	16,600	1,100	1,000	17,885.39
河北省	187,693	7,425	396	184,600	6,300	7,000	31,827.86
总和	216,020	11,143	516	223,100	8,400	9,300	74,613
上海市	7,038	2,415	3,432	13,200	800	500	27,466.15
江苏省	102,600	7,976	777	158,800	4,500	2,700	76,086.17
浙江省	104,141	5,539	532	118,000	3,900	2,600	46,484.98
总和	213,779	15,930	745	290,000	9,200	5,800	150,037

来源: Wind, 中泰证券研究所

基于区域内交通基础设施建设密度增长的水泥需求测算

- 依据京津冀一体化目标, 交通网络基础设施建设是京津冀一体化的基础, 主要工程将在中期规划的前 5-10 年完成。**我们假设区域内交通设施建设将在 5-10 年内达到或超过当前长三角水平。**建立在这一假设基础上, 我们对区域内交通基础设施建设密度增长的水泥需求测算如下。

图表 5: 交通运输计算核心数据假设

交运总量测算关键假设				
	材料	水泥占比	假设	水泥用量 (万吨) /km
一般公路	C30 砼 0.2 立方/平	每立方 0.43 吨	平均 4 车道, 宽度 15 米	0.129
高速公路	依据标准 不同差距 较大		取平均值	0.4-1.2
高速铁路			中国水泥网数据统计	2.1

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 基于区域内交通基础设施建设密度增长的水泥需求测算

交通运输需求增量测算	京津冀	长三角	公里数差距	预测中期 规划新增	水泥需求 (万吨)	注释
总人口 (亿人)	1.114	1.593				
土地面积 (万平方公里)	21.6	21.3				
人口密度 (人/平方公里)	516	748				
	其中: 北京 天津 河北	其中: 上海 江苏 浙江				
公路密度 (公里/百平方公里)	103.3	135.7	69935		9022	用公里数差额计算
	其中: 北京 天津 河北	其中: 上海 江苏 浙江				
高速公路密度 (公里/百平方公里)	3.9	4.3	896	3000	2400	用河北省规划计算
	其中: 北京 天津 河北	其中: 上海 江苏 浙江				
铁路密度 (公里/百平方公里)	4.3	2.3	不需增量			传统铁路不需要增量
	其中: 北京 天津 河北	其中: 上海 江苏 浙江				
高速铁路密度 (公里/百平方公里)	0.7-0.8	1.4	1404	1100	2948	用公里数差额计算
交运水泥增量需求测算	(万吨)				14370	

来源: 中泰证券研究所

- **需求增量:** 依据我们测算, 京津冀一体化的前 10 年, 交通运输网络建设带来的水泥需求增量约为 1.5 亿吨左右, 这一阶段区域内整体交通网络建设基本成熟。

基于区域内人口增长和迁入带来的水泥需求测算

- 依据我们理解的京津冀一体化目标，即**假设区域内人口密度将在 20 年左右达到或超过当前长三角水平**。我们认为除北京、天津、雄安新区形成的三角结构外，京津冀区域或将继续培育建设数个枢纽型城市（如唐山、保定、沧州等），以达到吸引并安置新增人口、产业的目的。下表基于人口密度增长对区域内水泥需求增量进行测算。

图表 7：人口增长测算

人口增长测算	京津冀	长三角	人口密度差距	人口差距 (万人)
总人口 (亿人)	1.114	1.593		
土地面积 (万平方公里)	21.6	21.3		
人口密度 (人/平方公里)	516	748	232	5014

来源：中泰证券研究所

图表 8：基于人口密度增长的水泥需求测算

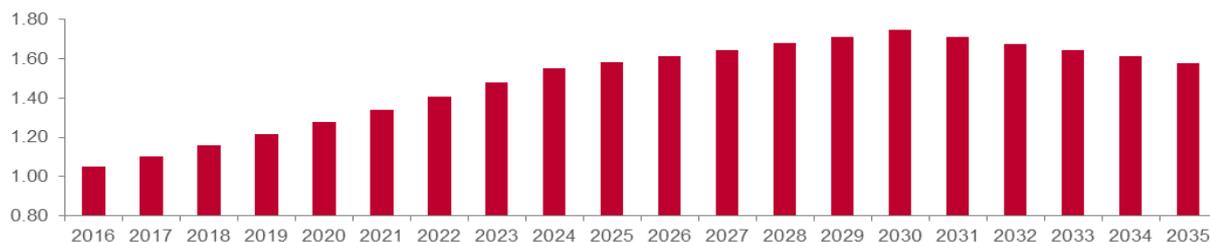
地产及市政建设等总量需求关键假设	
人均住房面积 (平方米)	30
居住面积占总建筑面积比例	66%
单位面积水泥消耗系数 (吨/平方)	0.2
地产需求/市政、产业建设需求	1:1
地产及市政水泥需求测算 (万吨)	91170

来源：中泰证券研究所

测算总量

- 根据雄安新区的规划，20 年维度下覆盖面积将达到 2000 平方公里，安置人口约 1500-2000 万人。作为京津冀一体化的重要节点，我们认为京津冀一体化的进度也将随着雄安新区的落成而逐渐深化。我们认为达到我们定义的京津冀一体化中期目标可能同样需要 20 年以上时间。**带来的水泥总增量可能在 10.5 亿吨左右，主要来自于人口增加带来的水泥需求**。以 2016 年京津冀区域内水泥产量 1.05 亿吨为基准（乐观估计：原需求基本平稳），若 20 年完成建设，区域内水泥产量复合年化增速将约为 4%，产量表现具体为前期增速较高，后期基本趋于稳定。产量峰值约为 1.6-1.7 亿吨/年。

图表 9：京津冀区域内水泥产量预期



来源：中泰证券研究所

投资建议

- **投资建议：**我们认为，随着京津冀区域一体化进程的不断推进，区域内需求将在接下来几年内迎来小阳春；与此同时水泥供给侧改革在京津冀地区将进一步深化，环保、错峰等行政手段将进一步趋严，明确的产能退出计划也将陆续落地，区域内的集中度和产能利用率将得到明显提升。我们中长期继续看好公司区域内的供需格局进一步改善。预测公司2017、18年盈利将为12.3亿、14.2亿（暂不考虑金隅并表）。给予买入评级。

风险提示事件

- **风险提示事件：**京津冀一体化进程不达预期，宏观经济风险

附表：京津冀及江浙沪区域水泥历史产量数据

	北京市	天津市	河北省	京津冀	上海市	江苏省	浙江省	江浙沪
1980	217.4	62.5	549.8	829.7	186.8	629.2	228.3	1044.3
1981	230.2	75.71	522.41	828.32	201.21	666.42	321.59	1189.22
1982	249.12	81.8	587.4	918.32	212.99	749.44	396.91	1359.34
1983	270.8	82.7	644.7	998.2	223.3	863	491.7	1578
1984	291.5	90.5	776.8	1158.8	237.3	982.7	624.4	1844.4
1985	318.5	105.11	942.72	1366.33	219.31	1116.9	799.92	2136.13
1986	310.52	112.41	1106.27	1529.2	227.28	1329.4	998	2554.68
1987	319.59	120.19	1229.79	1669.57	232.81	1524.47	1216	2973.28
1988	334.29	129.37	1426.97	1890.63	261.84	1660.97	1314.6	3237.41
1989	345.86	127.84	1402.2	1875.9	251.85	1515.02	1288	3054.87
1990	338.98	122.14	1310.13	1771.25	230.3	1532.89	1340.26	3103.45
1991	377.62	137.24	1596.97	2111.83	297.85	1823.18	1622	3743.03
1992	402.97	144.58	1942.29	2489.84	354.73	2275.59	1965.64	4595.96
1993	375.16	152.39	2420.48	2948.03	359.88	2660.5	2225.6	5245.98
1994	532	177	2687	3396	380	3087	2698	6165
1995	574.21	200.62	3154.1	3928.93	433.22	3966.42	3264.82	7664.46
1996	665.93	207.88	3406.92	4280.73	443.77	4040.28	3546.83	8030.88
1997	700.85	209	3761.87	4671.72	338.47	4031.73	3430.12	7800.32
1998	763	183	3887	4833	330.95	3856.3	3435.88	7623.13
1999	803	257.34	4133.77	5194.11	251.14	4378.32	3795.41	8424.87
2000	827	267.81	4694.59	5789.4	311.69	4599.52	4256.61	9167.82
2001	809	338.99	4878.03	6026.02	433.69	5246.93	4791.03	10471.65
2002	884	377.75	5769.24	7030.99	351.59	6035.29	5742.79	12129.67
2003	999	451	6811.4	8261.4	744.67	7825.14	7194.1	15763.91
2004	1214.19	522.25	7585.47	9321.91	970.96	8804.98	8772.93	18548.87
2005	1183.8	518.64	7686.04	9388.48	1045.21	9681.49	9128.97	19855.67
2006	1271.33	609.08	8625	10505.41	1131.08	10975.97	9952.29	22059.34
2007	1168.6	614.79	9758.28	11541.67	959.44	11849.78	10548.51	23357.73
2008	876.51	534.89	8953	10364.4	765.46	12683.21	10207.8	23656.47
2009	1080.33	699.51	10684.55	12464.39	754.19	14475.68	10822.25	26052.12
2010	1049.04	831.62	12790.21	14670.87	670.8	15829.74	11317.16	27817.7
2011	923.29	942.56	14533.91	16399.76	805.68	15034.22	12196.95	28036.85
2012	882.34	847.42	13131.84	14861.6	798.87	16902.33	11575.35	29276.55
2013	901.54	951.9	12747.38	14600.82	750.58	18027.05	12479.56	31257.19
2014	703.86	1071.16	10721.46	12496.48	686.03	19496.49	12413.35	32595.87
2015	553.5	777.6	9126.17	10457.27	433.6	18056.11	11330.88	29820.59
2016	510	788	9861	11159	418	17989.78	10796.54	29204.32
当前人均累计消费量				21.28				29.53

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。