

冀东水泥（000401）：区位优势渐显，龙头进入发展新阶段

——冀东水泥深度报告

报告摘要：

冀东水泥是华北水泥市场的绝对龙头。金隅水泥业务与冀东水泥重组完成后，冀东水泥的实控人为北京市国资委，位列中国第三大和世界第五大的水泥生产商。公司产能主要分布在华北各省，熟料产能占到华北地区总产能的32.09%，是华北水泥的绝对龙头企业，市场控制力强。

京津冀供需格局改善明显，已步入发展新阶段。年初以来京津冀地区固定资产投资和房地产开发投资较2018年同期明显好转，未来3-5年也是京津冀一体化交通建设的规划大年，2019年审批计划投资重点项目总额达到4559亿元。地区财政收入增速趋势向好，为基建投资提供有力支撑。地区错峰限产和环保执法趋严并且几无新增产能，价格对需求敏感。

雄安建设开始加速，按照规划未来三年总需求可达3400万吨。2019年以来雄安建设明显加快，上半年固定资产投资增速快于河北全省4个百分点，我们测算如果雄安启动区建设按规划加速建设，未来3年每年将有上千万吨水泥需求，冀东水泥占据雄安市场80%左右份额，每年预计将会贡献10%左右的水泥需求增量。

外延并购预期和财务费用改善带来业绩弹性。冀东水泥在合资公司中的股权占比只有52.91%，有较强动力整合剩余股权。重点市场河北、山西以及重庆等地水泥行业的CR5依然不高，公司在这些地区存在并购整合预期。公司自2016年以来现金流状况改善明显，吨财务费用目前仍有较大下降空间。**水泥窑协同处置危废前景广阔，冀东占据市场前五。**危废处理市场规模在2016年已达到千亿元以上，环保重视程度提升下危废处置率不断提高，水泥窑协同处置危废前景广阔。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2019-2021年的每股收益为2.10元、2.52元和2.98元，对应PE为7倍、6倍和5倍，考虑到现存项目需求，环保和错峰生产调节之下区域供需态势较好，区域地产水泥需求韧性和弹性好，2020年随着中央资金防风险加大介入，带来京津冀一体化和雄安建设加速，进而带来新需求增量空间，上调公司为“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,289	30,848	35,487	39,834	44,090
增长率(%)	23.95	101.76	15.04	12.25	10.68
归母净利润(百万元)	110.38	1,483.2	2,833.5	3,389.6	4,016.1
增长率(%)	108.72	194.09	91.04	19.63	18.48
净资产收益率(%)	1.10	10.17	19.58	18.97	18.35
每股收益(元)	0.08	1.10	2.10	2.52	2.98
PE	179	13	7	6	5
PB	1.92	1.33	1.34	1.08	0.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019年11月25日

强烈推荐/上调

冀东水泥 公司报告

公司简介：

公司主营业务为水泥及水泥熟料，2019年3月完成与金隅集团水泥业务的战略重组之后，分别占据北京市场100%和河北市场53%的份额。公司是华北水泥市场的龙头企业，同时在山西也是龙头公司。公司实际控制人为北京市国资委。

未来3-6个月重大事项提示：

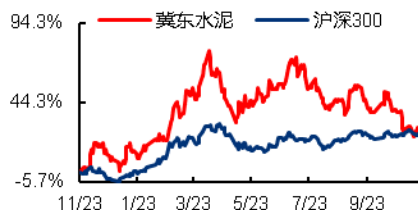
发债及交叉持股介绍：

2019-04-09，公司第一期非公开发行公司债券上市，代码为“114446.SZ”，发行规模12.00亿元，债券主体评级AAA，票面利率（当期）4.97%。

交易数据

52周股价区间(元)	14.35-11.9
总市值(亿元)	193.37
流通市值(亿元)	193.33
总股本/流通A股(万股)	134752/134721
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.33

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

目 录

1. 冀东水泥是华北水泥市场的绝对龙头	4
1.1 冀东水泥是综合实力突出的老牌水泥企业	4
1.2 重组金隅水泥业务造就华北水泥绝对龙头	4
1.2.1 重组后实控人为北京市国资委，晋升中国水泥行业探花	4
1.2.2 新冀东是华北水泥的绝对龙头，吉林、陕西和重庆同样市场领先	5
2. 京津冀供需改善明显，走进行业发展新阶段	6
2.1 区域固投增速明显改善，交建投资大有可为	6
2.1.1 京津冀固定资产投资和房地产投资增速改善明显	6
2.1.2 京津冀一体化交通先行，交建投资有望持续支撑水泥需求	7
2.2 京津冀地区财政收入增速趋势向好	10
2.3 京津冀进入寡占阶段，错峰限产和环保趋严压减产能	10
2.3.1 京津冀进入寡占阶段，冀东区域控制能力加强	10
2.3.2 错峰限产调节供给，环保趋严利好龙头	11
2.3.3 区域产能优化调整，落后退出新增受限	15
2.4 京津冀水泥价格已创下历史新高，还将保持高景气	16
3. 雄安建设开始加速，冀东是最直接受益者	17
3.1 总体规划正式批复，雄安建设进入实质阶段	17
3.2 新区建设从零到一，冀东统治雄安市场	19
3.2.1 启动区建设未来3年每年将创造约千万吨水泥需求	19
3.2.2 冀东水泥占尽地利，统治雄安水泥市场	20
4. 外延并购和财务费用改善带来业绩增长新空间	20
4.1 现金流量大幅改善，吨财务费用下降空间大	20
4.2 冀东收购合资公司剩余股权动力强，外延并购同样可期	22
4.3 冀东水泥公司价值突出，但估值却最低	22
5. 水泥窑协同处置危废前景广阔，冀东占据市场前五	23
6. 盈利预测和估值	24
7. 风险提示	25
相关报告汇总	26

表格目录

表 1：京津冀城际铁路网规划建设项目	8
表 2：计划 2019 年开工建设的京津冀重点工程项目一览	9
表 3：市场结构与集中度情况对照表	10
表 4：国家层面错峰限产及环保政策整理	11
表 5：2019 年 9 月和 1-9 月生态环境部重点监测的 168 个城市空气质量倒数十名	13
表 6：京津冀地区错峰限产及环保政策整理	13
表 7：京津冀地区淘汰水泥落后产能政策梳理	15

表 8：雄安新区发展大事记.....	18
表 9：雄安新区启动区和起步区建设规划对比.....	19
表 10：冀东水泥在雄安新区附近的四条水泥熟料生产线.....	20

插图目录

图 1：冀东水泥的实际控制人为北京市国资委.....	4
图 2：冀东水泥产能变化情况 单位：亿吨.....	5
图 3：中国前五大水泥生产企业水泥熟料产能 单位：亿吨.....	5
图 4：华北地区前五大水泥生产商市占率情况.....	5
图 5：冀东水泥产能分布地区.....	5
图 6：冀东水泥熟料产能及产线分布.....	6
图 7：北京、天津及河北固定资产投资完成额及其同比增速 单位：亿元.....	7
图 8：北京、天津及河北房地产固定资产投资完成额及其同比增速 单位：亿元.....	7
图 9：京津冀地区城际铁路网规划示意图.....	8
图 10：京津冀在建及计划建设的交建投资类型分布.....	9
图 11：京津冀地区公共财政收入同比增速与沿海发达省份对比.....	10
图 12：京津冀地区前八大水泥企业熟料产能占比.....	11
图 13：京津冀前八大水泥企业地区熟料产能 单位：万吨.....	11
图 14：京津冀地区新增产能投放情况.....	16
图 15：2011-2019E 河北淘汰落后产能情况.....	16
图 16：京津冀地区水泥供给端长期受到抑制.....	16
图 17：京津冀地区水泥需求端稳定且有弹性.....	16
图 18：京津冀水泥价格领先全国 单位：元/吨.....	17
图 19：京津冀水泥库容比相较于全国保持低位运行.....	17
图 20：华北地区历年水泥价格 单位：元/吨.....	17
图 21：京津冀地区历年水泥价格 单位：元/吨.....	17
图 22：雄安新区区位图.....	18
图 23：雄安新区起步区示意图（红框内为启动区）.....	19
图 24：冀东水泥业绩自 2016 年以来大幅好转 单位：亿元.....	21
图 25：冀东水泥现金流状况大幅好转 单位：亿元.....	21
图 26：冀东水泥偿债能力不断增强.....	21
图 27：冀东水泥资产负债率下降空间大（2019H1）.....	21
图 28：冀东水泥吨财务费用高于北方同业，有较大改善空间 单位：元/吨.....	21
图 29：2018 年分省份前五大企业集中度.....	22
图 30：冀东水泥在上市水泥企业中估值最低.....	22
图 31：2014-2016 我国工业危废产量规模（单位：万吨）.....	23
图 32：水泥窑协同处置固体废物流程图示意图.....	23
图 33：水泥窑协同处置危废产能格局.....	24
图 34：冀东水泥 P/S band.....	25

1. 冀东水泥是华北水泥市场的绝对龙头

1.1 冀东水泥是综合实力突出的老牌水泥企业

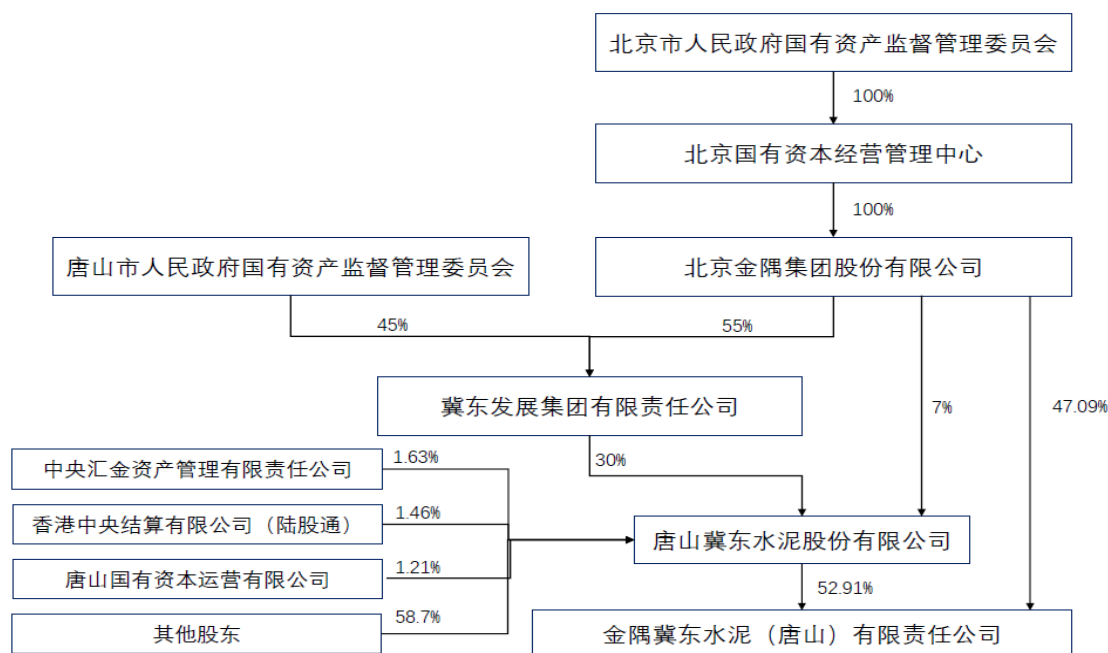
唐山冀东水泥股份有限公司（冀东水泥）成立于1994年，在国内首次成功引进并自主消化吸收了新型干法水泥制造工艺，被誉为“中国新型干法水泥工业的摇篮”和“中国水泥工业排头兵”。冀东水泥是国家重点支持水泥结构调整的12家大型水泥企业集团之一，是华北地区水泥龙头企业，是全国第三大水泥龙头公司，世界第五大的水泥生产商。在河北地区具备较强的市场控制力。

1.2 重组金隅水泥业务造就华北水泥绝对龙头

1.2.1 重组后实控人为北京市国资委，晋升中国水泥行业探花

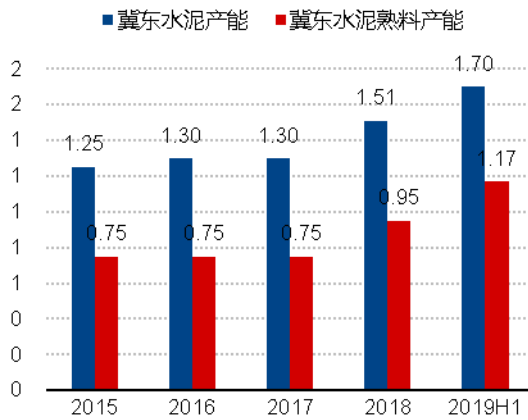
现冀东水泥是由原冀东水泥整合北京金隅集团的全部水泥业务而来。2016年，北京金隅集团通过控股冀东发展集团的方式间接控股冀东水泥，2019年3月，金隅冀东重组正式宣告完成，冀东水泥成为北京金隅集团旗下唯一的水泥、混凝土业务平台，实际控制人由唐山市国资委变更为北京市国资委。

图1：冀东水泥的实际控制人为北京市国资委

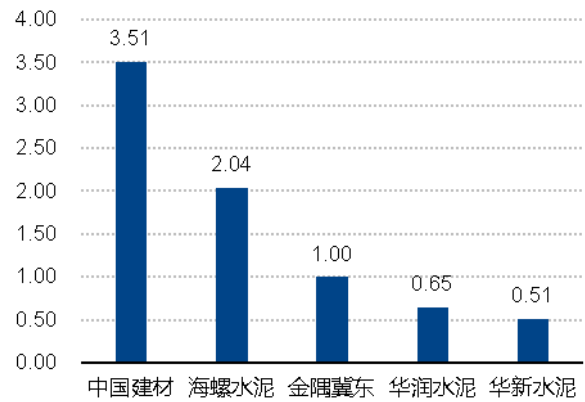


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

重组完成后，冀东水泥的熟料产能增长了46.67%，由0.75亿吨提升至1.1亿吨，水泥产能增长36%，由1.25亿吨提升至1.7亿吨。

图 2：冀东水泥产能变化情况 单位：亿吨


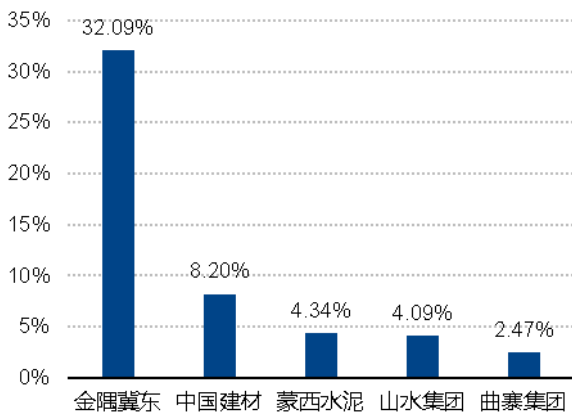
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：中国前五大水泥生产企业水泥熟料产能 单位：亿吨


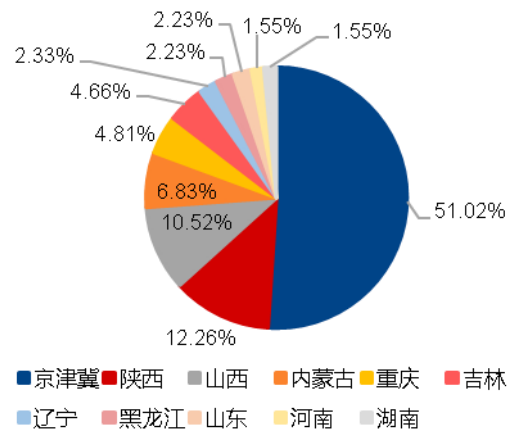
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所，数据截止 2018 年底

1.2.2 新冀东是华北水泥的绝对龙头，吉林、陕西和重庆同样市场领先

新的冀东水泥产能主要分布在华北各省，熟料产能占到华北地区总产能的 32.09%，是华北水泥的绝对龙头企业。公司在华北各省的产能尤其以京津冀地区最为集中，目前是在北京和天津市场唯一有产能分布的企业，并且占有河北市场 53% 的产能份额。冀东水泥也是山西市场的龙头企业，产能占到山西总产能的 19%，排名省内第一，并且在内蒙古、吉林、陕西和重庆三地的产能规模也进入了当地水泥市场前五。

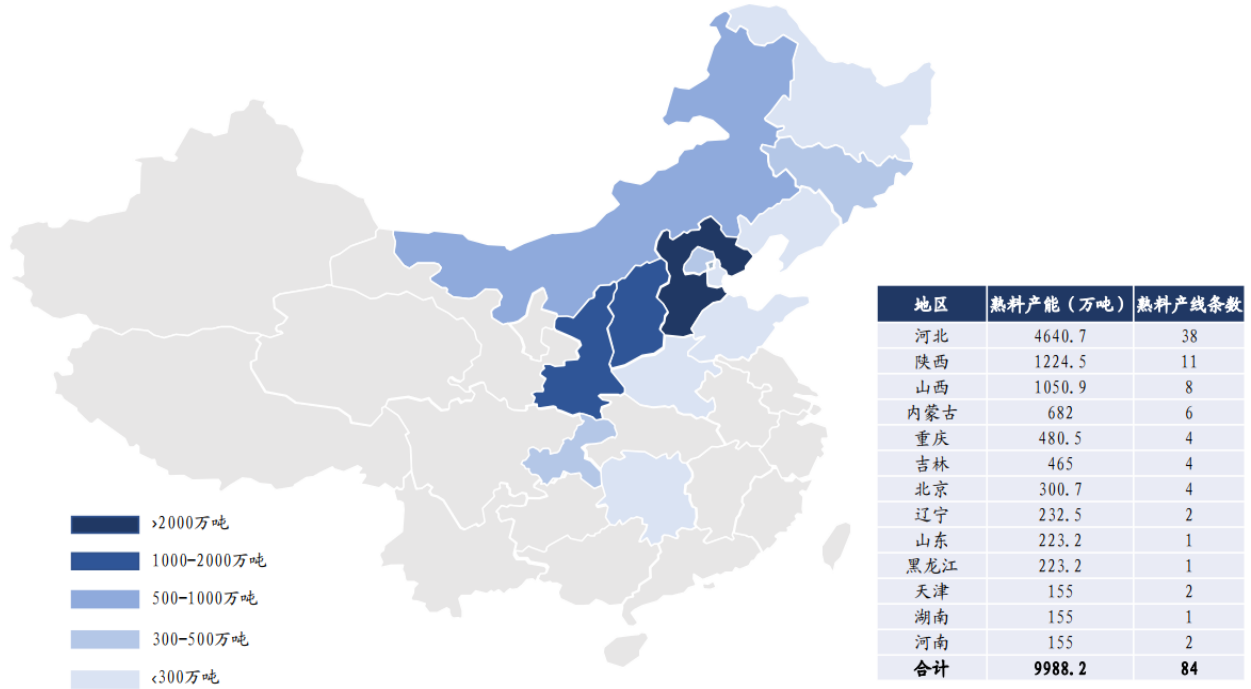
图 4：华北地区前五大水泥生产省市占率情况


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 5：冀东水泥产能分布地区


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 6：冀东水泥熟料产能及产线分布



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

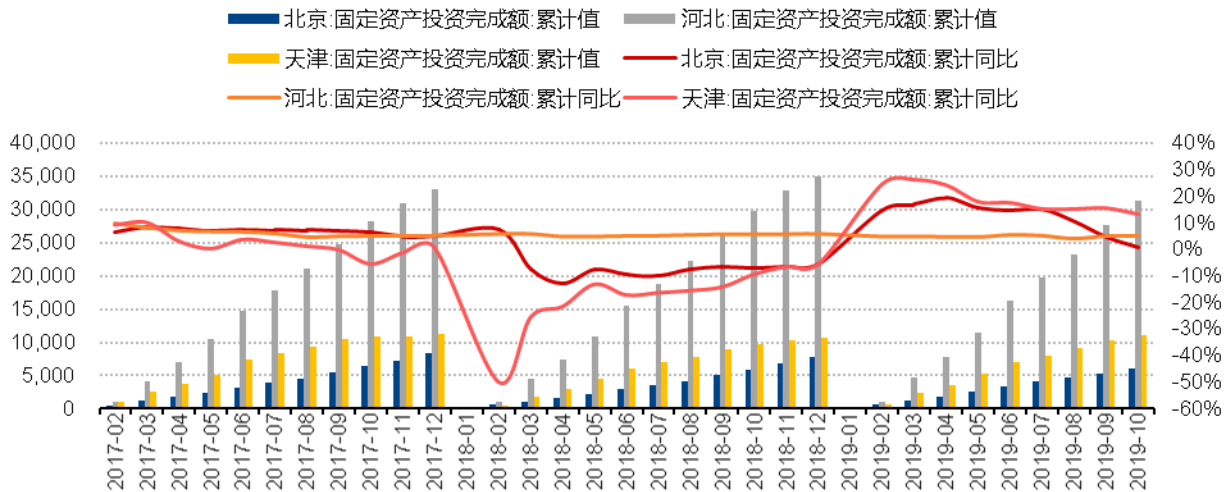
2. 京津冀供需改善明显，走进行业发展新阶段

2.1 区域固投增速明显改善，交建投资大有可为

重组金隅水泥之后，冀东水泥有 51% 左右的产能分布在京津冀地区，70% 左右的产能分布在华北地区，京津冀乃至整个华北地区的水泥需求对公司业绩影响很大。

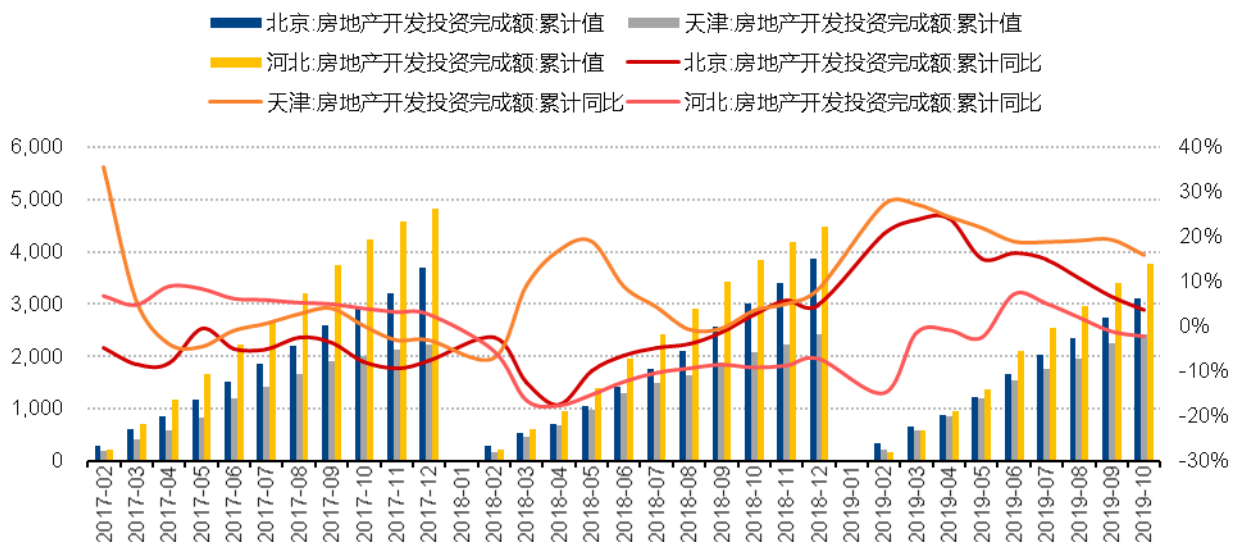
2.1.1 京津冀固定资产投资和房地产投资增速改善明显

固定资产投资方面，北京和天津固投完成额累计同比增速 2019 年呈现出稳步高增的态势，1-10 月份，两地固定资产投资完成额累计同比增速分别达到 0.8% 和 13.1%，远高于去年同期的 -7% 和 -9.4%。与此同时，河北固投完成额稳定在 5% 的同比增速左右。

图 7：北京、天津及河北固定资产投资完成额及其同比增速
单位：亿元


资料来源：wind，东兴证券研究所

房地产投资方面，北京、天津、河北的表现同样亮眼，2019年1-10月，三地的房地产投资完成额累计同比增速分别为3.80%、16.10%和-2.20%，相比去年同期-4.8%、4.5%和-10.30%的累计同比增速改善明显。作为以北京和天津为核心的区域，京津冀地区房地产投资受政策影响而继续改善的概率较大。

图 8：北京、天津及河北房地产投资完成额及其同比增速
单位：亿元


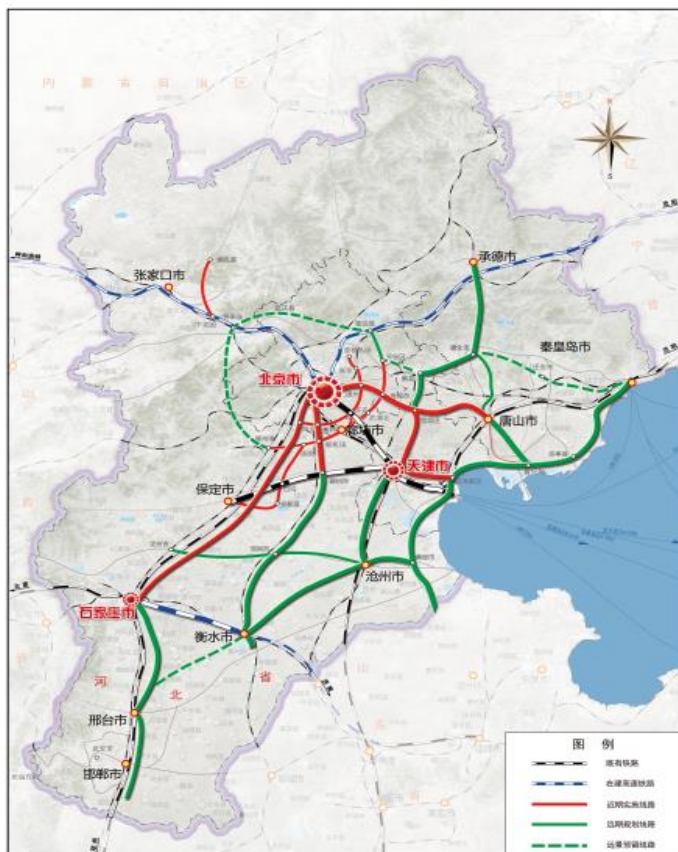
资料来源：wind，东兴证券研究所

2.1.2 京津冀一体化交通先行，交建投资有望持续支撑水泥需求

京津冀协同发展是为疏解北京非首都核心功能而制定的国家级重大战略。京津冀一体化建设，交通先行，根据国家发改委和交通运输部在2016年12月8日联合发布的《京津冀协同发展交通一体化规划》，京

京津冀交通一体化意图打造以“四纵四横一环”为主骨架的交通网络。我们对国家发改委批准建设的京津冀重点交通建设基础设施项目进行了梳理，发现这些项目主要集中在高铁、高速公路、轨道交通以及机场和车站等领域，其中高铁和轨道交通规划项目较多，占比分别达到44%和28%。从计划投资额来看，未来3年京津冀交通建设总投资有望达到4600亿元左右（包括2019年及以前开工的项目），交建投资带来的水泥需求空间十分广阔。

图9：京津冀地区城际铁路网规划示意图

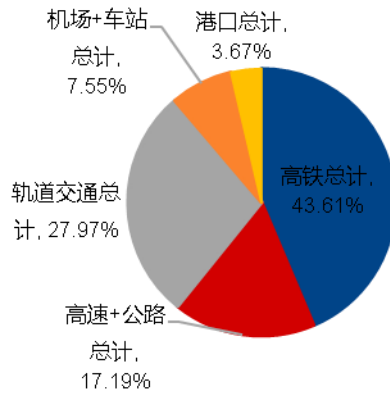


资料来源：国家发改委网站，东兴证券研究所

表1：京津冀城际铁路网规划建设项目

城际铁路骨架	城际通道走廊	线路走向
四纵	京石邯城际	北京-保定-石家庄-邢台-邯郸
	京霸衡城际	北京-首都新机场-霸水-衡水
	津承沧城际	沧州-天津-宝坻-蓟县-遵化-承德
	环渤海城际	秦皇岛-曹妃甸-滨海新区-黄骅-滨州
四横	京津塘城际	北京-天津-于家堡
	京唐城际	北京-通州-香河-宝坻-唐山-曹妃甸
	津保城际	天津-霸州-保定
一环	石沧黄城际	石家庄-沧州-黄骅
	环北京城际	涿州-首都新机场-廊坊-香河-平谷-密云-怀柔-涿州

资料来源：国家发改委网站，东兴证券研究所

图 10：京津冀在建及计划建设的交建投资类型分布


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：计划 2019 年开工建设的京津冀重点工程项目一览

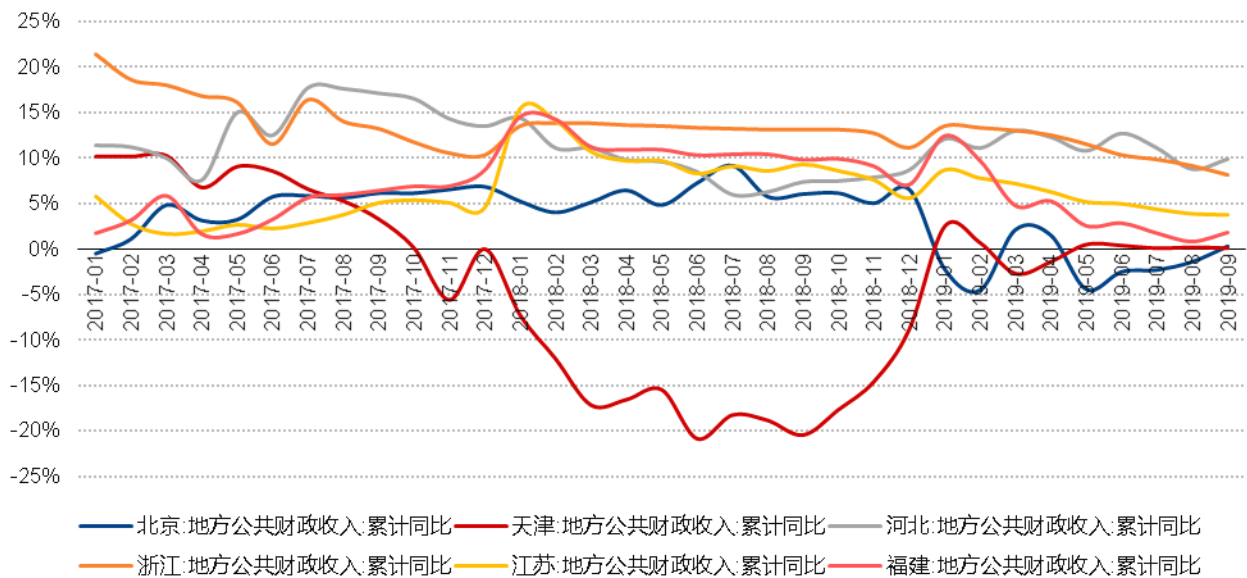
项目名称	沿线地区	计划总投资额（亿元）	计划开工时间	计划完工时间
雄商高铁	雄安—商丘	985（估计值）	2019 年	2020 年
廊涿城际	廊坊—涿州	250（估计值）	2019 年	2022 年
城际铁路联络线一期	北京—廊坊	184.30	2019 年 1 月	2022 年 12 月
滨海高铁站二期	天津地区	45.00	2019 年	2021 年
天津至北京大兴国际机场联络线	廊坊地区	96.90	2019 年	2022 年
北京城市副中心站综合交通枢纽	北京	421.00	2019 年	2023 年
京雄高速河北段	北京—雄安	187.00	2019 年	2020 年
京雄高速北京段	北京—雄安	154.00	2019 年	2020 年
国道 109 新线高速公路	北京	216.86	2019 年	2020 年
京德高速河北段	河北地区	224.51	2019 年	2020 年
荣乌高速新线	廊坊—保定	232.16	2019 年	2020 年
张尚高速	张北—尚义	61.81	2019 年	2021 年
京秦高速遵化至秦皇岛段	遵化—秦皇岛	330.12	2019 年 1 月	2020 年
津石高速天津西段	天津地区	32.16	2019 年	2021 年
京津塘高速北辰开发区工程	天津地区	7.03	2019 年	2020 年
津歧公路滨海新区至黄骅工程	天津—黄骅	40.00	2019 年	2021 年
津港公路、芦北路、G205 国道、团王公路、工农大道等改建工程	天津地区	30.98	2019 年	2022 年
地铁 6 号线淇水道站至咸水沽站	天津地区	150.78	2019 年	2023 年
轨道交通 Z2 线一期	天津地区	347.00	2019 年	2023 年
地铁 4 号线北段	天津地区	268.39	2019 年	2023 年
地铁 8 号线一期	天津地区	294.14	2019 年	2023 年
合计		4559.14		

资料来源：各政府网站，东兴证券研究所整理

2.2 京津冀地区财政收入增速趋势向好

2019年京津冀地区重大基础设施项目开工建设进入密集期对财政资金需求较大，河北及天津财政收入增速改善明显，对资金需求形成较好支撑。年初以来，河北公共财政收入增速保持在10%左右，并在2019年6月增速超过传统经济强省浙江，而天津也较去年增速同比大幅改善。京津冀地区公共财政收入趋势向好，为基础设施建设投资保驾护航。

图 11：京津冀地区公共财政收入同比增速与沿海发达省份对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 京津冀进入寡占阶段，错峰限产和环保趋严压减产能

2.3.1 京津冀进入寡占阶段，冀东区域控制能力加强

美国经济学家贝恩和日本通产省根据集中度情况把行业分为寡占和竞争两类：前 8 大企业占比超过 40% 的属于寡占型，小于 40% 则属于竞争型。其中寡占型中把前 8 家企业占比超过 70% 称为极高寡占型，在 40% 和 70% 之间的称为低集中寡占型；竞争型中前 8 大企业占比处 20% 和 40% 之间的称为低集中竞争型，小于 20% 的称为分散竞争型。

表 3：市场结构与集中度情况对照表

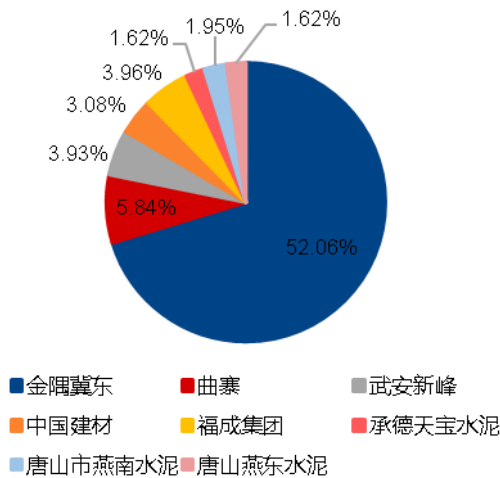
市场结构	CR4(%)	CR8(%)
寡占 I 型	CR4 ≥ 85	
寡占 II 型	85 > CR4 ≥ 75	CR8 ≥ 85
寡占 III 型	75 > CR4 ≥ 50	85 > CR8 ≥ 75
寡占 IV 型	50 > CR4 ≥ 35	75 > CR8 ≥ 45
寡占 V 型	35 > CR4 ≥ 30	45 > CR8 ≥ 40

竞争型 30>CR4 40>CR8

资料来源：东兴证券研究所整理

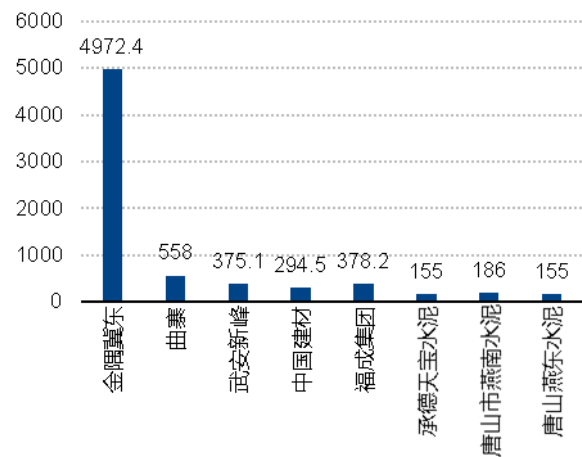
这个虽然是对于行业的定义，但是考虑到水泥行业的区域性，我们认为可以借以判断京津冀地区的水泥行业格局。当前京津冀地区水泥企业 CR8 的集中度达到 74.07%，根据上述定义，已经进入到寡占 IV 阶段。行业寡占局面的形成意味着以重组后的冀东水泥为代表的区域龙头企业具有非常强的行业话语权和区域供给控制能力，区域集中度提升带来水泥企业之间竞合关系的深刻改变，有利于保持区域水泥价格的稳定和水泥企业盈利能力的稳定。

图 12：京津冀地区前八大水泥企业熟料产能占比



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 13：京津冀前八大水泥企业地区熟料产能 单位：万吨



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

2.3.2 错峰限产调节供给，环保趋严利好龙头

错峰限产政策对于我国水泥行业来讲是一项特殊和较为独立的存在，限产政策的意义不仅在于通过限制水泥企业生产来抑制污染排放，更在于通过此政策来调节水泥行业的供给。

2015 年在水泥行业全行业产能严重过剩和行业整体亏损的形势下，11 月 13 日工信部和环保部共同发布《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，要求 2015-2016 年期间，包括东北三省、新疆、京津冀、晋鲁豫、陕甘宁内蒙等北方 15 省市在内的区域试行冬季采暖期的错峰限产政策，2016 年国办 34 号文的出台将错峰限产范围扩大到了全国，要求采暖区水泥企业在采暖期要错峰限产，非采暖区在春节及酷暑伏天也应错峰限产。2018 年 11 月 30 日，由中国水泥协会制定的《全面推进水泥行业错峰生产实施的指导意见》发布，指出要使得错峰限产在 2020 年底之前在全国范围内常态化。从政策出台的力度和节奏来看，水泥行业错峰限产一直保持高压态势，特别是在传统重工业密布，污染较为严重的京津冀地区，错峰限产政策一直执行较严，这对于调节区域水泥供给，淡化行业周期属性有着重要意义。

表 4：国家层面错峰限产及环保政策整理

发布单位	发布时间	文件名称	主要内容和要求
------	------	------	---------

工信部	2015年11月	《工业和信息化部、环境保护部关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	2015-2016年期间，包括东北三省、新疆、京津冀、晋鲁豫、陕甘宁内蒙等北方15省市在内的区域试行冬季采暖期的错峰限产政策
国务院办公厅	2016年5月	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	将错峰限产范围扩大到了全国
工信部	2016年10月	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	将错峰限产的时间延长到2020年
工信部、生态环境部	2017年7月	《京津冀及周边地2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	要求水泥行业采暖季全部停产，粉磨站重污染天气下应该关闭，错峰限产在建材行业全行业适用
生态环境部	2018年3月	《环保部关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》	要求自2018年10月1日起，钢铁、有色、石化、水泥等行业现有企业以及在用锅炉执行二氧化硫、氮氧化物、颗粒物和挥发性有机物特别排放限值
国务院	2018年7月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	提供了实现大气污染治理目标的时间表和路线图，对PM2.5排放量降低和空气质量优良天数上升等目标做了具体的任务拆解
生态环境部	2019年5月	《关于开展2019年生态环境保护统筹强化监督（第一轮）工作的通知》	2019年5月14日开始新一轮的环保大督查，对25个省市开展涉及7个专项内容的2019年生态环境保护统筹强化监督（第一轮）工作
生态环境部	2019年9月	《京津冀及周边地2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》	专项整治的时间为2019年的10月1号到2020年的3月31号，共计6个月，涉及“2+26”城市的上千家水泥企业
生态环境部办公厅	2019年11月	《汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	汾渭平原全面完成2019年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放，秋冬季期间（2019年10月1日至2020年3月31日），PM2.5平均浓度同比下降3%，重度及以上污染天数同比减少3%。
生态环境部办公厅	2019年11月	《长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	长三角地区全面完成2019年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放。秋冬季期间（2019年10月1日-2020年3月31日），PM2.5平均浓度同比下降2%，重度及以上污染天数同比减少2%

资料来源：各政府网站，东兴证券研究所整理

京津冀地区也一直是我国大气污染最为严重的区域之一，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将京津冀和汾渭平原列为治理空气污染的重点区域，目前来看，京津冀地区，特别是河北的空气污染状况虽有改善但是依然有多个城市污染程度排名前列，2019年10月下旬，生态环境部发布了重点监测的168个城市2019年9月和1-9月空气质量排名情况，1-9月，在排名倒数10位的城市中，京津冀区域的城市占到5位，比例高达50%，空气质量治理形势不容乐观。

表 5：2019 年 9 月和 1-9 月生态环境部重点监测的 168 个城市空气质量倒数十名

排名	城市	所属省份	排名	城市	所属省份		
168	唐山	河北	168	邢台	河北		
167	邯郸	河北	167	石家庄	河北		
166	安阳	河南	166	临汾	山西		
165	淄博	山东	165	安阳	河南		
2019 年 9 月 排名	164	晋城	山西	2019 年 1-9 月排名	164	邯郸	河北
	163	济南	山东		163	唐山	河北
	162	聊城	山东		162	晋城	山西
	161	天津	天津		161	太原	山西
	160	石家庄	河北		160	焦作	河南
	159	新乡	河南		159	保定	河北

资料来源：生态环境部，东兴证券研究所整理

京津冀地区环保治理将不断趋严，而水泥行业是典型的高污染行业，水泥生产企业也一直是京津冀环保督察的重点对象，河北地区空气质量形势依然严峻的情况之下，错峰限产和环保高要求将会持续较长时间，水泥生产小厂由于环保不达标将会面临被关停的局面，这有利于地区水泥产业集中度的进一步提升，利好冀东等区域龙头企业，也会使区域供给受到抑制，利于供需状态的改善。

表 6：京津冀地区错峰限产及环保政策整理

发布单位	发布时间	文件名称	主要内容和要求
天津市人民政府	2018 年 8 月	《天津市打赢蓝天保卫战三年作战计划（2018—2020 年）》	到 2020 年，全市 PM2.5 年均浓度达到 52 微克/立方米左右，全市及各区优良天数比例达到 71%，重污染天数比 2015 年减少 25%。强化秋冬季和初春错峰生产运输以及重污染天气应对，实现全市环境空气质量持续改善。
河北省政府	2018 年 9 月	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	2020 年，全省设区城市 PM2.5 平均浓度较 2015 年下降 28% 以上，较 2017 年下降 15% 以上，达到 55 微克/立方米；全省空气质量平均优良天数比率达到 63% 以上，平均重污染天数较 2015 年减少 25%；其中，PM2.5 未达标城市（以 2015 年度计）平均浓度较 2015 年下降 29% 以上，较 2017 年下降 16% 以上，达到 58 微克/立方米以下。对于对资源环境效率低，排放总量大，污染严重的高耗能、高污染行业企业坚决予以错峰生产。
北京市人民政府	2018 年 9 月	《北京市打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年，北京市环境空气质量改善目标在“十三五”规划目标基础上进一步提高，氮氧化物、挥发性有机物比 2015 年减排 30% 以上；重污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上。
河北唐山市政府	2019 年 1 月	《2019 年二、三季度重点行业	4、8、9 月份，上风向区域内所有水泥企业轮

		错峰生产方案征求意见通知》	流停产，每家企业停产时间不少于45天。5、6、7月份市区内所有水泥企业轮流停产，每家企业停产时间不少于46天。
河北唐山市政府	2019年3月	《关于印发4月份大气污染防治强化管控措施实施方案的通知》	涉及处置污泥的水泥窑企业适当保留产线生产，达到冀企领办[2018]128号文要求的可以生产，其余水泥窑企业停产时间不少于15天。
河北唐山市政府	2019年4月	《5月份全市大气污染防治强化管控方案》	水泥熟料行业，冀东三友水泥等4家企业因承担居民供暖任务2018、2019年秋冬季未停产，5月份实施全月停产，古冶区其他水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在上半月)，滦州市其他水泥熟料生产企业、滦南县水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在下半月)，其余时段停产。
河北唐山市政府	2019年5月	《6月份大气污染防治强化管控实施方案》	古冶区水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在上半月)，滦州市水泥熟料生产企业允许连续生产15天(生产时间安排在下半月)，其余时段停产。
河北省工业和信息化厅	2019年6月	回复河北省建材工业协会《关于恳请支持全省水泥熟料企业实施夏季错峰生产的函》	夏季错峰生产将分两个时间段进行，共计停窑20天，具体时间为：2019年6月25日0点到7月4日24点、2019年8月1日0点到8月10日24点。
河北邢台市大气污染防治工作领导小组	2019年6月	《关于开展大气污染防治强化攻坚月行动》	自6月10日-7月10日，开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚行动，河北中达水泥有限公司等3家企业在5月份停产基础上补齐停产15天的要求，邢台金隅咏宁水泥有限公司等3家协同处置生活垃圾、危废、生活污水的生产线停产15天，邢台金隅冀东水泥有限公司牛山分公司等5家水泥企业生产线停产一个月。
河北唐山市政府	2019年7月	《7月份唐山市大气污染防治强化管控方案》	全市所有水泥熟料生产企业允许连续生产15天，将辖区内涉及企业分成A、B两组，每组企业数量一致A组生产时间安排在上半月，B组生产时间安排在下半月，其余时段停产。达到冀企领办[2018]128号文要求的可以生产，承担协同处置污泥的水泥企业按照所需最低负荷生产
河北唐山市政府	2019年7月	《8月份唐山市大气污染防治强化管控方案（建议稿）》	8月1日至31日，全市所有水泥熟料生产企业允许连续生产15天，将辖区内涉及企业分成A、B两组，每组企业数量一致A组生产时间安排在上半月，B组生产时间安排在下半月，其余时段停产。两条及以上回转窑的企业全月限产比例达到50%要求即可。承担处置污泥和生活垃圾

河北唐山市政府	2019年9月	《9月份唐山市大气污染防治强化管控方案》	的企业按照实际处置量保持最低负荷生产。 全市水泥熟料生产企业自2019年9月28日至10月4日停产，承担处置污泥和生活垃圾的企业按照实际处置量保持最低负荷生产。允许生产的水泥企业必须执行超低排放。
河北邢台市大气污染防治工作领导小组	2019年9月	《邢台市蓝天保卫战强化攻坚措施责任分工清单》	邢台中联水泥有限公司等5家企业轮停检修时间为：9月15日至10月15日，11月12日至12月6日停产。邢台金隅咏宁水泥有限公司等5家企业轮停检修自10月16日起至11月11日，12月7日至12月31日停产。
河北省唐山市政府	2019年10月	《河北省唐山市10月份大气污染防治强化管控方案》	管控时间为2019年10月10日0时至10月31日24时，要求水泥熟料行业单条回转窑的允许连续生产11天；2条及以上回转窑的限产比例不低于50%。承担处置污泥和生活垃圾的企业按照实际处置量保持最低负荷生产。

资料来源：数字水泥网，各政府网站，东兴证券研究所整理

2.3.3 区域产能优化调整，落后退出新增受限

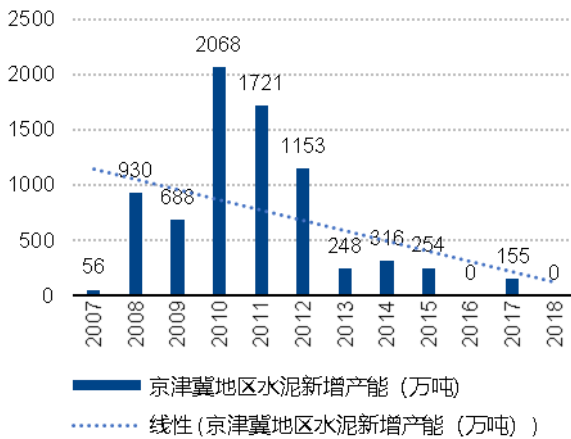
我们认为京津冀水泥产能将会进入存量优化调整阶段，落后产能将不断退出，而新增产能一直受到限制。这样的判断是基于：一方面，京津冀地区，尤其是河北的空气污染状况依然不容乐观，环保整治处于高压态势之中，在此形势之下政府对水泥落后产能的淘汰力度在加大，新增产能拿到环保批文以及原料矿山拿到采矿权批复的难度在加大；另一方面，根据工信部2018年底发布的《产业发展与转移指导目录（2018年本）》，水泥制造属于河北省引导不再承接的产业；最后，从具体的产能投放数据来看，京津冀地区2017年后已无新增产能投放。

表 7：京津冀地区淘汰水泥落后产能政策梳理

发布单位	发布时间	文件名称	主要内容和要求
河北省政府	2017年1月	《河北省2017年政府工作报告》	2016年压减水泥产能286万吨
河北省政府	2018年1月	《河北省2018年政府工作报告》	2017年压减水泥产能261万吨
河北省政府	2018年5月	《关于严格控制矿产资源开发加强生态环境保护的通知》	市、县国土资源局不得再受理相关申请事项，原由市、县国土资源局审批的探矿权、采矿权的新立、延续、变更、转让、注销等事项，一律调整至省厅审批。
河北省政府	2019年1月	《河北省2019年政府工作报告》	超额完成任务，2018年压减水泥产能313万吨，2019年内计划再压减水泥产能100万吨
河北省自然资源厅	2019年6月11日	《加强矿产资源开发管控十条措施》（简称《矿十条》）	1、暂停新上露天矿产开发项目审批，已有露天矿山暂停扩大矿区范围审批。力争2020年固体矿山数量较2015年减少30%，到2025年固体矿山数量减少50%； 2、要求加快推进绿色矿山建设。到2020年，全省50%的大中型固体矿山达到绿色矿山标准，到2025年，全省大中型固体矿山基本达到绿色矿山标准。

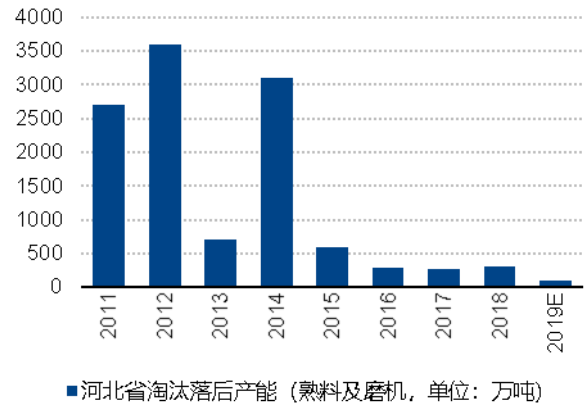
资料来源：数字水泥网，政府网站，东兴证券研究所整理

图 14：京津冀地区新增产能投放情况



资料来源：水泥地理，东兴证券研究所

图 15：2011-2019E 河北淘汰落后产能情况

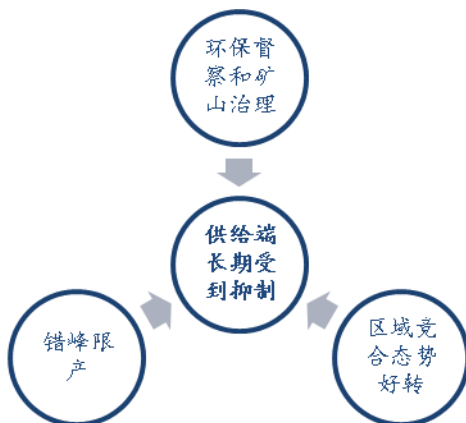


资料来源：中国水泥网，东兴证券研究所

2.4 京津冀水泥价格已创下历史新高，还将保持高景气

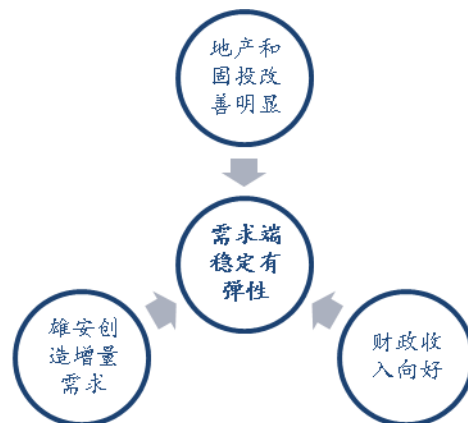
从 2011 年开始，京津冀水泥市场经历了连续 5 年的低迷期，较长的低迷周期一方面催生了中联重组邢台鑫普和金隅重组冀东等区域水泥企业之间的整合，缓和了区域竞合关系并增强了企业之间的协同；另一方面也导致水泥生产企业在景气度上行时对产能扩张普遍意愿不强，再加之产业调整政策对新增产能的限制，环保政策对落后产能的淘汰，京津冀地区水泥供给端长期受到抑制。2016 年至今京津冀水泥市场景气度稳步提升，原因就在于上述因素对供给端的抑制作用，由于这些因素的存在，长期以来制约水泥行业景气度最大的供给端被反转成此轮高景气行情最重要的推手。抑制供给端的环保政策、错峰生产政策以及区域竞合态势的改善这三种因素是长期存在的，这就使得区域水泥价格对需求的敏感性大幅增加，并且当需求下滑时，水泥价格也会具备较好的韧性。

图 16：京津冀地区水泥供给端长期受到抑制



资料来源：东兴证券研究所

图 17：京津冀地区水泥需求端稳定且有弹性

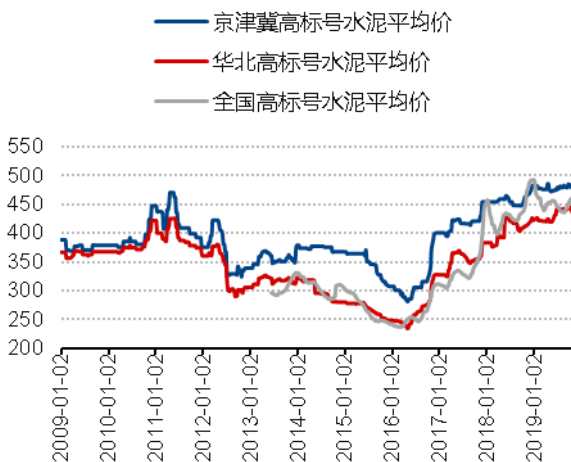


资料来源：东兴证券研究所

区域范围内严格的供给侧改革政策之下，京津冀水泥景气度自 2016 年中开始谷底反弹，并持续至今，走出了长达 3 年左右的历史最长景气上行周期。北京、天津和石家庄三个京津冀代表城市的水泥价格均

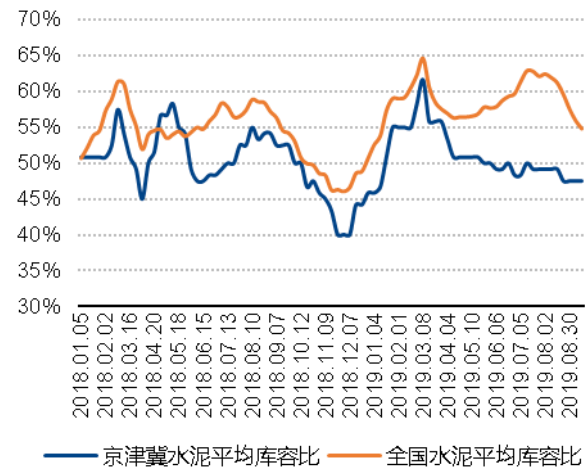
较 2016 年 6 月份大幅反弹，其中石家庄高标号普通水泥的价格涨幅最大，从 2016 年 6 月的 265 元/吨上涨到 2019 年 6 月的 458 元/吨，涨幅高达 72.83%，天津和北京的涨幅也分别达到了 68.93%和 46.47%。京津冀地区水泥价格在此轮上行周期中不仅领先华北水泥均价，更超出了全国水泥价格，也已经超过了 2011 年的景气度历史高点。结合上述供求分析，京津冀水泥供给端的抑制因素将长期存在，因而产能不会出现大幅度的增多，而水泥需求在京津冀区域固定资产投资增速的明显改善下、一体化交通建设投资和雄安建设的持续支撑下将会持续扩张，高景气的态势必将得到延续，并具备弹性空间。

图 18：京津冀水泥价格领先全国 单位：元/吨



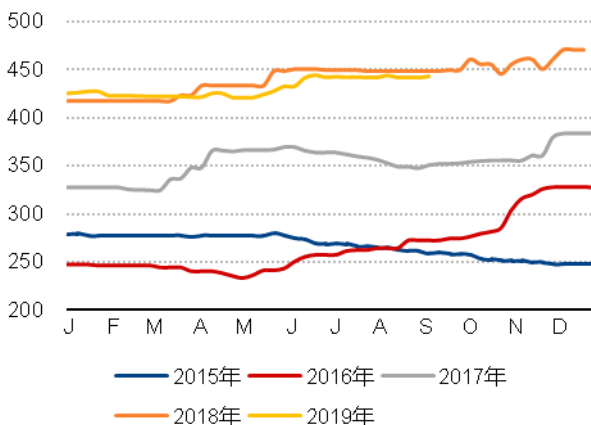
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：京津冀水泥库容比相较于全国保持低位运行



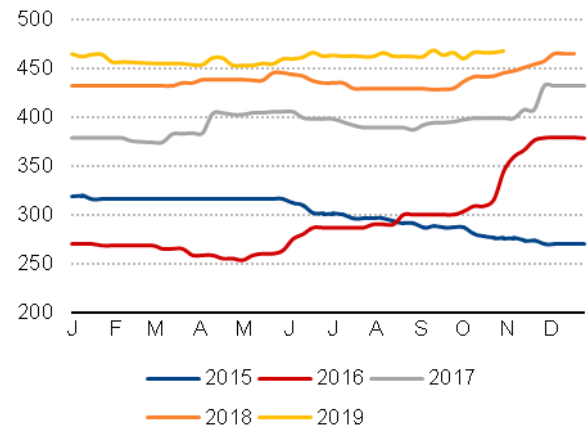
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 20：华北地区历年水泥价格 单位：元/吨



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 21：京津冀地区历年水泥价格 单位：元/吨



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 雄安建设开始加速，冀东是最直接受益者

3.1 总体规划正式批复，雄安建设进入实质阶段

雄安新区于 2017 年 4 月 1 日设立，地处北京、天津和保定三地的腹地区域，由河北省的雄县、容城县和安新县三县所组成，设立雄安新区是以习近平总书记为核心的党中央为推进京津冀协同发展而做出的

重大战略决策，是千年大计和国家大事，雄安新区是继深圳经济特区和上海浦东新区后第三个具有全国意义的新区。

图 22：雄安新区区位图



资料来源：新华社，东兴证券研究所

2018年12月，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018-2035年）》，这标志着雄安新区建设工作由规划正式进入实施阶段。2019年以来，雄安新区的建设呈现出明显加快的趋势。2019年5月7日，雄安征迁安置工作正式启动。容城第一批次城市用地土地转用征收，被征用的河西村和龚庄村征地面积分别为99.39公顷和59.47公顷。从工程项目建设情况来看，目前已进入现场施工阶段的有南拒马河防洪治理工程（容城段）、容西混凝土搅拌站、容东片区内部施工通道、容易线（新区段）公路一期工程、府河和孝义河河口湿地水质净化工程、垃圾综合处理设施一期工程等20个重点建设项目，另有31个项目进入了初步设计及施工图设计阶段。来自河北省人民政府办公室的消息显示，2019年上半年雄安新区固定资产投资完成总额同比增长9.4%，快于河北省上半年固定资产投资增速约4个百分点。2019年，雄安新区将全力抓好征迁安置、容东片区和高铁站片区建设、启动区建设等十大工程。

表 8：雄安新区发展大事记

时间	事件
2016年5月	中央政治局会议审议通过《关于规划建设北京城市副中心和研究设立河北雄安新区的有关情况的汇报》
2017年4月	中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区

2017年7月	中国雄安建设投资集团有限公司成立，初期注册资本100亿元人民币
2018年1月	河北省委召开常委扩大会议，原则通过《关于推进雄安新区规划建设的实施意见》
2018年4月	中共中央、国务院批复同意《河北雄安新区规划纲要》
2018年12月	国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018-2035年）》

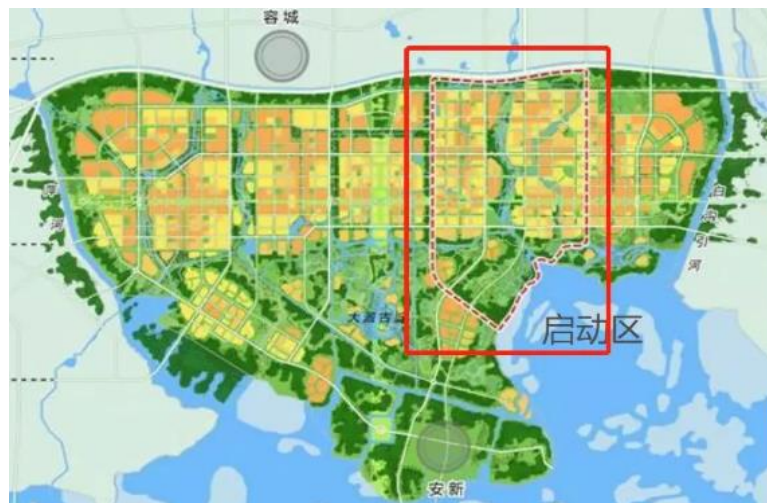
资料来源：中国雄安网站，东兴证券研究所整理

3.2 新区建设从零到一，冀东统治雄安市场

3.2.1 启动区建设未来3年每年将创造约千万吨水泥需求

雄安新区高起点高标准，新区建设属于从零到一，将会带动大量的固定资产投资，进而直接拉动水泥需求。根据2019年6月公示的《河北雄安新区启动区控制性详细规划》，新区将率先建设启动区，启动区规划范围为38平方公里，规划建设用地为26平方公里，地上总建筑面积规模控制在2860万平方米。建设目标是要在2022年完成基础设施建设，形成城市雏形。一般来讲，每平方米建筑面积所耗用的水泥量在400千克左右，据此测算，要完成启动区地上城市雏形的建设，未来3年地上房屋建设部分所需要耗用的水泥在1144万吨左右。再考虑到与地上城市相配套的住宅地下室和地下停车场等所需耗用水泥量大概为地上的50%左右，则房屋建设部分共计需要水泥量为1716万吨。基础设施建设部分，启动区大部分为农村或乡镇，交通建设和市政基础设施建设空间巨大，假设基础设施建设投资和房地产建设所需水泥量持平，这样保守计算所得到的基建所需水泥量也在1700万吨左右，房地产建设和基建两部分加总，则未来3年启动区建设所需耗用水泥量在3400万吨左右，平均每年约1000万吨左右。同时公示的《河北雄安新区起步区控制性规划》中提到，起步区的总规划面积（含启动区在内）为198平方公里，城市建设用地约100平方公里，城市地上建设规模在1亿平方米左右，据此测算，到起步区基本建成之时，所需耗用的水泥总量在1亿吨左右。

图 23：雄安新区起步区示意图（红框内为启动区）



资料来源：大山房产俱乐部公众号，东兴证券研究所

表 9：雄安新区启动区和起步区建设规划对比

区划	规划面积	城市建设用地面积	城市地上建设规模	建设目标
启动区	38平方公里	26平方公里	2860万平方米	到2022年，主要市政基础设施和公共服

起步区 198 平方公里 100 平方公里 1 亿平方米

务设施基本建成，城区雏形初步显现。

2020 年，起步区对外骨干交通路网基本建成，部分重点项目和公共服务设施建成运营，2022 年，起步区重大基础设施全面建设，对外交通骨干路网、防洪骨干工程和部分基础性能源、水利、市政基础设施建成投运。

资料来源：中国雄安官网，东兴证券研究所整理

3.2.2 冀东水泥占尽地利，统治雄安水泥市场

冀东水泥是雄安市场的绝对霸主，雄安新区周边的 5 家水泥企业，有 4 家属于金隅冀东，公司占据整个雄安市场 80% 左右的市场份额。公司紧抓这一机遇，目前在雄安所有重点工程的招标中保持着几乎百分之百的中标率。随着雄安新区建设的加速，以 2018 年公司销售 9664 万吨水泥熟料的数据计算，雄安每年预计将会贡献 10% 左右的水泥需求增量。

表 10：冀东水泥在雄安新区附近的四条水泥熟料生产线

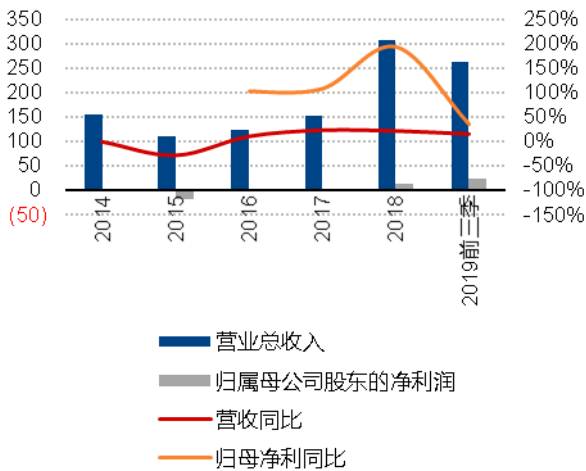
企业名称	设计产能（万吨）	地址
涿水冀东水泥有限责任公司	223.2	河北省保定市涿水县永阳镇丛西村
唐县冀东水泥有限责任公司	139.5	河北省保定市唐县白合镇白合村
保定太行和益水泥有限公司	124	河北省保定市易县高村乡八里庄村
曲阳金隅水泥有限公司	155	河北省保定市曲阳县灵山镇野北村村北
合计	641.7	-

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所整理

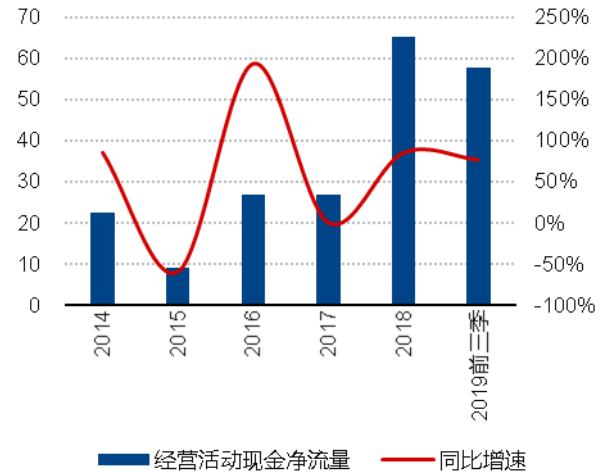
4. 外延并购和财务费用改善带来业绩增长新空间

4.1 现金流量大幅改善，吨财务费用下降空间大

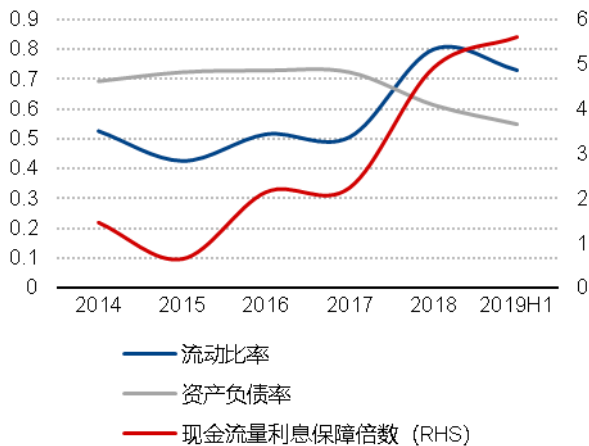
冀东水泥业绩自 2016 年以来持续大幅好转，现金流状况改善明显，负债结构得到优化。2018 年公司开始对金隅的水泥业务进行并表，追溯调整口径下，公司 2018 年和 2019 前三季度归母净利润同比增速分别达到 194.09% 和 35.96%，经营性活动现金净流量同比增幅分别为 85.13% 和 76.55%。2018 年末和 2019 前三季度，公司在手货币资金分别为 93.47 亿元和 75.73 亿元。充足的资金状况之下公司开始着手调整债务结构，缩减短期负债规模，偿还了部分短期债务本金，2019 三季度末相较 2018 年末短期借款下降 52.71 亿元，长期借款上升 7.55 个亿。资产负债率的下降和债务结构的优化提升了偿债能力，有利于融资成本的降低，冀东水泥目前在上市北方水泥企业中吨财务费用率和资产负债率较高，考虑到经营状况的不断好转，我们预计公司负债结构会得到进一步优化，吨财务费用还会存在较大下降空间，为公司业绩带来弹性空间。

图 24: 冀东水泥业绩自 2016 年以来大幅好转 单位: 亿元


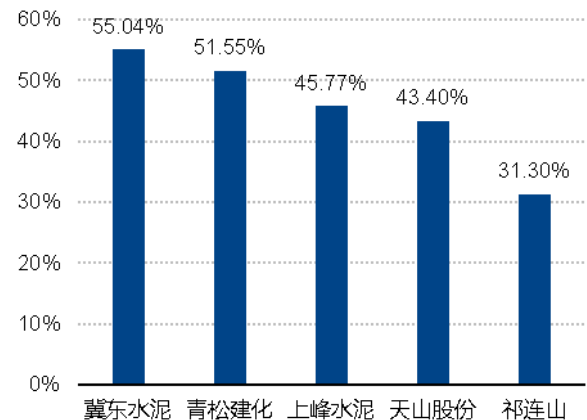
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 25: 冀东水泥现金流状况大幅好转 单位: 亿元


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 26: 冀东水泥偿债能力不断增强


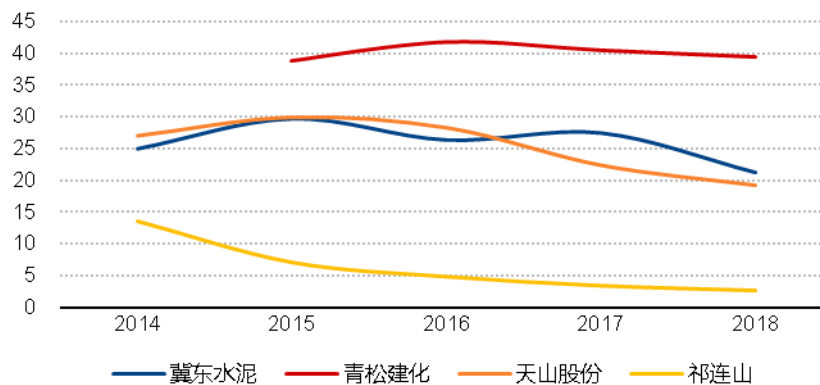
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 27: 冀东水泥资产负债率下降空间大 (2019H1)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 28: 冀东水泥吨财务费用高于北方同业, 有较大改善空间

单位: 元/吨

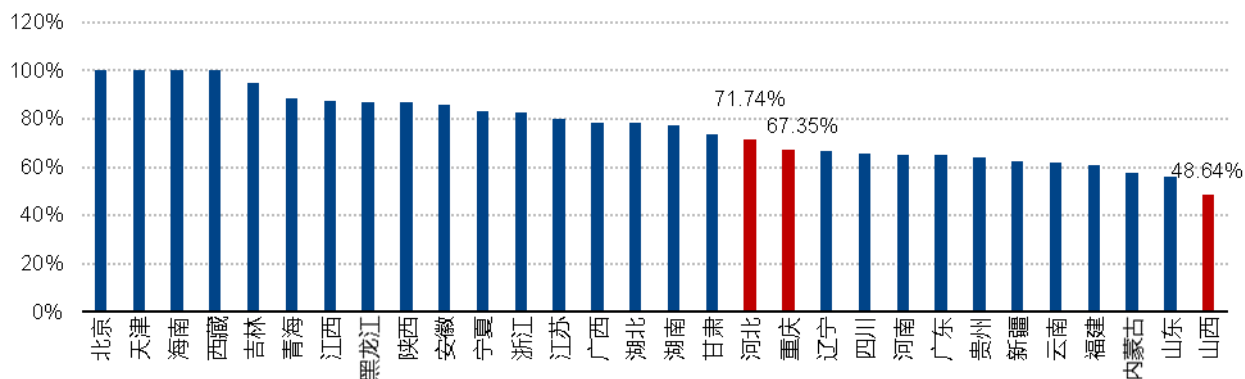


资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

4.2 冀东收购合资公司剩余股权动力强，外延并购同样可期

完成重组之后，冀东水泥已经成为产能仅次于中国建材和海螺水泥的国内第三大水泥龙头，但这并不意味着公司并购扩张的道路就此停止。一方面，目前冀东水泥在双方用来重组水泥业务合资公司中的股权占比依然只有 52.91%，而金隅集团将冀东水泥定位为旗下唯一从事水泥业务的平台，我们认为上市公司有很强的动力继续整合剩余股权，从而将全部水泥业务盈利装入，经过我们测算，这部分剩余股权将会为公司归母净利带来大约 70% 的增厚。另外，冀东水泥的扩张并购一直以占领核心重点市场为目标，目前公司重点市场河北、山西以及重庆等地水泥行业的 CR5 依然不高，我们认为公司在这些地区存在较强的并购整合预期。

图 29：2018 年分省份前五大企业集中度

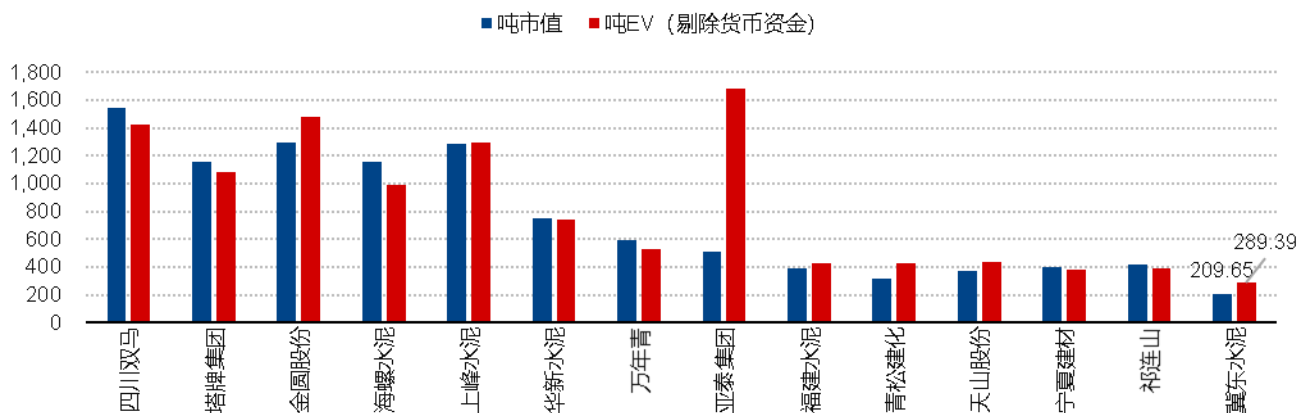


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

4.3 冀东水泥公司价值突出，但估值却最低

冀东水泥目前的水泥熟料吨市值和吨 EV 分别为 210 元/吨和 290 元/吨，皆在上市水泥企业中排名倒数第一，我们认为冀东作为中国水泥的前三强，华北水泥的龙头，京津冀水泥的绝对霸主，公司价值突出，理应享有更高的估值水平。

图 30：冀东水泥在上市水泥企业中估值最低

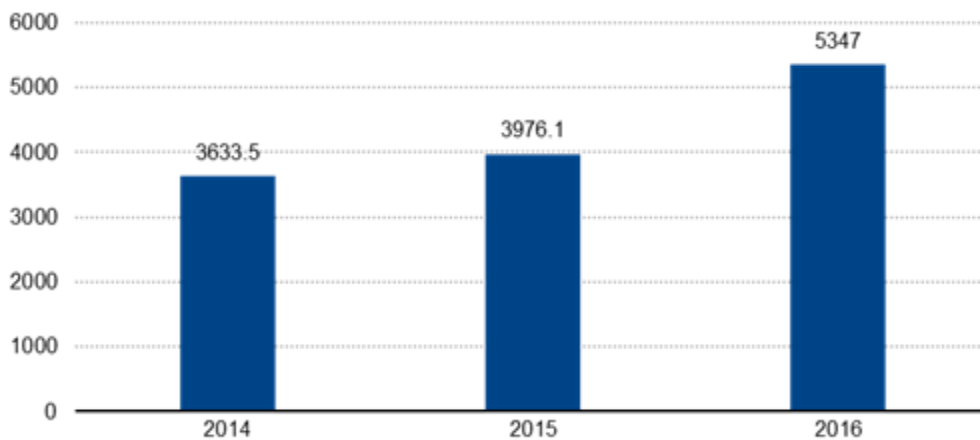


资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

5. 水泥窑协同处置危废前景广阔，冀东占据市场前五

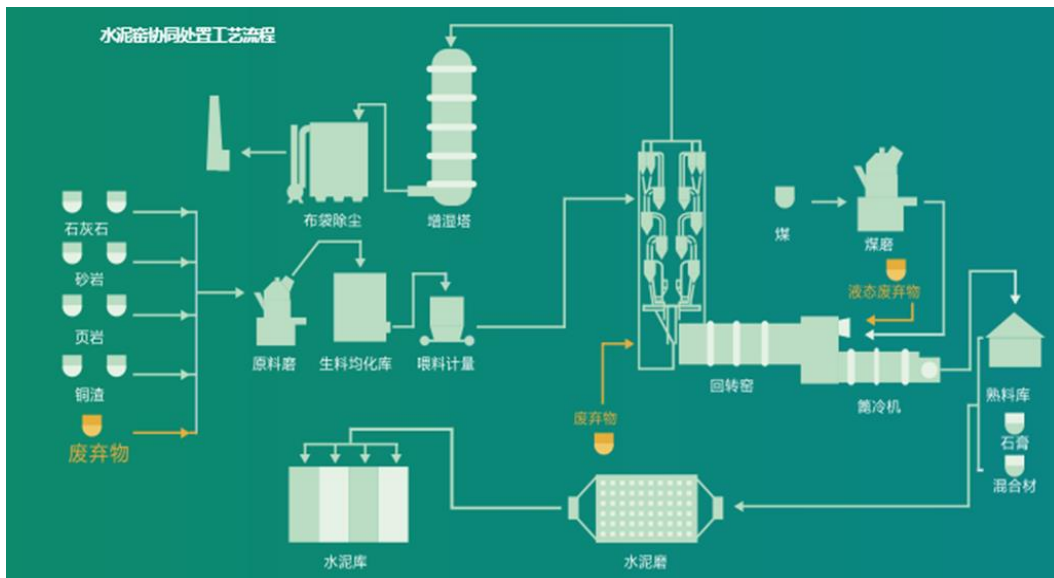
水泥窑协同处置是无害化处置固体危险废物最为安全和彻底的一种方式，在危废处理中正在变得日益主流。近年来，随着国家对环境保护的重视，我国危废处置率不断提高，市场规模不断高增，从2014到2016年，我国工业废物产生量由3633.5万吨增加到5437万吨，CAGR为14.38%，按照危废平均处理价格2000元/吨计算，市场规模在2016年已经达到1087.4亿元。

图 31：2014-2016 我国工业危废产量规模（单位：万吨）



资料来源：一和环境官网，东兴证券研究所

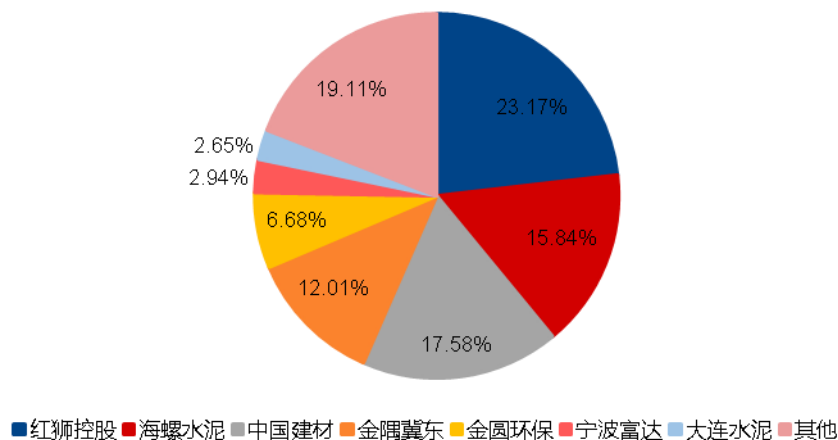
图 32：水泥窑协同处置固体废物流程图



资料来源：一和环境官网，东兴证券研究所

我国危废处置行业需要环保部颁发的《危险废物经营许可证》，存在一定的资质壁垒，目前行业前五名的处置能力占到了行业总处置能力的 75% 左右。重组之中金隅置入合资公司的红树林环保其主业即为固废处理，是水泥企业在产业环保转型方面的标杆，红树林完成了国内首条具有自主知识产权的无害化处置工业废弃物示范线和国内首条无害化处置城市生活垃圾示范线等水泥窑协同处置项目。重组之后，金隅冀东危废处置能力位列全国前五强，市场占有率在 12% 左右。截止 2018 年末，冀东水泥从事水泥窑协同处置危废业务的附属公司达到了 7 家，年处置能力达到 32.5 万吨。我们认为，红树林环保可以被视为此次重组中金隅对冀东的技术输出，获取红树林先进技术的冀东可快速将其应用到公司在各地的水泥生产线。危废业务的空间巨大，将带来公司未来新的发展方向。

图 33：水泥窑协同处置危废产能格局

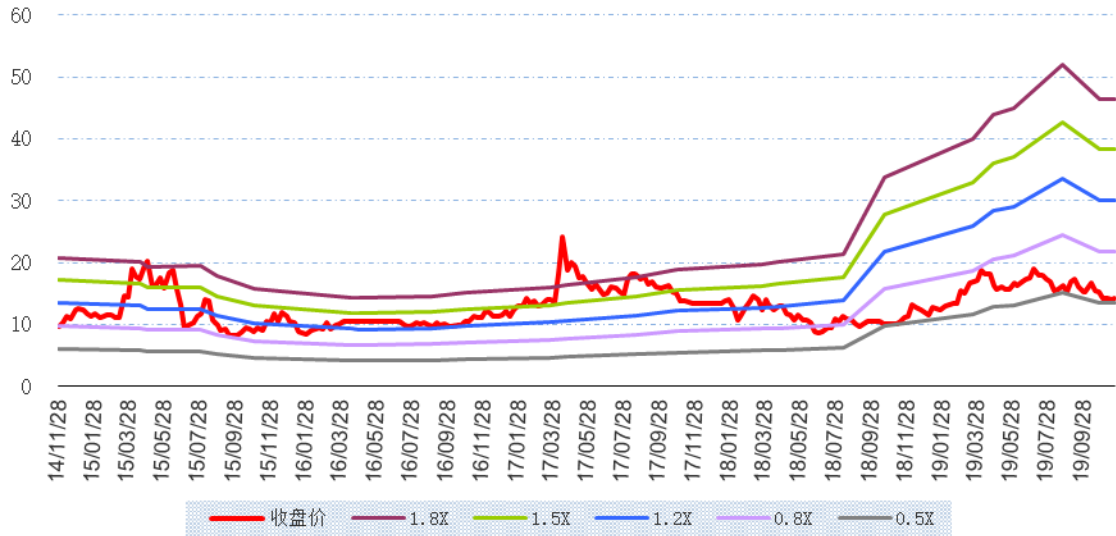


资料来源：一和环境官网，东兴证券研究所

6. 盈利预测和估值

公司作为区域龙头公司，在河北区域的市场控制力强，行业受环保和产能控制政策影响下，公司的市场控制力将会进一步增强。目前京津冀水泥行业已进入新的发展阶段，随着区域需求的稳定改善和雄安新区进入加速建设阶段，公司盈利水平将继续保持较好的态势，并具备进一步提升的潜力。同时公司作为龙头进一步并购扩张的能力也进一步增强，这是公司能够进一步做大的路径之一，金隅和冀东的合并就是很好的并购。并且公司危废业务具备加快和做大的条件和基础，成为公司发展又一广阔路径。公司将在区域行业发展新阶段享政策春风，通过并购和新业务拓展将进入快速发展的新阶段。

我们预计公司 2019-2021 年的每股收益为 2.10 元、2.52 元和 2.98 元，对应 PE 为 7 倍、6 倍和 5 倍，我们从吨市值和 P/S 看公司当前处于底部位置，我们认为公司的估值处于较低的水平，而当前阶段水泥行业处于估值修复的趋势当中，我们看好公司估值修复和业绩增长持续带来的机会。从 TTM 的 P/S 水平看公司现在仅为 0.5 倍，如果公司 P/S 能够达到历史中枢偏低的水平 0.8 倍，我们预计公司 2019 年的营业收入达到 355 亿元，则对应的市值也会达到 284 亿元，对应目标价是 21.07 元。基于以上，我们上调公司投资评级为“强烈推荐”，现价 15.19 元，目标价 21.07 元，上涨空间 38.70%。

图 34: 冀东水泥 P/S band


资料来源: wind, 东兴证券研究所

7. 风险提示

京津冀宏观地产投资增速不及预期, 雄安建设速度不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11223	25587	27827	31167	39533	营业收入	15290	30849	35488	39835	44091
货币资金	3632	9347	10646	11950	18347	营业成本	10729	21398	22222	24909	27295

应收账款	1160	2232	2567	2881	3189	营业税金	216	460	529	594	657
其他应收款	930	752	865	971	1074	营业费用	619	1082	1242	1394	1543
预付款项	660	458	458	458	458	管理费用	2396	3552	4134	4641	5137
存货	1393	2021	2100	2354	2580	财务费用	1180	1270	821	476	195
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值	33	103	102	102	102
非流动资产合	29811	36406	33993	31980	30000	公允价值	199	41	42	42	42
长期股权投资	1498	1342	1342	1342	1342	投资净收	(201)	64	65	65	65
固定资产	23473	28016	26574	25066	23539	营业利润	377	3436	6546	7826	9269
无形资产	2818	4020	3618	3216	2814	营业外收	24	37	37	37	37
其他非流动资	0	309	309	309	309	营业外支	39	57	57	57	57
资产总计	41034	61993	61820	63147	69533	利润总额	362	3416	6525	7806	9248
流动负债合计	22163	31918	26373	21363	20332	所得税	230	856	1631	1951	2312
短期借款	12682	12653	8222	2057	0	净利润	131	2560	4894	5854	6936
应付账款	3469	8827	9071	10169	11142	少数股东	21	1076	2060	2465	2920
预收款项	457	0	0	0	0	归属母公	110	1483	2834	3390	4016
一年内到期的	2885	3935	2885	2885	2885	EBITDA	3443	7135	10065	11050	12263
非流动负债合	7598	6244	5864	5869	5873	EPS (元)	0.08	1.10	2.10	2.52	2.98
长期借款	1728	1110	1110	1110	1110	主要财					
应付债券	2159	1713	1713	1713	1713	务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	29761	38163	32237	27232	26205	成长能力					
少数股东权益	1196	9251	11311	13776	16696	营业收入	23.95%	101.76%	15.04%	12.25%	10.68%
实收资本(或股	1348	1348	1348	1348	1348	营业利润	-186.28%	810.65%	90.50%	19.56%	18.43%
资本公积	4922	4591	4591	4591	4591	归属于母	108.72%	194.09%	91.04%	19.63%	18.48%
未分配利润	2689	4689	7523	10912	14928	获利能力					
归属母公司股	10078	14580	14475	17865	21881	毛利率(%)	29.83%	30.64%	37.38%	37.47%	38.09%
负债和所有者	41034	61993	61820	63147	69533	净利率(%)	0.72%	4.81%	7.98%	8.51%	9.11%
现金流量表						总资产净		0.32%	4.13%	8.43%	9.94%
						ROE(%)	1.10%	10.17%	19.58%	18.97%	18.35%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金	2702	6531	7283	8193	8982	资产负债	72.53%	61.56%	55.56%	46.26%	40.45%
净利润	1885	2430	0	2748	2799	流动比率	0.51	0.80	1.06	1.46	1.94
折旧摊销	(918)	4608	7786	8350	9397	速动比率	0.44	0.74	0.98	1.35	1.82
财务费用	1180	1270	821	476	195	营运能力					
应付帐款的变	1446	5358	244	1097	974	总资产周	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款的变	150	(457)	0	0	0	应收账款	7.29	12.54	10.78	11.18	11.06
投资活动现金	995	(427)	314	(252)	(338)	应付账款	12.01	18.19	14.79	14.62	14.53
公允价值变动	199	41	42	42	42	每股指标					
长期股权投资	(56)	(156)	(0)	0	0	每股收益	0.08	1.10	2.10	2.52	2.98
投资收益	(201)	64	65	65	65	每股净现	0.68	2.36	0.96	0.97	4.75
筹资活动现金	(2777)	(2929)	(6297)	(6637)	(2248)	每股净资	7.48	10.82	10.74	13.26	16.24
应付债券增加	(1055)	(446)	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	141	(618)	0	0	0	P/E	179.38	13.03	6.82	5.70	4.81
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.92	1.33	1.34	1.08	0.88
资本公积增加	0	(331)	0	0	0	EV/EBITDA	10.21	4.12	2.25	1.37	0.55
现金净增加额	921	3175	1300	1304	6396						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
------	----	----

公司	冀东水泥（000401）2019 年三季度点评：京津冀一体化、雄安以及危废处理带来新增长	2019-10-25
公司	冀东水泥（000401）2019 半年报点评：区域需求旺盛，雄安新区带来新弹性	2019-08-26
公司	冀东水泥（000401）2019 年半年报预告点评：高景气平稳，京津冀一体化和雄安加速开启弹性	2019-07-11
公司	冀东水泥（000401）2019 年 1 季报点评：区域需求释放，受益雄安新区建设和京津冀一体化	2019-04-24
公司	冀东水泥（000401）2018 年年报点评：受益雄安、京津冀一体化和环保政策，业绩进入释放期	2019-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014年第4，2015年第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。