



2019-01-24

公司深度报告

买入/首次

冀东水泥(000401)

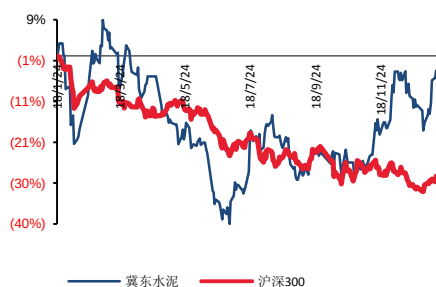
目标价: 15.29

昨收盘: 12.40

材料 材料 II

冀东水泥：华北基建复苏显拐点，重组后新冀东迎锐变

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,348/1,347
总市值/流通(百万元)	18,232/18,228
12 个月最高/最低(元)	15.23/8.39

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

报告摘要

基建项目加速，华北水泥需求拐点已逐渐出现。2018Q4 以来，华北基建加速带动水泥需求超预期增长；而根据我们测算，京津冀一体化及雄安新区近期续建及拟开工项目每年将至少带动水泥需求 1440 万吨左右，占京津冀需求 15%，边际上提振作用较大。考虑到国家基建补短板基调以及京津冀受房地产下行影响预计相对较小，我们认为华北地区水泥需求拐点已经逐渐显现，保守预计未来两年需求增速 5% 左右，同时产能利用率也将回暖，从而使得华北地区的供需格局出现改善；

与金隅整合力度超预期，新冀东核心受益于京津冀市场蜕变。公司预计 2019 年与金隅完成水泥业务整合，届时公司将成为金隅集团唯一的水泥平台，力度及速度超市场预期。我们认为相关整合完成后，京津冀市场将由于集中度提高、京津唐核心市场结构改善、外省水泥流入减少以及小企业加速被淘汰而迎来蜕变。在华北水泥需求预计稳定增长的背景下，供给侧结构的改善将进一步改善华北地区供需关系，而作为华北地区最大的水泥公司，新冀东将是最核心受益者；

经营效率提升空间广阔，业绩弹性大。公司过往经营管理效率低于行业领先的金隅，水泥吨三费较高。我们认为公司与金隅水泥业务整合后，借助金隅良好的管理模式，通过客户共享、集中化大规模采购，同时伴随注入金隅优质水泥资产后带来负债率及财务费用下降，公司经营效率将稳步提升，吨三费将稳步下降。同时，公司业绩弹性较大，根据我们测算，公司水泥售价每变化 5 元/吨，则净利润相对于基准假设变化 12.1%，弹性显著；**投资建议：**预计 18-20 年公司归母净利润分别为 14.8、20.6 和 24.3 亿元，EPS 分别为 1.10、1.53 和 1.80 元，同比增长 1244.8%、38.8% 和 17.7%。给予公司基于 2019 年盈利预测 10x PE 估值，对应目标价 15.29 元，上升空间 23%，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15290	30431	35207	38597
(+/-%)	23.95	99.03	15.69	9.63
净利润(百万元)	110	1484	2061	2426
(+/-%)	108.72	1244.82	38.81	17.72
摊薄每股收益(元)	0.08	1.10	1.53	1.80
市盈率(PE)	154.75	12.28	8.13	6.91

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事.....	4
盈利预测与投资建议.....	5
需求端：基建提振需求，房地产无需过度担忧	6
京津冀一体化及雄安新区规划提振华北中长期水泥需求	6
相关项目已于 2018 年加速启动.....	7
基建项目十三五将继续提振京津冀需求，资金确定性强	8
房地产无需过度担忧	10
华北水泥需求已现反转迹象，产能利用率有望回升	10
与金隅整合力度超预期，华北市场供给侧迎来说变	11
整合力度超预期，冀东水泥将成为唯一水泥平台	12
华北市场供给侧迎来说变	15
京津唐核心市场控制力提升，外来水泥流入预计减少	15
外省流入京津冀地区水泥预计减少	17
小水泥企业将加速被淘汰	17
环保预计保持严格，未来供给侧仍有进一步改善空间.....	18
采暖季环保限产预计依旧保持严格	18
去产能如能严格执行，供给侧进一步改善空间大	19
冀东水泥：经营效率提升空间广阔，业绩弹性大	20
销售费用及管理费用比率有下降空间	20
负债率下降，财务费用有望改善.....	21
业绩弹性大.....	22
投资收益预计 2019 年扭亏	22
估值处于低位，有安全边际	23
主要风险来自于非核心市场	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司水泥盈利预测.....	5
图表 2：京津冀地区交通规划	6
图表 3：雄安新区分期规划	7
图表 4：2018 北京及河北部分规划项目	7
图表 5：河北十三五年交通固定资产投资计划	8
图表 6：华北地区水泥产量	8
图表 7：冀东水泥季度水泥熟料销量（四季度销量为合并口径）	8
图表 8：京津冀一体化及雄安新区近期续建及计划新开工项目	9
图表 9：京津冀一体化及雄安新区基建近期对京津冀地区水泥需求提振的测算	9
图表 10：全国各省棚改货币化去库存面积占商品房销售面积比重	10
图表 11：华北地区水泥供需模型	11
图表 12：金隅冀东整合主要过程	11

图表 13: 整合完成后金隅冀东股权结构.....	12
图表 14: 2018 年金隅冀东合营公司产能划分.....	13
图表 15: 2018 年金隅冀东合营公司各省产能划分.....	13
图表 16: 整合完成后合营公司产能分部.....	13
图表 17: 整合完成后冀东水泥产能分部.....	13
图表 18: 金隅冀东整合中涉及金隅原产能列表.....	14
图表 19: 原冀东水泥资产中 50% 进入合资公司.....	15
图表 20: 未进入合资公司资产多位于非核心地区.....	15
图表 21: 金隅冀东合并完成后京津冀市场份额.....	15
图表 22: 整合完成后京津唐市场格局.....	16
图表 23: 整合完成后京津唐地区外来水泥预计减少.....	16
图表 24: 山西地区流入京津冀的水泥熟料可能大幅减少.....	17
图表 25: 各地区水泥熟料比对比 (2007-2017).....	17
图表 26: 2016 年金隅冀东合并后京津冀地区水泥熟料比下降.....	17
图表 27: 2+26 地区 2018-2019 年度 PM2.5 改善目标.....	18
图表 28: 京津冀地区水泥生产线格局.....	19
图表 29: 华北地区 2018-2020 年去产能目标.....	19
图表 30: 合并前冀东吨三费显著高于金隅.....	20
图表 31: 冀东水泥分季度净借贷率.....	21
图表 32: 公司水泥板块业务预测.....	21
图表 33: 公司 2019 年净利润关于水泥售价的测算.....	22
图表 34: 混凝土资产股权结构图.....	22
图表 35: 公司历史估值 PE-BAND.....	23
图表 36: 公司历史估值 PB-BAND.....	23
图表 37: 公司 ROE 及预测.....	23
图表 38: 山西市场格局.....	24
图表 39: 内蒙古市场格局.....	24

投资故事

1、受京津冀一体化及雄安新区建设加速，我们认为基建将带动华北水泥需求反转。华北地区水泥主要由基建驱动，而近年来随着相关基建工程减少以及房地产政策收紧，华北地区水泥需求及产能利用率逐年下滑。但自 2018 年四季度以来，京津冀一体化及雄安新区建设逐渐加速，带动华北水泥需求超预期同比增长。根据我们测算，近期续建及拟开工京津冀一体化及雄安新区基建项目每年将至少带动京津冀地区需求 1440 万吨左右，占总需求的 15%。而房地产方面，与市场广泛认知不同，由于河北省地产需求对棚改货币化依赖程度较低，同时考虑到实物化安置比例提升带来的保障房建设需求以及雄安新区公租房建设需求，我们预计中期内京津冀地区的房地产需求总体仍将保持稳定；因此，我们认为，华北地区水泥需求的拐点已经出现，预计未来两年华北水泥需求年增幅 5% 左右，同时产能利用率出现回升；

2、公司与金隅集团的整合力度及速度超出市场预期，而华北供给格局也将迎来蜕变。公司预计今年完成与金隅集团水泥业务进一步整合，此轮整合完成后，冀东水泥将成为金隅集团唯一的水泥平台，而华北市场供给格局也将迎来蜕变。京津冀市场集中度将进一步提高，核心市场结构将改善，同时外来水泥冲击预计减少，小企业预计也将被加速淘汰。此外，尽管近年来空气污染治理已经取得重大进展，但 18-19 年京津冀采暖季空气污染治理目标仍然要求空气质量同比改善，因此我们认为，做为我国环境最敏感地区，京津冀地区中期内环保限产将依旧保持严格，从而进一步改善当地供需格局；

3、经营效率提升空间广阔，业绩弹性大。金隅冀东合并前，冀东水泥由于生产、管理效率较低水泥吨三费较高，而金隅集团相关效率则位于行业前列。我们认为冀东金隅水泥板块整合后，借助金隅更好的管理模式、更加有效的客户共享、更加大规模及一体化的集中采购，冀东水泥经营效率提升空间较为广阔。同时，注入金隅集团优质水泥资产后，冀东水泥负债率会进一步下降，从而降低财务成本，因此我们预计公司吨三费随着水泥板块整合将稳步下降。公司业绩弹性较大，根据我们测算，水泥售价每变化 5 元/吨，公司净利润相对我们基准预测将变化 12.1%；

4、估值有安全边际。截止报告日，公司股价对应我们 2019 年盈利预测仅 8.1x PE 及 1.28x PB，位于公司 2016 年恢复盈利能力以来的低位。考虑到公司经营效率的提升以及资产质量的改善、ROE 的提升，我们认为当前估值已有安全边际；

5、短期风险主要来自非核心市场下行，去产能决定华北中长期供需格局。就短期而言，我们认为公司主要风险来自于非核心市场。公司京津冀以外产能主要分布于山西、内蒙及陕西，上述地区房地产对棚改货币化依赖程度高，产能过剩严重，且山西内蒙地区市场格局分散，2019 年水泥行业存在一定下行风险。而就中长期而言，我们依旧认为去产能是京津冀，乃至全国水泥行业最关键变量。京津冀地区由于 2500 吨/日以下的小产线及独立粉磨站占比较大，供给端存在较大的改善空间，中国水泥协会下发的 2018-2020 去产能计划也体现了这一点。如果能够严格执行，华北地区的水泥供需格局将大幅改善；

盈利预测与投资建议

我们认为公司与金隅集团水泥业务的整合力度及速度超过市场预期，而华北市场供需格局也将因此迎来蜕变，公司将从中受益。同时，随着公司与金隅的整合，我们认为公司生产经营效率将借助金隅良好的模式实现稳步提升，从而进一步提升盈利能力。预计18-20年公司归母净利分别为14.8、20.6和24.3亿元，EPS分别为1.10、1.53和1.80元，同比增长1244.8%，38.8%和17.7%。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 1：公司水泥盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥及熟料销量（万吨）	6,720	6,001	9,664	11,114	12,225
水泥及熟料售价（元/吨）	173	236	302	305	305
水泥及熟料吨毛利（元/吨）	42	73	96	99	99
收入（百万元）	12,335	15,290	30,431	35,207	38,597
毛利（百万元）	2,835	4,345	9,105	10,714	11,767
毛利率	23.0%	28.4%	29.9%	30.4%	30.5%
净利润（百万元）	53	110	1,484	2,061	2,426
净利率	0.4%	0.7%	4.9%	5.9%	6.3%
同比增速	nm	108.7%	1244.8%	38.8%	17.7%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究所

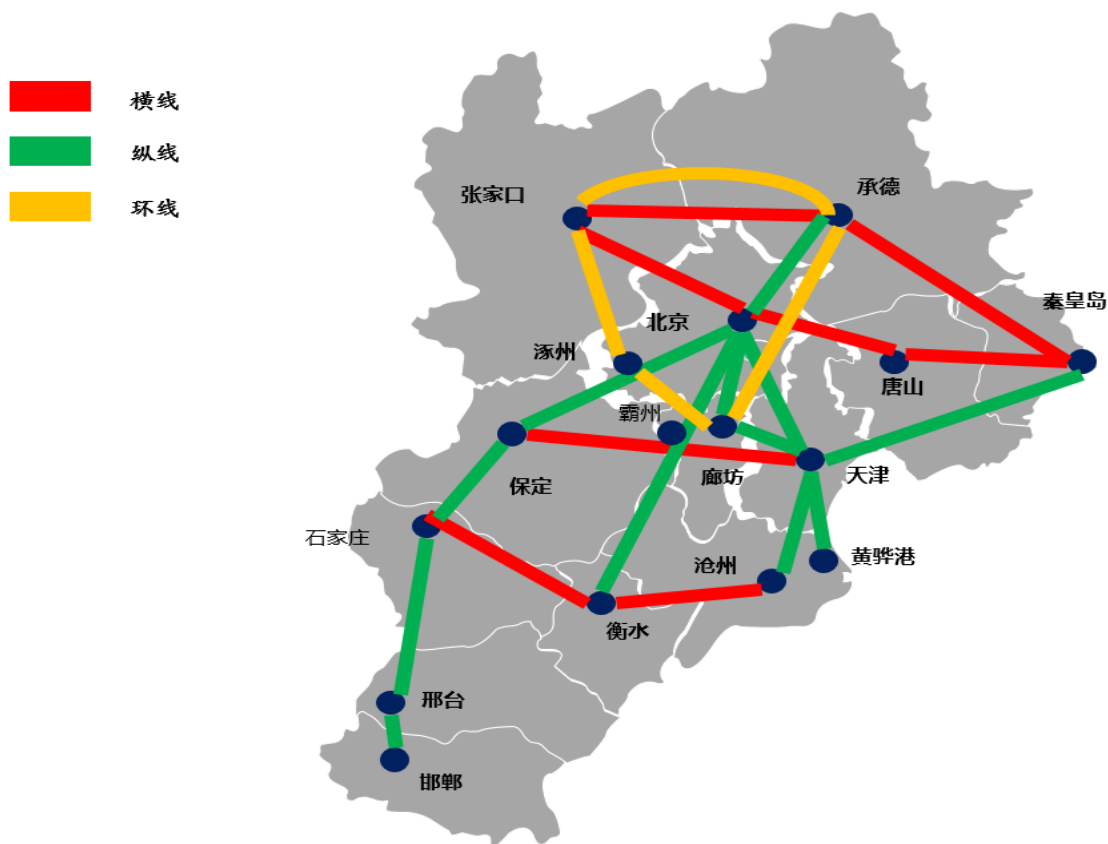
需求端：基建提振需求，房地产无需过度担忧

我们认为随着京津冀一体化及雄安新区的建设，京津冀地区来自基建端的水泥需求将进一步释放，从而带动华北水泥需求反转，而相关提振作用在 2018 年四季度开始已经逐渐显现。

京津冀一体化及雄安新区规划提振华北中长期水泥需求

2015 年四月，中央政府发布《京津冀协同发展规划纲要》，规划面积 12 万平方公里，涉及 80 多个县市，人口总数 9000 万人左右，并要求到 2020 年，京津冀地区形成 9000 公里高速公路网及 9500 公里铁路网和主要城市 1 小时城际铁路交通圈（包括 23 条城际铁路），从而形成“四纵四横一环”格局，并转移北京部分非首都功能。

图表 2：京津冀地区交通规划



资料来源：相关政府网站，太平洋证券研究院

随后 2017 年 4 月，国务院和中共中央联合批复设立河北省“雄安新区”，而雄安新区是继深圳特区和上海浦东新区后又一具有全国意义的新区，被定位为千年大计。2018 年底，国家正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035 年）》，强调包括构建现代综合交通体系在内的十四条总体原则，标志着雄安新区建设已经逐步由规划转为实质阶段。

图表 3: 雄安新区分期规划



资料来源: 网易, 相关政府网站, 太平洋证券研究院

相关项目已于 2018 年加速启动

我们注意到了 2018 年以来受益于京津冀一体化及雄安新区相关规划, 京津冀地区基建项目已有加速启动迹象。2018 年 1 月, 河北省召开年度交通工作会议, 要求为配合加速京津冀一体化进程, 规划 2018 年交通固定资产投资同比增加 8%, 全年新增高速公路 500 公里以上, 完成新改建普通干线公路 600 公里, 农村公路 5500 公里, 新增港口设计能力 4400 万吨。2 月底, 京雄城际高铁开工建设, 全长 92.4 公里, 预计投资 335 亿元左右。而 2018 年四季度基建补短板基调确定后, 河北政府印发《投资和项目建设百日攻坚行动实施方案》, 要求加速相关审批进程, 保证完成全年固定资产投资 8000 亿的目标, 同时力争 11 月底前重点项目投资完成率达到 100%, 而对于 85 项拟于 2019 年开工的重点项目加快前期工作进度, 力争尽早具备开工条件。受相关基建加速提振, 华北水泥四季度需求超预期同比大幅增长, 冀东水泥销量增速也在四季度出现回升。

图表 4: 2018 北京及河北部分规划项目

省份	类别	项目名称
北京	高速公路	新机场北线高速
北京	轨道交通	8 号线三期, 16、17 号线
北京	社会公益	西单文化广场改造、融坤养老中心
北京	旅游出行	环球大酒店、诺金大酒店、休闲大会会展中心
北京	信息科技	亚投行总部, 中关村移动智能服务创新园
北京	给水排水	石景山水厂、亦庄水厂
河北	铁路	京沈高铁, 京张铁路
河北	高速公路	太行山高速、京石高速、延崇高速
河北	机场	北京新机场、宁远机场、木兰机场
河北	码头	黄骅港港区
河北	油气	中俄东线、鄂安沧、京石邯复线

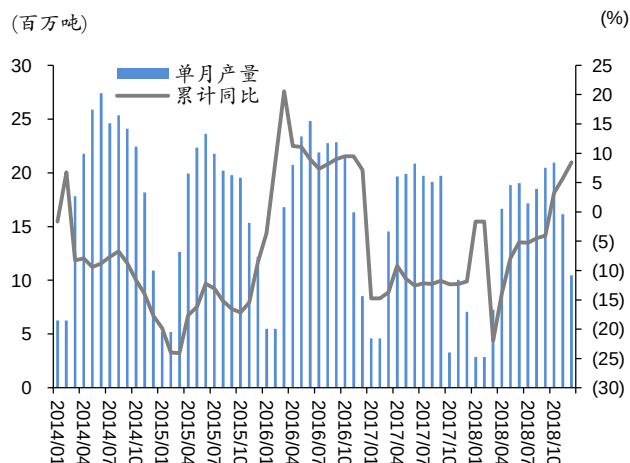
资料来源：相关政府网站，太平洋证券研究院

图表 5：河北十三五交通固定资产投资计划

项目	预计投资额（亿元）	十三五目标
铁路及轨道交通	1600	一小时城际铁路交通圈
公路	3450	高速公路里程达到 9000 公里，覆盖所有县级节点
港口	400	吞吐能力 12.5 亿吨
民航	350	运输机场 8 个，通用机场 30 个
中转站	200	建成 35 个客货运枢纽
合计	6000	

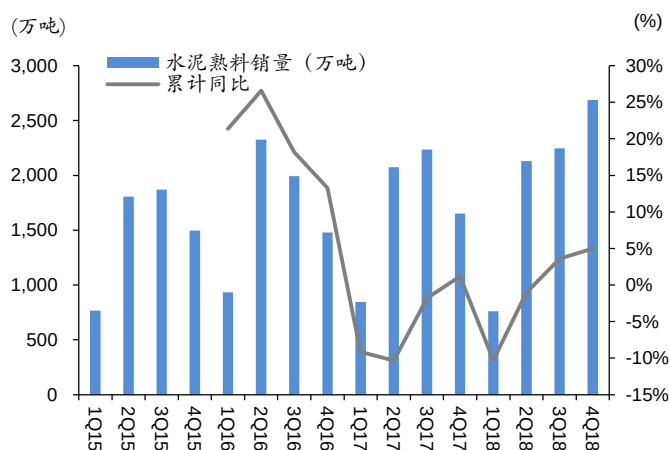
资料来源：政府网站，太平洋证券研究院

图表 6：华北地区水泥产量



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

图表 7：冀东水泥季度水泥熟料销量（四季度销量为合并口径）



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

基建项目十三五将继续提振京津冀需求，资金确定性强

根据我们对京津冀一体化及雄安新区建设重点续建及计划近期开工项目进行梳理，假设每个项目建设周期 4 年，则在相关铁路、公路、轨道交通项目在近期每年预计可以带动京津冀地区 1441 万吨水泥需求，占目前京津冀地区产量的 14.8% 左右。考虑到京津冀一体化及雄安新区其余所需市政、地产需求，我们认为京津冀一体化及雄安新区建设对京津冀地区水泥需求的提振将高于上述数字。同时，京津冀地区远期规划也将在长期内支撑京津冀地区水泥需求。

图表 8: 京津冀一体化及雄安新区近期续建及计划新开工项目

项目	总里程 (公里)	京津冀段长度 (公里)
铁路		
雄安至商丘铁路 (原京霸铁路)	540	120
京唐城际铁路	149	149
北京至天津滨海新区铁路	172	172
京雄高铁	92	92
京张铁路	174	174
廊涿高铁	102	102
首都机场至北京新机场铁路	118	118
天津至北京新机场铁路	50	50
环北京城际铁路	88	88
固安保定城际铁路	98	98
北京至石家庄城际铁路	297	297
蓝张铁路	192	181
邢和铁路	135	70
北京新机场至白沟城际铁路	55	55
铁路合计		1,766
高速公路		
京秦高速	264	264
石家庄至衡水高速	83	83
新元高速改建扩建	22	22
首都环线高速承平段	88	88
北京至崇礼高速	220	220
高速公路合计		677

资料来源: 公司资料, 公开政府信息整理, 太平洋证券研究院

图表 9: 京津冀一体化及雄安新区基建近期对京津冀地区水泥需求提振的测算

铁路建设长度 (公里)	1,766
高速公路建设长度 (公里)	677
轨交建设长度 (公里, 2019-2020)	916
高速公路每公里需要水泥 (吨)	12,000
高铁每公里需要水泥 (吨)	20,000
轨交每公里所需水泥 (吨)	25,000
总水泥需求 (万吨)	5,653
建设年限	4
每年带来水泥需求 (万吨)	1,441

资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

除了充足的规划外, 我们同样认为相关建设资金的确定性较强:

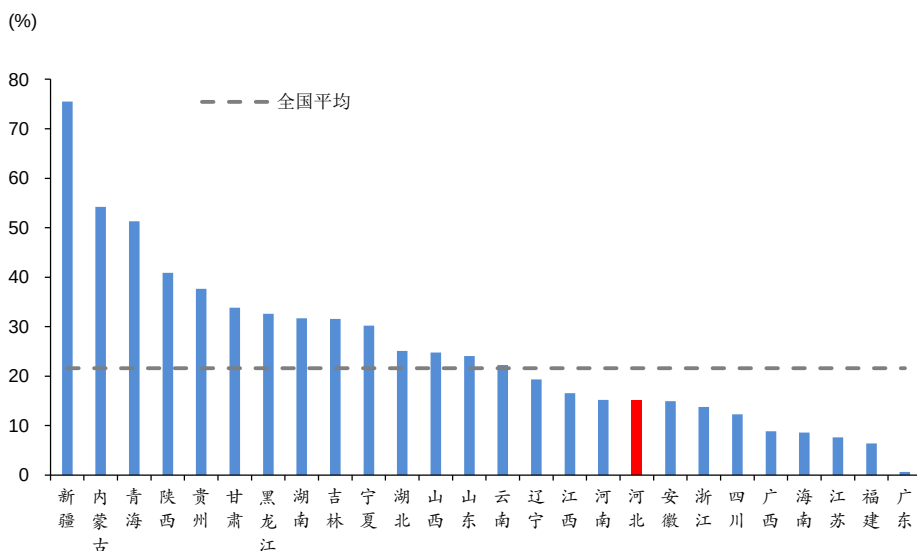
1) 国家交通运输工作会议已强调基建需服务国家重点战略, 我们认为国家层面会支持

京津冀一体化及雄安新区的建设；2) 北京、天津政府财力较好，河北省 PPP 仍有发展空间；3) 铁路是目前规划的重点板块，而铁路建设资金本身就更多由中央层面推动；

房地产无需过度担忧

与市场广泛认知不同，河北省房地产受棚改货币化刺激力度在全国各省市中处于较低水平。根据易居及克而瑞统计，河北省 2017 年货币化安置去库存面积约 1168 万平方米，占商品住宅销售比重 15.2% 左右，低于全国平均水平，而北京、天津房地产则几乎不受棚改货币化影响。考虑到目前房地产的低库存，实物化安置比例提升带来的保障房建设需求以及京津冀大区和雄安新区长期人口流入趋势，我们认为当地房地产需求不会出现迅速下滑，因而基建增长带来的水泥需求增量可以抵消房地产下行带来的负面影响，从而确保京津冀地区水泥需求的稳定增长。

图表 10: 全国各省棚改货币化去库存面积占商品房销售面积比重



资料来源：易居，克而瑞，太平洋证券研究院

华北水泥需求已现反转迹象，产能利用率有望回升

华北地区水泥需求主要由基建工程所驱动，近年来随着相关基建工程的减少以及北京、天津地区房地产政策的收紧，除 2016 年伴随行业整体复苏外华北地区水泥逐年下滑，冀东水泥的销售量也基本同步变动。同时，由于 2009 年后当地产能的无序投放，华北地区产能利用率也呈现下降趋势。但是，自 2018 年四季度国家确定基建补短板基调后，随着基建项目的加速，水泥产量同比增幅迅速回暖，从微观上看，华北从 9~12 月的月度水泥需求增速分别为 -1.86%、35.75%、36.42%、71.73%，四季度补短板保增长从微观上直接得到了印证（水泥对开工和施工的反应在所有周期品中最为迅速，此为早周期）；

考虑到十三五内仍将保持强劲的基建需求及预计下行幅度有限的地产需求，我们认为华北地区需求拐点已经显现，2019-2020 年水泥需求预计每年同比增长 5%，而由于新增产能得到控制，产能利用率也将回升。

图表 11: 华北地区水泥供需模型

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
熟料产能 (万吨/年)	16,973	19,697	21,046	22,292	22,779	23,033	23,665	23,665	23,820	23,820
熟料产量 (百万吨)	138	133	126	125	103	113	109	122	131	141
产能利用率	81.5%	67.3%	60.1%	55.9%	45.3%	49.1%	45.9%	51.6%	55.1%	59.1%
水泥产量 (百万吨)	260	251	259	231	198	211	163	170	178	187
同比		-3.5%	3.4%	-10.9%	-14.6%	7.2%	-11.9%	8.5%	5.0%	5.0%
水泥熟料比	1.88	1.89	2.05	1.85	1.92	1.86	1.50	1.39	1.36	1.33

资料来源: 水泥地理, 数字水泥, 太平洋证券研究院

与金隅整合力度超预期, 华北市场供给侧迎来蜕变

公司 2019 年 1 月与金隅集团共同发布公告, 进一步通过共同增资金隅冀东合营公司以及冀东购买金隅水泥资产方式进一步进行水泥板块整合, 预计此轮整合于 2019 年完成。而此次整合完成后, 冀东水泥将成为金隅集团唯一的水泥业务平台, 整合力度超市场预期。我们认为金隅冀东整合后, 将提升其在华北市场, 特别是京津冀市场的控制力, 并且进一步提升冀东水泥业务经营效率, 从而提升其中长期盈利能力。

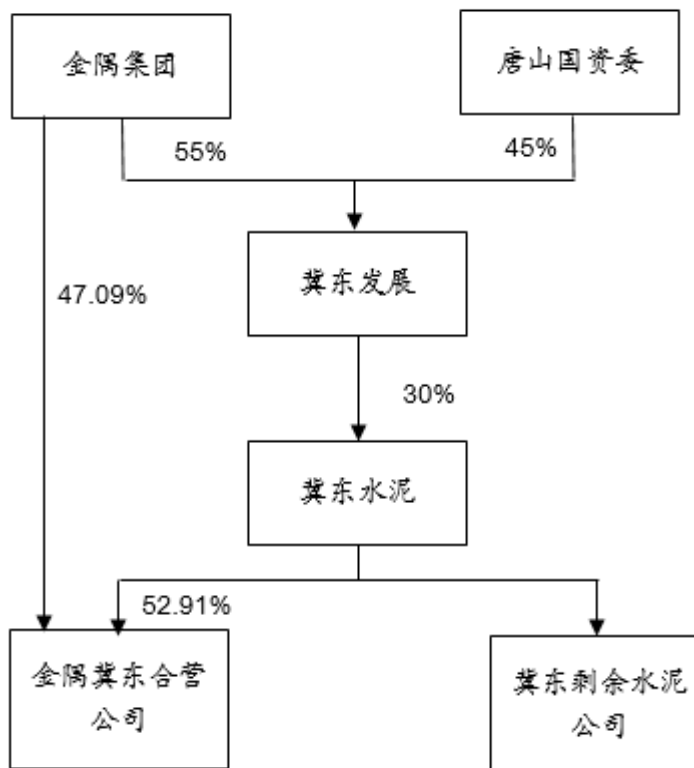
图表 12: 金隅冀东整合主要过程

公告时间	交易整合方案	进度
2016/05	公司公告以现金 47.5 亿认购冀东发展集团 12.39 亿元新增注册资本, 同时以现金 4.75 亿收购中泰信托持有的冀东发展集团 10% 股权, 收购完成后金隅集团成为冀东发展控股股东, 持股 55%	2016 年 10 月完成, 冀东发展并入金隅报表 (第一阶段, 集团层面完成)
2016/06	冀东水泥发行 13.9 亿股, 募集资金 131 亿元左右, 购买金隅 31 家水泥、混凝土公司股权	已停止作废
2018/02	金隅以 10 家下属公司股权, 冀东以下属 22 家公司股权共同出资, 成立金隅冀东合资公司, 合资公司熟料产能 13.66 万吨/日。冀东持有合资公司 52.91% 股权, 金隅集团持有合资公司 47.09% 股权。	2018 年 7 月完成 (第二阶段, 公司层面基本完成)
2019/01	金隅集团以所持有的赞皇水泥等 7 家公司出资, 同时冀东水泥以持有的临澧冀东等 5 家公司股权以及 24.82 亿元现金出资, 双方共同向合资公司增资。冀东水泥还将货币支付对价 15.4 亿元, 收购金隅集团 7 家水泥	预计 2019 年完成 (预计春节前后完成, 意味着第二阶段全部完成, 整个重组结束)

公司股权。整合完成后，冀东将成为金隅集团唯一的水泥平台。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 13：整合完成后金隅冀东股权结构

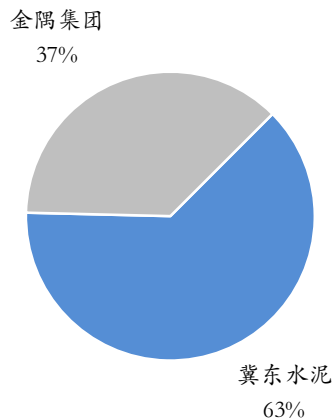


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

整合力度超预期，冀东水泥将成为唯一水泥平台

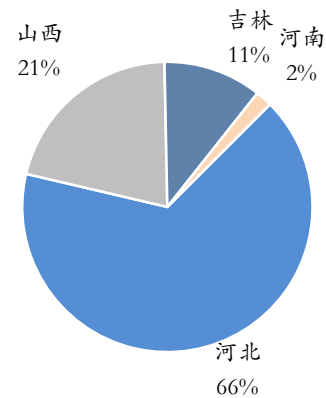
2016年金隅集团控股冀东发展集团后，双方一直致力于水泥业务板块的整合。2018年，双方完成金隅冀东合营公司建立，金隅集团、冀东水泥分别以10家、22家公司股权出资建立金隅冀东合营公司，设立完成后冀东水泥持有合营公司52.91%股权。合营公司熟料产能13.66万吨/日，主要覆盖河北、山西、吉林地区，京津冀地区集中度得到初步加强。与此同时，双方公告金隅集团剩余14家水泥公司将于3年内通过合理方式注入冀东水泥或者合营公司以进一步完成整合。

图表 14: 2018 年金隅冀东合营公司产能划分



资料来源: 水泥地理, 公司公告, 太平洋证券研究院

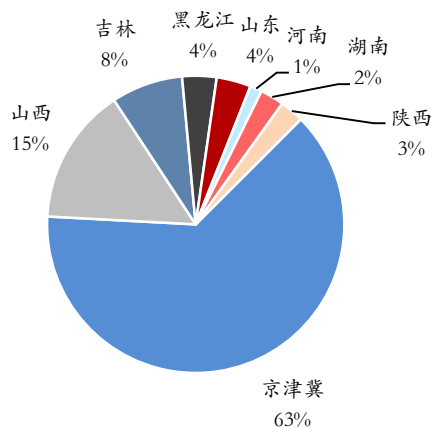
图表 15: 2018 年金隅冀东合营公司各省产能划分



资料来源: 水泥地理, 公司公告, 太平洋证券研究院

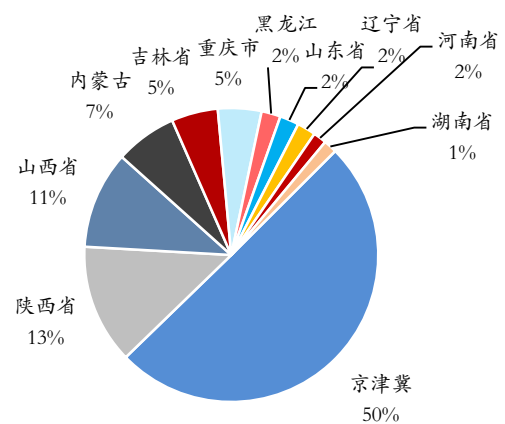
2019 年 1 月, 冀东金隅同时发布公告, 进一步进行双方水泥业务板块整合, 具体整合方式包括 1) 金隅集团以所持有的赞皇水泥等 7 家公司出资, 同时冀东水泥以持有的临澧冀东等 5 家公司股权以及 24.82 亿元现金出资, 双方共同向合资公司增资及 2) 冀东水泥将货币支付对价 15.4 亿元, 收购金隅集团 7 家水泥公司股权。根据我们统计, 此次合营公司增资及冀东收购共涉及原金隅集团 19 条生产线, 涉及熟料产能 50800 吨/日, 此次整合完成后, 冀东水泥将成为金隅冀东唯一的水泥业务平台, 整合力度及速度超过此前 3 年完成的市场预期。

图表 16: 整合完成后合营公司产能分部



资料来源: 水泥地理, 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 17: 整合完成后冀东水泥产能分部



资料来源: 水泥地理, 公司公告, 太平洋证券研究院

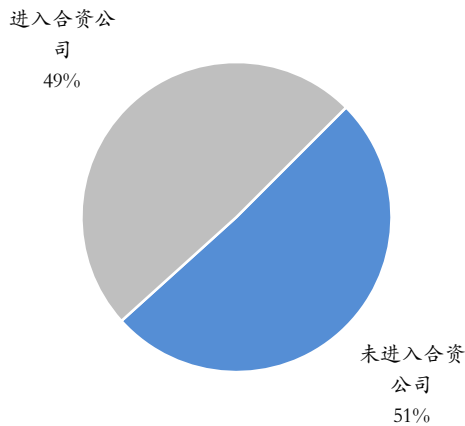
图表 18: 金隅冀东整合中涉及金隅原产能列表

省份	生产线	规模 (吨/日)
河北省	河北太行集团公司一线	2,000
河北省	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司一分公司	2,500
河北省	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司一分公司	2,500
河北省	河北太行集团公司二线	2,500
河北省	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司二分公司	5,000
河北省	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司二分公司	5,000
河北省	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司三分公司	5,000
河北省	河北太行集团公司三线	5,000
河北省	承德金隅水泥有限公司	7,200
河北省	曲阳金隅水泥有限公司	5,000
山西省	广灵县富成水泥有限公司	4,000
吉林省	金隅四平水泥有限公司	2,500
河南省	博爱金隅水泥有限公司	2,500
2018 年合资公司并表新增		50,700
河北省	河北太行集团保定太行水泥公司	3,000
河北省	河北宙石水泥有限公司(邯郸涉县金隅)	3,200
河北省	宣化金隅水泥有限公司	2,500
山西省	金隅陵川水泥有限责任公司	3,000
山西省	岚县金隅水泥有限公司	2,500
山西省	金隅左权水泥有限责任公司	2,500
河南省	沁阳金隅水泥有限公司 (电石渣)	2,500
北京市	北京琉璃河水泥有限公司一线	2,000
北京市	北京水泥厂有限责任公司一线	2,000
北京市	北京琉璃河水泥有限公司二线	2,500
天津市	天津市振兴水泥有限公司	2,000
天津市	天津市振兴水泥有限公司	2,400
河北省	张家口金隅水泥有限公司	1,200
河北省	邢台金隅咏宁水泥有限公司一线	2,500
河北省	邢台金隅咏宁水泥有限公司二线	2,500
河北省	赞皇金隅水泥有限公司一线	2,500
河北省	赞皇金隅水泥有限公司二线	5,000
河北省	金隅涿鹿永兴水泥有限公司	5,000
河北省	赞皇金隅水泥有限公司三线	2,000
2019 年合资公司及收购并表新增		50,800

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

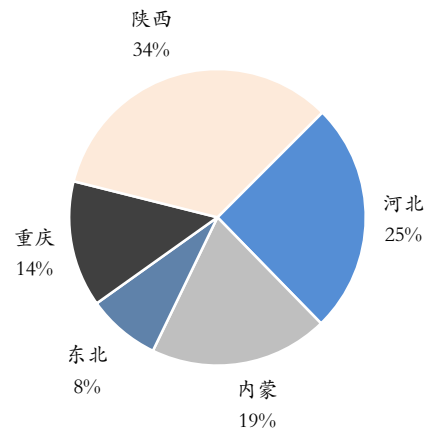
在此轮整合完成后, 大多数原冀东水泥位于京津冀核心区域水泥资产将进入合资公司, 而原冀东水泥中未进合营公司的产能主要位于内蒙、重庆、陕西等非核心市场, 因此我们认为其不会影响京津冀地区的整合。

图表 19: 原冀东水泥资产中 50% 进入合资公司



资料来源: 数字水泥, USGS, 太平洋证券研究院

图表 20: 未进入合资公司资产多位于非核心地区

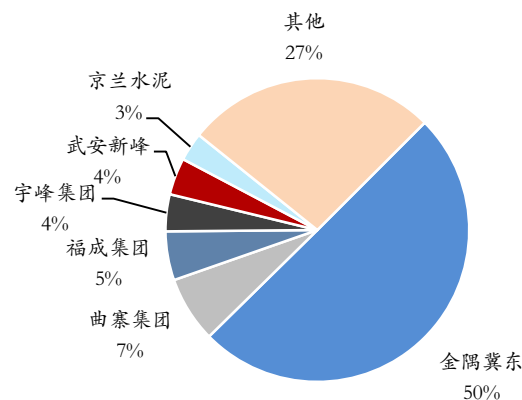


资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

华北市场供给侧迎来蜕变

在金隅冀东整合完成后, 双方在京津冀市场份额将提升至 50%, 处于绝对领导地位。此外, 我们还认为金隅冀东的整合将改善细分市场结构, 同时也将加速小企业的淘汰, 从而进一步改善当地竞争格局, 并提升冀东水泥中长期的盈利能力。

图表 21: 金隅冀东合并完成后京津冀市场份额



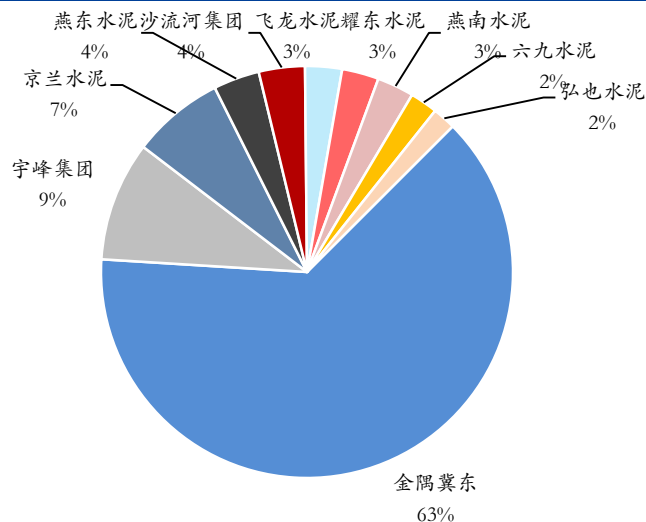
资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

京津唐核心市场控制力提升, 外来水泥流入预计减少

京津唐是华北市场核心区域, 也是金隅冀东重点布局区域, 公司该区域产能占整合完成后公司总产能的 25.7% 以及公司京津冀地区产能的 51.1%。在金隅冀东整合之前, 京津唐地区行业格局较散, 且易受来自北方承德市及南方保定市等地的水泥冲击。在金隅冀东完成整合后, 冀东水泥在京津唐地区的市场份额将提升至 62.5% 左右, 控制力得到提升同时凭借金隅、冀东在保定、承德等地控制力加强, 我们预计京津唐地区外来水泥流

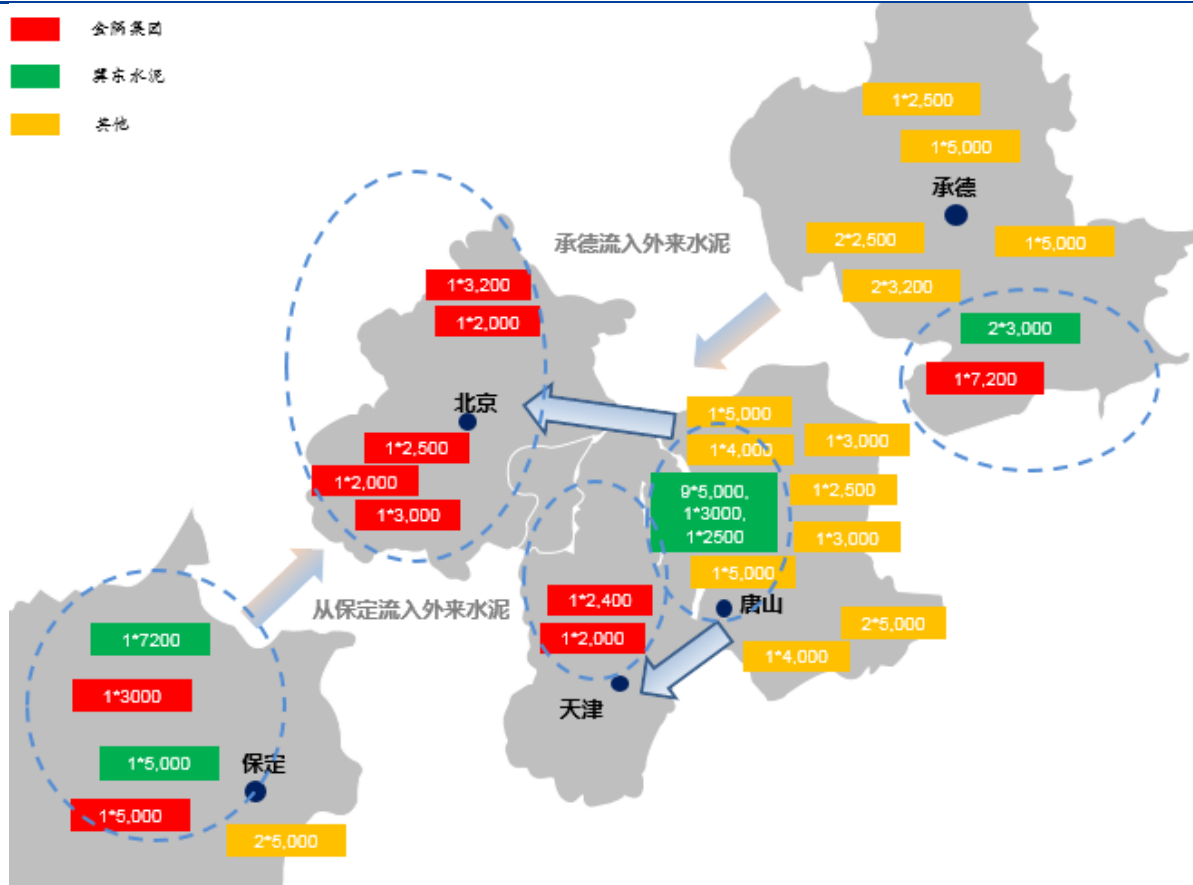
入将进一步减少，供给格局将进一步改善。

图表 22：整合完成后京津唐市场格局



资料来源：公司资料，水泥地理，太平洋证券研究院

图表 23：整合完成后京津唐地区外来水泥预计减少

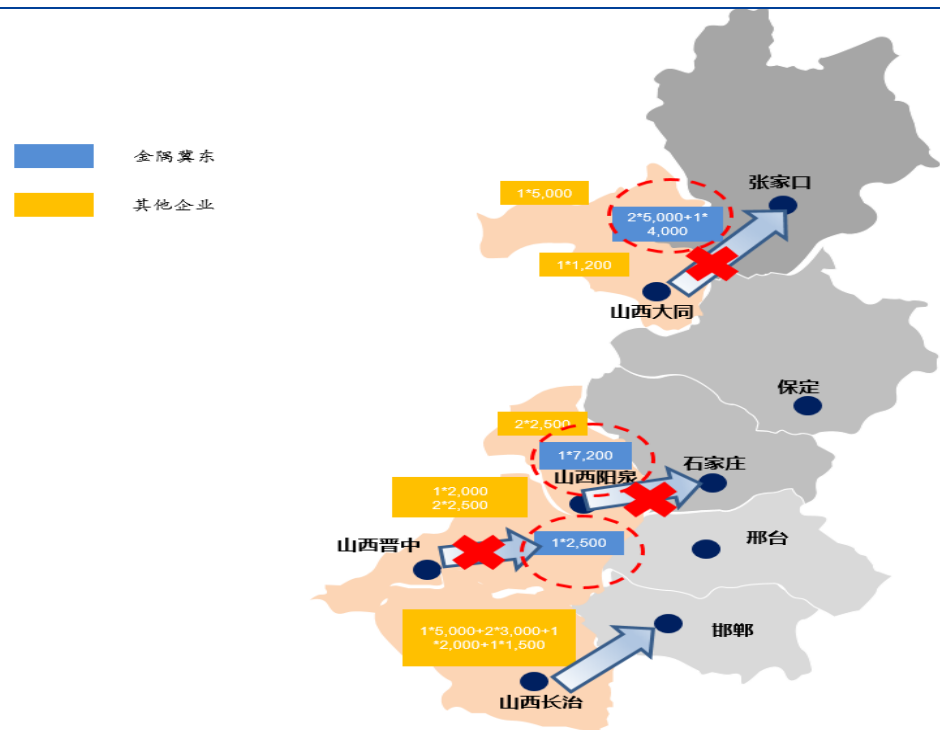


资料来源：公司资料，水泥地理，太平洋证券研究院

外省流入京津冀地区水泥预计减少

过往由于周边地产能过剩更为严重，京津冀地区容易受到山西大同、山西阳泉、山西晋中、山西长治及河南安阳地区流入水泥熟料的冲击。在金隅冀东完成整合后，我们认为由于金隅冀东水泥在山西的布局，从山西大同、阳泉及晋中的水泥流入会大幅减少，从而进一步改善京津冀当地供需格局。目前，金隅集团在与华润水泥商讨关于购买华润水泥山西地区水泥资产的交易，我们认为在交易完成后，金隅冀东在山西地区的控制力将进一步提升，从而能够更好的保护京津冀核心市场。

图表 24: 山西地区流入京津冀的水泥熟料可能大幅减少



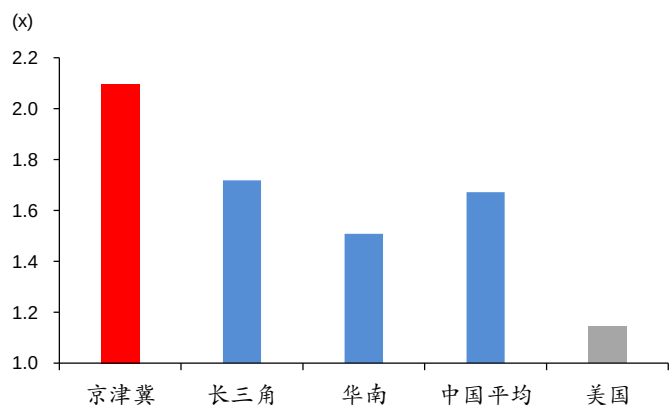
资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

小水泥企业将加速被淘汰

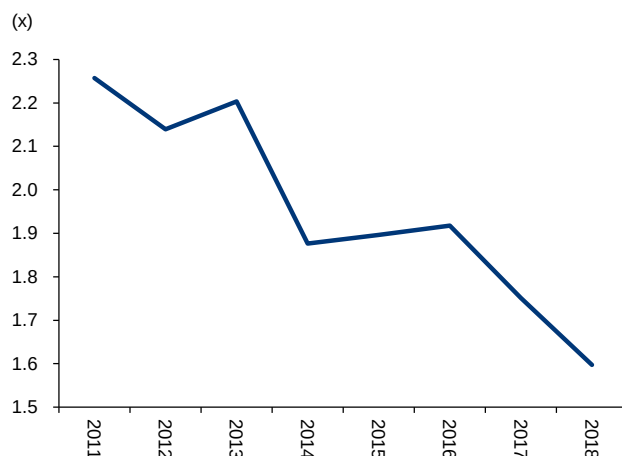
由于华北地区重工业密集，高炉矿渣等生产水泥所用的混合材较为容易获得，华北地区小型水泥企业及独立粉磨站较多，供给处于过剩状态。同时，小企业劣质产品往往通过低价销售进入农村市场，不仅扰乱市场秩序，同时也抢夺大企业市场份额。随着矿山资源收紧，我们认为小企业与独立粉磨站将逐渐被淘汰，而 2016 年金隅冀东合并后，京津冀地区水泥熟料比开始逐渐下降，初步体现了这一趋势，而我们认为金隅冀东此轮完成整合后则可以通过加强行业协同、控制熟料外卖等方式加速这一过程。

图表 25: 各地区水泥熟料比对比 (2007-2017)

图表 26: 2016 年金隅冀东合并后京津冀地区水泥熟料比下降



资料来源：数字水泥，USGS，太平洋证券研究院



资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

环保预计保持严格，未来供给侧仍有进一步改善空间

采暖季环保限产预计依旧保持严格

尽管环保纠偏及严禁一刀切的基调已经明确且部分地区有环保边际放松迹象，但是根据《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，2018-2019 年采暖季，“2+26”地区 PM2.5 浓度及重污染天数在当地空气污染控制已经取得重大进步的情况下仍需同比改善 3% 左右，而水泥重要产地唐山、石家庄、郑州空气质量改善目标均高于地区平均，因此我们认为尽管边际加强空间不大，但作为环境最敏感区域，京津冀地区的环保限产总体仍将继续保持严格，从而缓解当地供给压力。

图表 27：2+26 地区 2018-2019 年度 PM2.5 改善目标

单位：ug/立 方米	2017-2018 目 标	2018-2019 目 标	2017-2018 目 标改善幅度	2018-2019 目 标改善幅度	熟料产能 (吨/日)	占京津冀地 区产能比重
北京	53	<53	44.2%	持续改善	12700	2.2%
天津	63	<63	33.7%	持续改善	4400	0.8%
石家庄	95	91	42.1%	4.2%	60200	10.7%
唐山	71	68	30.4%	4.2%	91000	16.1%
邯郸	102	97	15.7%	4.9%	28200	5.0%
邢台	97	93	24.2%	4.1%	38500	6.8%
保定	85	82	39.7%	3.5%	30200	5.3%
沧州	77	75	22.2%	2.6%		
廊坊	58	<58	39.6%	持续改善	5000	0.9%
衡水	84	85	27.0%	持续改善		
太原	77	75	26.0%	2.6%	18000	3.2%
阳泉	72	71	12.2%	1.4%	12200	2.2%
长治	72	70	15.3%	2.8%	14500	2.6%
晋城	78	75	3.7%	3.8%	13700	2.4%
济南	69	68	24.2%	1.4%	18900	3.3%

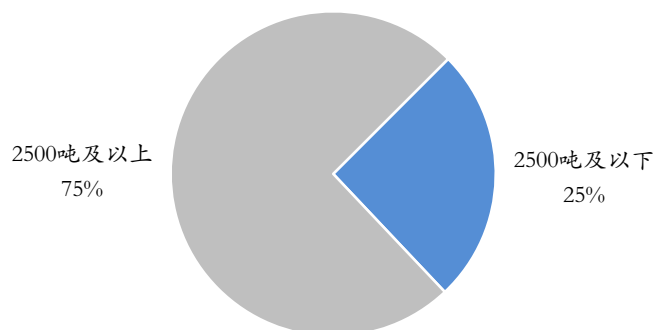
淄博	74	72	20.4%	2.7%	34200	6.1%
济宁	69	67	11.5%	2.9%	28400	5.0%
德州	71	70	31.7%	1.4%	5000	0.9%
聊城	79	77	23.3%	2.5%	2500	0.4%
滨州	70	69	25.5%	1.4%		
菏泽	82	79	16.3%	3.7%		
郑州	83	80	21.7%	3.6%	42000	7.4%
开封	84	80	11.6%	4.8%		
安阳	96	93	28.4%	3.1%	19700	3.5%
鹤壁	72	69	30.1%	4.2%	9500	1.7%
新乡	76	74	25.5%	2.6%	56000	9.9%
焦作	86	83	23.9%	3.5%	20000	3.5%
濮阳	83	80	17.0%	3.6%		

资料来源：生态环境部，水泥地理，Wind，太平洋证券研究院

去产能如能严格执行，供给侧进一步改善空间大

根据我们统计，目前京津冀地区 2500 吨/日及以下规模生产线占比为 25.4%，未来清退落后产能空间较大。同时，根据中国水泥协会发布的《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，京津冀及其周边内蒙、山西是去产能重点地区，2018 年至 2020 年，京津冀、内蒙古及山西分别应关停熟料产能 3700 万吨，3600 万吨及 3800 万吨，当地产能比重分别为 36.1%，61.2%和 51.7%，如果能够严格执行去产能，则将极大改善当地供需关系。因此我们认为去产能，是华北地区中长期供需格局最关键的变量。

图表 28：京津冀地区水泥生产线格局



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

图表 29：华北地区 2018-2020 年去产能目标

(万吨)	2018	2019	2020	合计	占现有产能百分比
河北省	1,295	1,110	1,295	3,700	36.1%
山西省	1,260	1,080	1,260	3,600	61.2%
内蒙古	1,330	1,140	1,330	3,800	51.7%

资料来源：中国水泥协会，太平洋证券研究院

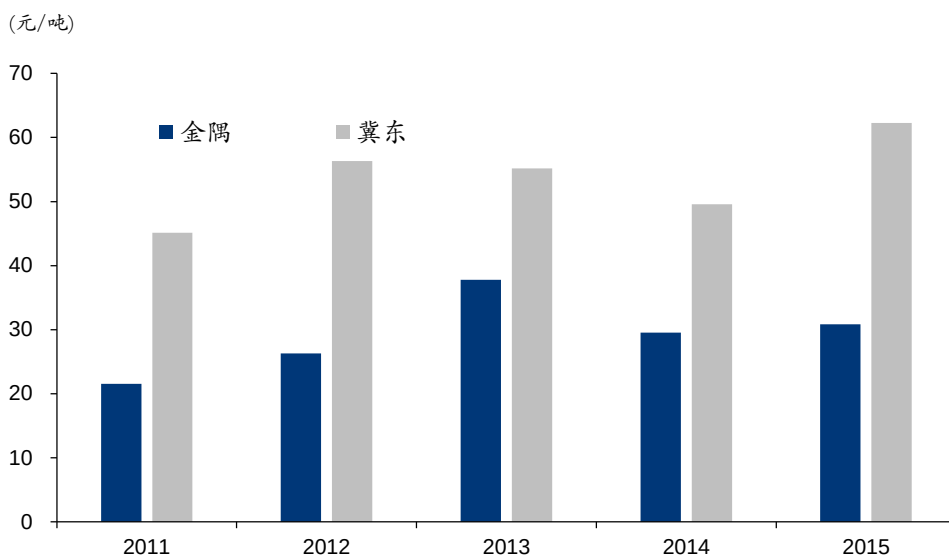
冀东水泥：经营效率提升空间广阔，业绩弹性大

冀东水泥于 1996 年实现上市，是华北地区龙头企业，产能主要位于河北、山西、内蒙、东北、重庆及陕西。2016 年公司与金隅集团合并，从而进一步提高了在华北市场的份额与竞争力。根据我们测算，在公司与金隅集团此轮整合完成后，公司并表熟料产能将提升至 34.2 万吨/日。

销售费用及管理费用比率有下降空间

由于生产及管理效率较低，冀东水泥以往销售费用及管理费用比率较高，而与之相比，金隅集团水泥板块费用控制则处于行业领先地位。我们认为在金隅冀东水泥板块业务整合后，借助金隅更好的管理模式、更加有效的客户共享、更加大规模及一体化的集中采购，冀东水泥的生产管理效率将获得提升，销售管理费用比率将逐步下降，从而提升公司中长期盈利能力。

图表 30：合并前冀东吨三费显著高于金隅

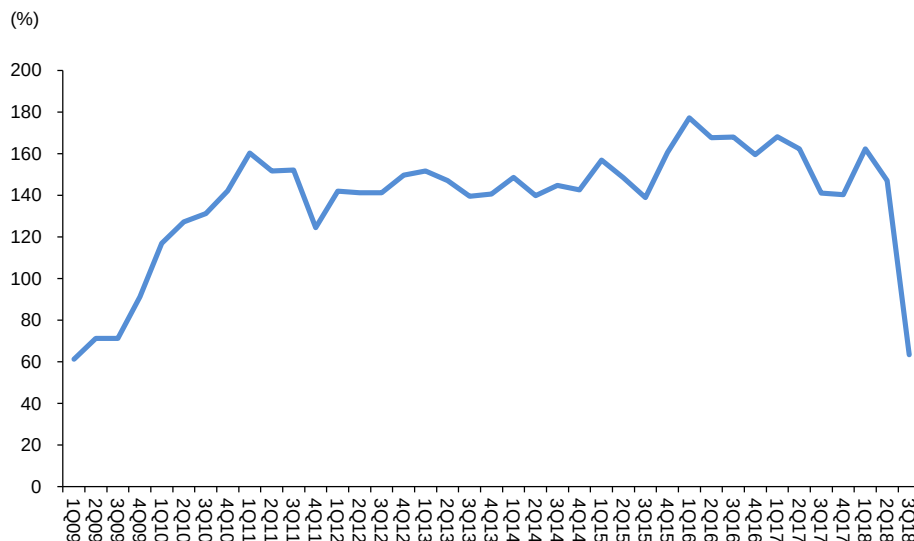


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

负债率下降，财务费用有望改善

我们注意到 2018 年第三季度合资公司并表后，由于注入金隅集团优质水泥资产，公司净负债率（（有息负债-现金）/总权益）由 2018 年上半年的 147.1%（口径调整前）下降至 63.5%。我们认为负债率的显著降低将有助于公司降低融资成本，并提升新冀东的盈利能力。

图表 31：冀东水泥分季度净借贷率



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 32：公司水泥板块业务预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥销量（万吨）	6,720	6,001	9,664	11,114	12,225
同比%	7.1%	-10.7%	5.0%	15.0%	10.0%
售价（元/吨）	173	236	302	305	305
成本（元/吨）	(131)	(163)	(206)	(206)	(206)
吨毛利（元/吨）	42	73	96	99	99
吨三费（元/吨）	(47)	(65)	(57)	(55)	(52)
吨其他费用（元/吨）	(1)	3	(6)	(8)	(9)
吨净利（元/吨）	(6)	11	33	36	38
收入	12,335	15,290	30,431	35,207	38,597
同比	11.0%	24.0%	99.0%	15.7%	9.6%
毛利	2,835	4,345	9,105	10,714	11,767
毛利率	23.0%	28.4%	29.9%	30.4%	30.5%
净利润	53	110	1,484	2,061	2,426
净利率	0.4%	0.7%	4.9%	5.9%	6.3%
同比%	nm	108.7%	1244.8%	38.8%	17.7%

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

业绩弹性大

基于对京津冀地区水泥需求稳定增长的预测以及原金隅产能并表带来的产能扩张，我们预计 2019/2020 年公司水泥及熟料销量 1.1 亿吨及 1.2 亿吨，同比增长 15%、10%。公司业绩弹性较大，根据我们测算，2019 年公司水泥售价每变化 5 元/吨，净利润将相对于我们基准假设变化 12.1%。

图表 33：公司 2019 年净利润关于水泥售价的测算

	悲观 (-10)	谨慎 (-5)	基准假设	积极 (+5)	乐观 (+10)
净利润 (百万元)	1,560	1,810	2,061	2,311	2,561
EPS	1.16	1.34	1.53	1.71	1.90

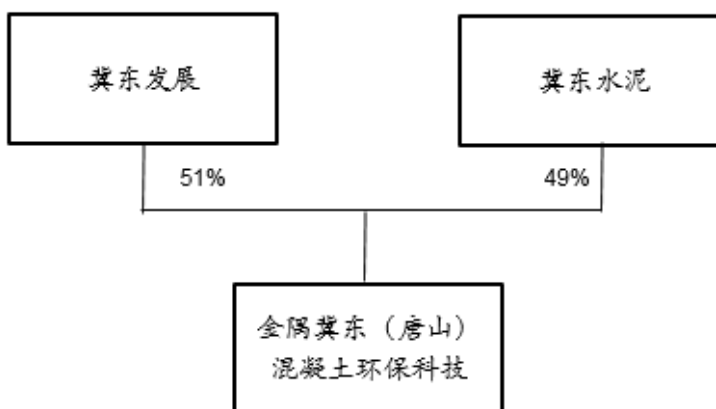
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

投资收益预计 2019 年扭亏

2018 年，公司因合营企业金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司（由唐山冀东混凝土有限公司更名而来）大幅亏损，预计投资亏损同比增加 1.5 亿元左右，我们判断该公司除混凝土业务亏损外，公司还计提了较多的减值导致公司亏损较大。

金隅冀东（唐山）混凝土环保科技集团有限公司原为唐山冀东混凝土有限责任公司，冀东发展集团为控股股东持有 51% 股权，冀东水泥持有剩余 49% 股权，因此混凝土资产并不在冀东水泥上市公司中。金隅冀东混凝土公司注册资本 19.9 亿人民币，截止 2018 年底，已经全部亏损完毕，因此我们认为 2019 年混凝土资产不会给公司带来投资损失。而由于公司投资收益（损失）主要来自混凝土资产，我们认为 2019 年冀东水泥投资收益预计不会亏损。

图表 34：混凝土资产股权结构图



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

估值处于低位，有安全边际

截止报告日，公司股价对应我们 2019 年盈利及净资产预测仅 8.1x PE 及 1.28x PB，均处于 2016 年公司恢复盈利以来的低位。考虑到十三五内京津冀市场高景气度的可持续性 & 注入金隅水泥资产后公司资产质量的改善，我们认为当前估值已具有较为充足的安全边际，公司 ROE 也将于 2018 年起重回上升通道。

图表 35: 公司历史估值 PE-BAND



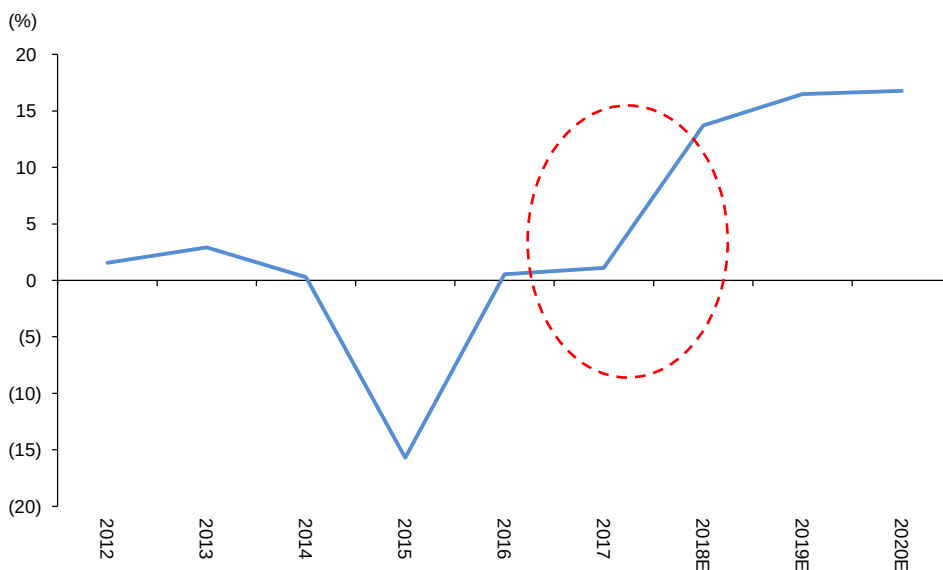
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 36: 公司历史估值 PB-BAND



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 37: 公司 ROE 及预测

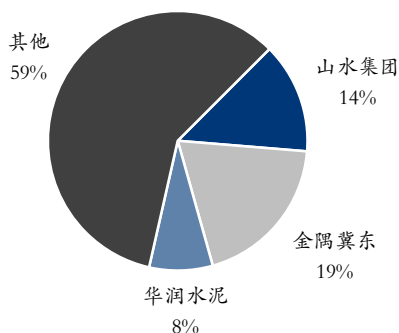


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

主要风险来自于非核心市场

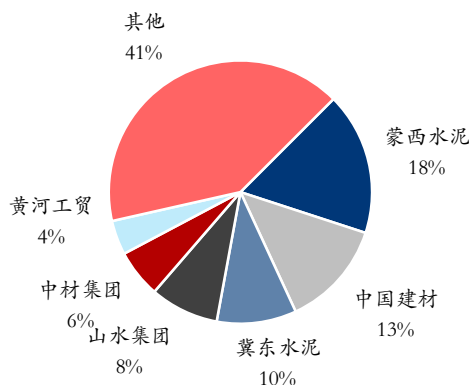
我们认为随着京津冀基建需求的释放以及当地市场整合的深化，京津冀地区水泥价格盈利预计中期内将总体保持在高位，而公司主要风险来自于非核心市场。公司主要非核心市场山西、内蒙、陕西房地产市场受棚改货币化影响较大，且产能过剩较为严重，同时山西、内蒙市场格局较散。如果当地水泥需求因房地产市场下行而出现明显下滑，公司在当地水泥平均售价及盈利可能受到较大影响，同时需要注意的是山西地区需求如果出现下滑，则可能导致流入京津冀地区的水泥增多，从而影响京津冀地区水泥价格及盈利。

图表 38: 山西市场格局



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

图表 39: 内蒙古市场格局



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期；
- 供给收缩力度低于预期；
- 原材料价格持续超预期上涨；

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3189	3632	4199	12185	13980	营业收入	12335	15290	30431	35207	38597
应收和预付款项	2204	1820	4118	2545	4632	营业成本	9353	10729	20896	23997	26285
存货	1549	1393	4033	2198	4627	营业税金及附加	147	216	429	496	544
其他流动资产	3732	4379	10326	6255	11658	销售费用	455	619	1232	1426	1563
流动资产合计	10674	11223	22676	23183	34897	管理费用	1674	2396	3378	3767	3937
长期股权投资	1554	1498	1498	1498	1498	财务费用	1250	1180	1168	1157	1092
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	324	33	150	150	150
固定资产	23325	23473	21586	19742	17913	投资收益	558	-201	-350	0	0
在建工程	1227	378	489	544	572	公允价值变动	-127	199	-50	-50	-50
无形资产开发支出	2884	2818	2700	2583	2466	营业利润	-437	377	2777	4164	4975
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	636	-16	415	415	415
其他非流动资产	30806	29811	27322	25417	23498	利润总额	199	362	3192	4579	5390
资产总计	41480	41034	49998	48600	58395	所得税	222	230	798	1145	1348
短期借款	11764	12682	12682	12682	12682	净利润	-24	131	2394	3434	4043
应付和预收款项	2330	3925	10499	5930	11979	少数股东损益	-77	21	910	1374	1617
长期借款	1586	1728	1728	1728	1728	归母股东净利润	53	110	1484	2061	2426
其他负债	14633	11425	11683	11717	11754						
负债合计	30312	29761	36592	32057	38143						
股本	1348	1348	1348	1348	1348						
资本公积	4922	4922	4922	4922	4922						
留存收益	3593	3704	4926	6690	8782						
归母公司股东权益	9985	10078	11300	13064	15156						
少数股东权益	1182	1196	2105	3479	5096						
股东权益合计	11168	11274	13405	16543	20253						
负债和股东权益	41480	41034	49998	48600	58395						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	2691	2702	1639	9615	3457	毛利率	24.2%	29.8%	31.3%	31.8%	31.9%
投资性现金流	-17	995	161	-85	-85	销售净利率	0.4%	0.7%	4.9%	5.9%	6.3%
融资性现金流	-1910	-2777	-1232	-1544	-1578	销售收入增长率	11.05%	23.95%	99.03%	15.69%	9.63%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	580.5%	6.4%	182.8%	31.6%	13.0%
						净利润增长率	103.1%	108.7%	1244.8%	38.8%	17.7%
						ROE	0.53%	1.10%	13.14%	15.77%	16.00%
						ROA	0.13%	0.27%	2.97%	4.24%	4.15%
						ROIC	-0.7%	2.2%	12.3%	19.7%	20.5%
						EPS (X)	0.04	0.08	1.10	1.53	1.80
						PE (X)	353.59	154.75	12.28	8.13	6.91
						PB (X)	1.86	1.66	1.61	1.28	1.11
						PS (X)	1.51	1.09	0.60	0.48	0.43
						EV/EBITDA (X)	10.58	9.37	5.11	3.02	2.55

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。