

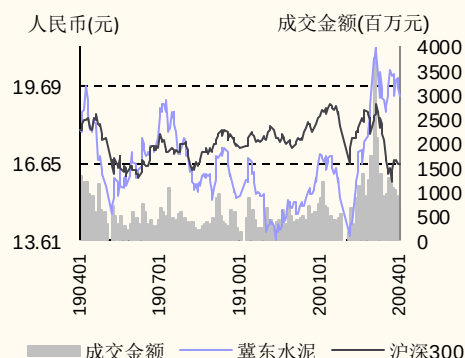
冀东水泥 (000401.SZ) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 19.28 元

目标价格 (人民币): 23.44 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.48
已上市流通 A 股(亿股)	13.47
总市值(亿元)	259.80
年内股价最高最低(元)	21.25/18.67
沪深 300 指数	3675
深证成指	9952

**北方水泥龙头，受益雄安新区建设****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,849	34,507	37,250	39,668	41,376
营业收入增长率	101.76%	11.86%	7.95%	6.49%	4.31%
归母净利润(百万元)	1,483	2,701	3,370	3,890	4,186
归母净利润增长率	1243.71%	82.07%	24.81%	15.41%	7.62%
摊薄每股收益(元)	1.10	2.00	2.50	2.89	3.11
每股经营性现金流净额	4.79	6.00	6.11	8.07	8.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.17%	17.59%	23.41%	23.25%	21.76%
P/E	11.25	8.49	7.72	6.69	6.21
P/B	1.14	1.49	1.81	1.55	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **北京市国资委成为实际控制人，产能跃居行业第三。**2016 年公司实际控制人变更为北京市国资委，随后展开与金隅集团水泥业务整合。2019 年公司水泥熟料产能增至 1.17 亿吨，产能规模跃居行业第三，龙头地位突出。
- **行业高景气维持，区域内供需格局良好。**2016 年以来水泥价格上涨主要与错峰生产政策有关。由于水泥熟料的产能利用率尚未达到合理区间，未来错峰生产政策将会继续执行，支撑水泥价格上涨的供给逻辑依然存在。华北地区除产能置换外，没有新增产能，同时受益于京津冀一体化和雄安新区建设，华北区域将会保持较高的景气度。2020 年 Q1 区域水泥均价较 2019 年上涨 16 元，随着四月旺季到来，全年均价同比上涨的概率大。
- **京津冀区域龙头，受益雄安新区建设。**公司在京津冀的市场份额为 53%，在雄安新区周边共有 8 条产线，产能占比 77%。我们预计 2020-2023 年河北省重点项目对水泥需求增速 4.8%、8.1%、7.3%、5.9%，公司受益明显。
- **公司经营改善，发力“水泥+”业务。**重组完成后公司主要财务指标明显好转，困扰公司的三项费用率也出现下滑。随着经营好转，公司三项费用率还有下降的空间，骨料和水泥窑固废处置业务有望成为公司新的利润增长点。

投资建议与估值

- 公司是中国第三大水泥熟料企业，是北方区域水泥龙头，未来三年河北雄安新区对区域水泥需求增长的确性高。随着公司重组完成，公司费用率也在持续改善。无论是产能规模，还是区域地位，都具备对标海螺水泥的潜力。我们采用相对估值法，参考海螺水泥对公司进行估值。我们预计冀东水泥 2021 年 EPS 为 2.89 元，参考海螺水泥 2021 年估值 8.11 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 23.44 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济下行风险；水泥价格下跌风险；雄安新区建设进度低于预期风险；水泥销量低于预期风险；其他区域水泥需求下滑风险；固废板块毛利率下滑风险；股权质押风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
 dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 假设 2020-2022 年水泥和熟料销售均价(不含税) 330 元/335 元/335 元, 涨幅分别为 4.84%/1.46%/0%。
- 2) 假设公司其他区域销量保持不变, 受益于京津冀一体化和雄安新区建设, 预计 2020-2022 年河北省水泥需求增速为 4.8%/8.1%/7.3%。由于公司在河北市场的份额为 53%, 预计公司水泥和熟料销量增速分别为 2.54%/4.29%/3.87%。
- 3) 公司石灰石自给率约 70%, 自采石灰石采选成本相对固定; 公司余热发电比例约 40%, 煤炭价格下跌会导致发电成本下降。假设公司水泥和熟料的单位成本保持不变。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为水泥价格后续上涨动力不足, 从历史上看, 水泥价格上涨周期没有超过三年, 而本轮价格上涨周期已经持续四年。

我们认为, 导致本轮水泥价格上涨的核心因素是 2016 年错峰生产政策执行以来, 行业供给层面发生了变化。2017 年和 2018 年上半年一度出现水泥需求下降的情况, 但是由于供给控制得当, 通过动态供给调整对冲了需求下滑带来的风险。由于行业产能利用率仍低于合理范围, 未来错峰生产政策不会放松, 即影响水泥价格的供给逻辑依然存在, 我们预计 2020 年水泥价格将高于 2019 年。

■ 股价上涨的催化因素

水泥价格上涨: 华北地区水泥价格呈现出旺季上涨, 淡季价格稳定的状况。由于本次疫情恰好发生在华北传统水泥淡季, 随着 4 月份传统旺季到来, 华北提价可期。

雄安新区大规模建设启动: 作为北方水泥龙头, 公司在京津冀地区市场份额第一, 雄安新区大规模建设的启动有利于带动公司水泥销售。

■ 估值和目标价格

我们采用相对估值法对公司估值。作为中国第三大水泥熟料企业、北方区域水泥龙头, 未来三年河北雄安新区对区域水泥需求增长的确性高。随着公司重组完成, 公司费用率也在持续改善。无论是产能规模, 还是区域地位, 都具备对标海螺水泥的潜力。

我们预计冀东水泥 2021 年 EPS 为 2.89 元, 参考海螺水泥 2021 年估值 8.11 倍计算, 给予公司未来 6-12 个月 23.44 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

水泥销量低于预期风险: 公司产能主要位于华北地区, 区域内的天气变化和空气质量会影响下游施工进度, 影响公司产品销量。公司未来主要看点为雄安新区建设对区域价格和销量的正面影响。由于雄安新区处于河北, 空气质量变化可能是影响公司未来销售最大的不确定因素。2019 年 Q4 由于国庆阅兵和华北十月份多轮重污染天气, 公司 Q4 销量环比 Q3 回落。

内容目录

投资要件	2
1. 中国水泥熟料前三甲，京津冀区域水泥龙头.....	5
1.1 股权整合完毕后，北京市国资委成为实际控制人.....	5
1.2 业务整合完毕后，公司产能跃居全国第三	5
2. 华北供给增加有限 需求增长有保证.....	6
2.1 得益于错峰生产政策 行业基本面改善	6
2.2 华北地区供给情况：环境敏感地区 新增产能有限.....	8
2.3 华北地区需求情况：基建需求是主力	8
2.4 华北地区水泥价格：旺季到来 价格有望止跌反弹.....	9
3. 京津冀一体化和雄安新区建设带动区域需求增长.....	11
3.1 未来三年区域需求有保障.....	11
3.2 雄安新区建设利好中长期水泥需求.....	13
3.3 政策和资金支持河北基建发展.....	14
4. 公司基本面好转 发展“水泥+”业务.....	17
4.1 受益于整合完成 公司基本面明显好转	17
4.2 京津冀是公司大本营 受益雄安新区建设.....	19
4.3 费用率改善 未来存在下降的可能	20
4.4 一体两翼 大力发展“水泥+”业务.....	21
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议与估值.....	23
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1：北京市国资委成为实际控制人.....	5
图表 2：冀东水泥为合资公司第一大股东	6
图表 3：公司为中国第三大水泥熟料生产企业	6
图表 4：中国水泥熟料产能基本稳定	7
图表 5：2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度低	7
图表 6：水泥和水泥熟料产能利用率未达合理水平	8
图表 7：2019 年华北新增产能为置换产能	8
图表 8：2020 年华北新增产能为置换产能	8
图表 9：华北水泥需求增速高于全国增速	9
图表 10：受国庆阅兵影响河北需求增速低于全国增速.....	9
图表 11：京津冀固定资产投资增速高于全国.....	9
图表 12：京津冀房地产投资增速低于全国	9
图表 13：2019 年华北水泥价格领涨全国	10

图表 14: 京津冀价格一直高于华北地区均价.....	10
图表 15: 五月是河北全年需求旺季.....	10
图表 16: 华北地区库容比低于全国平均水平.....	11
图表 17: 京津冀打造四纵四横交通模式.....	11
图表 18: 2020 年是京津冀“十三五”交通建设规划收官之年.....	12
图表 19: 河北省 2020 年交通领域固定资产投资有望冲击 1000 亿元.....	12
图表 20: 北京市重点建设项目.....	13
图表 21: 天津市重点建设项目.....	13
图表 22: 河北省水泥需求测算.....	13
图表 23: 支持雄安新区建设政策陆续出台.....	14
图表 24: 雄安新区位置图.....	14
图表 25: 河北省 GDP 水平在全国排名中上游.....	15
图表 26: 河北省政府性基金收入逐年增加.....	15
图表 27: 河北政府性基金支出逐年增加.....	15
图表 28: 交通领域在河北省公共财政支出比例稳定.....	16
图表 29: 城市基础设施支出在政府性基金支出比例提高.....	16
图表 30: 整合完成后收入大幅增长.....	17
图表 31: 整合完成后净利润大幅增长.....	17
图表 32: 重组完成后吨毛利和吨净利均出现提升.....	17
图表 33: 公司毛利率和净利率都出现改善.....	18
图表 34: 受益业绩改善经营性现金流好转.....	18
图表 35: 公司资产负债率大幅下降.....	18
图表 36: 2019 年三项费用率改善明显.....	18
图表 37: 公司主要产能集中在华北地区.....	19
图表 38: 公司在京津冀地区市场份额 53%.....	19
图表 39: 京津冀水泥熟料产能分布.....	19
图表 40: 公司费用率偏高.....	20
图表 41: 公司销售费用率偏高.....	20
图表 42: 公司财务费用率偏高.....	20
图表 43: 修理费在管理费用中占比最高.....	20
图表 44: 从垃圾如何变成水泥成品.....	21
图表 45: 正在处置城市垃圾的水泥熟料生产线.....	21
图表 46: 公司可转债募集资金用于四个协同处置项目建设.....	22
图表 47: 公司主要产品基本假设.....	23
图表 48: 冀东水泥可比公司估值.....	24

1. 中国水泥熟料前三甲，京津冀区域水泥龙头

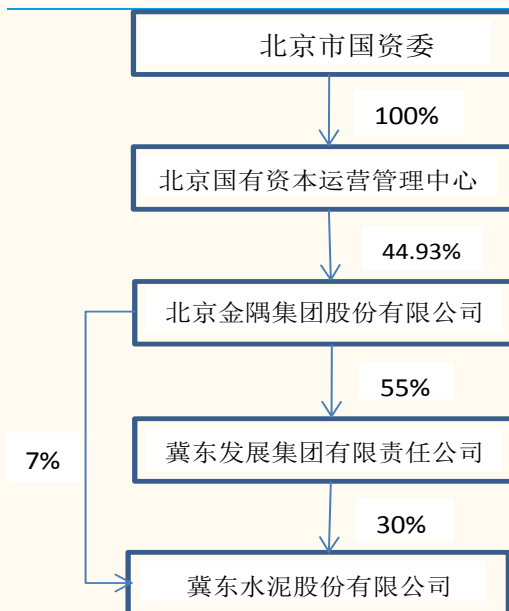
1.1 股权整合完毕后，北京市国资委成为实际控制人

唐山冀东水泥股份有限公司（简称：冀东水泥）成立于 1994 年 5 月，设立时总股本为 3.24 亿股，冀东集团以生产经营性资产出资，持股比例 93.33%。1996 年 5 月，公司以 5.38 元价格发行 A 股并于 1996 年 6 月在深交所挂牌上市，上市时总股本为 4 亿股。

2016 年 4 月，为了落实国家“京津冀协同发展”战略部署，金隅集团与唐山市国资委及上市公司控股股东冀东发展集团有限责任公司（简称：冀东集团）签订了战略重组框架协议，协议约定金隅集团以增资及受让部分少数股权的方式控股冀东集团。

整合完成后，冀东集团持有冀东水泥 30% 股权，为公司控股股东；金隅集团持有冀东集团 55% 股权，为冀东集团控股股东、冀东水泥间接控股股东；金隅集团持有冀东水泥 7% 股权，金隅集团及其一致行动人冀东集团合计冀东水泥 37% 股权。

图表 1：北京市国资委成为实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 业务整合完毕后，公司产能跃居全国第三

由于金隅集团与冀东水泥之间存在同业竞争，股权变动结束后，两家公司立即开始进行业务整合。

2018 年 2 月 8 日，冀东水泥发布《出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易方案》，金隅集团以北京金隅水泥经贸有限公司等 10 家公司的股权，冀东水泥以所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等 20 家公司的股权、唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等 2 家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司。合资公司组建后，冀东水泥持有合资公司 52.91% 股权并拥有合资公司控股权，金隅集团持有合资公司 47.09% 股权。

2019 年 1 月 9 日，冀东水泥董事会审议通过《关于唐山冀东水泥股份有限公司重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易方案的议案》等议案。根据重组方案，金隅集团以所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权出资，冀东水泥以所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司增资，同时冀东水泥以 15.37 亿元现金向金隅集团购买其所持有的左权金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权。

2019 年 3 月 26 日，金隅集团所持有的 14 家公司的股权，冀东水泥向合资公司增资的 5 家公司股权全部过户至合资公司。增资完成后，冀东水泥持有合资公司 52.91% 股权并对合资公司控股，金隅集团持有合资公司 47.09% 股权。至此，金隅集团与冀东水泥之间的水泥业务整合全部完成。

图表 2：冀东水泥为合资公司第一大股东

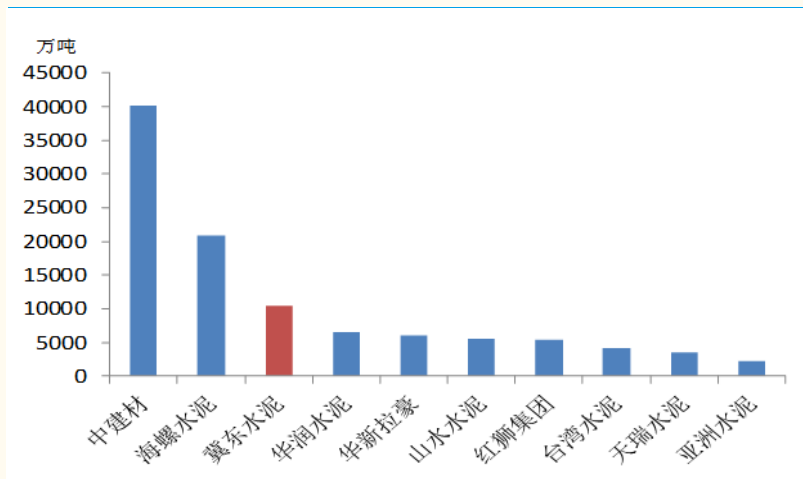
出资人名称	认缴出资额（亿元）	出资方式	出资比例
北京金隅集团股份有限公司	18.84	股权	47.09%
唐山冀东水泥股份有限公司	21.16	股权 / 资产	52.91%
合计	40.00		100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

根据公司 2019 年年报，2019 年末合资公司总资产 418.19 亿元、资产负债率 32.18%，营业收入 279.05 亿元、实现净利润 42.5 亿元，是上市公司最重要的收入和利润来源。

随着公司业务整合完毕，公司的熟料、水泥产能规模进一步提升，成为中国北方最大的水泥生产企业。根据中国水泥协会公布的 2019 年全国水泥熟料产能排名，公司（含金隅）熟料产能合计位列第三。

图表 3：公司为中国第三大水泥熟料生产企业



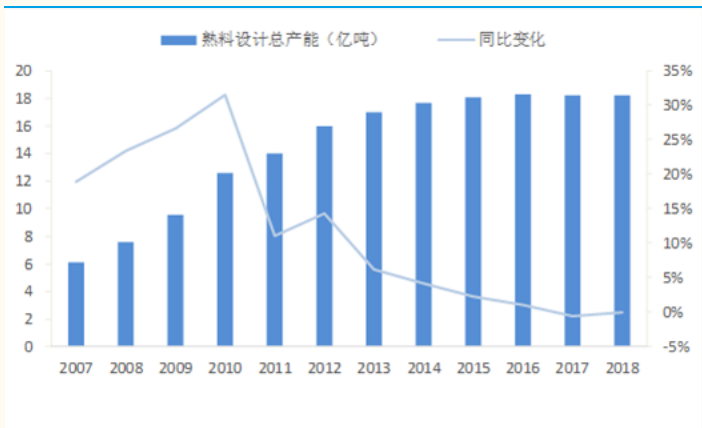
来源：中国水泥协会，国金证券研究所

2. 华北供给增加有限 需求增长有保证

2.1 得益于错峰生产政策 行业基本面改善

2016 年以来的行业上行周期过程中，下游需求并未发生实质性改变，主要得益于供给端的有效控制。由于我国经济进入转型升级、减速换挡的增长模式，水泥需求也逐渐步入平台期，而此前供给端的大规模扩张，使得行业早已面临严重产能过剩的问题。在此轮供给侧结构性改革中，通过严禁新增产能的手段使得产能总量保持稳定。更重要的是，通过错峰生产政策的实施，达到了“去产量”的目的，供给得以有效压缩，水泥价格从底部逐渐攀升。

图表 4：中国水泥熟料产能基本稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度低



来源：Wind，国金证券研究所

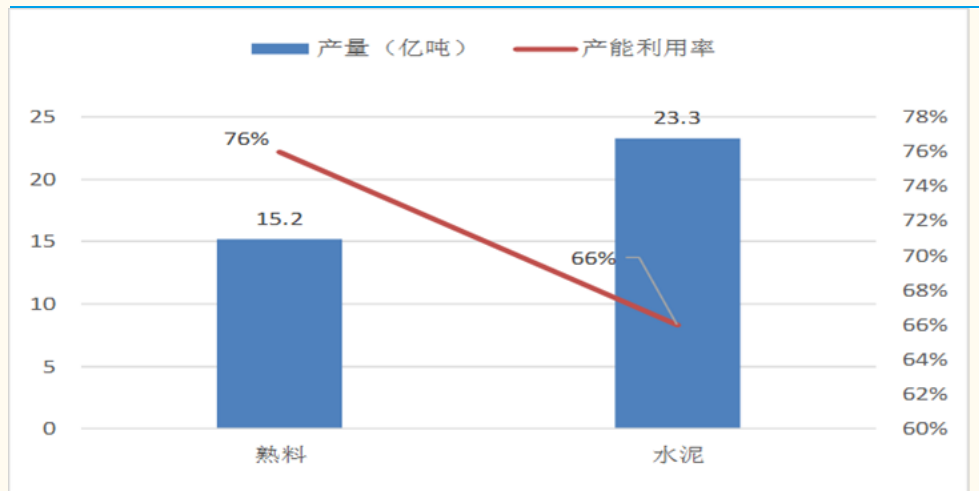
产能置换政策趋严，新增产能仍将受到严格控制。2016 年 5 月，国务院发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，新建产线必须通过产能置换解决。2018 年 1 月，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求施行减量置换，污染敏感地区置换比例为 1.5:1、非污染敏感地区（西藏除外）为 1.25:1。面对执行过程中，政策落实不到位的情况，相关严肃产能置换的政策也相继出台。2018 年 8 月，工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案；2020 年 1 月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》中指出，停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换。得益于产能置换政策的执行，2016 年至今，熟料设计产能总量没有出现增长。

错峰生产政策的实施是供给压缩的主要原因，核心就是要求水泥企业在行业淡季时适当停止生产，缓解供给过剩压力。错峰生产最初的构想是在北方采暖季通过限制当地水泥企业生产，进而达到雾霾治理与化解产能过剩的双重目的。2014 年，错峰生产概念正式提出，并在部分北方省份进行试点。2015 年在水泥协会主导下，错峰生产范围拓展至北方十五省。在总结前两年的经验基础上，2016 年，国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》正式将错峰生产作为一项产业政策推出，顶层设计宣告完成；同年 10 月，工信部、原环保部联合发布《2016-2020 年期间水泥错峰生产工作通知》，决定在北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好 2016-2020 年期间水泥错峰生产工作。

错峰生产政策得到社会各界的广泛认可，在产能仍然过剩的背景下，我们认为该项政策将继续延续下去。2020 年 1 月，工信部原材料工业司对水泥行业错峰生产以来给大气污染防治、缓解产能过剩等方面的作用给与了积极评价，同时，工信部要求行业协会总结错峰生产好的做法和经验，并引导错峰生产政策继续平稳有序、顺利开展。国务院出台的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中是将错峰生产作为一项化解水泥行业产能过剩的措施推出的，并未明确截止时点，蕴含着“若产能利用率未回到合理区间，错峰生产将继续执行”的可能性。2017 年 12 月，中国水泥协会印发的《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》中的指引，水泥熟料合理产能利用率 80%、水泥合理产能利用率 70%。根据水泥协会数据，2019 年我国熟料产量为 15.2 亿吨，实际产能超过 20 亿吨，产能利用率为 76%；水泥产量 23.3 亿吨，实际产能在 35 亿吨左右，产能利用率为 66%，部分北方地区产能利用率更低。整体而言，当前行业产能利用率距离合理区间仍有一定差距，在中国的水泥需求已经进入平台期的情况下，水泥行业产能过剩的问题仍没有解决，行业“去产能”仍然任重道远。

2016 年以来水泥价格上涨主要受益于错峰生产政策的执行，由于行业产能过剩的问题尚未解决，错峰生产政策将会继续执行下去。在一系列“去产量”政策的支持下，支撑水泥价格上涨的供给逻辑依然存在。

图表 6：水泥和水泥熟料产能利用率未达合理水平



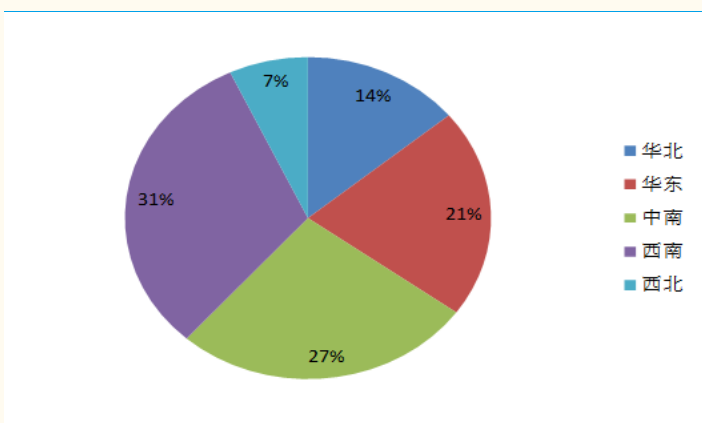
来源：Wind，国金证券研究所

2.2 华北地区供给情况：环境敏感地区 新增产能有限

从华北地区水泥供给看，由于京津冀周边环保压力的增大，自 2018 年以来华北地区的新投产产能在全国属于偏低水平。2019 年新增熟料产能 310 万吨，主要集中在山西，为置换产能；2020 年新增熟料产能 310 万吨，依然集中在山西，为置换产能；京津冀周边没有新增产能投产。

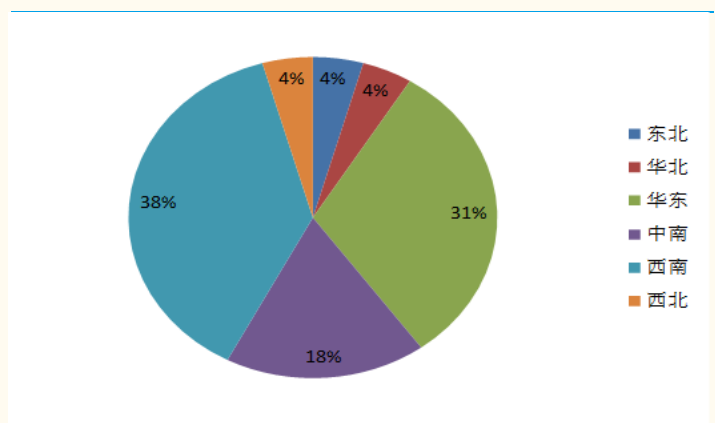
为了疏堵产能置换漏洞，未来产能置换将进行减量置换，污染敏感地区置换比例 1.5:1，非污染敏感地区（西藏除外）1.25:1。2021 年起，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换，产能置换政策愈发严格。由于京津冀处于环境敏感地区，未来新增产能将会非常有限。

图表 7：2019 年华北新增产能为置换产能



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 8：2020 年华北新增产能为置换产能



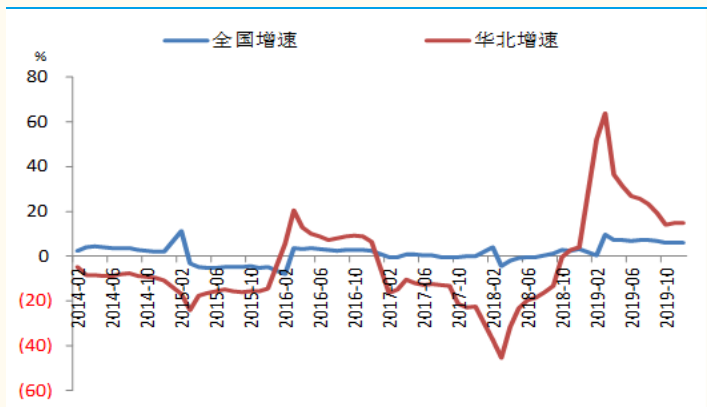
来源：数字水泥网，国金证券研究所

2.3 华北地区需求情况：基建需求是主力

从华北地区水泥需求看，2016 年之前，华北的水泥需求增速一直低于全国平均水平。随着京津冀一体化发展纳入国家战略，华北水泥需求快速回升。2019 年华北地区水泥需求增速 14.73%，高于全国平均水平 8.63 个百分点。

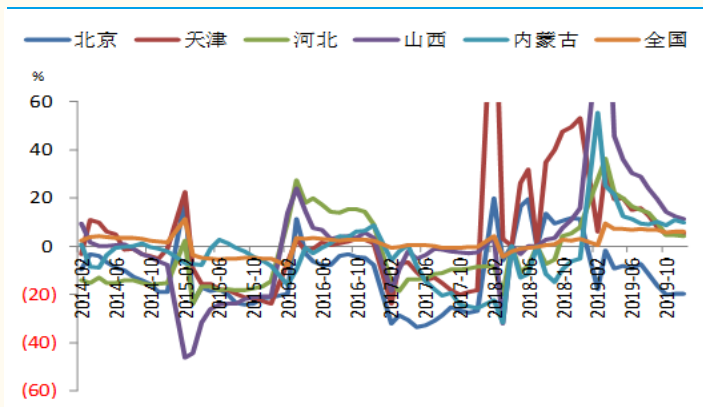
由于冀东水泥 50%产能集中在京津冀地区，公司在京津冀地区的市场份额 53%，因此我们主要关注京津冀的水泥需求情况。2019 年河北需求增速 4.1%，低于全国需求增速，这主要与国庆阅兵影响河北施工影响。剔除该因素后，2019 年 1-9 月河北需求增速 9.7%，高于全国增速 2.8 个百分点。

图表 9：华北水泥需求增速高于全国增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：受国庆阅兵影响河北需求增速低于全国增速



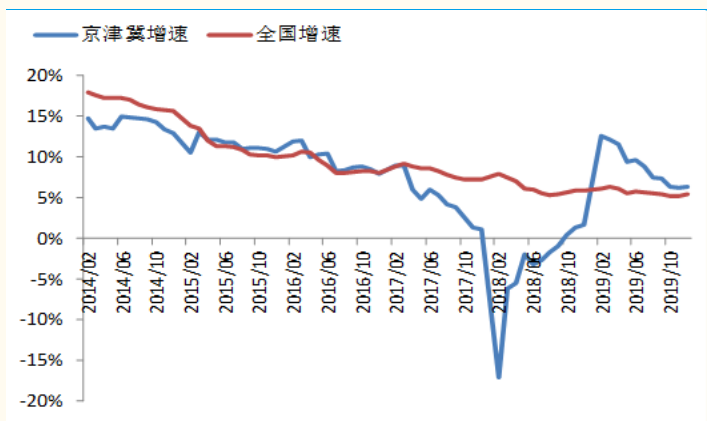
来源：Wind，国金证券研究所

2014-2017 年京津冀地区的固定资产投资增速与全国持平，2017 年下半年开始出现大幅下滑并于 2018 年初见底后出现回升。尤其是 2018 年三季度开始，在基建补短板、京津冀一体化、雄安新区建设，冬奥会场馆建设的背景下，区域内的固定资产投资增速大幅回升。2019 年京津冀固定资产投资增速为 6%，高于全国平均增速 1 个百分点。

从房地产投资看，2014-2017 年京津冀地区的房地产投资增速高于全国平均水平，随着地产调控的加码，区域内的房地产投资增速大幅下滑。2019 年京津冀房地产投资增速为 1%，低于全国平均增速 9 个百分点。

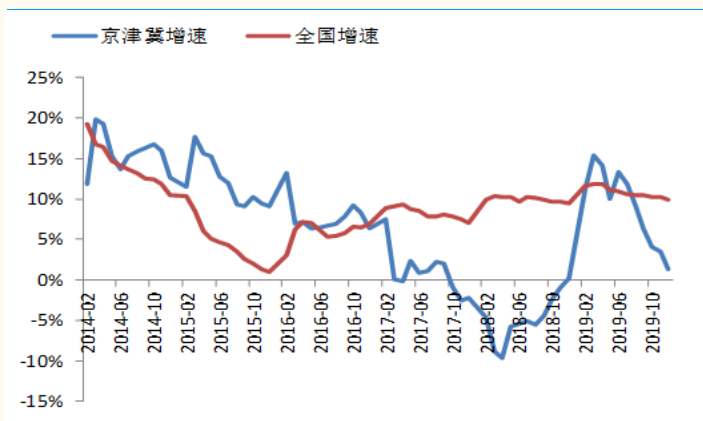
我们认为，带动区域内水泥需求增长的因素主要是基建领域。

图表 11：京津冀固定资产投资增速高于全国



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：京津冀房地产投资增速低于全国

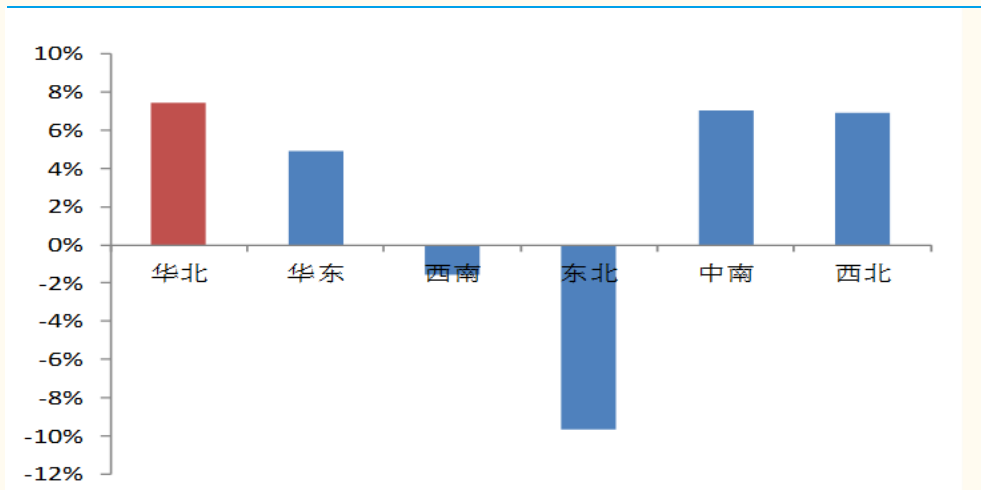


来源：Wind，国金证券研究所

2.4 华北地区水泥价格：旺季到来 价格有望止跌反弹

2016 年初水泥价格见底后，华北地区和京津冀水泥价格持续上行，华北地区价格呈现出旺季涨价、淡季在错峰生产的带动下价格相对平稳的情况。2019 年华北地区 P042.5 水泥均价 437 元/吨，较 2018 年上涨 7.41%，位列六大区域价格涨幅首位。2020 年以来，华北地区水泥价格依然高位运行，虽然新冠疫情对下游开工产生影响，但是一季度是华北地区传统淡季，对价格影响有限。2020 年 1 月 1 日-2020 年 3 月 27 日，华北地区水泥均价 453 元/吨，同比上涨 29 元/吨，高于 2019 年全年均价 16 元/吨。

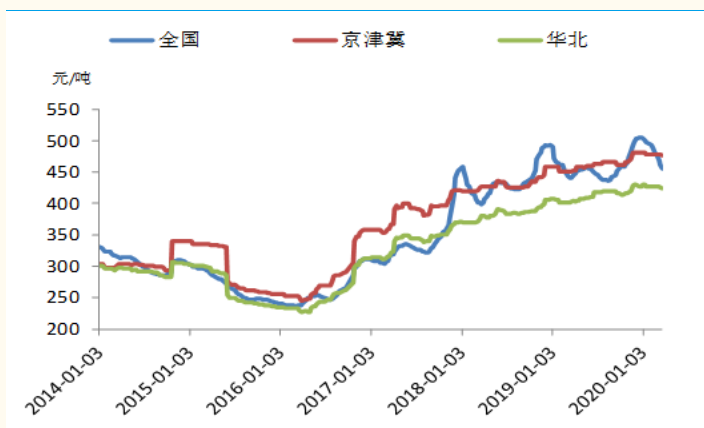
图表 13：2019 年华北水泥价格领涨全国



来源：Wind，国金证券研究所

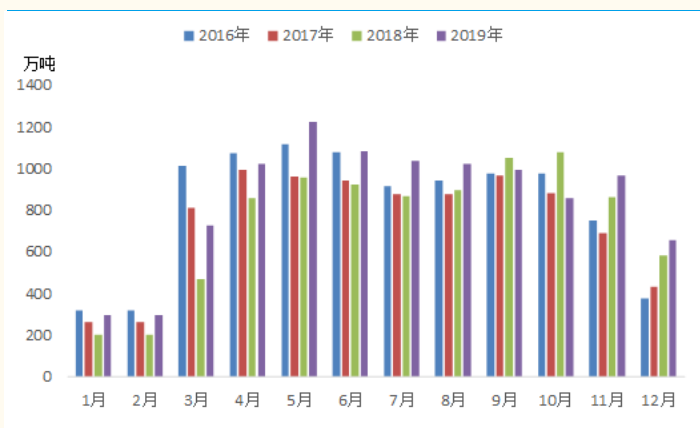
从京津冀地区价格走势看，在良好需求的带动下，京津冀地区水泥价格一直高于华北地区均价，2019 年二季度京津冀地区水泥均价一度高于全国平均价格。2020 年 1 月 1 日-2020 年 3 月 20 日，北京水泥均价 483 元/吨、天津水泥均价 496 元/吨、河北水泥均价 485 元/吨，同比上涨 24 元/吨、20 元/吨、28 元/吨。除北京均价低于 2019 年全年均价外，天津、河北均价高于 2019 年全年均价 32 元/吨、50 元/吨。对于京津冀地区而言，每年传统淡季是从上一年 11 月开始至转年 3 月中旬结束，这是主要与冬季和春节因素有关。三月中旬后随着下游陆续复工，价格出现反弹。以河北为例，2016-2019 年四年间，5 月需求最高，1-2 月需求最低。2020 年的新冠疫情刚好发生在华北地区传统的淡季，后期随着疫情结束与华北传统需求旺季叠加，华北地区水泥价格有望止跌反弹，全年均价高于 2019 年的概率大。

图表 14：京津冀价格一直高于华北地区均价



来源：Wind，国金证券研究所

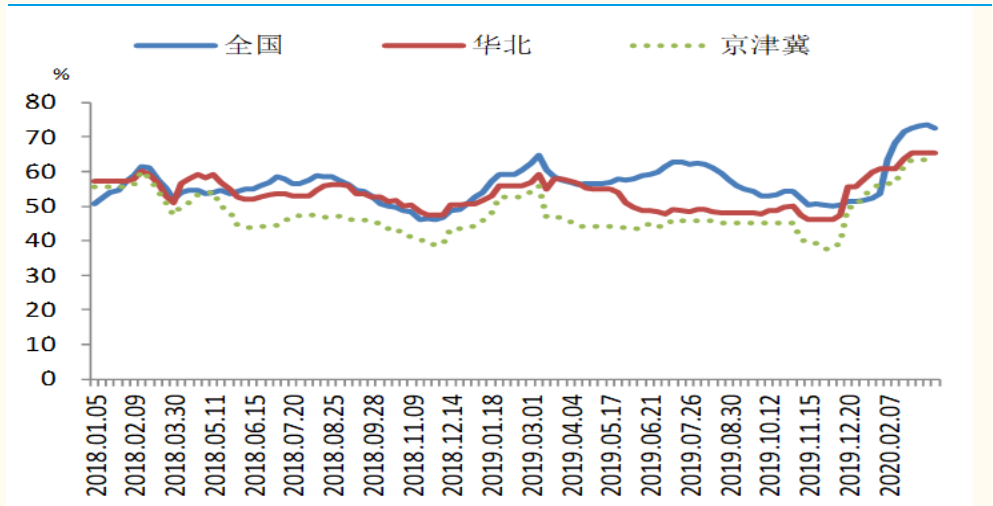
图表 15：五月是河北全年需求旺季



来源：Wind，国金证券研究所

从库存情况看，2019 年以来华北地区和京津冀地区的库存整体呈现回落走势，2019 年 11 月淡季到来前，华北和京津冀地区的水泥库容比与全国平均水平差距最大，华北地区水泥库容比 46%，低于全国平均水平五个点，京津冀地区水泥库容比 39%，低于全国平均水平 12 个百分点。受季节性影响，2019 年 11 月中旬后库存开始回升。截至 2019 年 12 月 31 日，华北地区库容比 56%，较全国平均水平高出五个百分点，京津冀地区库容比 50%，较全国平均水平低一个百分点。

图表 16：华北地区库容比低于全国平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

3. 京津冀一体化和雄安新区建设带动区域需求增长

3.1 未来三年区域需求有保障

2014 年 2 月 26 日，习近平总书记在听取京津冀协同发展工作汇报时，将京津冀协同发展上升为重大国家战略。2015 年 4 月 30 日，中共中央政治局召开会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，明确区域整体定位及三省市定位。《规划》包括总纲、实施细则和具体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则和产业一体化细则。

2015 年 12 月 8 日，《京津冀协同发展交通一体化规划》发布，京津冀交通总体布局将以现有通道格局为基础，着眼于打造区域城镇发展主轴，适应和引导产业及城镇空间布局调整，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。“四纵”即沿海通道、京沪通道、京九通道、京承—京广通道；“四横”即秦承张通道、京秦—京张通道、津保通道和石沧通道；“一环”即首都地区环线通道，有效连通环绕北京的承德、廊坊、固安、涿州、张家口、崇礼、丰宁等节点城市，缓解北京过境交通压力。

图表 17：京津冀打造四纵四横交通模式



来源：网易财经《一图看懂京津冀交通一体化》，国金证券研究所

到 2020 年，京津冀多节点、网格状的区域交通网络将基本形成，城际铁路主骨架基本建成，公路网络完善通畅，港口群、机场群整体服务水平、交通智能化、运营管理能力将达到国际先进水平。随后，北京、天津、河北分别公布了各自的“十三五”交通建设目标。

图表 18：2020 年是京津冀“十三五”交通建设规划收官之年

		2015 年	2020 年	增 速
北 京 市	城 市 轨 道 交 通 运 营 (公 里)	554	900	62%
	公 路 总 里 程 (公 里)	21885	22500	3%
	交 通 基 础 设 施 总 投 资	3300	7505	127%
天 津 市	铁 路 总 里 程 (公 里)	1200	1500	25%
	高 速 铁 路 与 城 际 铁 路 里 程 (公 里)	300	460	53%
	公 路 总 里 程 (公 里)	16550	17500	6%
河 北 省	轨 道 交 通 里 程 (公 里)	139	375	170%
	高 速 公 路 总 里 程 (公 里)	1130	1450	28%
	普 通 国 省 干 线 公 路 (公 里)	2540	2820	11%
	县 乡 村 及 专 用 公 路 (公 里)	12880	13230	3%
	铁 路 营 业 里 程 (公 里)	7166	8500	19%
	高 速 铁 路 营 业 里 程 (公 里)	1020	2000	96%
	公 路 网 总 里 程 (万 公 里)	18.5	25	35%
	高 速 公 路 里 程 (公 里)	6333	9000	42%
	城 市 轨 道 交 通 运 营 (公 里)	0	80	
	交 通 投 资 (亿 元)	3560	6000	69%
	其 中 : 公 路	2881	3450	
	港 口	484	400	
	机 场	66	350	
	运 输 战 场	50	200	
	地 方 铁 路	76		
	交 通 信 息 化 建 设	3		

来源：北京市交通委员会，天津市人民政府办公厅，河北省人民政府网站，国金证券研究所

河北省：根据 2020 年河北省政府新闻办召开“河北省推动交通运输事业高质量发展”新闻发布会。2019 年，河北省交通基础设施固定资产投资完成 908 亿元，高速公路总里程达到 7475 公里。2020 年，河北省将完成交通基础设施投资 950 亿元，力争完成 1000 亿元。根据十三五规划，河北省 2020 年底高速公路总里程达到 9000 公里。2020 年河北交通工作会议上，重点提到了要全面完成十三五规划目标任务。按照河北省交通领域固定资产投资测算，2020 年河北省交通领域固定资产投资增速 4.6%-10.1%，高速公路通车里程增速 20.4%。

2019 年河北省水泥需求量 1.02 亿吨，按照河北省 2020 年交通领域固定资产投资需求增速测算 4.6%-10.1%测算，2020 年河北省水泥需求量将增长 469-1030 万吨。

图表 19：河北省 2020 年交通领域固定资产投资有望冲击 1000 亿元

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
计划完成 (亿元)	880	1000	850	900	950-1000
其中：高速 (亿元)	333	335	475	552	
实际完成 (亿元)	915	781.7	861	908	

来源：河北省人民政府网站，国金证券研究所

北京市：2020 年 2 月 20 日，北京市委常委会审议通过了《关于本市 2020 年固定资产投资调控思路及市政府投资和重点工程计划安排建议》，汇总形成 2020 年“3 个 100”市重点工程计划。2020 年，100 个战略性强、事关全局和长远发展的重大基础设施项目，当年计划投资 662 亿元、建安投资 394 亿元，其中：推动京津冀协同发展交通一体化，安排国铁、公路项目 19 个；加强区域联通，推动市内跨区域大运力联络通道建设，缓解特大型城市交通拥堵，安排市郊铁路、轨道交通项目 21 个；加快推进城市道路建设，完善轨道交通和地面交通接驳换乘，安排城市道路、交通基础设施配套项目 36 个。

图表 20：北京市重点建设项目

国铁	丰雄商高速铁路	公路	京哈高速加宽改造工程
	北京实诚副中心站综合交通枢纽		新机场北线东西延
	丰台火车站改建工程		东六环加宽（入地）改造工程
	京深客运专线（北京段）		京雄高速（北京段）
	京唐城际铁路（北京段）		国道109新线高速公路（六环-市界）
	城际铁路联络线（一期）		宋梁路北延
	京雄城际铁路（北京段）		通怀路
			昌赤路（王家山-白河堡）
			良常路南延（G230）
			G105国道
			西统路（河北路-密关路）道路工程
			环球主题公园增设京哈高速立交工程

来源：北京市发改委网站，国金证券研究所

天津市：2020 年 3 月 10 日，天津市发改委公布 2020 年重点建设储备项目安排意见通知，其中：基础设施项目 112 个，总投资 4490 亿元，年度投资 920 亿元。2020 年天津市重点储备项目 304 个，其中：基础设施项目 99 个，总投资 3100 亿元。天津市 2020 年计划新建、续建公路、港口水运、铁路工程项目 47 项，总投资约 144 亿元，投资额较 2019 年 104.3 亿元增加 39.7 亿元。

图表 21：天津市重点建设项目

国铁	京滨铁路（新建北京至滨海新区铁路宝坻至滨海新区段工程）
	京唐铁路（新建北京至唐山铁路）
	津兴铁路（新建天津至北京大兴机场铁路）
高速	津石高速（海滨高速-长深高速）
	津石高速天津西段工程
	塘承高速公路滨海新区段（长深高速-西中环快速）工程

来源：天津市发改委网站，国金证券研究所

根据河北省 2020 年省重点项目计划，我们对每个项目对水泥的需求量进行拆分。我们预计 2020-2023 年河北省重点项目对水泥需求量为 486 万吨、866 万吨、850 万吨、735 万吨，对应需求增速 4.8%、8.1%、7.3%、5.9%。

图表 22：河北省水泥需求测算

主要建设项目（单位：万吨）	2019	2020	2021	2022	2023
计划开工项目：河北铁路建设项目		217	217	217	217
续建项目：河北铁路建设项目	168	168	168	168	168
续建项目：河北高速建设项目	45	45	45	45	
保投产项目：河北高速建设项目	52	52			
保投产项目：石家庄市轨道交通#3	4.2	4.2			
前期项目：张家口旅游铁路一期工程张家口至张北段			70	70	
前期项目：天津至潍坊铁路			56	56	56
前期项目：石雄城际（石家庄到保定段）			22	22	22
前期项目：秦皇岛昌黎铁路专用线工程（昌黎）			16		
前期项目：石家庄市轨道交通二期建设（市区）			9	9	9
前期项目：河北高速建设			58	58	58
前期项目：通用机场			24	24	24
前期项目：港口提升工程			181	181	181

来源：国金证券研究所

3.2 雄安新区建设利好中长期水泥需求

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。雄安新区地处北京、天津、保定腹地，规划范围涵盖河北省雄县、容城、安新等 3 个小县及周边部分区域。雄安新区规地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。2018 年起，与雄安新区配套的相关政策陆续出台。

2018 年 12 月,《河北雄安新区总体规划(2018-2035 年)》获得国务院的批复,这相当于是雄安新区的顶层设计规划。

图表 23: 支持雄安新区建设政策陆续出台



来源: 国金证券研究所

雄安新区规划范围包括河北省保定市雄县、容城、安新 3 县以及三县周边部分区域,以特定区域为起步区先行开发,起步区面积约 100 平方公里,中期发展区面积约 200 平方公里,远期控制区面积约 2000 平方公里。与浦东新区、深圳特区相比,雄安新区初中期发展面积略小,远期发展面积则较大。

图表 24: 雄安新区位置图



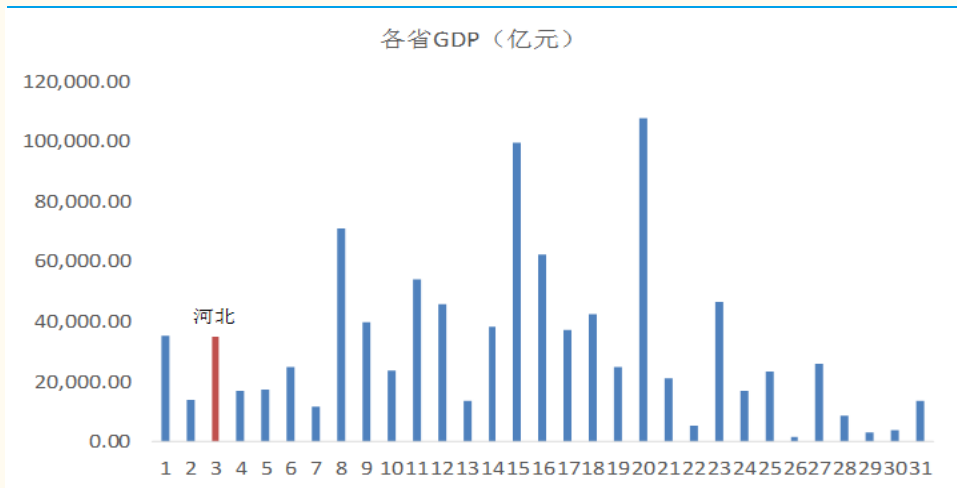
来源: 百度百科, 国金证券研究所

深圳特区人口密度 5963 人/平方公里,上海浦东新区人口密度 4545 人/平方公里。2016 年雄安新区三县总人口 113.62 万人。按照雄安新区 2000 平方公里和浦东新区人口密度 4545 人计算,未来雄安新区总人口数量将达到 909 万人,新增 795 万人口。中国人均水泥消费量在 2014 年见顶达到 1.81 吨,2015-2019 年人均消费量在 1.6-1.7 吨左右波动,我们按照中国人均水泥消费量 1.6 吨计算,远期每年可以新增水泥需求 1272 万吨。

3.3 政策和资金支持河北基建发展

从经济实力看,2019 年河北省 GDP 达到 3.51 万亿,位于全国中上游水平,2019 年 GDP 增速 6.8%,高于全国平均水平一个百分点。从全国基建投资来源看,自筹资金、国家预算内资金、国内贷款的比例分别为 59%、16%、16%。

图表 25：河北省 GDP 水平在全国排名中上游

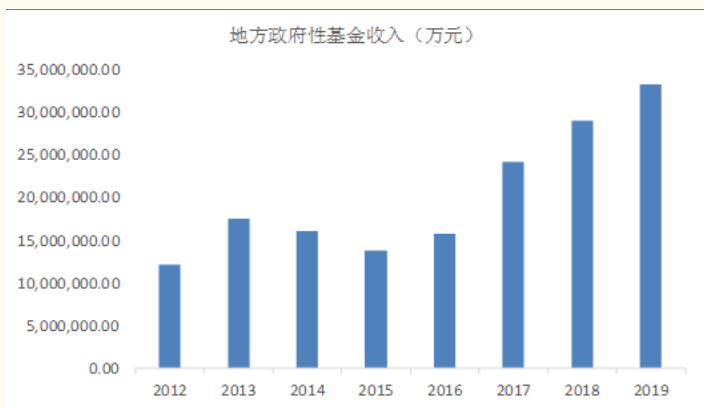


来源：Wind，国金证券研究所

2019 年河北省政府性基金收入为 3329 亿元，同比增长 14.50%，增速同比放缓 5.7 个百分点；政府性基金支出为 3847 亿元，同比增长 17.59%，增速同比放缓 13.34 个百分点。在政府性基金收入中，国有土地使用权出让金占比达到 71%，是主要来源。随着房地产调控政策的严格实施，未来土地出让收入增速或将进一步下滑，政府性基金收入增长也会面临较大压力。不过，根据河北省财政厅报告，2020 年政府基金收入预算安排为 3240.1 亿元，变动较小。

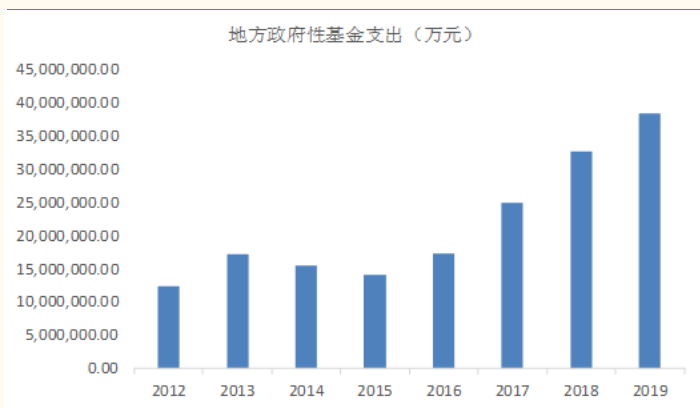
2019 年，河北省地方公共财政收入为 3742.7 亿元，完成预算的 100.5%，同比增长 6.5%；河北省地方公共财政支出为 8313.7 亿元，占预算的 96%，同比增长 7.7%，财政收支差额为 4571 亿元，对中央转移支付补助依赖程度较高。2018 年河北省获得中央（一般公共预算）转移支付 3065 亿元，位列省级行政单位第 6 位。

图表 26：河北省政府性基金收入逐年增加



来源：Wind，国金证券研究所

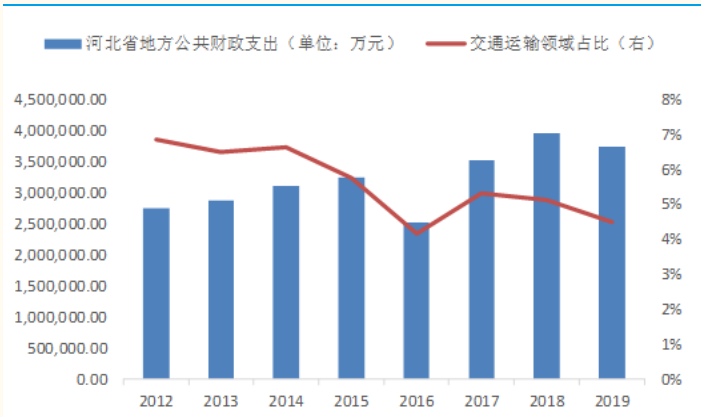
图表 27：河北政府性基金支出逐年增加



来源：Wind，国金证券研究所

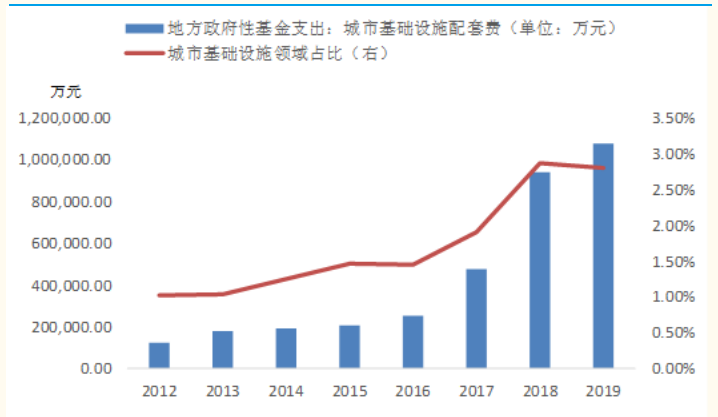
2019 年，河北省交通运输类公共财政支出为 372.94 亿元，已连续三年保持高位；河北省政府性基金支出中城市基础设施配套费用达到 107.75 亿元，较 2017 年增长了一倍之多。

图表 28：交通领域在河北省公共财政支出比例稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：城市基础设施支出在政府性基金支出比例提高



来源：Wind，国金证券研究所

在政府土地出让收入下滑以及减税降费的大背景下，自筹资金中的地方政府专项债将是拉动基建投资的核心力量，河北省也不例外。2019 年，政府已出台了一系列专项债支持基建投资的政策。6 月，国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许专项债可作为符合条件的重大项目资本金；9 月，国常会提前下达明年专项债部分新增额度，并明确专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右；11 月，国务院发布《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%，另外部分补短板基础设施项目可以适当降低项目最低资本金比例；11 月，财政部提前下达 2020 年 1 万亿新增专项债额度，并且根据 2019 年 9 月国常会的要求，重点用于基础设施建设，而非土储和地产相关领域。2020 年 3 月，发改委要求扩大地方政府专项债券规模，支持有一定收益的基础设施和公共服务项目建设。

2019 年河北省新增专项债限额为 1171 亿元，占全国总额的 5.44%，排名第 5，前四位分别是广东省、山东省、江苏省和安徽省。根据河北省财政厅消息，经国务院同意，财政部提前下达了河北省部分 2020 年新增专项债额度 606 亿元（占全国提前下达专项债总额的 6.06%）。由此可见，河北省在 2020 年仍将获得较大规模的专项债资金支持。由于提前下达的专项债额度，原则上不得用于此前占比较高的土储与棚改等领域，则当前河北省基建领域获得的专项债资金支持或许已经超过 2019 年全年规模。

中共中央、国务院于 2019 年 9 月印发《交通强国建设纲要》，首批 13 个交通强国建设试点地区分别为：河北雄安新区、辽宁省、江苏省、浙江省、山东省、河南省、湖北省、湖南省、广西壮族自治区、重庆市、贵州省、新疆维吾尔自治区、深圳市，雄安新区位于第一位。根据 21 世纪经济报道，监管部门要求 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目，专项债项目范围新增京津冀协同发展等国家重大战略领域项目。由此可见，国家对雄安新区建设的支持力度大。

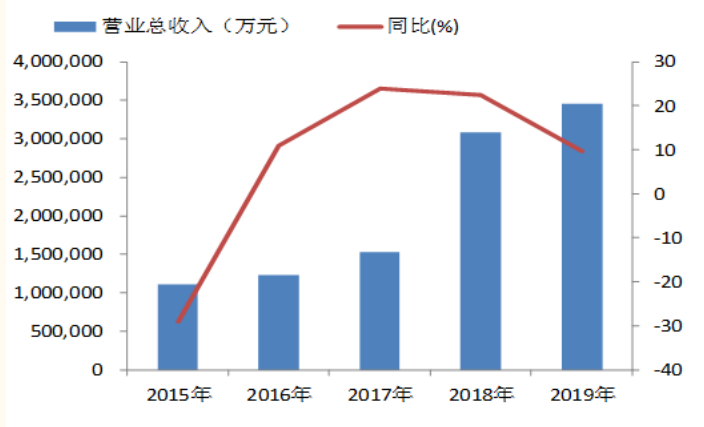
我们认为，随着京津冀一体化、环渤海经济区等国家战略的推进，河北省将继续得到中央的政策和资金支持，中央转移支付力度仍然较强。

4. 公司基本面好转 发展“水泥+”业务

4.1 受益于整合完成 公司基本面明显好转

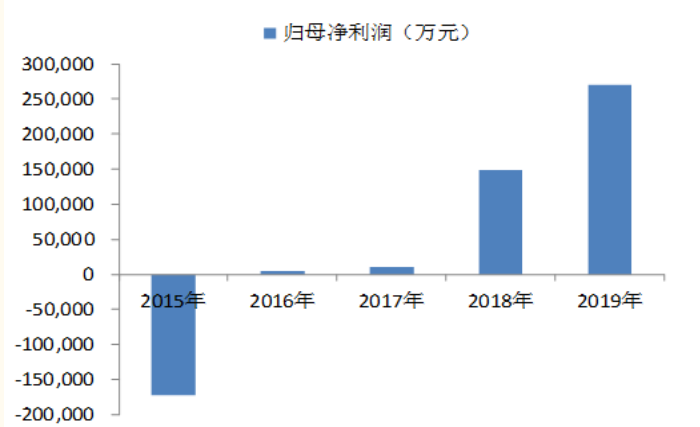
受益于公司与金隅业务整合，区域市场竞争格局改善，同时在 2016 年水泥行业供给侧改革推动下，行业基本面改善，公司经营业绩好转。2019 年实现营业收入 345.07 亿元，同比增长 10%，归母净利润 27 亿元，同比增长 42%。

图表 30：整合完成后收入大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：整合完成后净利润大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

由于水泥的成本相对固定，在价格上涨的背景下，公司吨毛利持续提升，2019 年吨成本 200 元（不含税），吨毛利 115 元、较 2018 年增加 9 元，吨净利 51 元、较 2018 年增加 17 元。

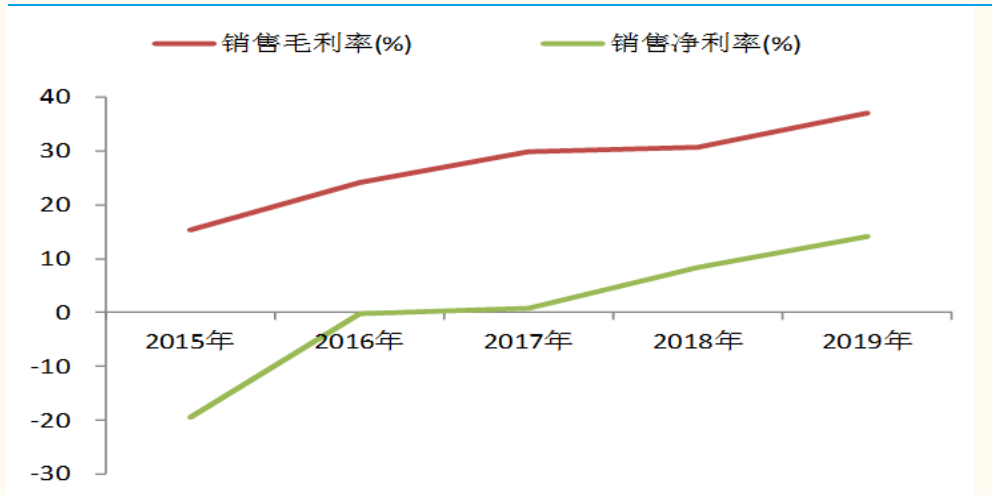
图表 32：重组完成后吨毛利和吨净利均出现提升

		2016年	2017年	2018年	2019年
水泥板块	吨成本（元）	134	172	192	202
	原材料	43	57	69	80
	燃料及动力	58	79	84	77
	折旧	15	16	15	15
	人工及其他	18	20	24	31
熟料板块	吨成本（元）	110	226	153	184
	原材料	14	34	27	36
	燃料及动力	65	141	93	104
	折旧	14	23	12	15
	人工及其他	17	28	21	29
水泥+熟料	吨成本（元）	131	180	186	200
	吨毛利（元）	42	67	106	115
	吨净利（元）		10	34	51

来源：公司年报，国金证券研究所

受到水泥价格上涨影响，2019 年公司毛利率增加 6.37 个百分点至 37.07%，净利率增加 5.91 个百分点至 14.21%。

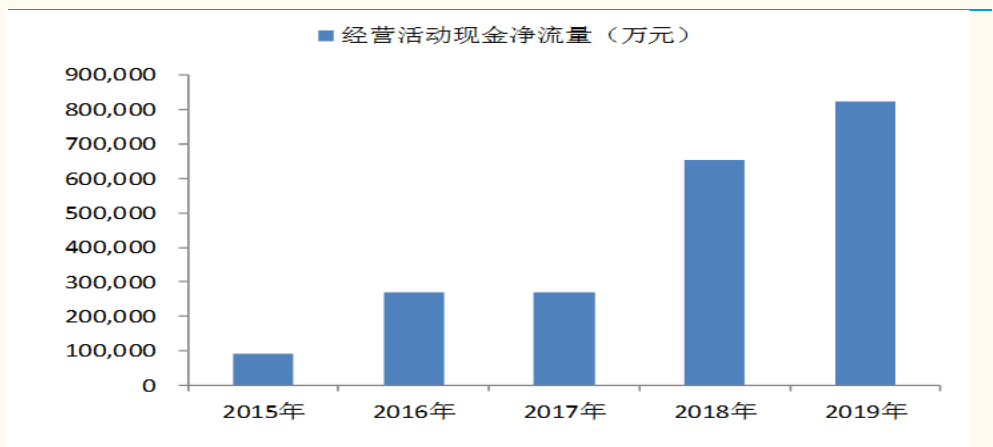
图表 33：公司毛利率和净利率都出现改善



来源：Wind，国金证券研究所

受益于公司业绩改善，公司经营性现金流持续改善。2019 年公司经营活动产生净现金流 82.19 亿元，同比增长 26%。

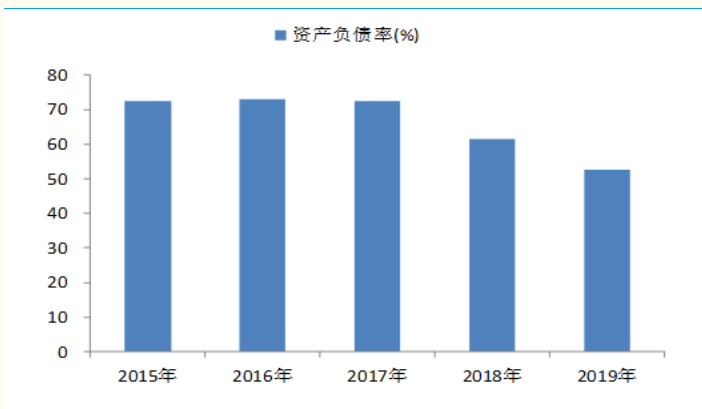
图表 34：受益业绩改善经营性现金流好转



来源：Wind，国金证券研究所

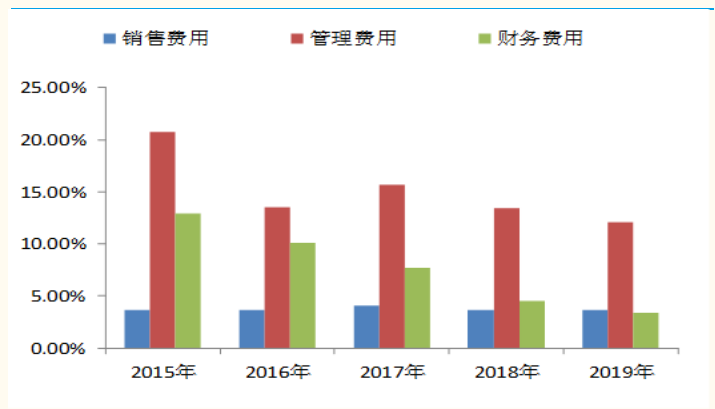
受益于公司业绩改善、水泥行业新增产能受限、大股东支持，2019 年公司资产负债率下降 9 个百分点至 52.52%，财务费用率下降 1.09 个百分点至 3.42%。从费用率看，2019 年公司三项费用率（不含研发费用）下降 2.52 个百分点至 19.1%。

图表 35：公司资产负债率大幅下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：2019 年三项费用率改善明显



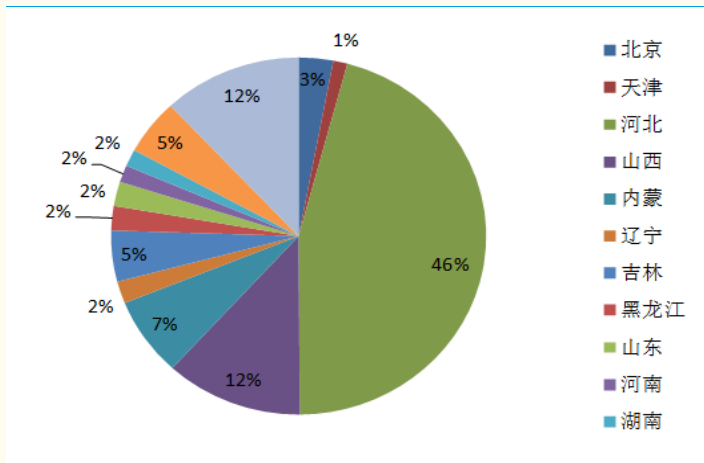
来源：Wind，国金证券研究所

4.2 京津冀是公司大本营 受益雄安新区建设

2019 年末，公司水泥熟料产能 1.17 亿吨，水泥产能 1.7 亿吨，市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省。2019 年末，公司分布在华北地区（含京津冀）的产能为自身总产能的 69%、在京津冀地区的产能为自身总产能的 50%，在陕西地区的产能为自身总产能的 12%，在东北地区的产能为自身总产能的 7%。

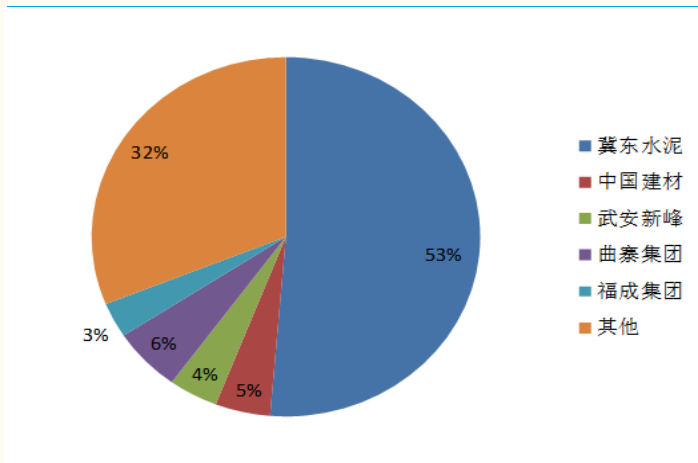
2019 年末，公司在京津冀（含河北）地区的市场份额约为 53%，其中：在河北的市场份额分别约为 53%。

图表 37：公司主要产能集中在华北地区



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：公司在京津冀地区市场份额 53%



来源：Wind，国金证券研究所

2019 年末，京津冀地区熟料总产能 9508 万吨。由于水泥运输半径的原因，超过 150 公里以上的运输效益大幅下降，未来雄安新区对水泥的需求主要来自周边 100-150 公里内的产能。目前，运输半径在 100-150 公里内的熟料生产线有 10 条，北京市房山区 2 条产能和天津市北辰区 2 条产能主要供给本地使用，未来雄安新区的水泥供给将主要来自保定 6 条产能供给。

冀东水泥在雄安新区 100-150 公里内共有 8 条产线，产能占比 77%，公司在保定市有 4 条产线，产能占比 70%。公司离雄安新区最近的子公司是位于保定的唐县公司及涞水公司，熟料产能约为 363 万吨/年，距离均在 130 公里之内，有天然的位置优势。

图表 39：京津冀水泥熟料产能分布

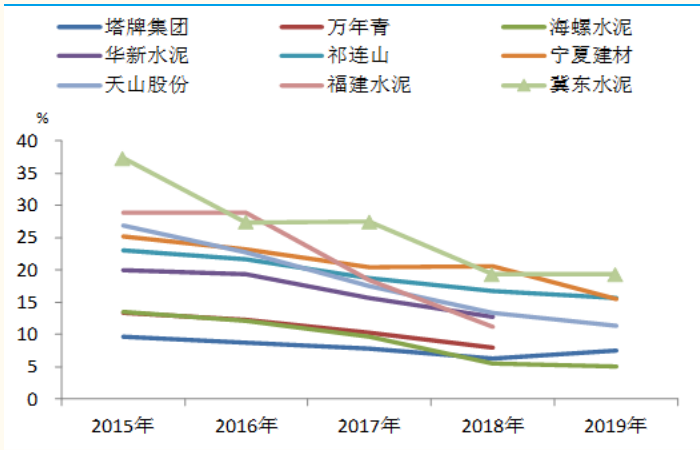
城市	企业名称	公司名称	熟料产能（万吨）
北京	北京金隅疏水环保科技有限公司	冀东水泥	62
	北京金隅疏水环保科技有限公司	冀东水泥	77.5
天津	天津振兴水泥有限公司	冀东水泥	77.5
	天津振兴水泥有限公司	冀东水泥	77.5
保定	涞水冀东水泥有限责任公司	冀东水泥	223.2
	唐县冀东水泥有限责任公司	冀东水泥	139.5
	保定太行和益水泥有限公司	冀东水泥	124
	河北京兰水泥有限公司	湖北京兰	155
	曲阳金隅水泥有限公司	冀东水泥	155
	顺平县金强水泥有限公	中联水泥	124
合计			1215.2

来源：中国水泥协会，国金证券研究所

4.3 费用率改善 未来存在下降的可能

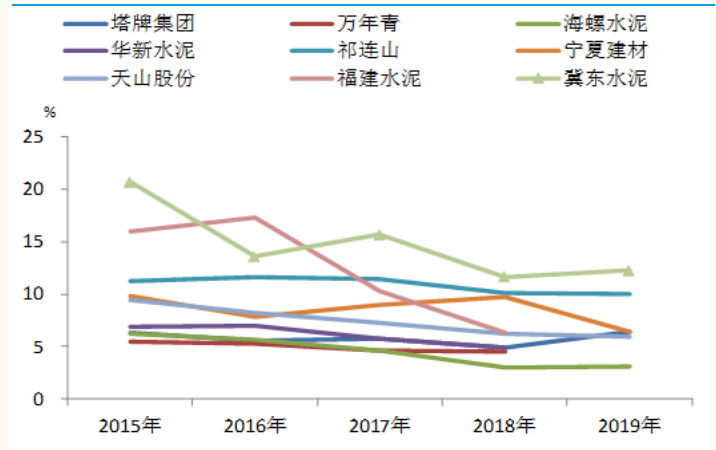
从公司三项费用率看，公司整体费用率偏高，尤其是管理费用和财务费用偏高且占比较高。2019 年公司管理费用率为 12.25%，2019 年公司财务费用率为 3.42%，在已经公布年报的公司中均为最高水平。

图表 40：公司费用率偏高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：公司销售费用率偏高

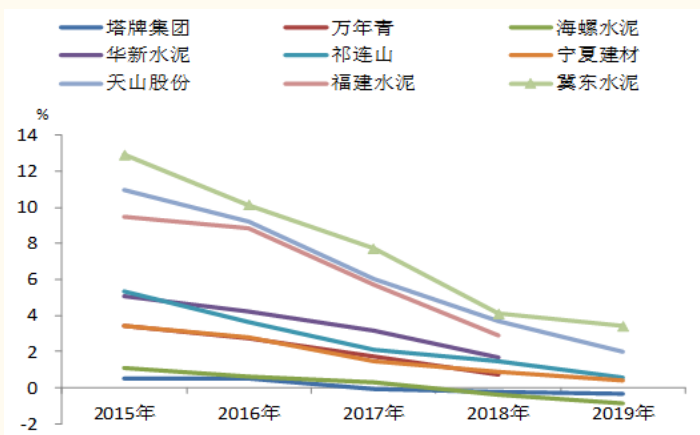


来源：Wind，国金证券研究所

公司管理费用偏高的原因是公司生产线修理费偏高、职工薪酬偏高，以及停工损失增加所致；公司财务费用偏高的原因是公司负债率偏高。

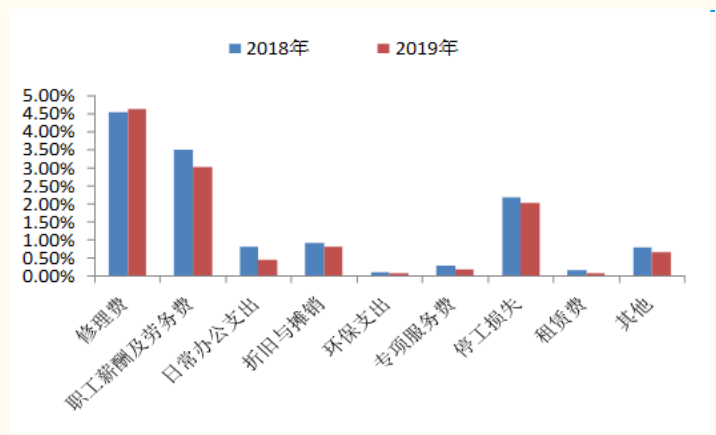
公司自 2018 年重组以来，公司的费用率已经出现改善。2018 年第一次重组完成后，公司的三项费用率较 2017 年下降 5.82 个百分点；2019 年第二次重组完成后，公司的三项费用率较 2018 年下降 2.52 个百分点。2019 年公司管理费用率 12.05%，下降 1.37 个百分点；资产负债率 52.52%，下降 9 个百分点；财务费用率 3.42% 下降 1.09 个百分点。

图表 42：公司财务费用率偏高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：修理费在管理费用中占比最高



来源：Wind，国金证券研究所

自 2018 年重组以来，公司加大在环保设备、安全生产、绿色矿山领域的投入。随着投入的完成，未来在维修费用等领域存在下降的可能，管理费用率存在下降的空间。自公司与金隅重组以来，公司自身经营出现改善，信用评级提升，导致了公司融资成本的下降。同时，公司开始偿还有息负债，这两方面导致了公司财务费用下降。2020 年 3 月，公司发布公告拟发行可转债以降低财务费用，同时随着公司现金流改善，公司将继续偿还有息负债，财务费用率存在下降的空间。

4.4 一体两翼 大力发展“水泥+”业务

由于国家对水泥行业严控新增产能，水泥企业资本开支主要用于设备维护、环保投入、矿山治理等领域。在不偏离水泥主业的基础上，水泥企业转型的方向主要有骨料和水泥窑协同处置。

■ 骨料业务

骨料是混凝土的重要组成部分，在混凝土中 1 吨水泥需要匹配 6 吨骨料，因此水泥和骨料具有相同的下游客户。2017 年以来，随着国家对于露天矿山和河道整治的展开，骨料价格大幅上涨。

2020 年 3 月，水利部河湖局印发《2020 年河湖管理工作要点》，要求加强对长江、黄河及全国河道采砂整治，鼓励河道砂石统一开采管理，严厉打击非法采砂行为。随着国家对于砂石开采管理的日趋严格，未来骨料价格将会保持在高位运行。

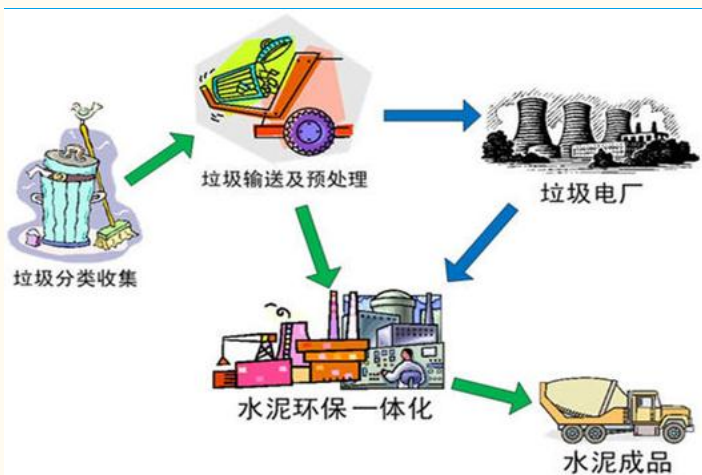
2019 年海螺水泥骨料业务毛利率 70.6%，自 2017 年国家对露天矿山整治以来，骨料板块毛利率（与 2016 年相比）提升 24.48 个百分点；2018 年华新水泥（2019 年报尚未公布）骨料业务毛利率 63.84%，毛利率（与 2016 年相比）提升 19.55 个百分点。两家公司骨料业务的毛利率均高于水泥主业。

冀东水泥拥有自己的骨料矿山，资源储量多、品质较好，可以保障企业长期发展需要。根据公司投资者纪要（2020 年 3 月 20 日），未来公司将大力发展骨料产业，力争在环京和环雄安建设千万吨级的骨料基地。

■ 水泥窑协同处置

水泥窑协同处置是指将符合条件的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时利用高温环境，实现对固体废物的无害化处置过程。2013 年 1 月，国务院印发了《循环经济发展战略及近期行动计划》，明确提出鼓励水泥窑协同资源化处理固体废弃物。2016 年 10 月，在工信部发布的《建材工业发展规划（2016-2020 年）》中，明确提出支持利用现有新型干法水泥窑协同处置生活垃圾、城市污泥、污染土壤和危险废物，并将其列入重点推广工程。

图表 44：从垃圾如何变成水泥成品



来源：北极星环保网《水泥窑协同处置固废技术备受青睐 都有哪些政策做支撑？》，国金证券研究所

图表 45：正在处置城市垃圾的水泥熟料生产线



来源：中国葛洲坝集团网站《探寻绿色低碳循环发展模式》，国金证券研究所

对水泥企业而言，与传统焚烧处置、填埋处置相比，水泥窑协同处置的改造成本低。对于参与协同处置的水泥企业而言，后期仅为运行和维护费用。2019 年海螺创业的固废处置板块毛利率为 73.36%，垃圾处置毛利率 26.04%。根据冀东水泥发布的可转债募集书，公司募投的固废处置项目具有建设时间短、回收期短、利润率高的特点。尤其是经历了这次新冠疫情之后，对于医疗垃圾如何快速处置，国家重视程度提高，这次疫情中水泥企业在湖北做医疗垃圾处置，获得了高度的认可。从 2020 年三月份开始，专项债申请的范围新增应急

医疗救治设施、公共卫生设施，未来每个省都要做水泥窑协同处置医疗垃圾，这对于水泥企业来说，成为新的利润增长点。

一旦水泥企业参与处置固废，水泥窑需要全年正常生产，不能停产，对于参与错峰生产的水泥企业可以“保护”自己的产量。

图表 46：公司可转债募集资金用于四个协同处置项目建设

项目名称	投资额（万元）	实施周期	收入预测（万元）	净利润预测（万元）	回收期	IRR(税后)	规模（万吨）
阳泉水泥协同处置项目	6,938.24	10个月	8590.91	1187.44	5.97年	18.49%	5
磐石水泥协同处置技改项目	9,695.75	8个月	8012.5	2077.44	5.88年	19.93%	15
大同水泥协同处置项目	7,000.00	10个月	7646.03	1848.38	4.59年	25.91%	10
凤翔水泥协同处置项目	7,940.00	9个月	7455.45	1823.31	5.78年	20.55%	10

来源：公司公告，国金证券研究所

2019 年末，公司共有 13 家附属企业开展危险废物处置，处置能力 50.17 万吨/年；13 家附属企业开展生活污水处置，处置能力 83.02 万吨/年；4 家附属企业开展生活垃圾处置，处置能力 55.67 万吨/年。邢台咏宁、天津振兴已分别取得危险废物经营许可证；广灵金隅完成项目改造；太行和益、涇阳公司、唐县公司、承德冀东完成项目建设已投运；双良鼎新、大同冀东（污泥）、涉县金隅、赞皇金隅、昌黎公司、金隅鼎鑫正在施工建设；阳泉冀东、凤翔公司、扶风公司取得环评批复。随着公司可转债募投的四个项目建设完成，公司固废处置能力将从 2019 年 188.56 万吨/年增加至 2020 年 228.86 万吨/年。

2019 年公司环保业务实现收入 14.9 亿元，同比增长 30%；固废收集总量达到 170 万吨，同比增长 26%；毛利率 47.46%，同比增加 13.83 个百分点。我们认为，毛利率提升一方面与固废处理量增加有关，另一方面与高毛利的危废处置业务占比增加有关。

公司环保产业中，最具有竞争力的公司为北京金隅红树林环保技术有限责任公司（简称：红树林环保）。2018 年第一次重大资产重组时，金隅集团将红树林环保 51%的股权注入合资公司，2019 年冀东水泥收购红树林环保剩余 49%股权，目前公司持有红树林环保 100%股权。根据公司投资者纪要（2020 年 3 月 20 日），在环保产业方面，未来将充分利用红树林公司的品牌和技术，加快推进环保产业的发展，尽快上马和开工一批环保产业项目，环保产业的发展将不限于水泥窑，也可以做独立的处置线。

作为受益雄安新区大规模建设的公司，未来公司也将受益于雄安新区“无废城市”的建设。根据雄安新区“无废城市”推进会的指导意见，在“无废城市”建设试点过程中，雄安新区将持续推进固体废物源头减量和资源化利用，最大限度减少填埋量，将固体废物对环境的影响降至最低，未来将引进和培育一批固体废物资源化利用及危险废弃物安全处置的骨干企业。作为京津冀区域内最大的建材企业，公司有天时地利人和的优势，可以为雄安新区固废处置提供服务。根据公司 2019 年社会责任报告，公司已经开展了唐河污水库南库表面垃圾清理、安新县沈家圩村危废治理等项目，共清理危废 2.68 万吨，建筑垃圾 1 万吨，生活垃圾 2500 吨，其他工业固废 2.2 万吨，合计 6.13 万吨。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 水泥和熟料价格：假设 2020-2022 年水泥和熟料销售均价(不含税) 330 元/335 元/335 元，涨幅分别为 4.84%/1.46%/0%，水泥、熟料销售均价按照同比例进行调整。
- 2) 水泥和熟料销量：假设公司其他区域销量保持不变，受益于京津冀一体化和雄安新区建设，预计 2020-2022 年河北省水泥需求增速为 4.8%/8.1%/7.3%。由于公司在河北市场的份额为 53%，预计公司水泥和熟料销量增速分别为 2.54%/4.29%/3.87%。水泥、熟料的销售比例按照

2019 年的比例进行测算。

- 3) 水泥和熟料成本：水泥和熟料成本构成中最大的变量为石灰石和煤炭。公司石灰石自给率约 70%，自采石灰石采选成本相对固定；公司余热发电比例约 40%，煤炭价格下跌会导致发电成本下降。我们假设公司水泥和熟料的单位成本保持不变。
- 4) 固废处置业务：假设 2020-2022 年固废处置业务收入增速 21%/20%/10%，毛利率稳定在 2019 年水平。
- 5) 其他业务：假设 2020-2022 年其他业务收入增速 5%/5%/5%，毛利率稳定在 2019 年水平。

图表 47：公司主要产品基本假设

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥和熟料	价格（元/吨）	292	315	330	335	335
	销量（万吨）	9664	9640	9885	10309	10708
	单位成本（元/吨）	186	200	200	200	200
	吨毛利（元）	106	115	130	135	135
	营业收入（元）	28,206,421,640.06	30,359,600,713.79	32,638,508,333.51	34,536,780,399.54	35,873,008,433.20
水泥	营业收入（元）	18,004,555,713.50	19,261,605,770.30	19,749,344,981.67	20,597,184,361.73	21,394,089,424.69
	毛利率	36%	37%	39%	40%	40%
	价格（元/吨）	303	320	336	341	341
	销量（万吨）	8295	8473	8689	9062	9412
	单位成本（元/吨）	192	202	202	202	202
熟料	营业收入（元）	25,171,766,067.95	27,136,496,178.00	29,173,465,257.25	30,870,208,674.61	32,064,577,048.24
	营业收入（元）	15,912,809,479.70	17,112,303,224.41	17,547,640,218.44	18,300,960,413.02	19,009,024,571.40
	毛利率	37%	37%	40%	41%	41%
	价格（元/吨）	222	276	290	294	294
	销量（万吨）	1369	1167	1197	1248	1296
固废处置	单位成本（元/吨）	222	276	290	294	294
	营业收入（元）	3,034,655,572.11	3,223,104,535.79	3,465,043,076.25	3,666,571,724.93	3,808,431,384.97
	营业收入（元）	2,091,746,233.80	2,149,302,545.89	2,201,704,763.23	2,296,223,948.71	2,385,064,853.29
	毛利率	31%	33%	36%	37%	37%
	营业收入（元）	1,232,438,173.89	1,588,901,807.77	1,925,426,600.27	2,310,511,920.32	2,541,563,112.35
其他	营业收入（元）	817,969,216.01	834,851,876.08	1,011,619,135.78	1,213,942,962.94	1,335,337,259.23
	毛利率	34%	47%	47%	47%	47%
	固废产能（万吨）	95	189	229	275	302
	增速			21%	20%	10%
	固废产量（万吨）	68	85	103	124	136
其他	营业收入（元）	2,009,266,938.18	2,558,529,443.22	2,686,455,915.38	2,820,778,711.15	2,961,817,646.71
	增速			5%	5%	5%
	营业收入（元）	1,556,780,023.70	1,619,103,775.33	1,699,989,303.25	1,784,988,768.42	1,874,238,206.84
	毛利率	23%	37%	37%	37%	37%

来源：国金证券研究所

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 373 亿元/397 亿元/414 亿元，同比增长 8%/6%/4%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 33.67 亿元/38.99 亿元/42.33 亿元，同比增长 25%/16%/9%；对应 EPS 分别为 2.5 元/2.89 元/3.14 元。

5.2 投资建议与估值

我们选取海螺水泥等国内 A 股上市的水泥企业作为可比公司，采用相对估值法对冀东水泥进行估值。根据 Wind 一致预期，可比公司 2020 年平均估值为 6.97 倍、2021 年平均估值为 6.67 倍。海螺水泥是中国第二水泥熟料企业，是华东区域水泥龙头。考虑冀东水泥是中国第三大水泥熟料企业，是中国北方区域水泥龙头，未来三年河北雄安新区对区域水泥需求增长的确 定性高。随着公司重组完成，公司费用率也在持续改善。无论是产能规模，还是区域地位，都具备对标海螺水泥的潜力。因此，我们参考海螺水泥对冀东水泥进行估值。

考虑到未来六个月后（10 月份起）将进入北方传统的水泥需求淡季，市场更加关注 2021 年公司业绩和可比公司的估值。我们预计冀东水泥 2021 年 EPS 为 2.89 元，参考海螺水泥 2021 年估值 8.11 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 23.44 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 48：冀东水泥可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益		市盈率	
			2020E	2021E	2020E	2021E
000672.SZ	上峰水泥	19.70	2.94	3.24	6.69	6.07
000877.SZ	天山股份	11.63	1.72	1.89	6.76	6.15
002233.SZ	塔牌集团	12.39	1.72	1.84	7.21	6.73
600449.SH	宁夏建材	13.38	1.93	2.08	6.93	6.44
600585.SH	海螺水泥	54.80	6.60	6.75	8.30	8.11
600720.SH	祁连山	13.40	1.77	1.90	7.55	7.04
600801.SH	华新水泥	22.82	3.29	3.39	6.93	6.74
600802.SH	福建水泥	10.71	1.97	2.25	5.43	4.76
行业平均					6.97	6.50
000401.SZ	冀东水泥	19.28	2.50	2.89	7.71	6.67

来源：Wind，国金证券研究所

6. 风险提示

- 宏观经济下行风险：水泥行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 水泥价格下跌风险：如果区域内供给放松，将导致水泥价格出现下跌，对公司利润产生不利影响。
- 雄安新区建设进度低于预期风险：公司未来三年主要受益于雄安新区带来的需求量增长，如果雄安新区建设进度低于预期，会对区域内水泥需求产生负面影响。
- 水泥销量低于预期风险：公司产能主要位于华北地区，区域内的天气变化和空气质量会影响下游施工进度，影响公司产品销量。如果区域内空气质量长期处于红色预警中，公司部分水泥生产线面临停产风险。2019 年 Q4 由于国庆阅兵和华北十月份多轮重污染天气，公司 Q4 销量环比 Q3 回落。
- 其他区域水泥需求下滑风险：除了华北地区外，公司在东北和西南也有产能分布。本篇报告中假设其他区域水泥需求稳定，如果未来需求出现下滑，将对公司水泥销量产生负面影响。
- 固废板块毛利率下滑风险：2019 年公司固废板块毛利率提升与处置高毛利的危废占比增加有关。如果未来低毛利的城市垃圾、城市污泥等产品占比增加，固废板块毛利率存在下滑的风险。
- 股权质押风险：前十大股东中，冀东发展集团未解押股份数量为 2150 万股，占公司总股本的 1.6%，唐山国有资本运营有限公司未解押股份数量为 3562.06 万股，占公司总股本的 2.64%。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	15,290	30,849	34,507	37,250	39,668	41,376
增长率		101.8%	11.9%	8.0%	6.5%	4.3%
主营业务成本	-10,729	-21,398	-21,716	-22,461	-23,596	-24,604
%销售收入	70.2%	69.4%	62.9%	60.3%	59.5%	59.5%
毛利	4,561	9,451	12,791	14,789	16,072	16,773
%销售收入	29.8%	30.6%	37.1%	39.7%	40.5%	40.5%
营业税金及附加	-216	-460	-536	-578	-616	-643
%销售收入	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-619	-1,082	-1,254	-1,353	-1,441	-1,503
%销售收入	4.0%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-2,396	-3,552	-4,156	-4,487	-4,778	-4,984
%销售收入	15.7%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
研发费用	0	-45	-72	-78	-83	-86
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,330	4,311	6,774	8,293	9,154	9,557
%销售收入	8.7%	14.0%	19.6%	22.3%	23.1%	23.1%
财务费用	-1,180	-1,270	-1,180	-651	-801	-707
%销售收入	7.7%	4.1%	3.4%	1.7%	2.0%	1.7%
资产减值损失	-33	-103	-259	-77	-5	-3
公允价值变动收益	199	41	23	0	0	0
投资收益	-201	64	346	0	0	0
%税前利润	n.a	1.9%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	377	3,436	6,307	7,954	8,736	9,234
营业利润率	2.5%	11.1%	18.3%	21.4%	22.0%	22.3%
营业外收支	-16	-20	-53	-53	-53	-53
税前利润	362	3,416	6,254	7,901	8,683	9,181
利润率	2.4%	11.1%	18.1%	21.2%	21.9%	22.2%
所得税	-230	-856	-1,349	-1,705	-1,873	-1,981
所得税率	63.7%	25.1%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
净利润	131	2,560	4,905	6,196	6,809	7,200
少数股东损益	21	1,076	2,204	2,825	2,920	3,014
归属于母公司的净利润	110	1,483	2,701	3,370	3,890	4,186
净利率	0.7%	4.8%	7.8%	9.0%	9.8%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	131	2,560	4,905	6,196	6,809	7,200
少数股东损益	21	1,076	2,204	2,825	2,920	3,014
非现金支出	1,961	2,617	3,459	3,497	3,772	4,150
非经营收益	1,140	1,216	840	1,265	745	575
营运资金变动	-526	58	-1,117	-2,729	-453	-379
经营活动现金净流	2,707	6,451	8,087	8,229	10,872	11,546
资本开支	-443	-529	-944	-3,612	-4,324	-4,724
投资	1,302	-87	-2,746	0	0	0
其他	137	188	422	0	0	0
投资活动现金净流	995	-427	-3,267	-3,612	-4,324	-4,724
股权募资	0	0	4	-2,983	0	0
债权募资	-2,082	570	-10,706	1,505	-3,913	-4,328
其他	-694	-3,498	1,667	-2,036	-2,276	-2,225
筹资活动现金净流	-2,777	-2,929	-9,036	-3,514	-6,190	-6,553
现金净流量	926	3,095	-4,216	1,104	359	269

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,632	9,347	5,979	7,083	7,441	7,710
应收款项	5,094	12,704	7,374	10,791	11,491	11,986
存货	1,393	2,021	2,872	3,046	3,200	3,337
其他流动资产	1,105	1,516	1,182	1,080	1,110	1,137
流动资产	11,223	25,587	17,407	22,000	23,243	24,170
%总资产	27.4%	41.3%	28.7%	34.0%	35.0%	35.6%
长期投资	2,073	1,705	2,116	2,116	2,116	2,116
固定资产	23,944	28,473	33,402	33,873	34,302	34,755
%总资产	58.4%	45.9%	55.0%	52.4%	51.6%	51.1%
无形资产	3,413	5,252	6,597	6,705	6,809	6,910
非流动资产	29,811	36,406	43,327	42,694	43,227	43,781
%总资产	72.6%	58.7%	71.3%	66.0%	65.0%	64.4%
资产总计	41,034	61,993	60,733	64,694	66,470	67,951
短期借款	15,567	16,588	10,669	12,354	8,541	4,313
应付款项	5,235	13,196	8,507	10,852	11,112	11,275
其他流动负债	1,360	2,134	3,234	1,875	2,023	2,123
流动负债	22,163	31,918	22,409	25,081	21,675	17,710
长期贷款	1,728	1,110	2,375	2,475	2,575	2,675
其他长期负债	5,870	5,134	7,112	6,428	6,257	6,077
负债	29,761	38,163	31,896	33,984	30,507	26,462
普通股股东权益	10,078	14,580	15,351	14,397	16,731	19,243
其中：股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
未分配利润	2,689	4,689	6,713	8,735	11,069	13,581
少数股东权益	1,196	9,251	13,487	16,312	19,232	22,246
负债股东权益合计	41,034	61,993	60,733	64,694	66,470	67,951

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.082	1.101	2.004	2.501	2.887	3.107
每股净资产	7.479	10.819	11.392	10.684	12.416	14.280
每股经营现金净流	2.009	4.788	6.001	6.107	8.068	8.568
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.155	1.243
回报率						
净资产收益率	1.10%	10.17%	17.59%	23.41%	23.25%	21.76%
总资产收益率	0.27%	2.39%	4.45%	5.21%	5.85%	6.16%
投入资本收益率	1.56%	7.42%	11.64%	13.26%	14.20%	14.42%
增长率						
主营业务收入增长率	23.95%	101.76%	11.86%	7.95%	6.49%	4.31%
EBIT增长率	88.47%	224.22%	57.12%	22.43%	10.38%	4.40%
净利润增长率	108.72%	1243.71%	82.07%	24.81%	15.41%	7.62%
总资产增长率	-1.07%	51.08%	-2.03%	6.52%	2.75%	2.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.4	20.1	22.5	22.5	22.5	22.5
存货周转天数	50.0	29.1	41.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	93.4	104.9	114.3	114.3	114.3	114.3
固定资产周转天数	560.3	331.5	345.0	322.2	304.7	294.4
偿债能力						
净负债/股东权益	140.08%	42.15%	36.60%	36.59%	19.92%	6.67%
EBIT利息保障倍数	1.1	3.4	5.7	12.7	11.4	13.5
资产负债率	72.53%	61.56%	52.52%	52.53%	45.90%	38.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	9	25
增持	0	0	0	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.10	1.22

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH