



Research and
Development Center

华北水泥行业巨头，业绩弹性显现

——冀东水泥（000401.sz）深度报告

2020 年 04 月 09 日

娄永刚 首席分析师

冯孟乾 研究助理

证券研究报告

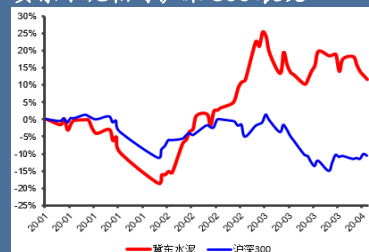
公司研究——首次覆盖

冀东水泥 (000401.sz)



首次评级

冀东水泥相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.4.09)

收盘价 (元)	20.09
52 周内股价波动区间 (元)	12.80-20.10
最近一月涨跌幅 (%)	-0.45
总股本 (亿股)	13.48
流通 A 股比例 (%)	99.98
总市值 (亿元)	270.72

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

姜永刚 首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.co

华北水泥行业巨头，业绩弹性显现

深度报告

2020 年 04 月 09 日

本期内容提要：

- ◆ **华北区域市场供需格局持续改善：**从需求端来看，基建领域是影响华北地区水泥消费的主导力量，京津冀一体化建设带来的基建需求仍将继续支撑区域水泥消费，并且雄安新区已由顶层设计转入实质性建设阶段，各类项目加速推进，将持续带来需求增量。从供给端来看，错峰生产起源于华北地区，一直执行较为坚决，此外华北及周边地区地方政府出于污染防治角度对水泥产线的限产以及临时关停，也使得区域行业供给边际收缩。整体而言，华北地区水泥需求继续提升、供给仍然严控，供需格局将持续改善。待下游施工进入正常化后，水泥价格也有望稳步攀升，2020 年水泥均价或将在 2019 年的基础上再上一个台阶。
- ◆ **京津冀地区绝对龙头，业绩上行通道平坦：**金隅冀东重组顺利完成，公司成为京津冀地区绝对霸主，充分受益区域市场的向好。公司不断发力环保业务，收购红树林环保，彰显做强做大环保产业的决心，与水泥主业相辅相成，助力公司可持续发展。此外，2020 年公司业绩有望更上一层楼，资产负债表也将进一步优化，财务费用对公司利润的侵蚀也将进一步减少。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**由于冀东水泥是水泥产能排名前三的行业领军企业，同时考虑到南北方市场景气差异因素，我们选取 A 股中水泥行业龙头企业以及部分北方企业做对比，可比公司 PE (2020E) 均值为 8 倍，冀东水泥的 PE (2020E) 同样为 8 倍，与行业平均值持平。考虑到公司所处区域市场持续向好，公司业绩有望继续攀升，给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**公司主要市场水泥需求不及预期；公司产能释放不及预期；外来水泥流入规模超预期；原燃材料成本上升风险；环保、安全等突发事件风险。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	30,848.58	34,507.03	37,337.26	39,223.04	40,633.33
增长率 YoY %	101.76%	11.86%	8.20%	5.05%	3.60%
归属母公司净利润(百万元)	1,483.23	2,700.59	3,534.68	4,099.76	4,345.30
增长率 YoY%	1243.71%	82.07%	30.89%	15.99%	5.99%
毛利率%	30.64%	37.07%	39.93%	40.47%	40.94%
净资产收益率 ROE%	12.03%	18.14%	21.76%	21.18%	18.40%
EPS(摊薄)(元)	1.10	2.00	2.62	3.04	3.22
市盈率 P/E(倍)	18	10	8	7	6
市净率 P/B(倍)	1.86	1.78	1.57	1.26	1.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 04 月 09 日

目 录

公司简介：位列行业三甲，华北水泥龙头	2
华北水泥市场持续向好	4
京津冀一体化+雄安新区建设，拉动区域水泥需求	4
华北地区供给态势趋好	9
供需格局改善，价格有望继续攀升	10
金隅冀东强强联合，打开发展新局面	11
重组顺利完成，京津冀地区绝对龙头	11
主要市场水泥景气向好，业绩上行通道平坦	12
环保业务发力，未来增长可期	13
资产负债表持续优化，财务费用有望继续降低	14
盈利预测与估值	15
盈利预测	15
相对估值与投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1：冀东水泥发展历程	2
表 2：2020 年河北省重点项目计划——交通基建（亿元）	5
表 3：2020 年河北省重点项目计划——其余基建（亿元）	6
表 4：华北各省市熟料产能情况	9
表 5：华北及周边地区 2018-2019 年夏季错峰情况	10
表 6：冀东水泥主要市场市占率	11
表 7：冀东水泥可转债水泥窑协同处置项目情况	14
表 8：冀东水泥盈利预测	15
表 9：冀东水泥可比公司估值	15

图 目 录

图 1：冀东水泥股权结构(截至 2020 年 3 月 19 日)	3
图 2：冀东水泥 2014-2019 营业收入及变化情况	3
图 3：冀东水泥 2014-2019 归母净利润情况	3
图 4：冀东水泥 2019 年各业务营收占比	4
图 5：冀东水泥 2014-2019 毛利率及净利率变化情况	4
图 6：华北各省固定资产投资增速变化	4
图 7：历年华北地区水泥产量（万吨）	4
图 8：河北省基建投资情况	5
图 9：河北省房地产投资情况	5
图 10：雄安新区高速铁路网规划	8
图 11：雄安新区高速公路规划	8
图 12：华北地区水泥价格走势	11
图 13：2019 年公司产品产销量（万吨、元/吨）	13
图 14：2019 年公司各市场区域营收占比	13
图 15：公司历年财务费用情况	14
图 16：公司历年负债总额与资产负债率情况	14

公司简介：位列行业三甲，华北水泥龙头

冀东水泥前身是 1980 年成立的河北省冀东水泥厂，1994 年 5 月以定向募集方式正式成立“唐山冀东水泥股份有限公司”，并于 1996 年 5 月在深圳证券交易所上市，股票代码为 000401.SZ。公司主要业务为生产和销售水泥熟料、各类硅酸盐水泥和与水泥相关的建材产品，水泥熟料产能规模位居国内行业第三名，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、中国北方最大的水泥生产厂商。目前公司熟料产能达到 1.17 亿吨、水泥产能达到 1.7 亿吨，水泥生产线布局和销售网络覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省、自治区、直辖市。

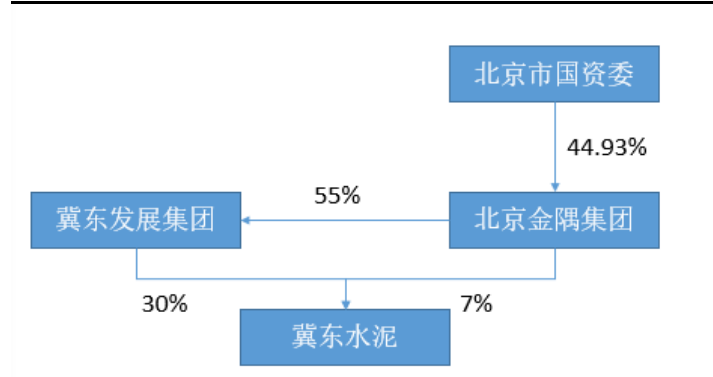
表 1: 冀东水泥发展历程

时间	事件
1980	前身河北省冀东水泥厂成立
1985	河北省冀东水泥厂正式投产
1994	公司以定向募集方式成立
1996	登陆深交所，股票代码为 000401.SZ
1998	成立三河冀东水泥有限责任公司，是华北地区最大的水泥粉磨生产企业
2000	成立冀东水泥吉林有限责任公司，迈出了公司“三北”发展战略的第一步
2008	湖南临澧项目启动，正式不及南方市场
2016	金隅冀东启动战略重组，当年完成股权重组
2018	金隅集团与冀东水泥首批资产重组实施完毕
2019	金隅冀东资产重组实施完毕
2019	收购红树林环保 100%股权

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

金隅冀东重组实施完成后，冀东水泥实控人已由唐山市国资委变更为北京市国资委。截至 2020 年 3 月 19 日，公司总股本为 13.48 亿股，其中冀东发展集团持股 30%，为公司控股股东。金隅集团是冀东发展集团控股股东（持股 55%），同时直接持有公司 7%股份，其实控人为北京市国资委。

图 1: 冀东水泥股权结构(截至 2020 年 3 月 19 日)



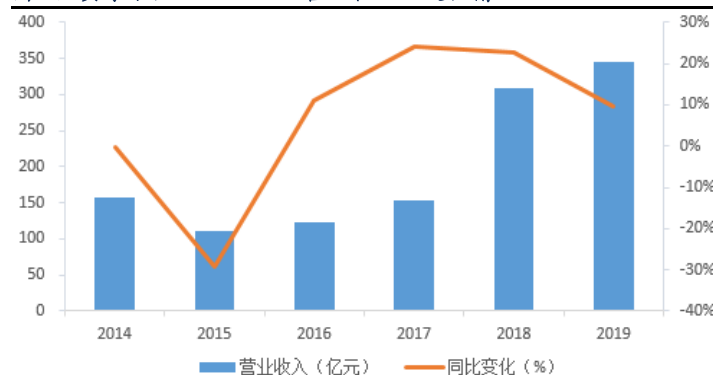
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

公司业务结构中, 水泥和熟料生产销售占据主导地位。2019 年公司实现营业收入 345.07 亿元, 其中水泥业务 271.36 亿元, 占比 78.64%; 熟料业务 32.23 亿元, 占比 9.34%; 危废固废处置业务 15.89 亿元, 占比 4.60%。

2018-2019 年, 业绩连续两年实现高速增长。2018 年, 受益于区域供需格局的改善, 公司产品实现了量价齐升, 盈利大幅提升。2019 年, 水泥市场依然良好, 公司在稳定主业的情况下, 危废固废处置等业务也获得一定增长, 同时重组整合后提质增效效果明显, 期间费用率有所降低, 助力业绩持续提升。2019 年, 公司实现营业收入 345.07 亿元, 较上年同期调整后口径增加 9.73%; 实现归母净利润 27.01 亿元, 较上年同期调整后口径增加 41.86%。

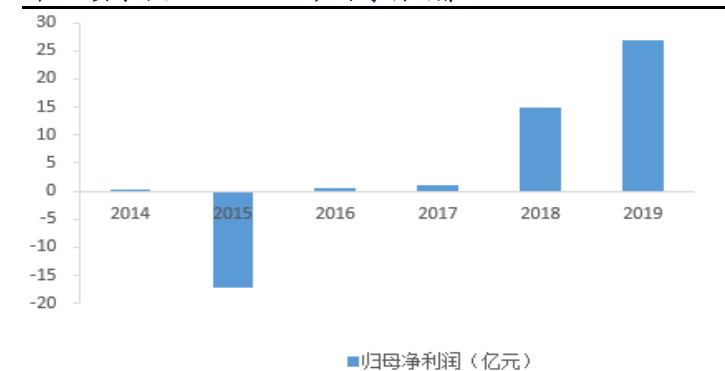
公司经营情况向好, 盈利能力不断增强。2019 年, 公司销售毛利率为 37.07%, 较上年同期调整后口径增加 1.27 个百分点; 销售净利率为 14.21%, 较上年同期调整后口径增加 5.24 个百分点, 均为近年来的高点。

图 2: 冀东水泥 2014-2019 营业收入及变化情况

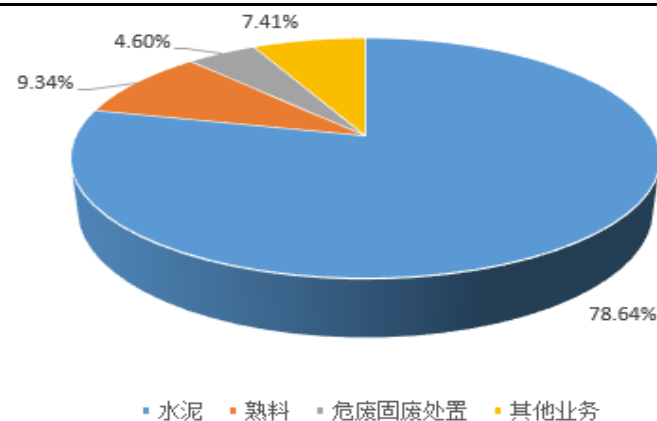


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

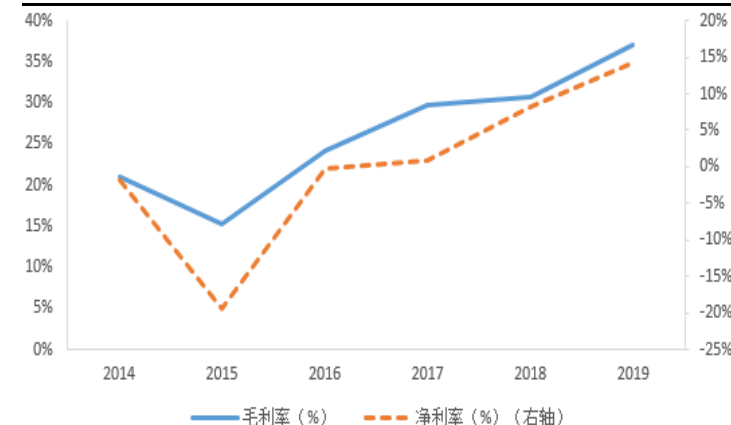
图 3: 冀东水泥 2014-2019 归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4：冀东水泥 2019 年各业务营收占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：冀东水泥 2014-2019 毛利率及净利率变化情况


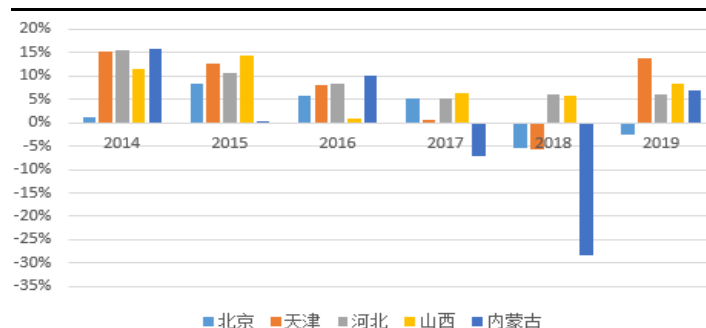
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

华北水泥市场持续向好

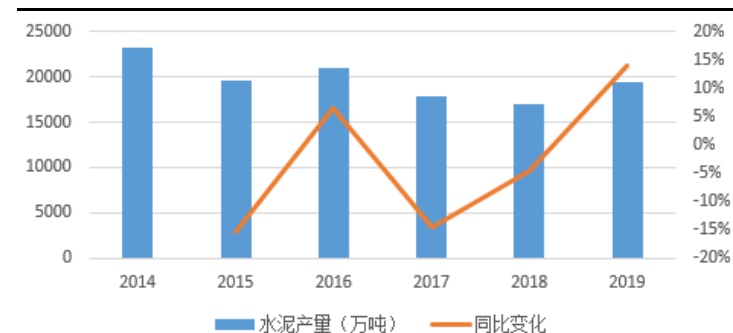
京津冀一体化+雄安新区建设，拉动区域水泥需求

区域水泥消费以基建为主

由于水泥消费主要集中在基建、房地产和农村领域，因此下游需求与固定资产投资密切相关。2019 年，华北五省除北京以外，固定资产投资增速明显提升，华北地区水泥产量达到 1.95 亿吨，同比增长 13.95%，区域水泥需求与固定资产投资运行趋势相符。其中，河北省地区水泥产量达到 1.02 亿吨，同比增长 4.1%，占华北地区总产量的 52%。

图 6：华北各省固定资产投资增速变化


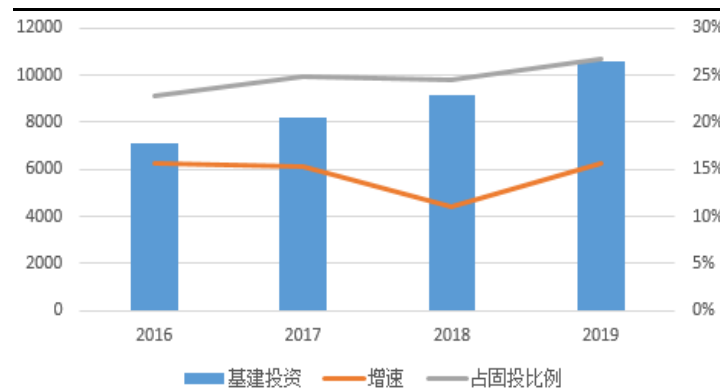
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 7：历年华北地区水泥产量（万吨）


资料来源：数字水泥网，信达证券研发中心

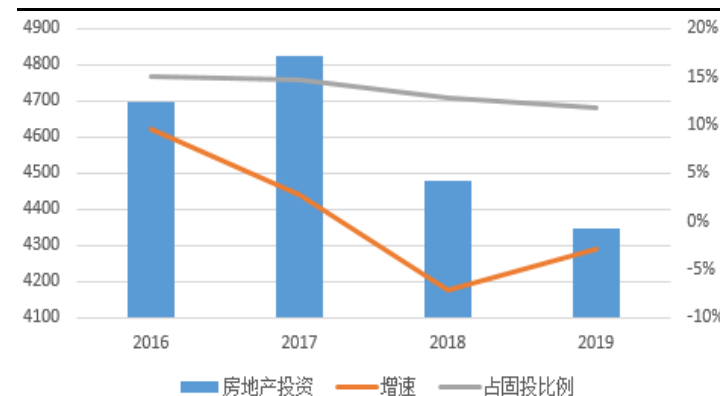
河北省基建投资额逐年增加，在固定资产投资中占比不断提升，已远超房地产，是影响区域水泥消费的主导力量。2019 年，河北省全社会固定资产投资(不含农户)同比增长 6.1%，其中基础设施完成投资同比增长 15.6%，增速提升 4.6 个百分点，占固定资产投资总额的 26.8%，份额提高 2.2 个百分点；房地产开发投资完成额为 4347.05 亿元，同比下降 2.9%，降幅收窄 4.3 个百分点，占固定资产投资总额的 11.71%，份额减少 1.08 个百分点。

图 8: 河北省基建投资情况 (亿元)



资料来源: 河北省统计局, 信达证券研发中心

图 9: 河北省房地产投资情况 (亿元)



资料来源: 河北省统计局, 信达证券研发中心

京津冀交通项目建设仍将如火如荼

京津冀一体化建设带来的基建需求仍将继续支撑区域水泥消费。2020 年 1 月，河北省发改委发布《2020 年省重点项目计划》，全年省重点项目计划共计 536 项，总投资 18833 亿元，年计划投资 2402 亿元。从基础设施项目来看，计划开工 4 项，总投资 819.5 亿元，年计划投资 79 亿元；续建项目 5 项，总投资 1388.7 亿元，年计划投资 237.5 亿元；保投产项目 4 项，总投资 519.3 亿元，年计划投资 129.3 亿元；前期项目 12 项，总投资 1818.3 亿元。我们统计了 2019 年河北省重点项目计划中，当年完成的重大基建项目较少，尤其是交通建设项目大部分都将延至 2020 继续施工。

表 2: 2020 年河北省重点项目计划——交通基建 (亿元)

计划开工项目						
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容		总投资	当年投资	计划开工时间
河北铁路建设	2020-2023	天津至北京大兴国际机场城际铁路,新建正线线路长度 47.17km; 石衡沧港城际铁路线路长度 223.97Km; 京张高铁公司太锡铁路长约 132 公里		521.9	38.5	2020.3
续建项目						
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容		总投资	当年投资	

河北铁路建设	2019-2024	京唐城际铁路我省境内 96 公里;北京城际铁路联络线一期工程廊坊段 24.1 公里;京沈客专河北段 191.4 公里;和邢铁路我省境内 89.2 公里。	598.3	93.0	
河北高速建设	2017-2022	延崇高速(包含延伸工程和赤城支线)全长约 113.7 公里;北京至秦皇岛高速公路遵化至秦皇岛段全长约 165 公里;京新至京藏高速公路联络线工程全长约 7 公里;青岛至兰州高速公路(G22)涉县至冀晋界段改扩建工程全长约 13.8 公里	571.8	102.5	
石家庄市轨道交通 3 号线一期工程(东段)和 3 号线二期工程(市区)	2017-2021	线路长 16.2km,设地下车站 12 座	124.8	22.0	
机场改扩建工程	2021-2022	邯郸机场改扩建工程新建 1.8 万平方米的航站楼,7 个 C 类机位的站坪;新建航管楼及 1 座塔台等,新建 1 条局部平行滑行道、1 条垂直联络道;承德普宁机场改扩建工程新建 2 万平方米航站楼,增加 6 个 C 类机位	12.0	2.0	
保投产项目					
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容	总投资	当年投资	投产或部分投产时间
河北高速建设	2017-2020	迁曹高速公路京哈高速至沿海高速段全长约 62 公里;津石高速津冀界至保石界段全长约 171 公里	321.0	95.0	2020.12
石家庄市轨道交通 3 号线一期工程(北段)和 2 号线一期工程(市区)	2016-2020	线路长 21.0km,设地下车站 19 座	161.8	26.6	

资料来源:河北省发改委,信达证券研发中心整理

表 3: 2020 年河北省重点项目计划——其余基建(亿元)

计划开工项目					
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容	总投资	当年投资	计划开工时间
邢台华赢实业有限公司邢台综合客运枢纽(邢台桥东区)	2020-2021	年旅客发送量为 600 万人次,总建筑面积为 5 万平方米	6.2	4.5	2020.3
滹沱河生态修复二期工程(藁城)	2020-2021	西起藁城城区东,东至深泽与安平县界,河道全	37.4	8.0	2020.3

区、深泽)		长 43 公里。工程建设主要包含水利工程、道路工程、生态绿化工程 3 个部分			
曹妃甸新天液化天然气有限公司唐山 LNG 接收站(曹妃甸区)	2020-2022	建设 20 座 20 万立方的 LNG 储罐, 配套建设 2 座码头, 设计周转规模 1200 万吨/年	254.0	28.0	2020.3
续建项目					
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容	总投资	当年投资	
热电项目	2017-2022	大唐保定热电厂九期供热面积 1500 万平方米, 新建 2X350MW 热电机组; 河北万众热电(石家庄)燃机热电联产建设 4×350MW 等级燃气-蒸汽联合循环供热机组	81.8	18.0	
保投产项目					
项目单位及名称	建设年限	建设规模与内容	总投资	当年投资	投产或部分投产时间
奥运场馆建设(崇礼区)	2018-2020	共涉及 4 个项目:1.国家跳台滑雪场;2.国家越野滑雪场;3.国家冬季两项中心;4.张家口奥运村	18.0	1.7	2020.11
张家口市崇礼区奥运基础设施综合建设(崇礼区)	2017-2020	主要包括太子城至云顶道路改建等 12 个项目	18.5	6.0	2020.1

资料来源: 河北省发改委, 信达证券研发中心整理

雄安新区建设步入实质性阶段

2017 年 4 月 1 日中共中央、国务院决定设立国家级新区——雄安新区, 新区位于河北省保定市境内, 涵盖雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域, 规划面积 1770 平方公里。雄安新区规划建设分三步走, 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。

新区建设, 交通先行, 周边高速铁路以及高速公路建设, 已在持续拉动水泥消费。2018 年 4 月, 中共中央、国务院批复了《河北雄安新区规划纲要》。按规划, 雄安新区将构建“四纵两横”高速铁路网和“四纵三横”高速公路网。

“四纵两横”区域高速铁路交通网络, 将重点加强雄安新区和北京、天津、石家庄等城市的联系。“四纵”为京广高铁、京港台高铁京雄-雄商段、京雄-石雄城际、新区至北京新机场快线, “两横”为津保铁路、津雄城际-京昆高铁忻雄段, 实现新区高效融入“轨道上的京津冀”。

图 10: 雄安新区高速铁路网规划



资料来源: 河北雄安新区规划纲要, 信达证券研发中心整理

“四纵三横”区域高速公路网，不仅加强京津冀三地联通，而且将新区与天津港、黄骅港紧密联系，畅通新区出海通道。“四纵”为京港澳高速、大广高速、京雄高速（含新机场北线高速支线）、新机场至德州高速，“三横”为荣乌高速新线、津雄高速、津石高速。

图 11: 雄安新区高速公路规划



资料来源: 河北雄安新区规划纲要, 信达证券研发中心整理

2018 年 12 月，经党中央、国务院同意，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035 年）》，根据《总体规划》，到 2020 年，雄安新区对外骨干交通路网基本建成；到 2022 年，启动区基础设施基本建成、城区雏形初步显现；到 2035 年，基本建成绿色低碳、开放创新、信息智能、宜居宜业、具有较强竞争力和影响力、人与自然和谐共生的高水平社会主义现代

化城市。

从 2019 年开始，雄安新区已由顶层设计转入实质性建设阶段，各类项目加速推进，水泥需求增量可期。2019 年年底，国务院批复《河北雄安新区起步区控制性规划》和《河北雄安新区启动区控制性详细规划》，标志着雄安新区规划建设进入新阶段。根据河北省统计局数据，截至 2019 年底，雄安新区在建项目 112 个，2019 年全年投资同比增长 384.2%，较 1-11 月份加快 311.7 个百分点。雄安新区建设指挥部办公室综合统筹组负责人郭瑞刚透露，2019 年 67 个重点建设项目顺利开工，目前安置房项目及 2020 年新谋划的约 100 多个重点建设项目，已陆续开工建设，新区建设全力推进。

华北地区供给态势趋好

区域新增产线较少，产能总体稳定

华北地区几乎无新点火产线，熟料产能总量整体平稳。当前水泥行业严禁新增产能，产能置换政策也在不断收紧，并且北方地区产能过剩情况更为明显，近年来华北地区新增熟料产线十分有限。根据数字水泥网信息，2019 年，仅山西省于年初投产两条熟料产线，合计产能 310 万吨，京津冀以及内蒙古均无产线投产。2020 年，数字水泥网预计华北地区仅有一条产线投产，新增产能 155 万吨，且产能在当年无法完全释放。

根据中国水泥网数据，2019 年华北地区熟料产能合计 2.35 亿吨，其中北京市 285.2 万吨、天津市 155 万吨、河北省 9913.8 万吨、山西省 6311.6 万吨、内蒙古 6872.7 万吨。

表 4：华北各省市熟料产能情况

省份	熟料产能（万吨）	占华北地区份额	2019 年新增产能（万吨）
北京	285.2	1.21%	
天津	155	0.66%	
河北	9913.8	42.12%	
山西	6311.6	26.81%	310
内蒙古	6872.7	29.20%	
合计	23538.3	100%	310

资料来源：中国水泥网，信达证券研发中心整理

错峰生产仍然严格，环保限产收缩供给边际

错峰生产起源于华北地区，一直以来要求都较为严格，面临区域环保压力，错峰力度或将继续增强。水泥行业一直以“高耗能+高污染”的形象出现，错峰生产最初构想也是作为京津冀地区雾霾治理的举措之一。2020 年是蓝天保卫战的收官之年，打赢污染防治攻坚战决胜之年，大气治理压力仍然较大，在此背景下，错峰生产的管控也有望更加严格。生态环境部部长李干杰在 2020 年全国生态环境保护工作会议上提出，全面完成《打赢蓝天保卫战三年行动计划》目标任务，狠抓重点区域秋

冬季大气污染综合治理攻坚。

华北及周边部分地区错峰生产时间已经从采暖季拓展至非采暖季，夏季错峰生产也已常态化。继 2018 年后，2019 年，多省市继续推行夏季错峰政策，且停产时长增加。河北省熟料产线夏季错峰生产分两个时间段进行，共计 20 天；山西省要求境内熟料生产线分别在 6-7 月和 8-9 月各停产 20 天；河南省要求境内熟料产线于 6 月份停产 1 个月；山东省熟料产线夏季错峰生产分为两个阶段，6 月和 8 月，各 20 天。

表 5：华北及周边地区 2018-2019 年夏季错峰情况

时间	2018 年	2019 年
河北	无	夏季错峰生产时间 2019 年 6 月 25 日 0:00-7 月 4 日 24:00 时和 8 月 1 日 0:00-8 月 10 日 24:00 时，时间共 20 天。
山西	夏季错峰生产时间为 6-7 月，共 20 天	夏季错峰生产分两个阶段，2019 年 6 月 5 日-6 月 24 日，共 20 天；秋季错峰生产时间为 2019 年 8 月 5 日-8 月 24 日，共 20 天。
内蒙古	无	无
河南	计划 6 月和 9 月进行错峰生产，但是并未明确错峰时长	夏季错峰生产时间为 6 月份，停窑一个月。
山东	2018 年 8 月 17 至 9 月 5 日期间，全省熟料企业错峰停窑	夏季错峰生产分为两个阶段，6 月 1 日 0:00-6 月 20 日 24:00，时间 20 天；8 月 17 日 0:00-9 月 5 日 24:00，时间 20 天。

资料来源：信达证券研发中心整理

华北及周边地区地方政府出于污染防治角度对水泥产线的限产以及临时关停，也使得区域行业供给边际收缩。2019 年，河北、山西、河南、山东等地，频繁启动重污染天气预警，要求辖地水泥企业停产。尤其在环保压力最大的河北省对水泥企业停限产的要求更加严格，除不定时的重污染天气应急响应要求的停产外，比如唐山市几乎每个月均会发布《大气污染防治强化管控方案》，对区域内熟料生产企业采取停限产措施。2020 年 3 月，唐山市政府为降低环保排放指标，再次要求水泥企业停产。可以预见，2020 年环保重压将继续影响区域水泥供给。

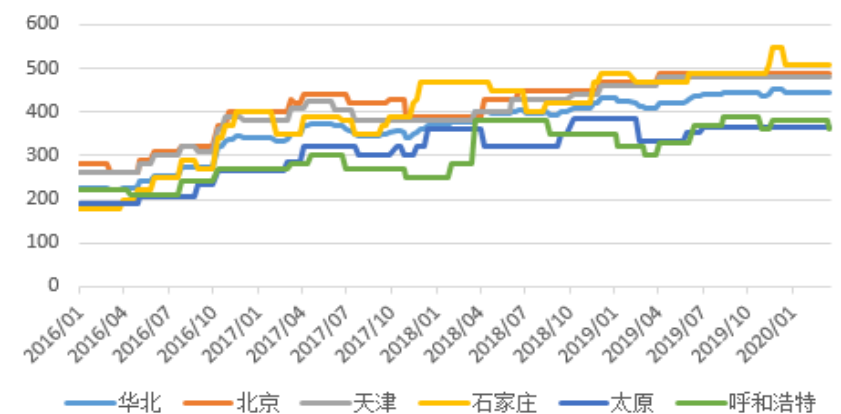
供需格局改善，价格有望继续攀升

根据数字水泥网数据，2019 年，全国六大区域中，华北地区水泥价格涨幅最大，全年均价 431 元/吨，较上年同期上涨 8.45%。区域水泥价格上涨的主要原因在于需求端的超预期提升，与此同时供给端（尤其河北省）则受环保限产的影响较大，产能没有得到充分释放，因此供需出现紧平衡的态势。

受疫情防控影响，2020 年水泥行业下游需求启动较往年有所推迟，然而一季度一直是华北地区市场的传统淡季，整体冲击有限，区域水泥价格平稳运行。2020 年一季度，华北地区 PO42.5 水泥平均价为 445 元/吨，较上年同期增加 6.52%。前文我们已分析，由于华北地区水泥需求继续提升、供给仍然严控，供需格局将持续改善。待下游施工进入正常化后，水泥价格也有

望稳步攀升，全年水泥均价或将在 2019 年的基础上再上一个台阶。

图 12: 华北地区水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网，信达证券研发中心整理

金隅冀东强强联合，打开发展新局面

重组顺利完成，京津冀地区绝对龙头

面对区域市场水泥产能严重过剩的情况，为顺应京津冀协同发展和供给侧结构性改革的政策导向，金隅集团与冀东水泥于 2016 年 4 月启动了我国水泥行业规模最大的一次市场化战略并购重组。2016 年 10 月，两大集团股权重组实施完毕，金隅集团成为冀东发展集团的控股股东；2018 年 7 月，二者以共同出资组建合资公司的方式，完成首批资产重组；2019 年 3 月，第二批资产重组完成，标志着金隅冀东水泥业务合并顺利完成，同业竞争问题彻底解决。

金隅冀东重组完成后，冀东水泥已成为金隅集团旗下唯一水泥业务平台，公司的熟料、水泥产能进一步增加，年熟料产能达到 1.17 亿吨，水泥产能达到 1.7 亿吨。当前，冀东水泥在京津冀地区的熟料产能达到 5205 万吨，市占率超过 50%，对区域市场的掌控能力明显提升。此外，公司在山西省的熟料产能规模为 1085 万吨，市占率达到 17.19%，同样排名第一；在内蒙古地区的熟料产能为 719.2 万吨，市占率为 10.46%，排名前三。

表 6: 冀东水泥主要市场市占率

省份	熟料产能（万吨）	市占率
北京市	285.2	100%
天津市	155	100%

河北省	4764.7	48.06%
山西省	1085	17.19%
内蒙古	719.2	10.46%
辽宁省	201.5	3.93%
吉林省	387.5	15.72%
黑龙江省	223.2	9.80%
山东省	223.2	1.99%
河南省	155	1.53%
湖南省	155	1.94%
重庆市	508.4	9.58%
陕西省	1193.5	20.37%

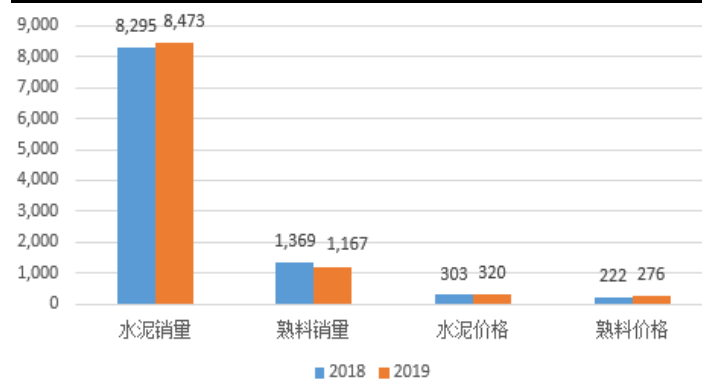
资料来源:中国水泥网, 信达证券研发中心整理

主要市场水泥景气向好, 业绩上行通道平坦

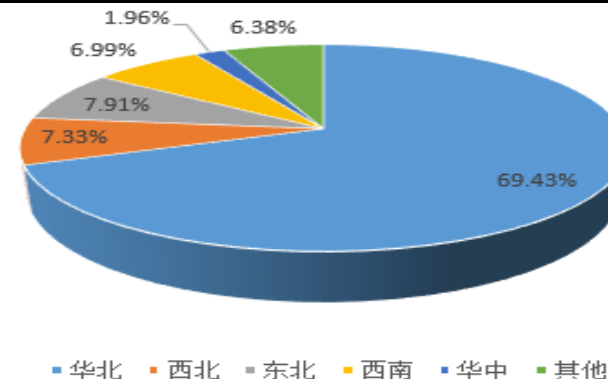
2019 年, 公司水泥及熟料综合销量 9,639.88 万吨, 同比基本持平, 营收增长主要来自于区域水泥价格的增长。根据公司 2019 年年报数据, 我们测算公司水泥售价为 320.27 元/吨, 同比增加 5.54%; 熟料价格 276.19 元/吨, 同比增加 24.60%。在供给较为稳定的情况下, 水泥价格的增长预示市场需求不断向好。公司在 2019 年水泥产能利用率仅为 50%左右, 因此销量并未随需求增长的原因并非产能不足, 而是核心生产基地—京津冀的产线受到环保临时限产等因素的压制, 产能难以充分释放。

分地区来看, 公司各区域市场营收均获得不同程度的增长。其中东北地区涨幅最大为 33.33%, 占公司总营收比例达到 7.91%, 跃升至第二位。这主要得益于地区水泥销量的增长, 一方面由于当地自身基础需求有所改善, 另一方面则是因为南方水泥市场的火热, 引得南下水泥数量明显增加。2019-2020 年采暖季错峰生产期间, 东北地区水泥企业错峰停窑执行力情况空前统一, 待南方市场需求回升后, 全年经营情况有望继续好转。

我们上文分析, 2020 年京津冀地区水泥供需格局将继续改善, 但是环保高压仍将给公司产能的释放带来不确定性。我们分两种情形分析, 1、若公司产能释放仍然受到较大限制, 则供给更加紧张, 产品售价涨幅也会更高, 进而推升公司业绩; 2、公司产能利用率进一步提高, 供给有所增加, 使得价格涨幅稍微, 但是公司产品将迎来量价齐升, 而对于公司这种产能利用率偏低的企业, 这种情况带来的业绩弹性将大于仅靠价格推涨。总而言之, 公司业绩持续提升确定性较高。

图 13: 2019 年公司产品产销量 (万吨、元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 2019 年公司各市场区域营收占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

环保业务发力, 未来增长可期

2019 年, 公司为最大限度的发挥水泥企业的优势, 在水泥窑协同处理工业固废和生活垃圾方面, 加快项目建设, 并取得丰硕成果。截至 2019 年底, 公司危险废物处置能力为 50.17 万吨/年, 上年同期为 32.5 万吨/年; 生活污水处置能力为 83.02 万吨/年, 上年同期为 41.15 万吨/年; 展生活垃圾处置能力为 55.67 万吨/年, 上年同期为 20.9 万吨/年。2019 年公司危废固废处置业务实现收入 15.89 亿元, 同比增长 28.92%; 固废收集总量达到 170 万吨, 同比增长 26%。

收购红树林环保, 彰显做强做大环保产业的决心。红树林环保是全国水泥窑协同处置废物领域的佼佼者, 已覆盖工业危废、生活污水、飞灰、污染土壤修复等多个方面, 建立了在水泥窑协同处置废物领域的特有优势。2019 年, 公司以现金购买金隅集团持有的红树林环保 49% 的股权, 同时以部分子公司股权支付对价方式收购公司控股子公司金隅冀东水泥 (唐山) 有限责任公司持有的红树林环保 51% 的股权, 至此红树林环保成为公司全资子公司。

水泥窑协同处置依托于现有熟料生产线进行设备安装, 成本主要为后期的运维费用, 改造成本整体较低。虽然水泥窑处理生活垃圾的利润有限, 但处理危废毛利率相对较高, 这也是 2019 年冀东水泥固废危废业务达到 47.46%, 同比提升 13.83 个百分点的原因。为适应当前环境保护新形势的需要, 顺应产业发展新趋势, 公司积极响应政策号召, 2020 年, 拟公开发行可转换公司债券继续扩大水泥窑协同处置布局。公司拟建的 4 个水泥窑协同处置项目, 投资额均未超过 1 亿元, 且投资回收期在 5 年左右。

表 7: 冀东水泥可转债水泥窑协同处置项目情况

项目名称	年均净利润 (万元)	投资总额 (万元)	投资回收期 (年)
阳泉水泥协同处置项目	1,187.44	6,938.24	5.97
磐石水泥协同处置技改项目	2,077.44	9,695.75	5.88
大同水泥协同处置项目	1,848.38	7,000.00	4.59
凤翔水泥协同处置项目	1,823.31	7,940.00	5.78

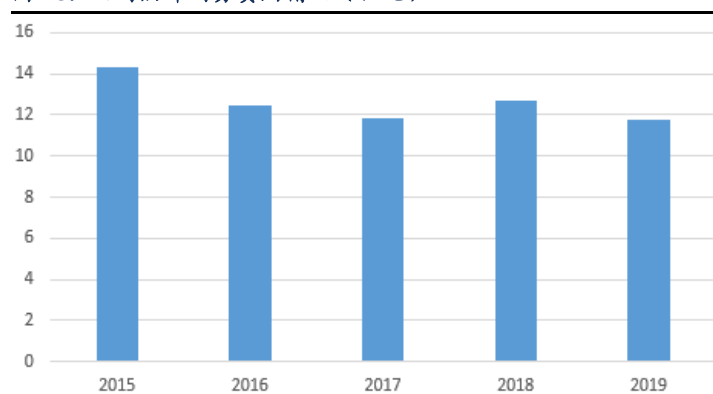
资料来源: 信达证券研发中心整理

资产负债表持续优化, 财务费用有望继续降低

金隅冀东重组完成以后, 公司经营业绩与盈利能力均明显提升, 现金流状况好转, 进而带动有息负债的降低。2019 年, 公司财务费用总计 11.80 亿元, 同比减少 16.77%, 主要得益于有息负债减少及融资利率下降。截至 2019 年底, 公司负债总额为 318.96 亿元, 资产负债率为 52.52%, 较上年降低 9.04 个百分点。

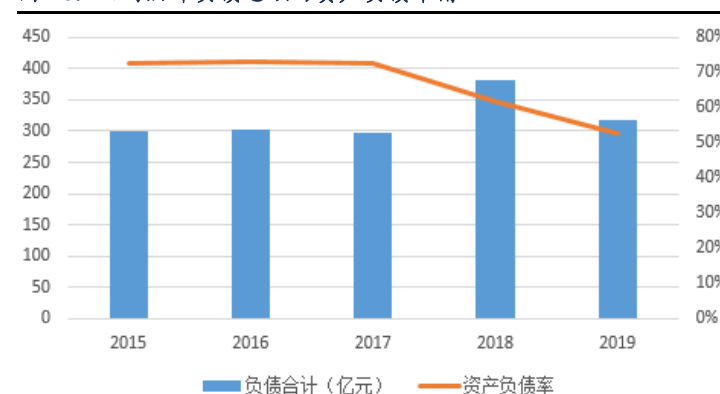
2020 年公司业绩有望更上一层楼, 将带动有息负债的持续降低, 资产负债表也将进一步优化, 财务费用对公司利润的侵蚀也将进一步减少。根据公司公告, 公司近期发行融资产品, 利率相对较低, 可转债发行之后还会继续降低财务费用, 此外, 公司 2020 年将继续偿还还有息负债。整体而言, 公司 2020 年财务费用还有下降空间。

图 15: 公司历年财务费用情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 公司历年负债总额与资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测与估值

盈利预测

根据冀东水泥目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 20-22 年营业收入分别为 373.37、392.23 和 406.33 亿元，同比增长 8.20%、5.05%和 3.59%；毛利率为 39.93%、40.47%和 40.94%。根据公司当前股本计算，我们预计冀东水泥 20-22 年摊薄 EPS 分别为 2.62 元、3.04 元和 3.22 元。以 2020-04-09 收盘价 20.09 元，对应的 20-22 年 PE 分别为 8X、7X 和 6X。

表 8：冀东水泥盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	345.07	373.37	392.23	406.33
同比		8.20%	5.05%	3.59%
其中：水泥业务（亿元）	271.36	296.79	305.75	308.81
同比		9.37%	3.02%	1.00%
其中：熟料业务（亿元）	32.23	31.93	32.90	33.23
同比		-0.93%	3.04%	1.00%
其中：危废固废处置业务（亿元）	15.89	19.07	22.88	27.46
同比		20.01%	19.98%	20.02%
其中：其他业务（亿元）	25.59	25.59	30.70	36.84
同比		0.00%	19.97%	20.00%
营业成本（亿元）	217.16	224.27	233.50	240.00
同比		3.27%	4.12%	2.78%
毛利率	37.07%	39.93%	40.47%	40.94%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

相对估值与投资评级

由于冀东水泥是水泥产能排名前三的行业领军企业，同时考虑到南北方市场景气差异因素，我们选取 A 股中水泥行业龙头企业以及部分北方企业做对比，可比公司 PE（2020E）均值为 8 倍，冀东水泥的 PE（2020E）同样为 8 倍，与行业平均值持平。考虑到公司所处区域市场持续向好，公司业绩有望继续攀升，给予“增持”评级。

表 9：冀东水泥可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E

600720.SH	祁连山	13.43	1.77	1.90	2.06	8	8	7	7
600801.SH	华新水泥	24.99	3.29	3.39		8	8	7	
600585.SH	海螺水泥	57.95	6.60	6.75	7.06	9	9	9	8
600449.SH	宁夏建材	14.60	1.95	2.11	2.17	9	7	7	7
000877.SZ	天山股份	11.88	1.72	1.89	2.07	8	7	6	6
行业均值			3.07	3.21		8	8	7	
000401.SZ	冀东水泥	20.09	2.62	3.04	3.22	10	8	7	6

资料来源：除冀东水泥为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为2020年4月9日收盘价

风险因素

公司主要市场水泥需求不及预期；公司产能释放不及预期；外来水泥流入规模超预期；原燃材料成本上升风险；环保、安全等突发事件风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	25,587.01	17,406.97	19,338.87	27,604.18	36,176.63
货币资金	9,346.70	5,979.05	7,246.80	14,995.89	23,188.88
应收票据	9,661.24	4,642.65	5,023.43	5,277.15	5,466.89
应收账款	2,232.23	2,025.94	2,192.11	2,302.83	2,385.63
预付账款	457.94	701.47	724.47	754.26	775.25
存货	2,020.75	2,872.35	2,966.54	3,088.54	3,174.47
其他	1,868.16	1,185.52	1,185.52	1,185.52	1,185.52
非流动资产	36,406.29	43,084.84	41,346.94	40,806.54	40,351.27
长期股权投资	1,341.84	1,765.73	1,765.73	1,765.73	1,765.73
固定资产(合计)	28,015.54	32,615.94	31,168.26	30,686.26	30,214.03
无形资产	4,020.40	5,208.18	5,221.07	5,309.87	5,445.20
其他	3,028.51	3,495.00	3,191.87	3,044.68	2,926.32
资产总计	61,993.31	60,491.81	60,685.82	68,410.72	76,527.91
流动负债	31,918.46	22,408.98	22,626.82	22,877.26	23,055.13
短期借款	12,653.19	7,600.84	7,600.84	7,600.84	7,600.84
应付票据	466.53	336.23	347.26	361.54	371.60
应付账款	8,826.82	4,769.87	4,926.29	5,128.88	5,271.58
其他	9,971.92	9,702.04	9,752.43	9,786.01	9,811.12
非流动负债	6,244.27	9,398.72	4,398.72	4,398.72	4,398.72
长期借款	1,110.00	2,375.00	-2,625.00	-2,625.00	-2,625.00
其他	5,134.27	7,023.72	7,023.72	7,023.72	7,023.72
负债合计	38,162.73	31,807.70	27,025.54	27,275.98	27,453.85
少数股东权益	9,251.07	13,486.83	16,371.60	19,717.55	23,263.89
归属母公司股东权益	14,579.51	15,197.28	17,288.68	21,417.19	25,810.17
负债和股东权益	61,993.31	60,491.81	60,685.82	68,410.72	76,527.91

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	30,848.58	34,507.03	37,337.26	39,223.04	40,633.33
同比(%)	101.76%	11.86%	8.20%	5.05%	3.60%
归属母公司净利润	1,483.23	2,700.59	3,534.68	4,099.76	4,345.30
同比(%)	1243.71%	82.07%	30.89%	15.99%	5.99%
毛利率(%)	30.64%	37.07%	39.93%	40.47%	40.94%
ROE%	12.03%	18.14%	21.76%	21.18%	18.40%
EPS(摊薄)(元)	1.10	2.00	2.62	3.04	3.22
P/E	18	10	8	7	6
P/B	1.86	1.78	1.57	1.26	1.05
EV/EBITDA	6.40	4.07	3.49	3.23	3.08

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	30,848.58	34,507.03	37,337.26	39,223.04	40,633.33
营业成本	21,397.88	21,715.56	22,427.70	23,350.00	23,999.67
营业税金及附加	459.71	535.84	579.79	609.07	630.97
销售费用	1,082.48	1,253.75	1,356.59	1,425.10	1,476.34
管理费用	3,552.36	4,156.39	4,480.47	4,706.76	4,876.00
研发费用	44.95	71.88	77.77	81.70	84.64
财务费用	1,269.70	1,180.16	742.29	256.80	219.78
减值损失合计	181.80	340.48	7.79	-4.66	-37.12
投资净收益	64.24	345.97	-9.58	133.54	156.64
其他	511.98	708.14	559.91	607.96	583.94
营业利润	3,435.91	6,307.08	8,215.19	9,539.74	10,123.63
营业外收支	-19.91	-53.06	-29.58	-45.52	-60.80
利润总额	3,416.00	6,254.02	8,185.60	9,494.22	10,062.84
所得税	856.38	1,349.39	1,766.16	2,048.51	2,171.20
净利润	2,559.62	4,904.62	6,419.44	7,445.71	7,891.64
少数股东损益	1,076.39	2,204.04	2,884.77	3,345.95	3,546.34
归属母公司净利润	1,483.23	2,700.59	3,534.68	4,099.76	4,345.30
EBITDA	7,257.63	10,723.26	11,069.27	11,939.29	12,528.50
EPS(当年)(元)	1.10	2.00	2.62	3.04	3.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6,530.57	8,168.20	8,881.69	9,516.51	10,044.19
净利润	2,559.62	4,904.62	6,419.44	7,445.71	7,891.64
折旧摊销	2,514.73	3,199.94	2,100.71	2,186.32	2,191.99
财务费用	1,326.89	1,269.30	782.96	258.74	273.67
投资损失	-64.24	-345.97	9.58	-133.54	-156.64
营运资金变动	57.97	-1,116.96	-445.61	-249.80	-161.35
其它	135.60	257.27	14.61	9.08	4.89
投资活动现金流	-427.37	-3,267.50	-1,157.22	-1,508.67	-1,577.53
资本支出	-528.77	-944.00	-1,147.64	-1,642.21	-1,734.17
长期投资	193.41	-1,333.98	-9.58	133.54	156.64
其他	-92.00	-989.52	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2,928.64	-9,035.53	-6,456.72	-258.74	-273.67
吸收投资	0.00	3.75	0.00	0.00	0.00
借款	-2,430.48	-10,705.93	-5,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2,233.60	2,913.44	1,456.72	258.74	273.67
现金流净增加额	3,174.56	-4,083.93	1,267.75	7,749.09	8,192.99

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016 年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

冯孟乾，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。