冀东水泥（000401）

证券研究报告
2021 年 07 月 22 日

受益区域供需格局优化，重组注入增长新动能

优质华北龙头，业绩弹性可期
冀东水泥系华北水泥龙头，有望受益于区域供给格局优化，且长期需求有支撑，价格或迎新一轮增长。公司拟吸收合并金隅冀东合资公司，同时募集配套资金，费用端预计持续改善，公司利润有望进一步增厚。

长期区域需求不悲观，且供给格局有望继续优化，价格或迎新一轮上涨
河北省固定投资主要以基建为主，十四五期间预计完成交通基建投资 6000 亿元，较十三五持平，对水泥需求形成一定支撑。京津冀协同发展作为国家重大发展战略，预计持续提振区域水泥需求，我们测算 21 年京津冀预计完成重点项目投资 7596 亿元，同比增长 11%，而雄安新区建设有望加快，21 年预计带来 800 万吨水泥需求，超出我们此前预期。长期来看，水泥需求和人口流动较为密切，京津冀地区人口净流入排在全国第四，且河北城镇化率仍在中等水平以下，未来城镇化的发展将带动区域地产及配套基础设施建设需求增长，长期水泥需求并不悲观。

供给端来看，河北省产能集中度不高，CR5 达 69%，其中金隅冀东一家独大，市占率达 50%，其他企业均不足 10%，在雄安新区市占率预计达 69%，拥有一定市场话语权。我们认为煤价快速上涨+国家对节能环保要求加强将使得小企业成本压力剧增，未来有望加快出清，公司市占率可能再次提升。华北地区水泥价格自 16 年开始持续上涨，21 年上半年仍保持坚挺，目前时点价同比仍高 11 元，仅次于东北。未来供需基本面均可能向好发展，水泥价格有望迎来新一轮增长。

重组注入新动能，净利润将进一步增厚
金隅冀东重组于 2016 年开启，二批资产重组于 19 年 3 月实施完毕，公司拟通过向金隅集团发行股份的方式，购买其所持合资公司 47.09%股权并吸收合并合资公司，交易对价约 136.2 亿元，有望提升管理效率，降低管理费用，同时募集不超过 50 亿元配套资金，其中 20 亿元用于补充流动资金和偿还债务，我们预计有望节约财务费用 1.4 亿元。自金隅冀东重组以来，公司资本结构持续优化，20 年底公司资产负债率已降至 45%，较 17 年降低 28pct，公司未来财务费用仍有较大下降空间，19-20 年经营性现金流净流入均超过 80 亿元，长期分红率提升可期。

目标价 16.66 元，维持“增持”评级
公司水泥主业有望保持稳健增长，同时加快危废固废处理、骨料等业务发展，培育新的增长极，费用优化带来盈利能力提升。预计 21-23 年归母净利润预测 33.67/36.71/41.10 亿元，参考可比公司估值，给予公司 21 年 7 倍目标 PE，对应目标价 16.66 元，维持“增持”评级。

风险提示：重组进展不及预期、需求大幅下滑、供给格局恶化、水泥价格大幅下降等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,507.03	35,479.63	40,507.01	42,242.17	43,758.59
增长率(%)	11.86	2.82	14.17	4.28	3.59
EBITDA(百万元)	10,540.97	10,210.54	10,532.16	11,191.01	11,952.84
净利润(百万元)	2,700.59	2,850.01	3,366.85	3,671.18	4,110.27
增长率(%)	82.07	5.53	18.13	9.04	11.96
EPS(元/股)	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91
市盈率(P/E)	6.46	6.13	5.19	4.76	4.25
市净率(P/B)	1.14	0.99	1.04	0.90	0.78
市销率(P/S)	0.51	0.49	0.43	0.41	0.40
EV/EBITDA	4.20	3.83	3.73	3.17	2.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	12.35 元
目标价格	16.66 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,413.65
流通 A 股股本(百万股)	1,413.37
A 股总市值(百万元)	17,458.58
流通 A 股市值(百万元)	17,455.09
每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	49.89
一年内最高/最低(元)	19.86/11.92

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com
武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com
林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《冀东水泥-季报点评:Q1 同比大幅减亏，重组注入新动能》 2021-04-22
2 《冀东水泥-年报点评报告:资本结构持续改善，看好 21 年区域需求继续释放》 2021-03-17
3 《冀东水泥-季报点评:量升价略降，Q3 业绩增速转正》 2020-10-21

内容目录

1. 冀东水泥：优质华北龙头，业绩弹性可期 4
2. 京津冀供需格局向好，淡季跌幅有限，旺季有望强势上涨 5
2.1. 需求端：有望持续受益于京津冀协同发展及雄安新区建设 5
2.2. 供给端：金隅冀东一家独大，未来小企业有望加快出清，公司市占率将再提升 10
2.3. 华北水泥价格上半年保持坚挺，未来有望迎来新一轮上涨 11
3. 重组注入新动能，净利润将进一步增厚 13
3.1. 拟发行股份吸收合并合资公司，提升经营效率 13
3.2. 募集不超 50 亿配套资金，优化资本结构，降低财务费用 15
4. 盈利预测 18

图表目录

图 1：2020 年全国水泥企业水泥熟料产能排行 4
图 2：冀东水泥产能及产能利用率 4
图 3：公司 2011-2020 年分产品收入占比 4
图 4：公司 2011-2020 年分地区收入占比 4
图 5：公司 2008-2020 年水泥及熟料业务收入及同比增速 5
图 6：公司 2008-2020 年归母净利润及同比增速 5
图 7：公司 2008-2020 年水泥及熟料业务销量 5
图 8：司 2008-2020 年水泥及熟料业务毛利率 5
图 9：2020 年华北各地水泥产量占比 6
图 10：2019 年全国各省份人口净增长情况 6
图 11：2019 年全国各省城镇化率 7
图 12：2011-2020 年河北省及全国地产开发占固投比重 7
图 13：2011-2020 河北省及全国基建占固定资产投资比重 7
图 14：2011-2020 年河北省各类基建投资增速 7
图 15：2011-2020 年河北省各类基建投资占比 7
图 16：2021 年 1-5 月全国各省份水泥产量同比增速 8
图 17：2020 年全国熟料产能分布 10
图 18：2020 年河北地区熟料产能分布 10
图 19：2020 年河北地区各水泥企业产能占比 11
图 20：2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率 11
图 21：2016 年-2021 年 5 月全国及各地区固投增速 11
图 22：2016 年-2021 年 5 月全国及各地区水泥增速 11
图 23：全国水泥价格走势 12
图 24：华北地区水泥价格走势 12
图 25：2020、2021 年各省份水泥熟料产能变动 12
图 26：京津冀协同发展规划 12

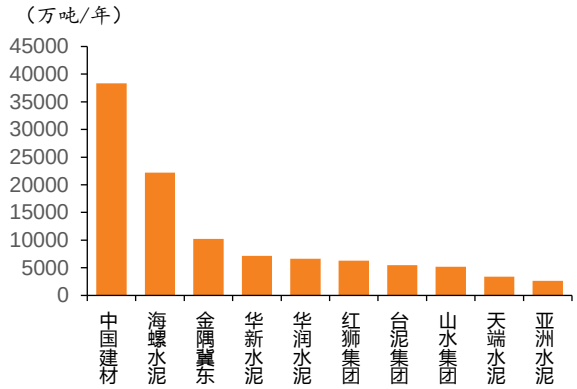
图 27：冀东水泥股权结构（2021 年股权重组前）.....14
图 28：冀东水泥股权结构（2021 年股权重组后）.....14
图 29：不同公司销售费用率比较.....14
图 30：不同公司管理费用率比较.....14
图 31：不同公司财务费用比较.....15
图 32：不同公司期间费用率比较.....15
图 33：冀东水泥历年资产负债率变化.....15
图 34： 2020 年各水泥企业资产负债率情况.....15
图 35：冀东水泥有息负债.....16
图 36：冀东水泥资金成本测算.....16
图 37：2011-2020 年公司资本开支（亿元）.....17
图 38：2002-2020 年公司分红金额及分红率.....17
图 39：公司经营性现金流量净额与同比增速.....17
图 40：公司投资活动产生的现金流量净额与同比增速.....17

表 1：河北省“十二五“、”十三五“以及”十四五“交通基建计划投资额.....8
表 2：2021 京津冀重点项目投资情况及同比增速.....8
表 3：京津冀发展相关文件.....9
表 4：雄安新区周边水泥生产线.....10
表 5：股权变动情况.....13
表 6：募集资金用途.....15
表 7：各项业务收入及毛利率预测.....18
表 8：可比公司估值表.....19

1. 冀东水泥：优质华北龙头，业绩弹性可期

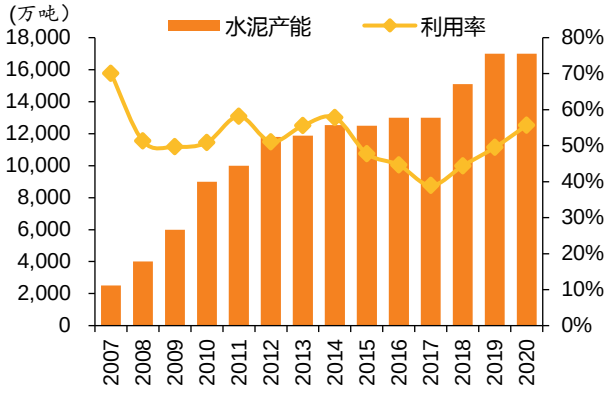
冀东水泥是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商，主要业务为生产和销售水泥熟料、各类硅酸盐水泥和与水泥相关的建材产品，同时涵盖砂石骨料、环保、矿粉、外加剂等业务。主营产品广泛应用于国家基础设施建设、市政基础设施和房地产开发等项目。截至 2020 年，公司熟料年产能达到 1.17 亿吨，水泥产能达到 1.7 亿吨，在京津冀地区的市场占有率及市场竞争优势明显，水泥熟料产能位列国内水泥制造企业第三名。

图 1：2020 年全国水泥企业水泥熟料产能排行



资料来源：中国水泥网、天风证券研究所

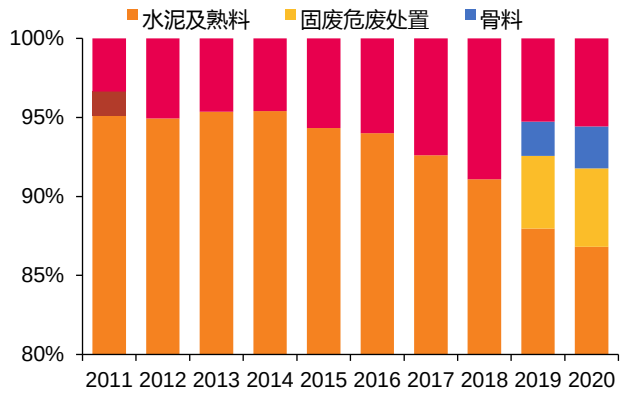
图 2：冀东水泥产能及产能利用率



资料来源：公司年报、天风证券研究所

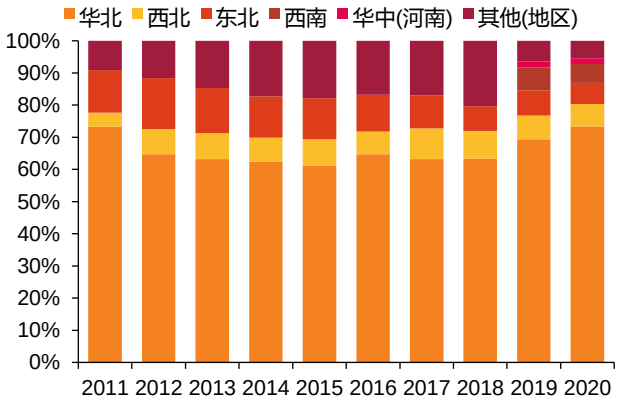
水泥熟料销售为主，危固废/骨料业务占比逐步提升。公司水泥及熟料业务收入占比保持在 85%以上，是公司营收的主要产品。近年来公司加快骨料及固危废危处置业务布局，水泥业务占比略有下降，20 年达 87%。截至 2020 年底公司已建成 38 个危废固废处置项目，危废固废处置能力达 273 万吨/年，同时公司加大矿山资源掌控力度、加快骨料基地建设，完善骨料产业链配套，20 年固废危废处置/骨料业务收入分别实现 17.6/9.4 亿元，同比增长 10.5%/26.1%，增速高于水泥主业，预计未来两项业务占比将继续提升。公司市场已覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省（直辖市、自治区），其中华北地区是主要区域，20 年收入占比达 73%，西北/东北/西南/华中地区收入占比分别为 7%/7%/6%/2%。

图 3：公司 2011-2020 年分产品收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

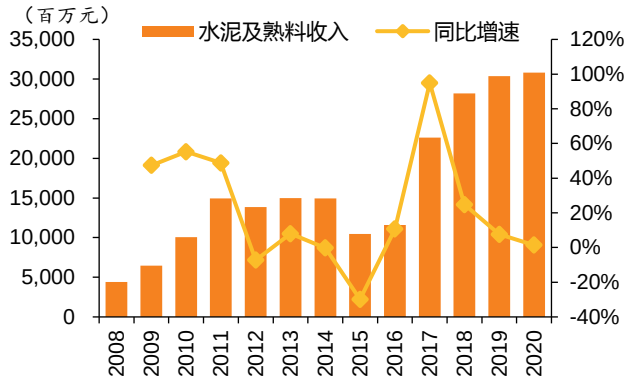
图 4：公司 2011-2020 年分地区收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

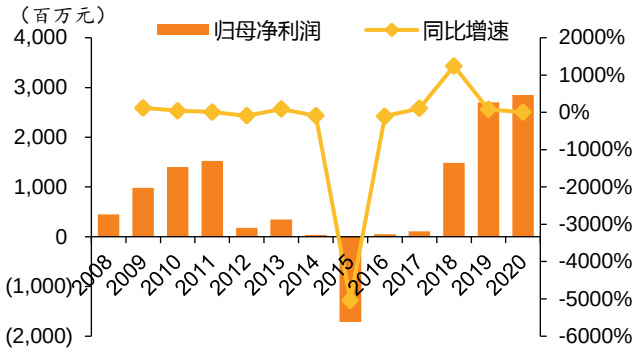
21 年上半年业绩预计同比增长 20-30%，全年有望保持稳健增长。15 年公司所属区域水泥产能严重过剩，且公司所在的“三北”区域的房地产等下游行业状况不佳，导致区域市场需求低迷，公司水泥销量大幅下降且价格降幅较大，造成公司出现亏损。17 年开始，得益于“京津冀协同发展”国家战略的推进以及水泥行业“供给侧结构性改革”的积极影响，公司核心区域水泥市场秩序持续改善，营业收入和归母净利等指标开始不断提升。20 年实现营收 354.80 亿元，YOY+2.82%，实现归母净利润 28.50 亿元，YOY+5.53%，收入增长主要系销量增长带动，疫情影响下价格同比有所下滑。公司 21Q1 收入再创新高，但净利润仍未实现转正，归母净利润-5149 万元，同比增长 82%，较去年同期减亏 22948 万元，因 1、2 月是水泥淡季出现亏损。但 Q2 迎来明显好转，根据公司半年度业绩预告，预计上半年盈利 12-13 亿元，比同期高出 20-30%，公司水泥和熟料综合销量将同比增加约 14%达到 4800 万吨左右，我们预计全年业绩仍有望保持稳健增长。

图 5：公司 2008-2020 年水泥及熟料业务收入及同比增速



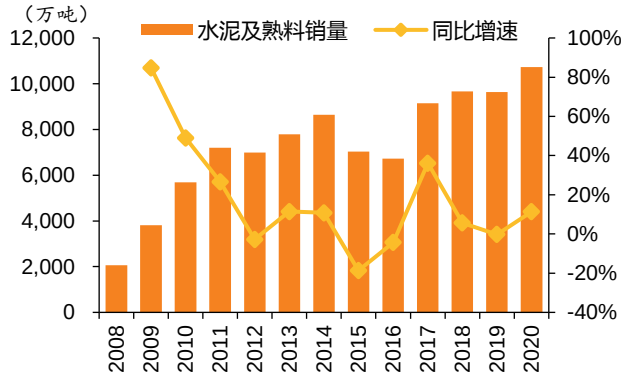
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司 2008-2020 年归母净利润及同比增速



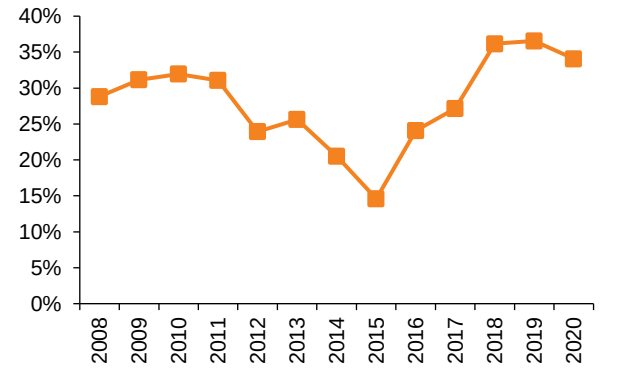
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 7：公司 2008-2020 年水泥及熟料业务销量



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：司 2008-2020 年水泥及熟料业务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

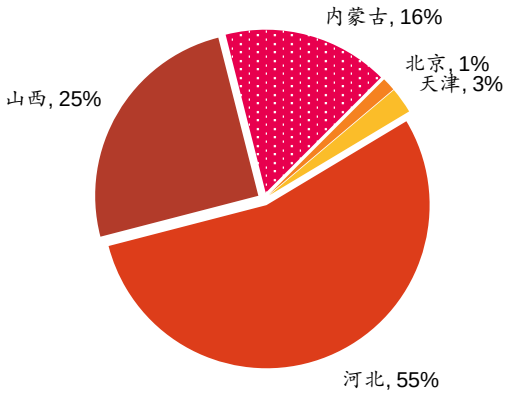
2. 京津冀供需格局向好，淡季跌幅有限，旺季有望强势上涨

2.1. 需求端：有望持续受益于京津冀协同发展及雄安新区建设

华北区域为公司主要的销售区域，其中以京津冀区域为主。2020 年京津冀地区水泥产量占华北地区水泥产量占比达 59%。2019 年河北省城镇化率仅 57.62%，在全国各省份中排在中等以下，城镇化率仍有较大的提升空间，而城镇化的发展将带动区域房地产及配套基础

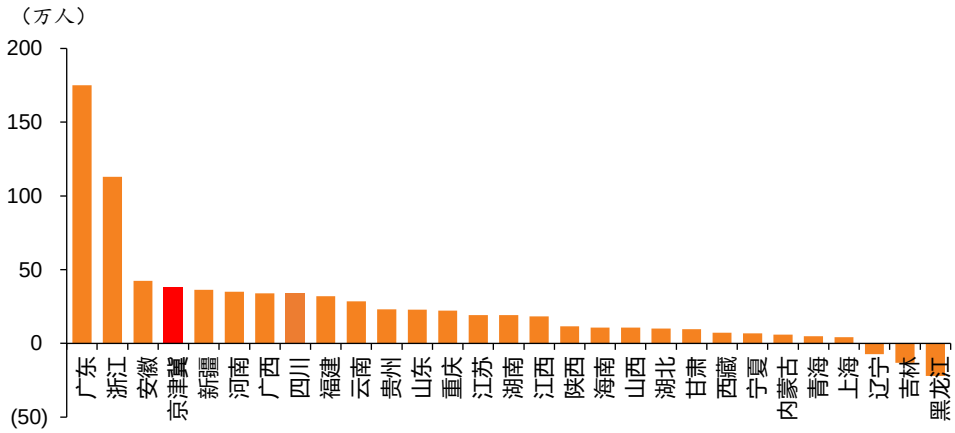
设施建设需求增长，人均水泥产量有望提升；长期来看，水泥需求和人口流动较为密切，2019 年京津冀人口净流入 38 万人，排全国第四位，人口流入将进一步提振水泥需求，综上来看，我们认为未来京津冀地区水泥需求仍有看点。

图 9：2020 年华北各地水泥产量占比



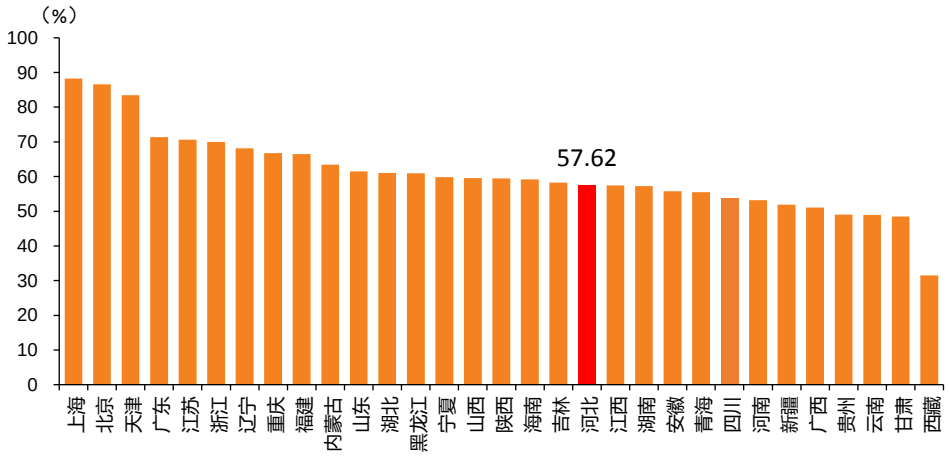
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 10：2019 年全国各省份人口净增长情况



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

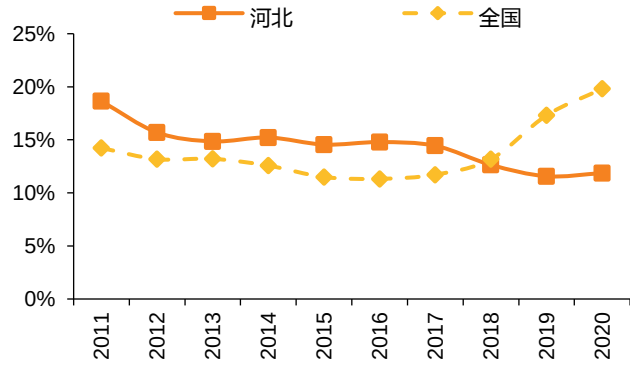
图 11：2019 年全国各省城镇化率



资料来源：Wind、天风证券研究所

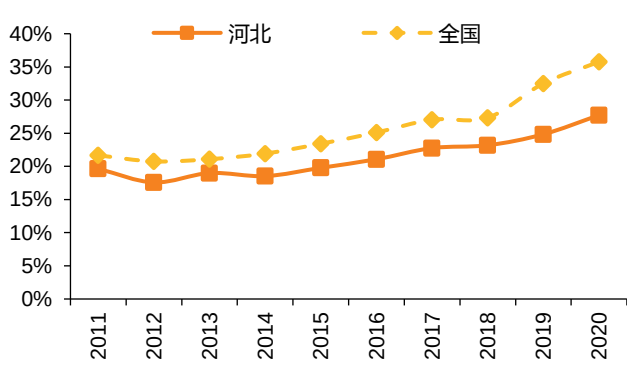
河北省固定资产投资主要以基建为主。2020 年基建投资占固定资产比重达 28%，近几年呈稳步提升趋势，其中交通运输基建占比达到 36%，同比增速达到 15.2%，21 年 1-5 月河北省水泥产量累计增速达 27%，排在全国各省及直辖市的第七位，高于全国平均水平（19%），反映需求端景气度较高。

图 12：2011-2020 年河北省及全国地产开发占固投比重



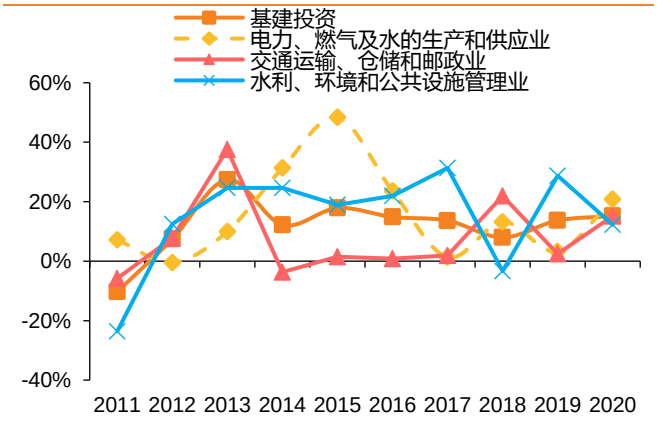
资料来源：统计局、天风证券研究所

图 13：2011-2020 河北省及全国基建占固定资产投资比重



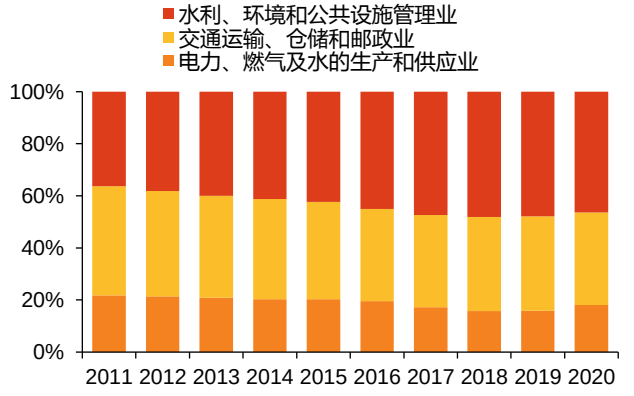
资料来源：统计局、天风证券研究所

图 14：2011-2020 年河北省各类基建投资增速



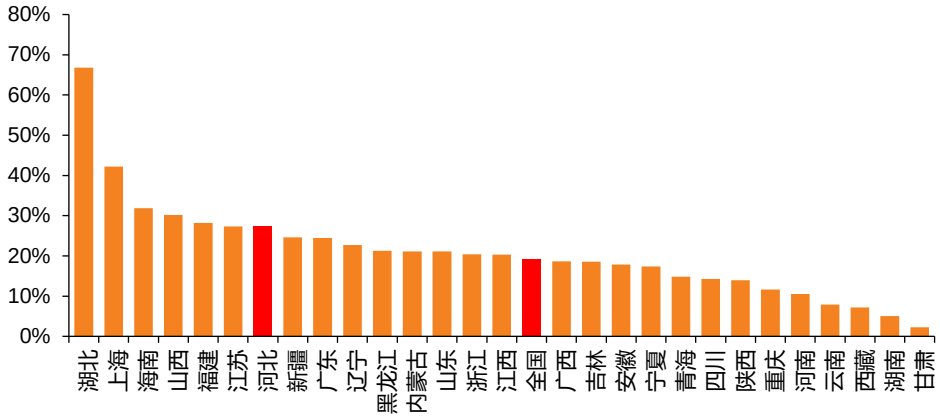
资料来源：统计局、天风证券研究所

图 15：2011-2020 年河北省各类基建投资占比



资料来源：统计局、天风证券研究所

图 16：2021 年 1-5 月全国各省份水泥产量同比增速



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

十四五期间河北省交通基建投资仍有较大潜力。《河北省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出加快建设交通强省，优化铁路运输通道布局，构建覆盖广泛、结构合理、便捷高效、绿色智能的现代化铁路网络，预计十四五期间完成交通基建投资 6000 亿元，其中轨道 1600 亿元，公路 3450 亿元，港口 400 亿元，民航 350 亿元，枢纽站场 200 亿元，相较于十三五计划基本持平。

表 1：河北省“十二五“、”十三五“以及”十四五“交通基建计划投资额

	“十二五”计划投资额（亿元）	“十三五”计划投资额（亿元）	十四五计划投资额（亿元）
轨道	3000	1600	2000
公路	2881	3450	3470
港口	484	400	280
民航	66	350	130
枢纽站场	0	200	120
总投资	6431	6000	6000

资料来源：河北省政府网站、天风证券研究所

21 年京津冀重点项目投资同比增长 11%，区域水泥需求仍有较好支撑。京津冀协同发展是国家重大发展战略之一，在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，要求继续推进京津冀协同发展，打造创新平台和新增长极。在五大城市群中，京津冀城市群 2020 年实现 GDP 约 88694 亿元，同比增长 2.2%，居五大城市群增速之首，2021 年京津冀公布重点项目投资共 1632 个，总投资规模达 41911 亿元，年度计划完成投资 7596 亿元，同比增长 11%，区域水泥需求仍有较好支撑。

表 2：2021 京津冀重点项目投资情况及同比增速

省份	2021 年投资项目数（个）	同比增速	2021 年总投资规模（亿元）	同比增速	2021 年计划完成投资（亿元）	同比增速	2020 年投资项目数（个）	2020 年总投资规模（亿元）	2020 年投资规模（亿元）
北京	300	0%	13000		2780	10%	300		2,523
天津	650	8%	17014	4.0%	2005	5%	602	16,360	1,910
河北	682	27%	11897	-36.8%	2811	17%	536	18,833	2,402
合计	**1,632**	**14%**	**41,911**		**7,596**	**11%**	**1,438**	**35,193**	**6,835**

资料来源：各政府网站、天风证券研究所

表 3：京津冀发展相关文件

时间	部门	文件	内容
2015/2/10	国务院	《京津冀协同发展规划纲要》	加强三省市产业发展规划衔接，制定京津冀产业指导目录，加快津冀承接平台建设，加强京津冀产业协作等。在交通一体化方面，构建以轨道交通为骨干的多节点、网格状、全覆盖的交通网络。
2015/3/15	国务院	《2015 年政府工作报告》	推进京津冀基础设施建设和区域协调发展，在交通一体化、生态环保、产业升级转移等方面取得实质性突破。
2017/4/1	国务院	《中共中央国务院关于设立河北雄安新区的通知》	设立雄安新区对于集中疏解北京非首都功能，探索人口经济密集地区优化开发新模式，调整优化京津冀城市布局和空间结构，培育创新驱动发展新引擎，具有重大意义。
2018/7/26	发改委	2018 京津冀协同发展论坛——五大重点任务推动京津冀协同发展	1. 疏解北京非首都功能。 2. 以高起点、高规划、高标准，规划和建设雄安新区。 3. 推进北京城市副中心规划建设，平稳有序推进北京市行政机构、事业单位向北京城市副中心的搬迁，推动北京城市副中心和廊坊北三县协同发展。 4. 调整优化京津冀地区的产业结构、能源结构，强化区域污染的联合防控治理，继续压减过剩产能。 5. 以交通一体化为重点，强化基础设施互联互通，提高京津冀地区交通一体化水平。
2018/11/29	国务院	《国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》	以疏解北京非首都功能为“牛鼻子”推动京津冀协同发展，调整区域经济结构和空间结构，推动河北雄安新区和北京城市副中心建设。
2020/10/29	国务院	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展，打造创新平台和新增长极。健全区域战略统筹、市场一体化发展、区域合作互助、区际利益补偿等机制，更好促进发达地区和欠发达地区、东中西部和东北地区共同发展。
2021/2/24	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	1.建设面向世界的京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 大国际性综合交通枢纽集群，在上述重点城市群率先建成城际铁路网。 2.加快构建 6 条主轴和 7 条走廊，加强京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 极的辐射作用。

资料来源：国务院、发改委、天风证券研究所

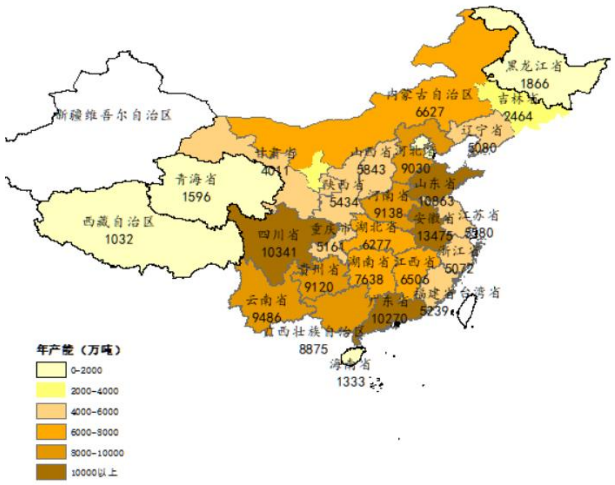
在京津冀一体化进程持续推进的同时，雄安新区建设也有望逐步贡献新的需求增量。1）参考长三角城市群、粤港澳大湾区的建设，均是以重点城市为核心，伴随多所城市组成的都市连绵区，而京津冀地区仅有京津构成双子星模式，其次的城市则多为三四线城市，中间出现断层，雄安新区的规划在战略上比肩浦东新区、深圳特区，有望与京津联合实现三足鼎立的局面，且京津冀一体化为雄安新区进一步建设铺路，随着高铁、城际等轨道建设推进、完成，雄安自身城市基建节奏有望逐步展开。

雄安新区现有开发程度较低，根据浦东新区建设经验判断起步期需 3-5 年，起步区面积 150 平方公里，中期需 8-10 年，中期面积 250 平方公里，远期 20 年左右基本建成，远期面积是 2000 平方公里，我们在《基建强预期下需重视的华北水泥龙头》中测算，判断随 19 年城区基建投资逐渐展开，预计带动水泥需求为 150-180 万吨，乐观假设下，三年年均对应水泥需求在 500-600 万吨，而实际建设速度或将逐步加快，2020 年雄安新区固定资产投资增速达 6.6 倍，21 年一季度继续增长 5.1 倍，拉动全省固定资产投资增长 6.1pct，冀东水泥预计今年雄安新区水泥需求量在 800 万吨，超过我们此前预期。

2.2. 供给端：金隅冀东一家独大，未来小企业有望加快出清，公司市占率将再提升

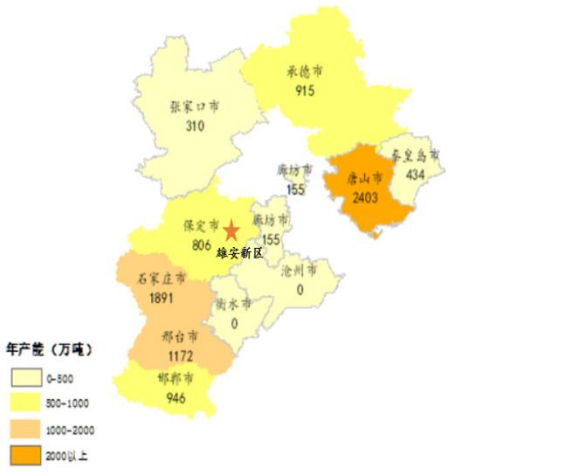
根据卓创资讯数据，截至 2020 年底，河北省共有水泥熟料产能 9030 万吨，产能主要分布在东北及西南地区，其中雄安新区周边共有保定、北京、天津地区的 12 条熟料生产线，其中保定 6 条，北京 4 条，天津 2 条，而北京、天津主要以供应本地需求为主，预计雄安新区水泥需求主要由保定产能来满足，冀东水泥在保定共有 4 条生产线，合计日产能达 18000 吨，区域市占率高达 69%。

图 17：2020 年全国熟料产能分布



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 18：2020 年河北地区熟料产能分布



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 4：雄安新区周边水泥生产线

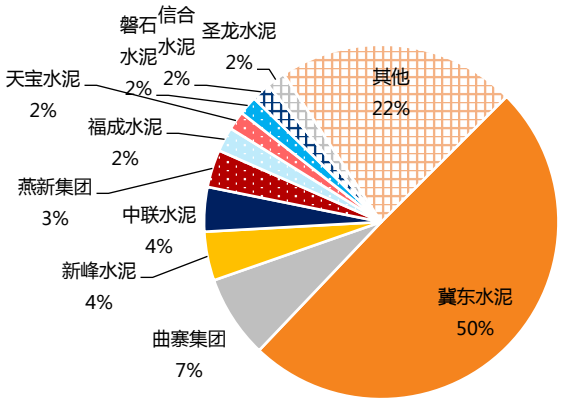
地点	所属集团	所属上市公司	熟料线产能（t/d）
河北保定	金隅冀东	冀东水泥	3000
河北保定	中国建材集团中联水泥	中国建材	3000
河北保定	京兰		5000
河北保定	金隅冀东	冀东水泥	5000
河北保定	金隅冀东	冀东水泥	5000
河北保定	金隅冀东	冀东水泥	5000
北京	金隅冀东	冀东水泥	2500
北京	金隅冀东	冀东水泥	3000
北京	金隅冀东	冀东水泥	2500
北京	金隅冀东	冀东水泥	2500
天津	金隅冀东	冀东水泥	2500
天津	金隅冀东	冀东水泥	2500

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

从产能集中度来看，河北省产能集中度不高，金隅冀东一家独大，未来市占率可能进一步提升。截至到 2020 年年底，河北地区 CR5 市占率达 69%，在全国排在中等水平，其中龙头冀东金隅一家独大，市占率达到 50%，拥有一定市场话语权，其他企业市占率均不足 10%，但由于区域小企业众多，对当地市场秩序也会产生一些影响。相比于大企业而言，小企业的成本管控能力差，环保配套设施欠缺，在煤价快速上涨背景下，水泥企业生产成本快速上涨，同时随着国家对节能环保要求逐渐加强，小企业的环保投入成本必然会上升，成本

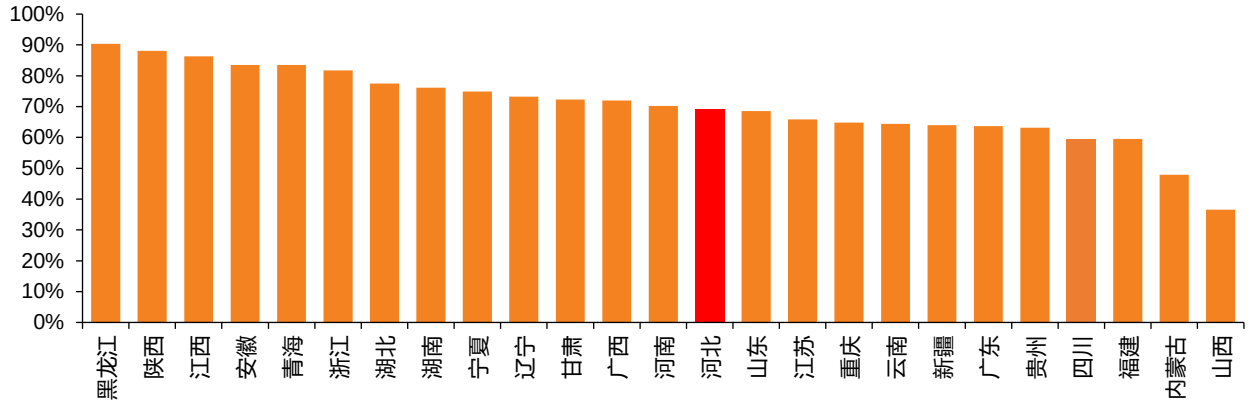
压力会进一步加大，我们预计未来区域小企业可能会加快出清，预计公司市占率将进一步提升。

图 19：2020 年河北地区各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 20：2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率



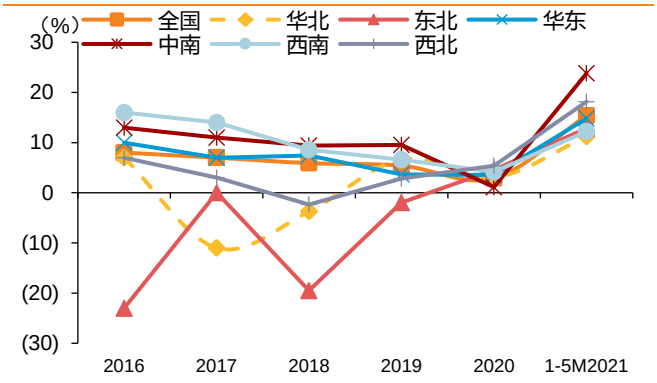
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.3. 华北水泥价格上半年保持坚挺，未来有望迎来新一轮上涨

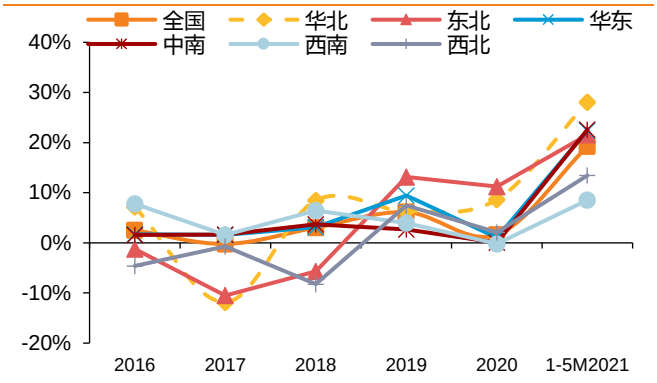
华北地区水泥价格自 2016 年开始持续上涨，我们认为一方面受益于国家供给侧改革，另一方面 18 年开始金隅冀东开启重组，使得行业供给格局进一步优化，同业竞争得到解决。2020 年华北地区固定自产投资增速 3%，高于全国平均水平，21 年 1-5 月达 11.2%，增速略低，但 1-5 月华北地区水泥产量同比实现 28%，在全国各区域居首位。上半年华北地区水泥价格保持坚挺，截至 7 月 16 日，时点价达 434 元/吨，同比仍高 11 元，仅次于东北。

图 21：2016 年-2021 年 5 月全国及各地区固投增速

图 22：2016 年-2021 年 5 月全国及各地区水泥增速

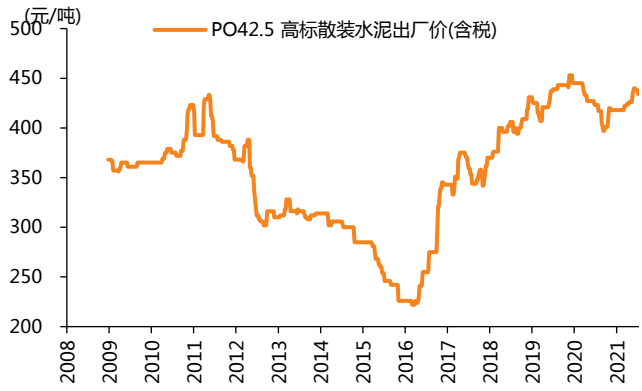


资料来源：Wind、天风证券研究所



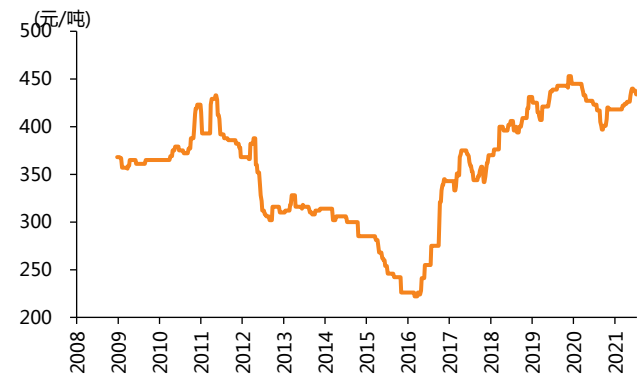
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 23：全国水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

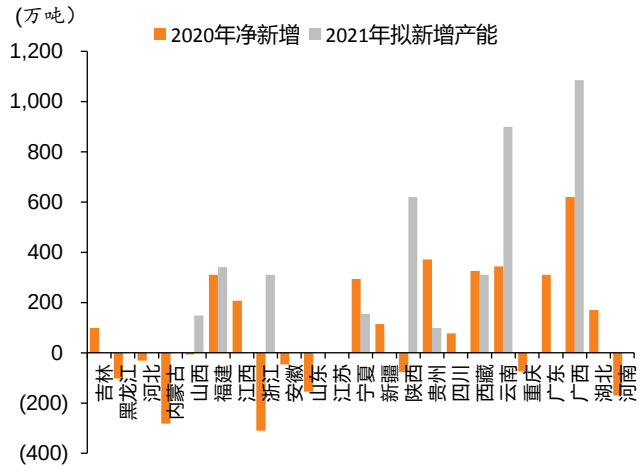
图 24：华北地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

华北地区水泥价格有望迎来新一轮增长。展望未来，在需求端，今年上半年受外部因素影响，区域固投增速较慢，我们认为下半年有望迎来快速恢复，中长期来看，我们认为在十四五期间，京津冀协同发展及雄安新区建设有望带动周边水泥需求增长，供给方面，产能管控可能逐渐趋严，区域新增产能将逐渐减少，同时随着小企业产能逐渐退出，区域集中度有望进一步提升，今年行业错峰生产更加严格，且企业间加强协同，自律停产，供需两端均有向好发展趋势，华北地区水泥价格有望迎来新一轮增长。

图 25：2020、2021 年各省份水泥熟料产能变动



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 26：京津冀协同发展规划

资料来源：中国日报网、天风证券研究所

3. 重组注入新动能，净利润将进一步增厚

3.1. 拟发行股份吸收合并合资公司，提升经营效率

16 年重组开启，二批资产重组于 19 年 3 月实施完毕。2016 年 4 月，金隅冀东战略重组启动，重组方案包括股权重组和两次资产重组。股权重组中，金隅集团以增资和存量股权收购的方式控股冀东集团，并间接控制冀东水泥，股权重组于 2016 年 10 月实施完毕。首批资产重组中，金隅集团以 10 家水泥子公司股权出资，冀东水泥以 22 家水泥子公司股权、分公司资产出资，双方共同组建由冀东水泥控股的合资公司，同时金隅集团将剩余 14 家水泥企业股权除所有权、收益权之外的权利委托冀东水泥管理，2018 年 7 月首次资产重组实施完毕。二批资产重组中，金隅集团、冀东水泥通过共同向合资公司增资以及冀东水泥直接现金收购相结合的方式，将金隅集团剩余 14 家水泥企业股权注入合资公司或冀东水泥，二批资产重组于 2019 年 3 月实施完毕。两批资产重组后，金隅集团全部水泥资产的控制权和日常经营管理均已交由冀东水泥负责，使得公司合并口径资产规模和经营业绩得到大幅度提升，为公司进一步做强做优做大打下坚实基础，但金隅集团仍保留了对合资公司 47.09%的参股股权。

拟发行股份吸收合并合资公司，重组进入收官阶段。2021 年 3 月 31 日公司发布公告，拟通过向金隅集团发行股份的方式，购买其所持合资公司 47.09%股权并吸收合并合资公司，交易对价约 136.2 亿元，合资公司 20 年实现收入 281 亿元，净利润 42.5 亿元，净利率达 15.1%，高于公司的 14.6%，盈利能力更强。同时公司拟向包括北京国管中心在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者以非公开发行股票方式募集配套资金，募集配套资金总额不超过 50 亿元，，且不超过发行股份吸收合并合资公司交易价格的 100%，股份发行数量不超过发行前公司总股本的 30%，我们认为此次重组有助于公司精简管理架构，提升管理效率，优化水泥业务布局，同时合资公司的盈利能力更强，资产质量较高，将助力公司主业做大做强，公司的归母净利润将大幅提高。假设募集配套资金股份发行数量为交易前公司总股本的 30%，不考虑公司剩余可转换公司债券转股的影响，本次交易完成后金隅集团对公司直接持股比例预计达到 40.39%，冀东集团对公司持股比例将变为 15.77%，金隅集团直接、间接合计控制冀东水泥 56.16%的股份，金隅集团成为公司控股股东，公司最终实际控制人仍为北京市国资委。

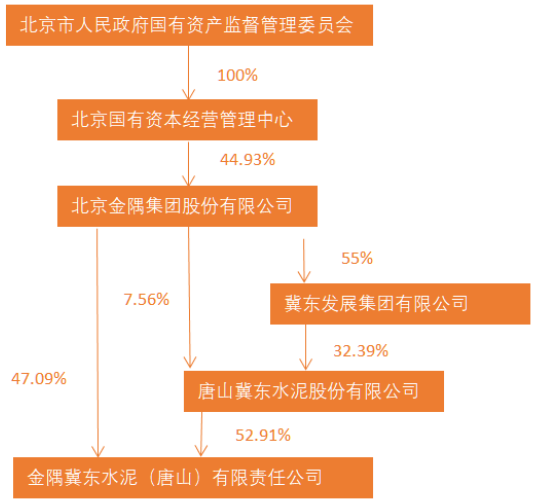
表 5：股权变动情况

日期	股权变动情况	内容
2016/4/15	金隅集团与唐山市国资委签订《合作框架协议》	战略重组拉开帷幕，重组方案设计为股权重组和资产重组两部分。其中股权重组旨在由金隅集团取得冀东发展集团控制权，资产重组旨在解决水泥业务整合。两部分同时推进，互不构成前提条件，以免造成两部分执行中不确定因素叠加影响，增加执行风险。
2016/10/11	母公司冀东发展集团完成工商注册变更	金隅集团成为冀东发展集团的控股股东，持有冀东发展集团 55%的股份，间接持股冀东水泥，股权重组实施完毕。
2017/12/29	第一次资产重组	为解决同业竞争难题，金隅集团拟以所持有的 10 家公司的股权出资，冀东水泥拟以所持有的 20 家公司的股权及 2 家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司，冀东水泥拥有合资公司控股权。
2018/6/1	合资公司完成设立登记	注册资本 30 亿元整，冀东水泥持有合资公司 52.91%股权，金隅集团持有合资公司 47.09%股权，有效改善双方同业竞争状况。
2019/1/10	第二次资产重组	二批资产重组方案公告，金隅集团以 7 家子公司的股权出资，冀东水泥以 5 家子公司的股权和 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司增资，增资后持股比例保持不变；冀东水泥以 15.37 亿元现金收购金隅集团剩下 7 家水泥子公司，金隅集团全部水泥业务由冀东水泥统一经营管理，彻底解决双方同业竞争的状况。

2021/3/31	第三次资产重组	冀东水泥拟通过向控股股东金隅集团发行股份的方式，购买其所持金隅冀东 47.09%股权，交易对价为 136 亿元。交易完成后金隅集团对公司直接持股比例将达到 40.39%，冀东集团对公司持股比例将变为 15.77%，金隅集团直接、间接合计控制冀东水泥 56.16%的股份，有利于精简股权层级，提高管理效率

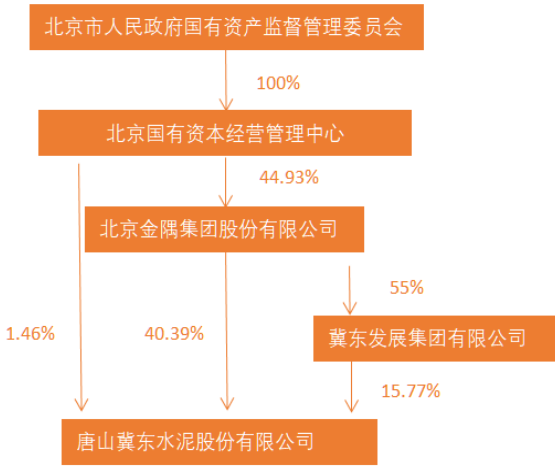
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 27：冀东水泥股权结构（2021 年股权重组前）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

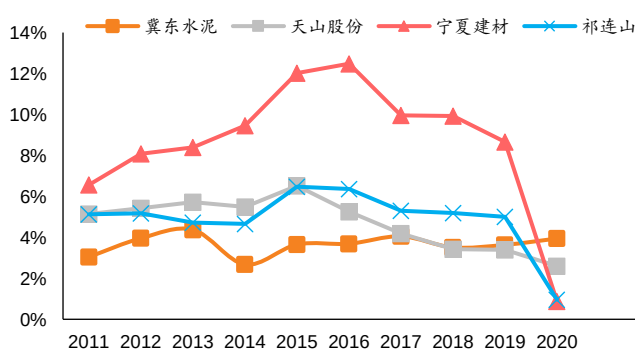
图 28：冀东水泥股权结构（2021 年股权重组后）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

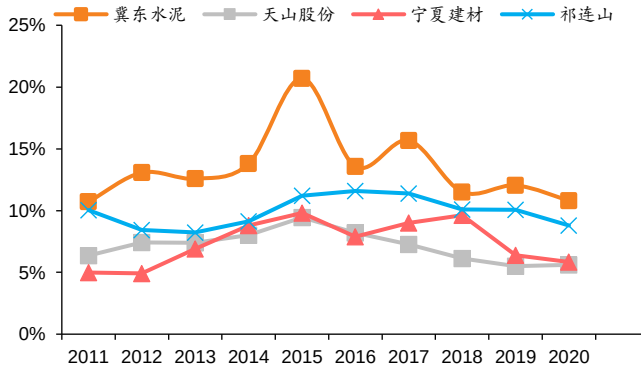
重组有望带来费用率下降。公司 20 年期间费用率达 18%，和北方其他水泥公司相比，费用率仍然较高。通过拆分我们发现，公司销售费用率保持稳定低水平，维持在 4%左右，大多数年份低于其他公司（宁夏建材和祁连山 2020 年销售费用率大幅下降主要是由于会计政策变更将部分销售费用调整至营业成本），而管理费用和财务费用明显高于可比公司。2020 年公司管理费用率为 11%，虽然自 2016 年公司重组之后管理费用率有所改善，但仍然处于较高水平，预计此次重组后，管理效率提升有望进一步带来费用率水平的下降。20 年公司财务费用率为 2.5%，自 2015 年以来改善明显，降幅达 10pct，但目前仍高于可比公司 1-2pct，主要因利息支出较多，未来仍有下降空间。

图 29：不同公司销售费用率比较



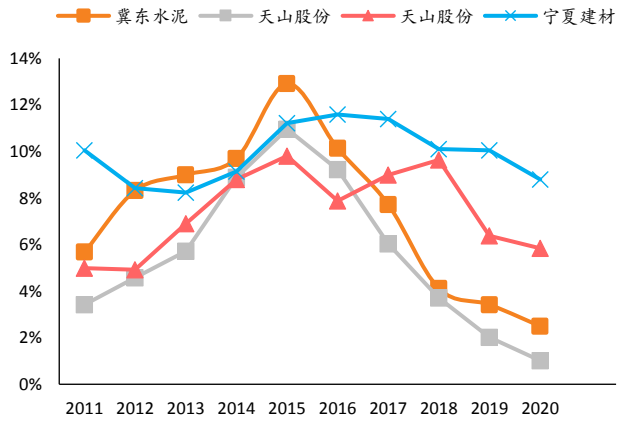
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：不同公司管理费用率比较



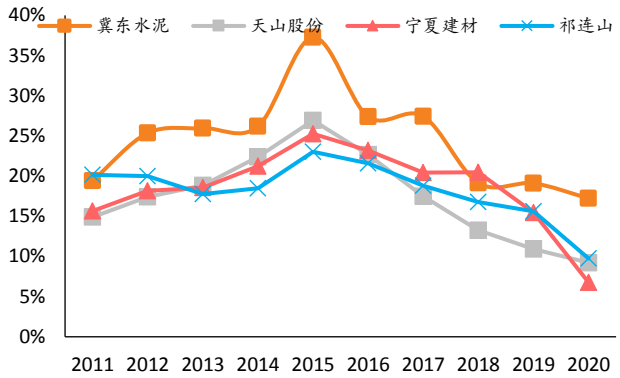
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：不同公司财务费用比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：不同公司期间费用率比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 募集不超 50 亿配套资金，优化资本结构，降低财务费用

募集资金缓解财务压力。本次募集配套资金总额不超过 50 亿元，发行对象为包括北京国管中心在内的不超过 35 名特定投资者，本次募集资金主要用于生产线搬迁和建设，以及补充流动资金和偿还债务，其中用于补充流动资金与偿还债务的资金为 20 亿元，有望进一步降低财务费用，提高公司的盈利能力。

表 6：募集资金用途

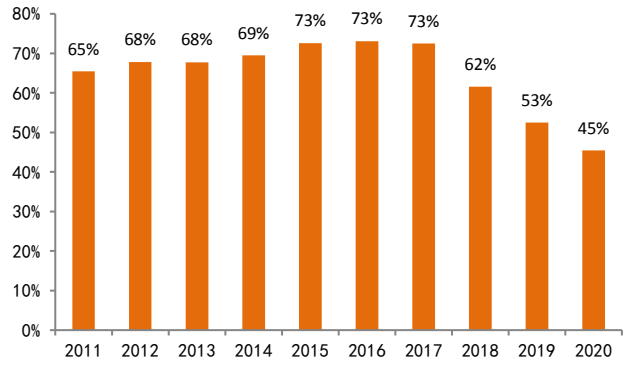
	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	2×4500t/d 水泥窑协同处置固废生产线搬迁项目	212,546.89	200,000.00
2	日产 4500 吨水泥熟料生产线建设项目	141,801.96	100,000.00
3	补充流动资金和偿还债务	200,000.00	200,000.00
合计		554,348.85	500,000.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

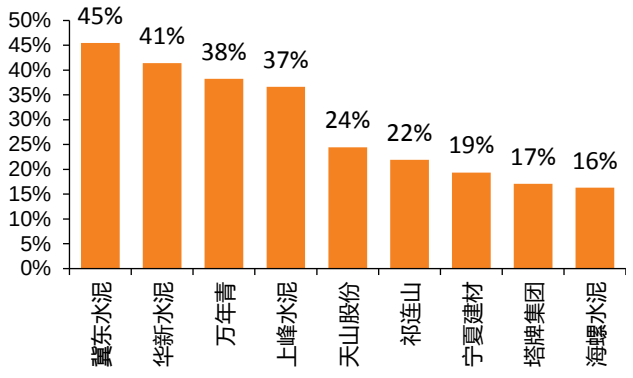
资本结构持续优化，财务费用有望节约 1.4 亿元。2015-2017 年公司资产负债率高达 70%以上，在同业水泥公司中处于较高水平，自金隅冀东重组以来，公司资产负债率开始出现向下拐点，近两年持续下降，截至 20 年底，已降至 45%，较 17 年降低 28pct。公司 20 年底有息负债达 141 亿元，同比下降 24 亿元，达到近十年的新低，我们测算 20 年公司资金成本约 6.9%，主要因公司前期融资成本较高，18 年发行的永续债利率为 6.8%，而公司 2021 年发行的 10 亿公司债票面利率仅为 3.67%，公司未来或通过对永续债进行偿还或利用低成本资金置换高成本资金，财务费用将进一步下降，假设公司募集资金中的 20 亿元全部用来偿还有息负债，按照 20 年资金成本进行计算，预计将节约财务费用 1.4 亿元。

图 33：冀东水泥历年资产负债率变化

图 34： 2020 年各水泥企业资产负债率情况

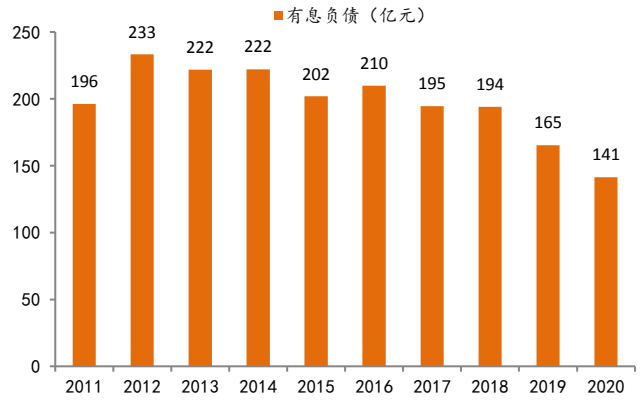


资料来源：Wind、天风证券研究所



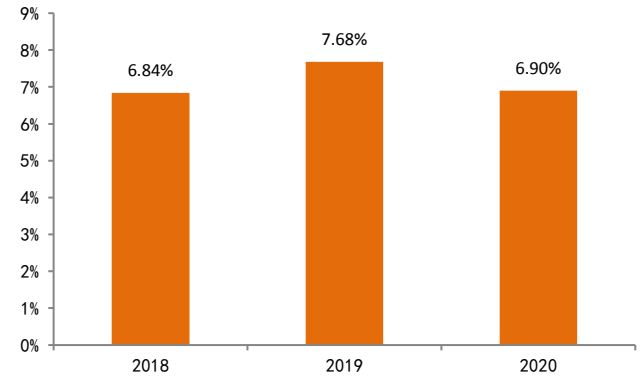
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：冀东水泥有息负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

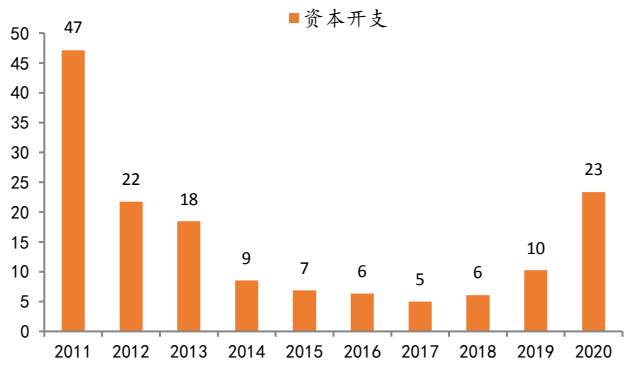
图 36：冀东水泥资金成本测算



资料来源：Wind、天风证券研究所

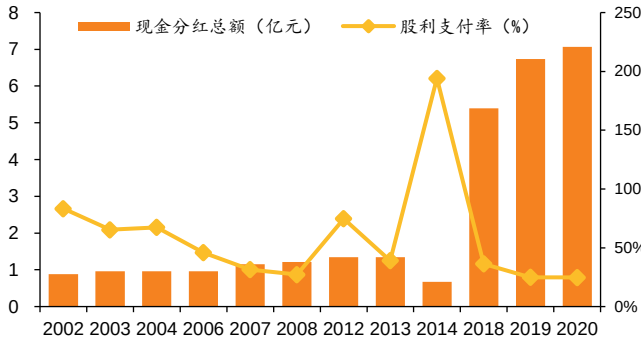
现金流充沛，分红率仍有较大提升空间。2011 年后国家严控水泥产能盲目扩张，公司产能扩张力度减小，资本开支自 2011 年开始逐渐下降，16-18 年维持在 5-6 亿的水平。19、20 年公司资本开支有所上涨，主要系铜川万吨线产能的建设带来较多资金需求，且随着项目在 21 年逐渐完工，后续资本开支将会下降。18 年起公司分红逐渐增长，20 年现金分红达 7 亿元，考虑到公司经营性现金流逐年增长，近两年稳定在 80 亿元水平，且后续资本支出有望下降，公司分红率仍有较大的提升空间。

图 37：2011-2020 年公司资本开支（亿元）



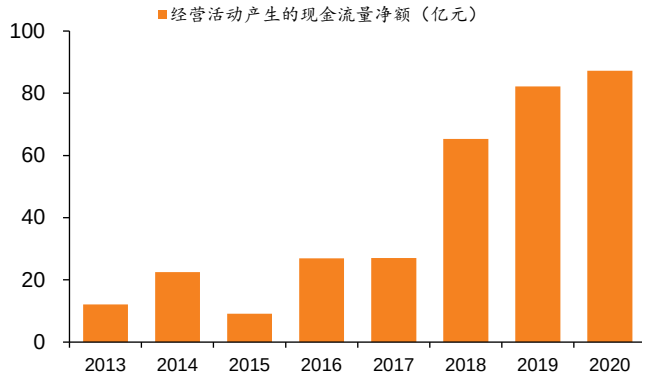
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：2002-2020 年公司分红金额及分红率



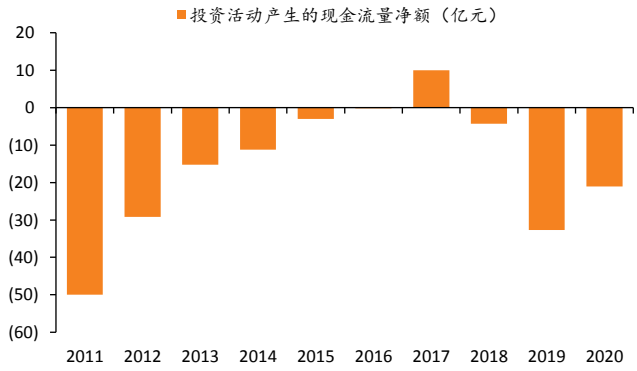
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：公司经营性现金流量净额与同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：公司投资活动产生的现金流量净额与同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 盈利预测

公司 20 年水泥及熟料主业同比增长 2.8%，主要受疫情影响，需求有所下滑，预计 21 年迎来好转。我们认为受益于京津冀一体化发展及雄安新区建设，华北地区水泥需求仍较为乐观，同时随着环保趋严及碳减排要求下节能改造投入增加，小企业生产成本可能逐步增加，公司市占率有望进一步提升，预计公司水泥及熟料销量未来几年稳中有增，带动收入小幅增长，毛利率预计在 35%上下小幅波动。另外公司加大危废固废处置、骨料等业务发展力度，20 年收入增速分别为 10.5%/26.1%，未来有望继续保持较快增长，预计两项业务未来三年平均增速分别为 15%/20%，我们预计未来市场竞争可能有所加剧，毛利率稳中小降，预计 21-23 年危废业务毛利率为 47%/43%/40%，骨料业务毛利率为 43.8%/43%/40%。

表 7：各项业务收入及毛利率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥及熟料					
收入（百万元）	30,360	30,804	35,301	36,446	37,301
YoY	9.7%	2.8%	14.2%	4.3%	3.6%
毛利率	36.6%	34.1%	35.5%	34.0%	34.7%
危废固废处置					
收入（百万元）	1,589	1,756	2,019	2,322	2,670
YoY	28.9%	10.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	47%	47%	47%	43%	40%
骨料					
收入（百万元）	744	939	1,126	1,352	1,622
YoY		26.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	45.0%	43.8%	43.8%	43.0%	40.0%
其他					
收入（百万元）	2,559	1,982	2,061	2,123	2,165
YoY	27.3%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%
毛利率	36.7%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司 21 年 Q1 收入再创新高，实现 51 亿元，同比增长 64.4%，但因毛利率同比下滑较多，净利润仍未实现转正，实现归母净利润-5149 万元，较去年同期减亏 22948 万元，公司 7 月 14 日晚发布半年度业绩预告，预计 2021 年上半年实现归母净利润 12-13 亿元，同比增长 20%-30%，主要是随着新冠疫情得到有效控制，公司水泥和熟料综合销量同比上升，持续加强费用管控，期间费用同比下降，公司水泥和熟料综合销量约为 4800 万吨，同比增加约 14%。我们认为华北地区水泥需求仍有增长空间，公司水泥主业有望保持稳健增长，同时加快危废固废处理、骨料等业务发展，培育新的增长极，预计 21-23 年归母净利润预测 33.67/36.71/41.10 亿元，参考可比公司估值，考虑到重组后公司盈利能力有望进一步提升，给予公司 21 年 7 倍目标 PE，对应目标价 16.66 元，维持“增持”评级。

表 8：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	当前价格（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600720.SH	祁连山	81	10.37	1.59	1.85	2.3	2.5	6.5	5.6	4.5	4.1
600585.SH	海螺水泥	2,030	38.31	6.34	6.63	6.95	7.21	6.0	5.8	5.5	5.3
000877.SZ	天山股份	139	13.27	1.56	1.45	1.85	2.04	8.5	9.2	7.2	6.5
平均值								7.0	6.8	5.7	5.3
000401.SZ	冀东水泥	173	12.21	1.91	2.02	2.38	2.60	6.4	6.1	5.1	4.7

注：数据截至 20210720 收盘，除冀东水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,979.05	5,896.55	3,240.56	8,851.41	23,915.76
应收票据及应收账款	6,668.59	2,189.74	15,472.52	7,441.37	7,975.63
预付账款	701.47	1,133.77	452.36	1,284.15	596.16
存货	2,872.35	2,706.98	2,660.83	3,369.75	2,435.14
其他	1,185.52	4,041.59	3,022.82	2,306.81	3,728.27
流动资产合计	**17,406.97**	**15,968.63**	**24,849.08**	**23,253.49**	**38,650.96**
长期股权投资	1,765.73	1,779.61	1,779.61	1,779.61	1,779.61
固定资产	32,615.94	31,336.99	30,306.42	29,034.58	27,604.96
在建工程	785.97	1,519.56	947.74	616.64	399.99
无形资产	5,208.18	5,384.36	5,126.15	4,867.94	4,609.74
其他	2,950.71	2,958.15	2,780.24	2,635.18	2,427.98
非流动资产合计	**43,326.52**	**42,978.66**	**40,940.16**	**38,933.95**	**36,822.27**
资产总计	**60,733.50**	**58,947.30**	**65,789.24**	**62,187.44**	**75,473.23**
短期借款	7,600.84	2,345.89	4,031.62	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,106.10	4,292.13	10,108.11	4,438.71	9,345.03
其他	9,702.04	7,125.82	10,972.16	8,337.86	10,314.30
流动负债合计	**22,408.98**	**13,763.85**	**25,111.89**	**12,776.57**	**19,659.33**
长期借款	2,375.00	4,389.28	0.00	2,500.00	2,500.00
应付债券	3,491.30	5,836.51	3,680.24	4,336.02	4,617.59
其他	3,620.25	2,808.29	3,283.30	3,237.28	3,109.63
非流动负债合计	**9,486.55**	**13,034.08**	**6,963.54**	**10,073.30**	**10,227.21**
负债合计	**31,895.53**	**26,797.93**	**32,075.43**	**22,849.87**	**29,886.54**
少数股东权益	13,486.83	14,438.36	16,951.82	19,864.37	23,094.44
股本	1,347.52	1,347.52	1,413.65	1,413.65	1,413.65
资本公积	3,329.43	3,248.13	3,248.13	3,248.13	3,248.13
留存收益	11,056.71	12,947.66	15,348.34	18,059.55	21,078.60
其他	(382.53)	167.71	(3,248.13)	(3,248.13)	(3,248.13)
股东权益合计	**28,837.96**	**32,149.37**	**33,713.81**	**39,337.57**	**45,586.69**
负债和股东权益总计	**60,733.50**	**58,947.30**	**65,789.24**	**62,187.44**	**75,473.23**

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,904.62	5,183.67	3,366.85	3,671.18	4,110.27
折旧摊销	3,199.94	3,236.30	1,920.60	1,941.15	1,954.48
财务费用	1,269.30	976.33	753.79	582.01	322.24
投资损失	(345.97)	(439.75)	(277.00)	(143.00)	(241.00)
营运资金变动	516.99	(3,787.94)	(2,500.06)	(643.68)	6,819.10
其它	(1,325.78)	3,559.57	2,652.15	2,957.65	3,304.19
经营活动现金流	**8,219.10**	**8,728.18**	**5,916.33**	**8,365.31**	**16,269.29**
资本支出	9,426.52	3,520.75	(415.01)	126.02	177.66
长期投资	423.89	13.88	0.00	0.00	0.00
其他	(13,117.90)	(5,639.40)	619.21	(54.49)	11.92
投资活动现金流	**(3,267.50)**	**(2,104.77)**	**204.20**	**71.53**	**189.58**
债权融资	16,534.81	14,145.28	10,570.71	9,336.05	9,428.42
股权融资	(2,427.29)	(493.24)	(4,098.68)	(577.20)	(317.43)
其他	(23,143.05)	(20,394.58)	(15,248.55)	(11,584.85)	(10,505.50)
筹资活动现金流	**(9,035.53)**	**(6,742.55)**	**(8,776.52)**	**(2,826.00)**	**(1,394.52)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(4,083.93)**	**(119.14)**	**(2,655.99)**	**5,610.85**	**15,064.35**

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**34,507.03**	**35,479.63**	**40,507.01**	**42,242.17**	**43,758.59**
营业成本	21,715.56	23,056.55	25,689.57	26,752.63	27,350.17
营业税金及附加	535.84	518.17	608.08	635.68	651.49
营业费用	1,253.75	1,399.17	1,579.77	1,605.20	1,662.83
管理费用	4,156.39	3,830.61	4,253.24	4,139.73	4,288.34
研发费用	71.88	97.19	110.97	115.72	119.87
财务费用	1,180.16	885.69	753.79	582.01	322.24
资产减值损失	(259.40)	(31.56)	(62.79)	(117.92)	(70.76)
公允价值变动收益	23.39	0.00	6.40	(4.27)	0.71
投资净收益	345.97	439.75	277.00	143.00	241.00
其他	(823.58)	(1,471.31)	(566.80)	(277.47)	(483.42)
营业利润	**6,307.08**	**6,755.37**	**7,857.78**	**8,667.85**	**9,676.11**
营业外收入	111.78	88.25	79.13	93.05	86.81
营业外支出	164.84	90.89	104.33	120.02	105.08
利润总额	**6,254.02**	**6,752.73**	**7,832.57**	**8,640.88**	**9,657.84**
所得税	1,349.39	1,569.06	1,819.97	2,007.79	2,244.09
净利润	**4,904.62**	**5,183.67**	**6,012.60**	**6,633.09**	**7,413.75**
少数股东损益	2,204.04	2,333.66	2,645.75	2,961.92	3,303.48
归属于母公司净利润	**2,700.59**	**2,850.01**	**3,366.85**	**3,671.18**	**4,110.27**
每股收益（元）	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.86%	2.82%	14.17%	4.28%	3.59%
营业利润	83.56%	7.11%	16.32%	10.31%	11.63%
归属于母公司净利润	82.07%	5.53%	18.13%	9.04%	11.96%
获利能力					
毛利率	37.07%	35.01%	36.58%	36.67%	37.50%
净利率	7.83%	8.03%	8.31%	8.69%	9.39%
ROE	17.59%	16.09%	20.09%	18.85%	18.27%
ROIC	18.58%	15.96%	17.51%	18.41%	20.47%
偿债能力					
资产负债率	52.52%	45.46%	48.75%	36.74%	39.60%
净负债率	36.60%	25.66%	21.74%	1.23%	-31.78%
流动比率	0.78	1.16	0.99	1.82	1.97
速动比率	0.65	0.96	0.88	1.56	1.84
营运能力					
应收账款周转率	3.72	8.01	4.59	3.69	5.68
存货周转率	14.10	12.72	15.09	14.01	15.08
总资产周转率	0.56	0.59	0.65	0.66	0.64
每股指标（元）					
每股收益	1.91	2.02	2.38	2.60	2.91
每股经营现金流	5.81	6.17	4.19	5.92	11.51
每股净资产	10.86	12.53	11.86	13.78	15.91
估值比率					
市盈率	6.46	6.13	5.19	4.76	4.25
市净率	1.14	0.99	1.04	0.90	0.78
EV/EBITDA	4.20	3.83	3.73	3.17	2.00
EV/EBIT	5.93	5.47	4.56	3.84	2.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com