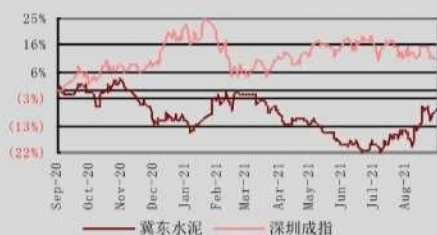


002080.SZ
增持

价格: 人民币 25.47

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.9	2.2	17.2	37.2
相对新华富时 A50 指数	9.9	9.3	19.4	30.0

发行股数(百万)	1,678
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	42,742
3个月日均交易额(人民币 百万)	540
净负债比率(%)	
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	60

 资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券
 以 2021 年 9 月 24 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑材料
证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

冀东水泥

华北龙头整合至尾声, 区域需求提升受益明显

公司是华北水泥龙头, 历时五年重组逐步进入尾声, 公司区域龙头地位进一步巩固。随着“京津冀协同发展”以及雄安新区建设逐步进入高峰, 公司作为区域龙头将充分受益。

支撑评级的要点

- **冀东金隅重组进入尾声, 华北水泥巨无霸呼之欲出:** 公司是华北水泥龙头, 实控人为北京国资委。历时 5 年的重组进入尾声, 具体分为三个阶段: 第一阶段是 2016 年股权重组, 金隅集团收购公司股份成为控股股东, 实控人变为北京国资委; 第二阶段是 2017 年底开始的资产重组, 双方成立合资公司并向其注入旗下子公司, 冀东水泥持有合资公司 52.9% 股份; 第三阶段冀东水泥收购金隅集团持有的合资公司剩余股权。收购完成后同业竞争问题彻底解决, 冀东将成为华北绝对龙头。
- **华北是公司主要布局区域, 业务规模较大, 成本费用水平稍高:** 2020 年公司收入 354.8 亿, 利润 28.5 亿; 水泥熟料收入占比 80% 以上; 熟料产能 1.01 亿吨, 其中河北省 4,764.7 万吨。2020 年公司水泥熟料销量 1.07 亿吨, 吨成本 189.2 元, 吨费用 51.0 元, 吨成本费用水平相比同行偏高。
- **冀东金隅产能供给在河北一家独大, 格局有望进一步改善:** 金隅冀东在河北省乃至华北地区产能都有明显的优势。公司在河北省内产能 4,764.7 万吨, 占有率 49.4%; 华北地区产能 7,009.1 万吨, 占有率 30.6%。2021 年河北省内新增熟料产能有限。随着双碳目标提出以及煤价快速上涨, 中小企业生存压力提升, 加速出清, 利于头部企业占有率提升。
- **“京津冀协同发展”以及雄安新区建设支撑区域需求:** 2021 年京津冀重点项目合计计划完成投资 7,596 亿元, 同增 11.1%。2021 年是雄安新区成立第五年, 预计建设强度会在接下来年份逐步进入高峰, 河北省内水泥需求将在未来 3-5 年内有较强保障。公司作为华北龙头, 受益显著。

估值

- 参考公司中报表现以及华北区域景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 393.0、418.6、440.0 亿元, 归母净利润分别为 30.0、36.9、42.2 亿元; EPS 分别为 2.12、2.61、2.98 元。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 京津冀建设不及预期, 煤炭价格大幅提升, 雄安新区建设不及预期

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	34,507	35,480	39,304	41,856	43,998
变动(%)	12	3	11	6	5
净利润(人民币 百万)	2,701	2,850	3,002	3,689	4,216
全面摊薄每股收益(人民币)	1.910	2.016	2.124	2.610	2.983
变动(%)	82.0	5.5	5.3	22.9	14.3
市场预期每股收益			2.230	2.510	2.820
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	7.1	6.8	5.5	4.8
价格/每股现金流量(倍)	4.1	3.1	2.1	2.0	1.7
每股现金流量(人民币)	3.50	4.69	6.88	7.34	8.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9
每股股息(人民币)	1.14	1.61	0.67	0.82	0.94
股息率(%)	8.0	11.2	4.7	5.7	6.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

三阶段重组打造华北水泥巨无霸

四十年发展铸就今日冀东，华北地区水泥龙头难以撼动：公司前身是1980年河北省政府建立的冀东水泥厂。1994年，唐山冀东水泥股份有限公司成立，1996年在深交所挂牌上市。2001年公司开始“三北计划”陆续进军吉林、山西、陕西、内蒙古等省份；2008年公司开始向南部省份布局，陆续进军重庆、山东、河南等省份。2016年公司启动与金隅股份重组计划。金隅股份前身为1955年成立的北京市建材工业管理局，1984年改制为北京市建筑材料总公司，后经过多次改制更名，2003年直属于北京国资委。冀东和金隅重组分为三阶段，目前基本结束，同业竞争问题将彻底解决，冀东水泥在华北地区水泥龙头地位难以撼动。

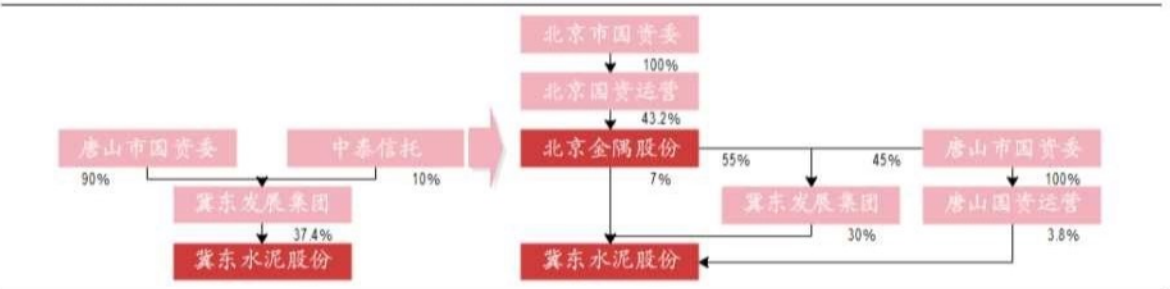
图表 1. 冀东水泥和金隅集团历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

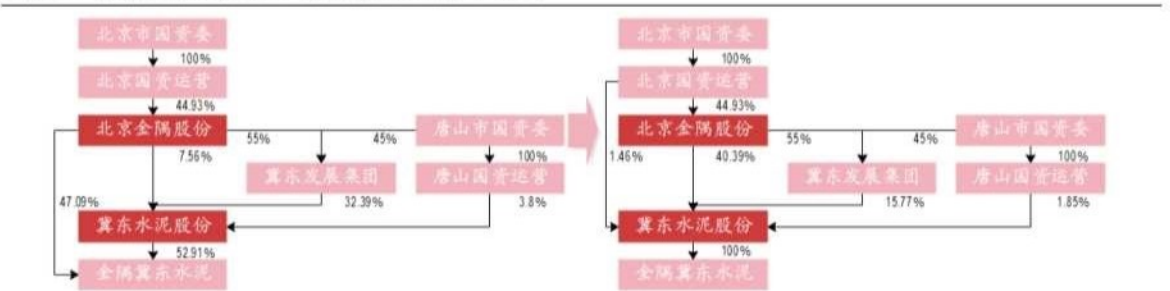
重组第一阶段：股权重组，冀东水泥实控人变更为北京国资委：冀东水泥和金隅集团的重组分为三个阶段，第一阶段为2016年股权重组。金隅集团通过认购冀东水泥母公司冀东发展新增注册资本和中泰信托持有的冀东发展股份，持有冀东发展55%股份成为其控股股东，冀东水泥实控人由唐山国资委变为北京国资委。至此金隅集团直接持有冀东水泥7%股份，通过冀东发展持有30%股份。

图表 2. 冀东金隅重组第一阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 冀东金隅重组第三阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

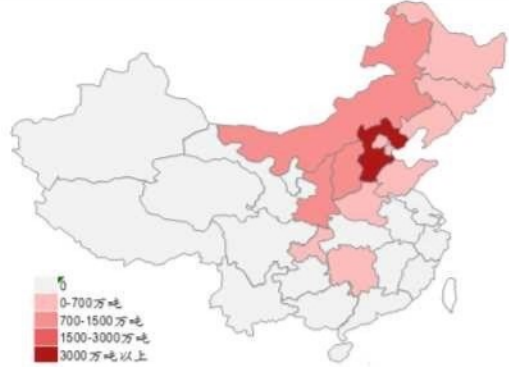
重组第二阶段：资产重组，分两阶段进行，冀东水泥为合资公司控股股东：资产重组分为两阶段，第一阶段始于2017年12月，双方成立合资公司金隅冀东水泥，冀东水泥将持有的20家子公司和2家分公司注入合资公司，估值82.1亿；金隅集团将持有的10家子公司注入合资公司，估值73.1亿；冀东水泥持有合资公司52.9%股权。第二阶段始于2019年1月，冀东现金收购金隅集团7家子公司股权，同时将持有的5家子公司注入合资公司；金隅集团将持有的7家子公司注入合资公司。冀东继续持有合资公司52.9%股权。

图表 4. 2015 年重组前冀东水泥产能分布



资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2020 年重组后冀东金隅产能分布



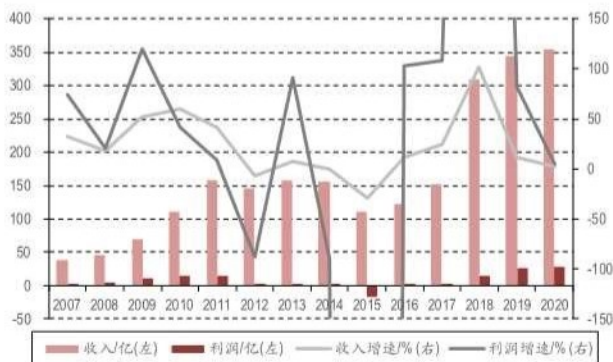
资料来源：公司年报，中银证券

重组第三阶段：股权重组，冀东水泥完全吸收合并合资公司：重组第三阶段是股权重组，始于2021年4月，冀东水泥向金隅集团发行股份购买其持有的合资公司47.09%股权吸收合并合资公司，同时向北京国资运营管理公司等投资者非公开发行股权募集配套资金。重组完成后冀东水泥将完全控股合资公司金隅冀东，目前重组按计划进行中，同业竞争问题将得到彻底解决。金隅冀东的重组打造了华北水泥巨无霸，龙头地位难以撼动，冀东水泥自身产能相比重组前将明显增加。据中国水泥网，2020年冀东水泥熟料产能达到1.01亿吨，其中河北省内达到4,764.7万吨，产能占有率49.4%。

北方水泥龙头，近年销量利润情况明显提升

利润波动水平相对较大，近年来盈利能力与现金流有所改善：2006-2020年，公司收入从29.1亿元增长至354.8亿元，CAGR为19.6%；利润从2.1亿元增长至28.5亿元，CAGR为20.5%。上市二十余年来，业绩保持增长，相比海螺水泥，公司现金流和盈利能力水平波动较大。近年来随着行业格局改善以及雄安新区建设，公司盈利能力有所提升，2020年ROE达到8.9%；自由现金流也有所提升，2018-2020年公司自由现金流稳定在50-65亿元之间，相比以往年份有明显改善。

图表 6. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

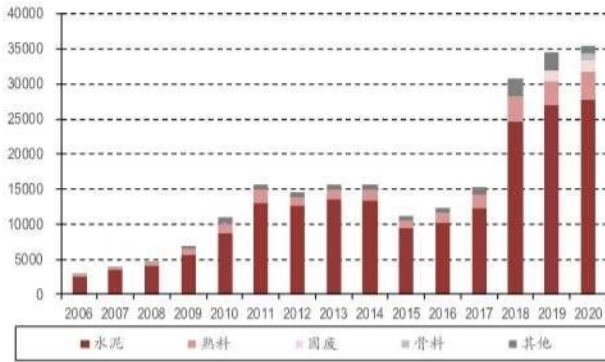
图表 7. 公司盈利能力与现金创造能力强大



资料来源：公司年报，中银证券

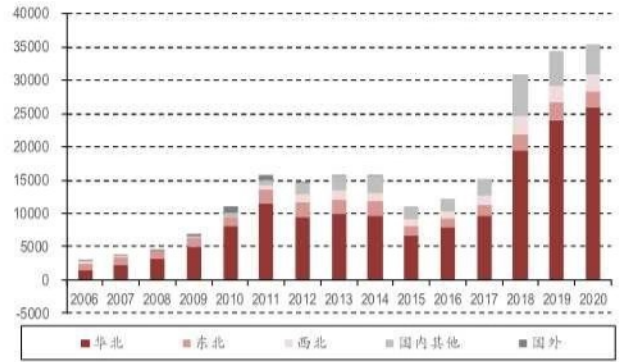
主营水泥与熟料、深耕华北地区：水泥及熟料为公司主营业务，收入占比80%以上；2019和2020年公司分别新披露危废处置和骨料业务收入。2020年公司水泥熟料共营收308.0亿，危废处置营收17.6亿，骨料营收9.4亿；收入占比分别为88.1%、4.1%与2.3%。公司主要深耕华北地区，2020年华北收入占比73.4%。公司早在2000年就提出“三北战略”：扩大华北、挺进东北、开拓西北；后来公司跳出三北战略布局西南与华中，目前公司产能布局仍以华北为主，西北、东北、西南、华中地区营收规模相当。

图表 8. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料 (单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

产能集中在河北、山西、陕西、内蒙古、重庆、吉林也有较多产能投放：据中国水泥网，重组后的冀东金隅熟料产能稳定在1亿吨左右，在国内仅次于中国建材和海螺水泥。从区域布局来看，公司在河北省有4,764.7万吨产能；陕西和山西省也超过1,000万吨，产能分别为1,193.5万吨和1,085万吨。公司在内蒙古、重庆、吉林等省份也有较多熟料产能投放，均超过400万吨。

图表 10. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位:万吨)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
冀东	河北	1,432.2	2,300.2	2,514.1	2,762.1	2,762.1	2,762.1	2,762.1	2,684.6	2,684.6
冀东	山西	496.0	728.5	818.4	781.2	713.0	713.0	713.0	713.0	713.0
冀东	内蒙古	486.7	719.2	620.0	719.2	719.2	719.2	719.2	719.2	719.2
冀东	辽宁	248.0	232.5	201.5	217.0	201.5	201.5	201.5	201.5	201.5
冀东	吉林	334.8	440.2	465.0	378.2	387.5	387.5	387.5	387.5	387.5
冀东	黑龙江									223.2
冀东	山东	223.2	223.2	223.2	223.2	223.2	223.2	223.2	223.2	223.2
冀东	湖南	139.5	139.5	139.5	155.0	155.0	155.0	155.0	139.5	139.5
冀东	重庆	492.9	492.9	492.9	508.4	508.4	508.4	508.4	508.4	508.4
冀东	陕西	1,038.5	1,271.0	1,240.0	1,271.0	1,286.5	1,286.5	1,286.5	1,193.5	1,193.5
金隅	北京	530.1	554.9	570.4	489.8	393.7	393.7	300.7	285.2	285.2
金隅	天津	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0
金隅	河北	1,581.0	1,878.6	2,111.1	2,002.6	2,095.6	2,095.6	2,095.6	2,080.1	2,080.1
金隅	山西	176.7	378.2	378.2	378.2	378.2	378.2	378.2	372.0	372.0
金隅	吉林		77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
金隅	黑龙江	37.2								
金隅	河南		155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0

资料来源：中国水泥网，中银证券

2017年后公司销量稳步增长，2018年后水泥熟料业务盈利状况明显提升：2006-2020年，销量从1,813.7万吨增长至1.07亿吨，CAGR为13.5%。2015年水泥行业景气度较低，公司销量有所下滑。2016年金隅冀东开始合并后，公司销量也没有明显增长。2017年以后，公司销量呈现平稳增长的态势。公司成本与费用波动相对较大，2017年以后吨成本在180至200元之间波动，吨费用在50-70元之间波动，最高点是2017年吨费用达到67.8元。2018年以后，随着水泥价格提升，公司盈利能力有所改善，吨经营利润(单价扣除成本和费用)稳定在30元以上，其中最高点是2019年，达到53.7元。

图表 11. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 12. 公司成本管控优秀，盈利能力强大

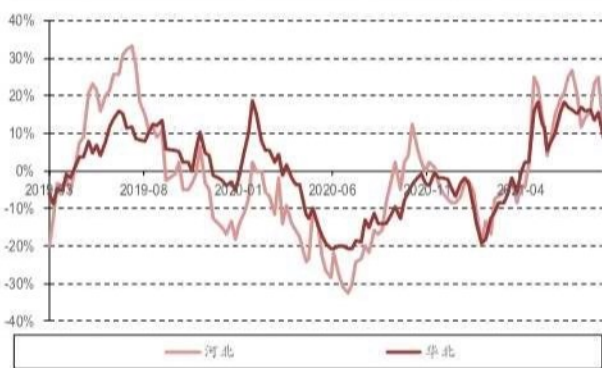


资料来源：公司年报，中银证券

华北供需格局有望改善，区域龙头率先受益

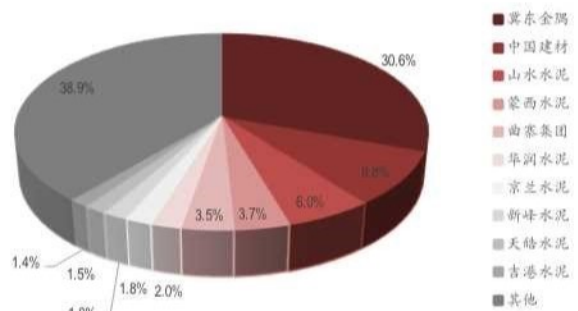
2021 年以河北省为代表的华北地区水泥行业景气度较高：2020 年下半年至 2021 年上半年，传统水泥强势区域华东和华中区域受到降雨冲击较为明显，区域内景气度有所下降。相比之下以河北省为代表的华北地区水泥行业景气度相对较高。2021 年上半年，河北省内水泥价格表现相对较为稳定，截至 2021 年 9 月初，河北省内 P·O42.5 平均价格为 390 元/吨，P·S32.5 平均价格为 350 元/吨，磨机开工率 61.7%，熟料库容比 55%；华北地区 P·O42.5 平均价格为 388 元/吨，P·S32.5 平均价格为 360 元/吨，磨机开工率 46.5%，熟料库容比 56.7%，数据显示华北地区内下游需求强劲。

图表 13. 华北水泥综合景气度提升，好于全国



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 冀东金隅产能在华北占绝对优势



资料来源：中国水泥网，中银证券

冀东金隅产能供给在河北一家独大，格局有望进一步改善：河北省内水泥熟料产能集中度并不高，但金隅冀东在河北省乃至华北地区产能都有明显的优势。公司在河北省内产能 4,764.7 万吨，占有率 49.4%；华北地区产能 7,009.1 万吨，占有率 30.6%。2021 年河北省内新增熟料产能有限。当前随着双碳目标提出，以及煤炭价格快速上涨，未来中小企业环保成本以及燃料成本都将快速提升，加速中小产能出清，利于头部企业占有率进一步提升。

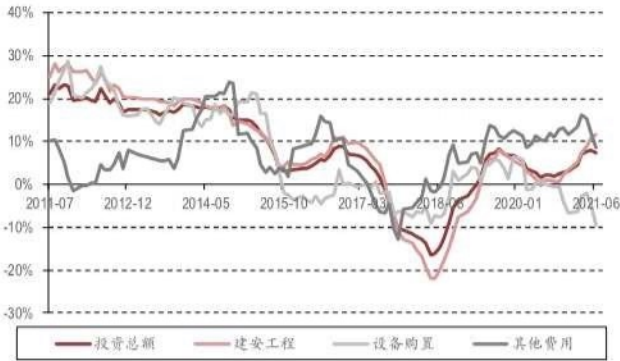
图表 15. 京津冀 2021 年计划完成投资额增速仍在 10% 以上

	2021 年重点 项目数量	同增	2021 年重点 项目总投资	同增	2021 年计划 完成投资	同增	2020 年重点 项目数量	2020 年重点 项目总投资	2020 年计划 完成投资
	个	%	亿元	%	亿元	%	个	亿元	亿元
北京	300.0	0.0	13,000.0	0.0	2,780.0	10.0	300.0	13,000.0	2,523.0
天津	650.0	8.0	17,014.0	4.0	2,005.0	5.0	602.0	16,360.0	1,910.0
河北	682.0	27.0	11,987.0	(36.8)	2,811.0	17.0	536.0	18,833.0	2,402.0
合计	1,632.0	13.5	42,001.0	(12.8)	7,596.0	11.1	1,438.0	48,193.0	6,835.0

资料来源：中国水泥网，中银证券

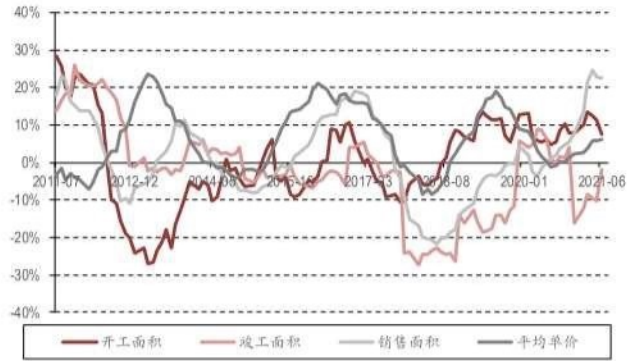
京津冀协同发展，区域内重点项目计划投资增速仍较高：围绕“京津冀协同发展”的交通网络建设，以及雄安新区建设为区域提供了需求支撑。公司作为华北水泥龙头，受益显著。今年来看，2021年北京“3个100”市重点建设工程，今年预计完成投资约2,780亿元，总投资预计超13000亿；河北省2021年重点项目预计完成投资约2,811亿元，总投资额达11,987.0亿；天津市2021年计划完成投资2,005亿元。京津冀合计计划完成投资7,596亿元，同增11.1%。

图表 16. 华北固定资产投资-建安工程表现相对较好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

图表 17. 华北近期地产开工数据相对较好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

华北固定资产投资与新开工数据表现好于全国，雄安新区建设有望进入加速期，河北省内水泥需求有望增长：2021年上半年，全国范围内基建投资以及地产开工数据疲软，相比之下，华北地区数据表现相对较好。华北固定资产投资-建安工程增速约为7-8%；新开工面积增速也达到接近8%，好于全国水平。根据浦东新区、滨海新区的建设经验，两个新区分别在成立后的5-8年以及4-7年达到固定资产投资总额高峰期。考虑到2021年已经是雄安新区成立的第五年，前期规划经过细致的安排，预计建设强度会在接下来的年份逐步进入高峰，对应河北省内水泥需求将在未来3-5年内有较强的保障。

损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	34,507	35,480	39,304	41,856	43,998
销售成本	21,716	23,057	26,810	27,369	27,895
经营费用	5,946	5,748	5,424	5,776	6,072
息税折旧前利润	8,430	8,541	8,408	9,498	10,320
折旧及摊销	3,200	3,236	3,240	3,389	3,518
经营利润(息税前利润)	5,230	5,305	5,169	6,109	6,801
净利息收入/(费用)	(1,180)	(886)	(584)	(435)	(266)
其他收益/(损失)	316	437	574	574	574
税前利润	4,050	4,419	4,584	5,673	6,535
所得税	1,349	1,569	1,582	1,984	2,319
少数股东权益	2,204	2,334	2,447	3,145	3,771
净利润	2,701	2,850	3,002	3,689	4,216
核心净利润	2,384	2,413	2,428	3,115	3,642
每股收益(人民币)	1.910	2.016	2.124	2.610	2.983
核心每股收益(人民币)	1.687	1.707	1.718	2.204	2.577
每股股息(人民币)	1.144	1.611	0.670	0.820	0.940
收入增长(%)	12	3	11	6	5
息税前利润增长(%)	12	1	(3)	18	11
息税折旧前利润增长(%)	17	1	(2)	13	9
每股收益增长(%)	82	6	5	23	14
核心每股收益增长(%)	100	1	1	28	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,050	4,419	4,584	5,673	6,535
折旧与摊销	3,200	3,236	3,240	3,389	3,518
净利息费用	1,180	886	584	435	266
运营资本变动	4,536	4,208	(556)	403	393
税金	3,514	3,395	1,250	2,231	2,634
其他经营现金流	812	1,000	(210)	(862)	(945)
经营活动产生的现金流	8,219	8,728	10,004	10,463	11,615
购买固定资产净值	944	2,305	1,519	1,513	1,511
投资减少/增加	2,377	(140)	(534)	(534)	(534)
其他投资现金流	53	60	250	405	576
投资活动产生的现金流	(3,267)	(2,105)	(735)	(574)	(401)
净增权益	(1,925)	(4,644)	0	0	0
净增债务	(10,706)	(5,903)	0	0	0
支付股息	1,617	2,277	903	1,105	1,267
其他融资现金流	5,212	6,082	(818)	(824)	(826)
融资活动产生的现金流	(9,036)	(6,743)	(1,721)	(1,929)	(2,092)
现金变动	(4,084)	(119)	7,549	7,961	9,122
期初现金	8,792	5,745	8,738	16,287	24,247
公司自由现金流	4,952	6,623	9,269	9,889	11,214
权益自由现金流	(542)	6,802	8,452	9,066	10,389

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,745	8,738	16,287	24,247	33,369
应收帐款	7,374	2,673	2,973	3,168	3,327
库存	2,872	2,707	3,007	3,201	3,361
其他流动资产	1,182	1,515	1,515	1,515	1,515
流动资产总计	17,173	15,632	23,781	32,131	41,572
固定资产	32,616	31,337	30,375	28,853	27,079
无形资产	5,208	5,384	5,205	5,025	4,846
其他长期资产	4,910	5,683	5,104	4,929	4,877
长期资产总计	42,735	42,404	40,684	38,808	36,801
总资产	59,908	58,036	64,465	70,939	78,374
应付帐款	5,106	4,292	5,012	5,119	5,220
短期债务	7,601	2,346	2,346	2,346	2,346
其他流动负债	8,964	6,291	6,728	6,606	6,431
流动负债总计	21,671	12,929	14,086	14,071	13,997
长期借款	2,375	4,389	4,389	4,389	4,389
其他长期负债	7,024	8,568	9,294	10,053	10,841
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
储备	27,490	30,802	35,349	41,078	47,798
股东权益	28,838	32,149	36,696	42,425	49,146
少数股东权益	13,487	14,438	16,886	20,030	23,802
总负债及权益	59,908	58,036	64,465	70,939	78,374
每股帐面价值(人民币)	10.86	12.53	14.70	16.62	18.81
每股有形资产(人民币)	37.91	36.52	43.22	48.15	53.81
每股净负债/(现金)(人民币)	7.96	4.64	(0.19)	(5.54)	(11.72)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.4	24.1	21.4	22.7	23.5
息税前利润率(%)	15.2	15.0	13.2	14.6	15.5
税前利润率(%)	11.7	12.5	11.7	13.6	14.9
净利率(%)	14.2	14.6	13.9	16.3	18.2
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.2	1.7	2.3	3.0
利息覆盖率(倍)	7.1	9.6	14.4	21.8	38.8
净权益负债率(%)	39.0	20.4	(0.7)	(17.6)	(32.1)
速动比率(倍)	0.7	1.0	1.5	2.1	2.7
估值					
市盈率(倍)	7.5	7.1	6.8	5.5	4.8
核心业务市盈率(倍)	8.5	8.4	8.4	6.5	5.6
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	4.1	3.1	2.1	2.0	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9
周转率					
存货周转天数	30.4	27.8	27.9	27.9	27.9
应收帐款周转天数	78.0	27.5	27.6	27.6	27.6
应付帐款周转天数	85.8	67.9	68.2	68.3	68.3
回报率					
股息支付率(%)	59.9	79.9	31.5	31.4	31.5
净资产收益率(%)	17.0	16.1	14.9	16.1	16.3
资产收益率(%)	8.2	8.9	8.5	9.6	10.2
已运用资本收益率(%)	7.6	7.2	6.4	6.7	6.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测