

冀东水泥 (000401)

重组方案落地，冀东有望成为市场变革者

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880113110040

本报告导读:

冀东金隅重组方案落地，我们认为重组后冀东成为京津冀唯一龙头，市占率过半，有望成为市场格局变革者。

投资要点:

- 上调至“增持”评级。冀东金隅重组方案正式落地，重组后京津地区市场集中度大幅提升，冀东有望主导市场格局的改善。我们维持公司 2016-2018 年盈利预测 0.03、0.26、0.34 元，2018 年将进入重组后的收获期，如果按重组后产能保守估算净利润为 3.7、20.4、30.3 亿元，增发后 EPS 为 0.12、0.67、0.99 元。根据可比公司平均 2.1 倍 PB 估值，上调目标价至 14.21 元 (+1.81 元)，上调至“增持”评级。
- 重组落地，国企改革进展大幅超预期，冀东水泥成为唯一的水泥上市平台：金隅股份以现金 47.5 亿元认购冀东集团新增注册资本，并购买中泰信托持有的冀东集团 10% 的股权，成为冀东集团的控股股东，持股比例 55%；冀东水泥向金隅股份及冀东集团非公开发行股份购买两者水泥及混凝土等相关业务并募集配套资金，冀东水泥成为两家的全部水泥业务的上市平台；
- 供给侧改革范本，冀东有望成为京津冀市场格局变革者：我们测算，两家企业整合后将控制京津冀地区 59% 的水泥熟料产能，冀东水泥成为金隅股份的控股水泥上市平台，未来也将是京津冀唯一水泥上市龙头企业，而目前京津冀区域的恶性竞争令水泥业务亏损严重，整合改写竞争格局，提供了水泥行业供给侧改革范本，叠加了京津冀一体化的基建需求启动，及环保压力下小产能的退出，我们看好京津冀地区水泥价格的上行明显弹性。
- 风险提示：原材料成本上升风险、宏观经济形势风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	15,665	11,108	13,238	15,024	16,144
(+/-)%	0%	-29%	19%	13%	7%
经营利润 (EBIT)	620	-1,067	621	1,467	1,697
(+/-)%	-50%	-272%	158%	136%	16%
净利润	35	-1,715	43	347	457
(+/-)%	-90%	-5042%	103%	706%	32%
每股净收益 (元)	0.03	-1.27	0.03	0.26	0.34
每股股利 (元)	0.10	0.05	0.00	0.05	0.05

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	4.0%	-9.6%	4.7%	9.8%	10.5%
净资产收益率 (%)	0.3%	-17.5%	0.4%	3.4%	4.3%
投入资本回报率 (%)	3.2%	-5.0%	1.5%	3.7%	4.5%
EV/EBITDA	11.9	26.4	13.4	9.6	8.4
市盈率	423.2	-8.6	341.0	42.3	32.1
股息率 (%)	0.9%	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 14.21

上次预测: 12.40

当前价格: 10.90

2016.07.05

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.58-15.80
总市值 (百万元)	14,688
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,348/1,347
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	26.55
日均成交值 (百万元)	2.89

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,118
每股净资产	6.77
市净率	1.6
净负债率	193.76%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.44	-0.05
Q2	0.59	0.03
Q3	-0.59	0.01
Q4	-0.82	0.04
全年	-1.27	0.03

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	1%	17%
相对指数	-3%	-1%	29%

相关报告

《京津冀大整合，期待破茧重生》2016.04.13

《期待底部改善》2015.04.14

《需求疲弱，供需矛盾加剧》2014.08.26

模型更新时间: 2016.07.05

股票研究

原材料
建材

冀东水泥 (000401)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 14.21

上次预测: 12.40

当前价格: 10.90

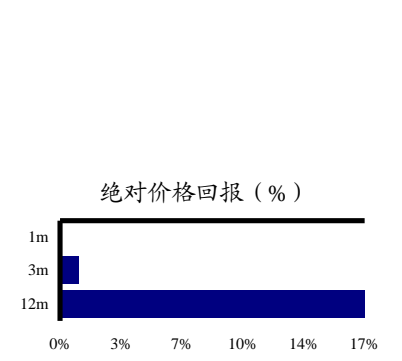
公司网址

www.jdsn.com.cn

公司简介

公司是一个以水泥生产为主业,集干粉砂浆、水泥外加剂、水泥助磨剂等新型建筑材料为一体的大型建材企业集团,是华北地区最大的高标号水泥供应商,也是全国产销量最大的液体助磨剂制造商。

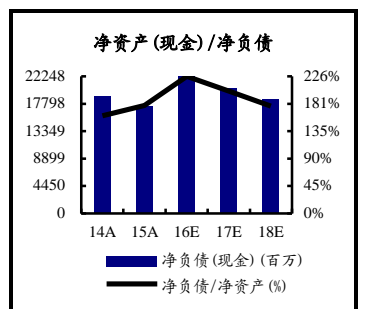
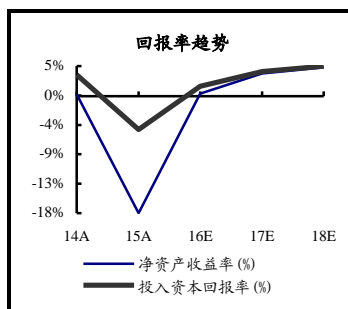
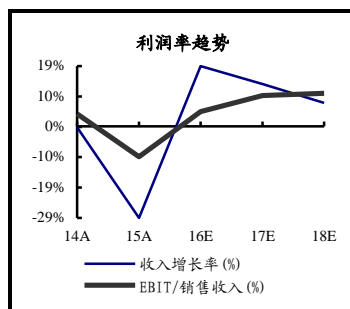
主导产品为“盾石”牌硅酸盐水泥被国家工商总局评定为中国驰名商标。



52 周价格范围 7.58-15.80
市值 (百万) 14,688

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	15,665	11,108	13,238	15,024	16,144
营业成本	12,381	9,406	9,986	10,571	11,238
税金及附加	82	64	76	87	93
销售费用	419	405	437	496	533
管理费用	2,162	2,300	2,118	2,404	2,583
EBIT	620	-1,067	621	1,467	1,697
公允价值变动收益	75	-157	0	0	0
投资收益	16	951	140	100	100
财务费用	1,520	1,434	924	1,123	1,003
营业利润	-839	-1,988	-164	444	794
所得税	98	415	22	174	228
少数股东损益	-312	-435	22	174	228
净利润	35	-1,715	43	347	457
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,218	2,741	1,407	1,564	1,620
其他流动资产	98	159	0	0	0
长期投资	2,346	2,638	2,638	2,638	2,638
固定资产合计	27,277	26,109	24,711	23,235	21,679
无形及其他资产	3,427	3,392	3,423	3,454	3,485
资产合计	44,054	41,281	38,477	37,717	36,633
流动负债	19,770	20,571	19,785	18,571	16,869
非流动负债	10,792	9,334	7,251	7,251	7,251
股东权益	11,794	9,810	9,853	10,132	10,522
投入资本(IC)	30,231	26,245	30,756	29,394	28,172
现金流量表					
NOPLAT	961	-1,322	465	1,100	1,273
折旧与摊销	2,230	2,311	2,187	2,279	2,360
流动资金增量	175	340	-433	-151	-303
资本支出	-845	-682	-570	-584	-714
自由现金流	2,520	646	1,650	2,644	2,615
经营现金流	2,253	917	-1,678	3,436	3,542
投资现金流	-1,120	-300	-430	-484	-614
融资现金流	-897	-1,608	773	-2,796	-2,871
现金流净增加额	236	-991	-1,334	157	56
财务指标					
成长性					
收入增长率	-0.3%	-29.1%	19.2%	13.5%	7.5%
EBIT 增长率	-50.2%	-272.0%	158.1%	136.4%	15.7%
净利润增长率	-89.9%	-5041.9%	102.5%	705.9%	31.6%
利润率					
毛利率	21.0%	15.3%	24.6%	29.6%	30.4%
EBIT 率	4.0%	-9.6%	4.7%	9.8%	10.5%
净利润率	0.2%	-15.4%	0.3%	2.3%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	0.3%	-17.5%	0.4%	3.4%	4.3%
总资产收益率(ROA)	0.1%	-4.2%	0.1%	0.9%	1.2%
投入资本回报率(ROIC)	3.2%	-5.0%	1.5%	3.7%	4.5%
运营能力					
存货周转天数	61	70	57	55	55
应收账款周转天数	33	53	45	42	41
总资产周转天数	1015	1402	1100	926	841
净利润现金含量	64.93	-0.53	-38.95	9.90	7.75
资本支出/收入	5%	6%	4%	4%	4%
偿债能力					
资产负债率	69.4%	72.4%	70.3%	68.5%	65.8%
净负债率	161.1%	177.9%	225.8%	201.6%	176.7%
估值比率					
PE	423.2	-8.6	341.0	42.3	32.1
PB	1.2	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	11.9	26.4	13.4	9.6	8.4
P/S	0.9	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率	0.9%	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%



目录

1. 京津冀市场格局的破局者.....	4
1.1. 维持“谨慎增持”评级.....	4
2. 重组方案落地，京津冀唯一龙头诞生.....	5
2.1. 重组方案包含股权重组与资产重组.....	5
2.1.1. 金隅股份与冀东发展集团进行股权重组.....	5
2.1.2. 冀东水泥向金隅及冀东集团购买资产.....	5
2.1.3. 定增完成后的股权结构.....	6
2.2. 金隅股份、冀东发展集团拟注入资产概况.....	7
2.2.1. 金隅股份水泥、混凝土及相关资产.....	7
2.2.2. 冀东发展集团混凝土及相关资产.....	9
3. 基建投资拉动京津冀需求.....	9
3.1. 京津冀基建需求预期升温.....	10
3.2. 交通一体化拉动巨量基建投资.....	11
4. 冀东有望成为京津冀市场格局的变革者.....	12
4.1. 京津冀新龙头诞生，市占率过半.....	12
4.2. 市场格局变革者：推动区域熟料市场深度整合，挤压小粉磨产能	14
4.3. 盈利前景广阔，带来明显价格弹性.....	15
4.4. 重组产生规模效应，优化资源配置、降本增效.....	17
5. 风险提示.....	18

1. 京津冀市场格局的破局者

金隅股份与冀东水泥重组方案正式落地，重组后冀东水泥将成为水泥资产整合平台，跻身全国第三大水泥企业。我们认为新冀东成为京津冀的唯一龙头，将成为推动市场的变革者。

- 国企改革进展大幅超预期，冀东水泥成为金隅及冀东发展集团水泥上市平台，金隅股份以现金 47.5 亿元认购冀东集团新增注册资本，并购买中泰信托持有的冀东集团 10% 的股权，成为冀东集团的控股股东，持股比例 55%；。冀东水泥向金隅股份及冀东集团非公开发行股份购买两者水泥及混凝土等相关业务并募集配套资金。冀东水泥成为两家的全部水泥业务的上市平台；
- 提供供给侧改革范本，冀东有望成为京津冀市场格局变革者：我们测算，两家企业整合后将控制京津冀地区 59% 的水泥熟料产能，冀东水泥成为金隅股份的控股水泥上市平台，未来也将是京津冀唯一水泥上市龙头企业，而目前京津冀区域的恶性竞争令水泥业务亏损严重，整合改写竞争格局，叠加了京津冀一体化的基建需求启动，及环保压力下小产能的退出，我们看好京津冀地区水泥价格的上行明显弹性。

1.1. 上调至“增持”评级

冀东金隅重组方案正式落地，重组后京津地区市场集中度大幅提升，冀东水泥将有望主导市场格局的改善。同时，我们看好京津冀一体化进程推进对于基础设施建设的需求，区域边际供求有望长期改善。我们维持公司 2016-2018 年盈利预测 0.03、0.26、0.34 元，2018 年将进入重组后的收获期，如果按重组后产能估算净利润为 3.7、20.4、30.3 亿元，增发后 EPS 为 0.12、0.67、0.99 元。根据可比公司平均 2.1 倍 PB 估值，上调目标价至 14.21 元 (+1.81 元)，上调至“增持”评级。

表 1: 水泥行业主要上市公司估值比较 (截至 2016 年 7 月 5 日)

证券简称	股价	EPS(2016E)	PB (最新一期)	PE (2016E)
塔牌集团	8.24	0.51	1.90	16.16
万年青	6.53	0.54	1.73	12.09
上峰水泥	6.41	0.17	3.44	37.71
平均			2.36	21.99

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 2: 重组后，冀东水泥的水泥业务利润预测

		2015	2016E	2017E	2018E
产能	万吨	16,618.30	16,618.30	16,618.30	16,618.30
产能利用率	%	65.9	74.9	77.2	77.2
销量	万吨	10,950.50	12,455.30	12,824.70	12,824.70
吨毛利	元/吨	19.7	47.1	60	65.5
吨税前利润	元/吨	-0.3	2.3	18.3	26.8

收入	亿元	349.3	253.8	306.8	344.6
毛利	亿元	21.6	58.6	77	84
税前利润	亿元	-33	2.9	23.5	34.4

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3: 重组后，冀东水泥的混凝土业务利润预测

		2015	2016E	2017E	2018E
产能	万吨	4,789.00	4,319.00	4,319.00	4,319.00
产能利用率	%	39.2	55.9	60.2	60.2
销量	万方	1,875.60	2,414.70	2,600.60	2,600.60
方毛利	元/方	27.3	38.9	39.5	44.5
方税前利润	元/方	-20.7	2.6	5.4	12.4
收入	亿元	55.2	67.9	75.9	78.5
毛利	亿元	5.1	9.4	10.3	11.6
税前利润	亿元	-3.9	0.6	1.4	3.2

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 供给侧改革范本，京津冀唯一龙头诞生

金隅冀东重组方案正式落地，金隅股份与冀东集团进行战略重组（即股权重组）；金隅股份及冀东集团将水泥及混凝土等相关业务注入冀东水泥（即资产重组）。重组完成后，冀东水泥将成为京津冀水泥寡头，有望成为市场格局改变的推动者。

2.1. 重组方案包含股权重组与资产重组

2.1.1. 金隅股份与冀东发展集团进行股权重组

具体方案为：金隅股份以现金人民币 47.5 亿元认购冀东集团新增注册资本，以现金人民币 4.75 亿元收购中泰信托持有的冀东集团 10% 的股权，成为冀东集团的控股股东，持股比例 55%。

2.1.2. 冀东水泥向金隅及冀东集团购买资产

资产重组包括冀东水泥以向金隅股份及冀东发展集团发行股份或/及支付现金的方式，购买冀东发展集团混凝土等资产、金隅股份的水泥及混凝土等资产。交易完成后，冀东水泥将成为金隅股份及冀东发展集团唯一的水泥及相关业务上市平台。

2.1.2.1. 冀东水泥发行股份购买金隅股份的水泥及相关资产：

本次拟注入资产范围初步确定为金隅股份下属水泥、混凝土、骨料、添加剂和耐火材料以及环保业务相关二级子公司共计 31 家。拟注入资产评估值约为 129.53 亿元，交易方式为发行股份购买资产，发行价格初步确定为定价基准日前 20 个交易日冀东水泥股票交易均价的 90%，即 9.31 元/股。

2.1.2.2. 配套募集资金：

同时冀东水泥计划配套募集资金总额不超过 30.2 亿元，本次募集配套资金中，25.4 亿元将用于支付本次交易的现金对价、3.8 亿元将用于太行水泥等 5 家标的公司的 6 项在建项目的建设，剩余部分用于支付本次交

易的交易税费等并购整合费用和中介机构费用。其中：

1) **购买冀东发展集团混凝土及其他资产：**本次拟注入资产范围初步确定为唐山冀东混凝土有限公司（含混凝土、骨料业务）51%的股权，及两家骨料三级公司。交易完成后，冀东混凝土有限公司成为冀东水泥的全资子公司；

2) **向金隅股份被购买的标的公司的其他行使随授权的股东支付转让价：**初步评估值约 20.23 亿元；

3) **协同处置、技改等项目建设：**约 3.81 亿元将用于太行水泥等 5 家标的公司的 6 项在建项目的建设；

4) **其他费用：**剩余部分用于支付本次交易的交易税费等并购整合费用中介机构。

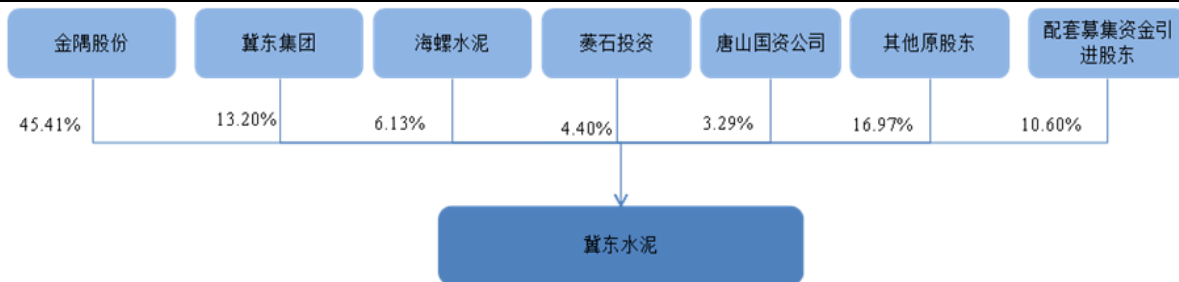
另外，金隅股份分别持有曲阳水泥、邢台咏宁和石家庄旭成 90%、60% 和 97.8% 的股份。因现阶段无法取得上述三家公司少数股东放弃优先受让权的声明，本次交易未将其纳入交易范围金隅股份已与冀东水泥签订股权托管协议，本次交易完成后，金隅股份将其持有的曲阳水泥、邢台咏宁和石家庄旭成股权托管给冀东水泥，并向冀东水泥支付托管费用。

2.1.3. 定增完成后的股权结构

定增完成后，金隅股份直接持有冀东水泥 45.41%、通过冀东发展集团间接持有冀东水泥 13.20% 的股权，合计持有冀东水泥 58.61% 的股权。海螺水泥持股 6.13%，新天域持股 4.40%。

另外，为避免触发金隅股份要约收购义务，冀东发展集团已减持冀东水泥 7.48% 的股份，至 30% 以下。

图 1 交易完成后冀东水泥的股权结构示意



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 4: 交易完成后冀东水泥的股权结构示意

(亿股, %)	本次交易完成前		本次交易完成后	
	股份数量	持股比例	股份数量	持股比例
金隅股份	—	—	13.91	45.41%
冀东集团	4.04	30.00%	4.04	13.20%
海螺水泥	1.88	13.93%	1.88	6.13%

菱石投资	1.35	10.00%	1.35	4.40%
唐山国资公司	1.01	7.48%	1.01	3.29%
其他原股东	5.2	38.59%	5.2	16.97%
配套募集资金引进股东	—	—	3.25	10.60%
合计	13.48	100.00%	30.64	100.00%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 金隅股份、冀东发展集团拟注入资产概况

2.2.1. 金隅股份水泥、混凝土及相关资产

本次拟注入资产的范围包括金隅股份下属水泥、混凝土、骨料、添加剂和耐火材料以及环保业务相关二级子公司共计 31 家。其中：

表 5: 金隅股份拟注入资产基本情况, 2015 年

	拟注入产能	销量	收入	毛利	毛利率	净利润	净利率
	万吨、万方	万吨、万方	万元	万元	%	万元	%
水泥熟料	4,250.00	3,557.00	644,330.20	58,779.90	9.10%		
混凝土	1,820.00	933	285,597.30	34,553.40	12.10%		
耐火材料	29.5	15.5	62,358.80	18,617.60	29.90%		
固废处置	50	45.6	49,603.80	14,151.10	28.50%		
砂浆	200	79	33,224.40	12,871.40	38.70%		
其他			46,989.40	17,395.20	37.00%		
总计			1,122,103.80	156,368.60	13.90%	-46,060.74	-4.10%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2.1.1. 水泥业务

金隅股份水泥资产共拥有水泥产能 4,470 万吨；熟料生产线 33 条，产能 3,670 万吨，是京津冀地区最大的水泥企业之一。本次交易中两家水泥二级子公司的小股东不同意随售，不在注入范围内，将由冀东水泥托管经营。剔除两家托管企业后，拟注入水泥产能 4,095 万吨；熟料生产线 30 条，产能 3,339 万吨。

从总产能来看，金隅股份的主要产能分布在京津冀地区，其中，在河北水泥产能 2,714 万吨（拟注入 2,334 万吨），占总产能的 61%；北京水泥产能 660 万吨，占比 15%；天津水泥产能 270 万吨，占比 6%。除此之外，公司还在山西、河南、吉林地区分别有 526 万吨、200 万吨、100 万吨的水泥产能，占公司总产能的 12%、4%及 2%。

表 6: 金隅股份拟注入水泥产能分布

(万吨, %)	熟料	水泥	水泥产能占比
北京	454	660	16.10%
天津	158	270	6.60%
河北	2,073	2,334	57.10%
山西	400	526	12.90%
河南	165	200	4.90%
吉林	89	100	2.40%
总计	3,340	4,090	100.00%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 7: 金隅股份水泥业务 2015 年主要经营数据 (包含两家托管企业)

	销量			售价	吨毛利
	水泥 万吨	熟料 万吨	总计 万吨	综合 元/吨	综合 元/吨
北京	524	—	524	237	5
天津	171	—	171	247	7
河北	1,847	627	2473	166	21
山西	335	97	432	139	7
河南	223	2	224	175	14
吉林	81	22	102	212	7
总计	3179	747	3926	178	18

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2.1.2. 混凝土业务

金隅股份混凝土总产能 2,290 万立方米, 金隅股份共有 37 个混凝土搅拌站, 3 个专业混凝土公司。产能分布于北京、天津、石家庄、邯郸、沧州、新疆和田 (不在注入范围) 等地, 是京津冀区域最大的混凝土企业, 亦分别是天津、石家庄、邯郸等地最大商品混凝土企业, 剔除一家托管企业后, 拟注入混凝土产能共 1,820 万立方米。

表 8: 金隅股份混凝土业务盈利情况 (包含一家托管企业)

	销量	售价	成本	毛利
	万方	元/方	元/方	元/方
北京	361	304	280	24
天津	368	330	285	45
河北	399	246	199	47
新疆	6	250	373	-123
总计	1134	292	254	38

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2.1.3. 耐火材料

金隅股份通达耐火材料公司共有不定型耐火材料产能 25 万吨、定型耐火材料 4.5 万吨, 2015 年产销量达 15 万吨, 实现销售收入 6.2 亿元, 税前利润约-2,300 万元。

通达耐火材料的研发、业务与管理总部位于北京, 生产基地位于山西、河南、贵阳、河北等地, 公司在新型耐火材料领域, 形成了基础研究、工程设计、产品研发、规模化制造和专业化技术服务的完整体系, 广泛服务于冶金、建材、电力、石化等国民经济基础行业和垃圾焚烧、余热发电、航空航天等新兴领域, 连续十余年保持高复合增长率, 在业界卓有盛誉。

2.2.1.4. 固废处置

金隅股份于北京共有危险废弃物年处理能力 50 万吨, 2015 年共处置危废 45.7 万吨, 其中工业固废 10.5 万吨、污染土 14.5 万吨、污泥 16.2 万吨、飞灰 4.0 万吨, 其他废弃物 0.6 万吨。实现销售收入 5.0 亿元, 贡献

税前利润约 9,082 万元。

北京金隅是国家第一批循环经济试点企业之一，公司环保产业主要业务是利用水泥窑的独特优势，对城市污泥、飞灰、生活垃圾、工业尾矿及副产品、危险废弃物等，实施资源化、无害化处置；此外，还开展对污染土进行修复、对大型油罐车进行清洗等业务；现已发展成为集收集、安全运输及储存、无害化及资源化处置、自主研发为一体的环保企业，并有相应的知识产权，业务遍及全国。金隅环保产业除了红树林、生态岛两个专业环保公司之外，琉璃河、北水、前景、振兴、赞皇、涿鹿、宣化等多家水泥企业利用水泥窑协同处置废弃物项目已经投入运行，还有多家水泥企业正在建设中。目前，金隅环保产业正向更深、更广的领域延伸。

2.2.1.5. 砂浆

金隅股份砂浆产能主要分布在北京、天津、河北承德、河北邯郸等地，先拥有 5 个生产基地、9 条现代化的大型生产线，年总产能达到 200 万吨以上。

2.2.1.6. 砂石骨料、助磨剂外加剂

金隅股份共拥有砂石骨料、助磨剂外加剂产能分别为 1,000 万吨、14 万吨，2015 年骨料销量达到 552 万吨。净利润计入水泥子板块。

2.2.2. 冀东发展集团混凝土及相关资产

本次拟注入的范围包括冀东发展集团下属唐山冀东混凝土有限公司并 33 家子公司（51%的股权）、骨料相关三级子公司 2 家企业。拟注入混凝土资产的总产能 2,499 万方，2 家骨料公司产能共计 450 万吨，位于北京市顺义区和保定市涿水县。

表 9: 冀东发展集团拟注入资产主要财务指标

	拟注入产能	销量	收入	毛利	毛利率	净利润	净利率
	万吨、万方	万方、万吨	万元	万元	%	万元	%
混凝土	2,499.00	738.7	215,167.20	-5,095.00	-2.40%	-68,021.20	-31.60%
骨料	450	310.1	4,084.70	2,719.10	66.60%	-893.9	-21.90%
总计			219,251.90	-2,375.90	-1.10%	-68,915.20	-31.40%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

冀东混凝土总产能 3,060 万立方米，拟注入混凝土产能约 2,499 万立方米。拟注入资产涉及搅拌站 41 个，分布于北京、天津、唐山、承德、重庆、沈阳、吉林、大同、陕西、湖南、深州等地。

3. 基建投资拉动京津冀需求

我们认为随着京津冀一体化推进，有望在交通、房地产、城镇建设等方面实现突破，2016 年轨道交通为代表的基建项目建设有望加码，从而提振区域需求。此次整合后，冀东水泥将成为京津冀唯一龙头，有望推动市场格局的改变，同时 2022 年北京冬奥会对京津冀环保政策收紧及 32.5 标号水泥正式取消，都将有利于区域低端小产能出清，区域供需格局有

望持续改善。

3.1. 京津冀基建需求预期升温

我们判断，2016 年京津冀项目建设与基建投资进入升温期：2015 年 4 月《京津冀协同发展规划纲要》正式公布，2016 年 2 月，《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》印发实施，明确了京津冀地区未来五年的发展目标。规划提出，到 2020 年，京津冀地区的整体实力将进一步提升，经济保持中高速增长，结构调整取得重要进展；协同发展取得阶段性成效，首都“大城市病”问题得到缓解，区域一体化交通网络基本形成；生态环境质量明显改善。

表 10: 京津冀一体化规划纲要

规划领域	具体目标
交通一体化	京津冀地区将以现有通道格局为基础，着眼于打造区域城镇发展主轴，促进城市间互联互通，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。 到 2020 年，环京津地区各城市客运将形成 1 小时交通圈，货运形成 12 小时通达圈，同时建成全国第一大港口群。交通一体化将带来许多重大投资项目，给基建、交运、港口、建材等相关产业链带来机会。
京津冀地区生态环境保护	核心是把河北省的生态环境修复好，为京津冀区域可持续发展提供保障。河北将打造环京津核心区、沿海率先发展区、冀中南功能拓展区和冀西北生态涵养区四大功能板块，来支撑整个京津冀地区的生态环境保护。
京津冀农业协同发展规划	力争到 2020 年，京津冀现代农业协同发展取得显著进展，京津农业率先基本实现现代化，河北部分地区、部分行业跨入农业现代化行列。
安全生产标准一体化	构建一体化的安全生产标准制度体系，将危险化学品在一个划定的区域内集中管理。
京津冀三地教育一体化	推动部分教育、医疗、培训机构等社会公共服务功能疏解，支持组建“京津冀高等学校联盟”，促进高等学校优质教学科研资源共享等。

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

表 11: 京津冀一体化政策动向

时间	机构	文件	主要内容
2015/4/30	中央政治局	《京津冀协同发展规划纲要》	推动京津冀协同发展是一个重大国家战略。核心是有序疏解北京非首都功能。要在京津冀交通一体化，生态环境保护，产业升级转移等重点领域率先取得突破。这意味着，经过一年多的准备，京津冀协同发展的顶层设计基本完成，推动实施这一战略的总体方针已经明确。
2015/12/8	国家发展改革委和交通运输部	《京津冀协同发展交通一体化规划》	京津冀地区将以现有通道格局为基础，着眼于打造区域城镇发展主轴，促进城市间互联互通，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。
2016/2/8	国家发展和改革委员会	《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》	全国第一个跨省市的区域“十三五”规划，明确了京津冀地区未来五年的发展目标，以《京津冀协同发展规划纲要》为基本遵循，把京津冀作为一个区域整体统筹规划，在城市群发展、产业转型升级、交通设施建设、社会民生改善等方面一体化布局，努力形成京津冀目标同向、措施一体、优势互补、互利共赢的发展新格局。
2016/3/1	河北省人民政府	《京津冀生态环境支撑区规划》	核心是把河北省的生态环境修复好、保护好、建设好，不断改善大气和水环境质量，为京津冀区域可持续发展提供保障。

2016/4/1 八部门 《京津冀现代农业协 力争到 2020 年,京津冀现代农业协同发展取得显著进展,京津农业率先基本实
同发展规划 现现代化,河北部分地区、部分行业跨入农业现代化行列。
(2016—2020 年)》

数据来源: 国泰君安证券研究

3.2. 交通一体化拉动巨量基建投资

交通一体化的是实现京津冀后续在产业协同、要素流动、公共服务均等化等方面的合作基础。从现有规划来看,到 2020 年京津冀将形成京津冀 9000 公里的高速公路网和主要城市 3 小时公路交通圈,9500 公里的铁路网和主要城市 1 小时城际铁路交通圈(23 条城际铁路)。

鉴于河北原有交通网络远远落后于京津地区,为了实现京津冀产业联动与交通一体化,从 2016 年政府工作目标看,基建投资明显加码,以北京二机场、城际轨交为代表的重大工程项目将逐步进入建设期,将明显提振需求。

图 2 京津冀“一环六放射”运输通道示意图



数据来源: 搜狐财经

图 3 规划指出到 2020 年实现“五个一体化”

到2020年,京津冀交通体系将实现“五个一体化”



数据来源:《京津冀协同发展交通一体化规划》

表 12: 河北省京津冀交通一体化主要规划

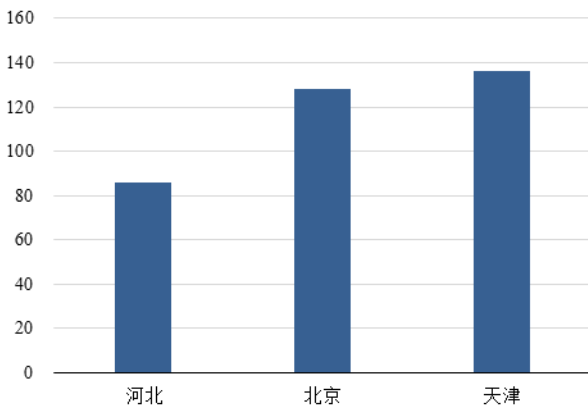
规划方案	内容
公路网实现全 面对接	2020 年,京、津、石三个城市相互间均有 3 条高速路线连接,环京津周边县(市、区)与京津之间至少有 1 条一级公路连接。与京津高速公路对接口分别达到 14 个、15 个。
三地客运行程 1 小时交通圈	基本建成智能化交通管理平台,电子政务核心业务信息化覆盖率达到 85% 以上,实现京津冀交通管理平台一体化发展。基本形成便捷交通运输服务体系,客运形成 2 小时交通圈,环京津地区各设区市与北京、天津之间 1 小时通达,主要相邻城市间 1 小时通达,货运形成 12 小时通达圈。推进北京地铁延伸建设(6 号线、房山线、大兴线)。

到 2020 年建成全国第一大港口 实现京津及我（河北）省各设区市有 2 条以上高速公路直达津冀港口群，基本实现货物运输的“无缝衔接”和旅客运输的“零距离换乘”。预计到 2020 年，津冀港口群（秦皇岛港、唐山港、黄骅港）吞吐量将突破 20 亿吨，集装箱吞吐量将突破 3000 万标箱，建成全国第一大港口群，形成环渤海北方国际航运中心。

建设京津冀机场群 启动衡水古城军民合用机场、沧州渤海新区机场、围场旅游机场、曹妃甸民用机场等前期工作并力争开工建设

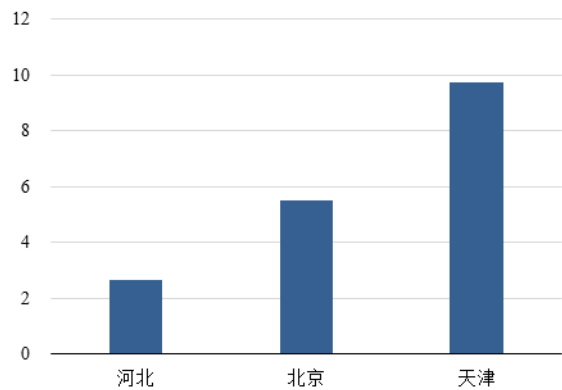
数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

图 4 河北公路网络密度大幅低于京津(公里/百平方公里)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 5 京津冀三地高速公路网络密度差距较明显 (公里/百平方公里)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 13: 河北省 2016 年交通固定资产投资

类型	投资额	目标
高速公路投资	333 亿元	新增通车里程 167 公里
普通干线公路投资	108 亿元	新改建 2000 公里
农村公路投资	135 亿元	新改建 10000 公里
路网改造	82 亿元	
港口投资	100 亿元	新增生产性泊位 7 个，设计通过能力增加 3100 万吨
场站投资	30 亿元	
地方铁路投资	55 亿元	
民航投资	37 亿元	完工承德机场
合计	880 亿元	

数据来源：河北政府网站，国泰君安证券研究

4. 冀东有望成为京津冀市场格局的变革者

4.1. 京津冀新龙头诞生，市占率过半

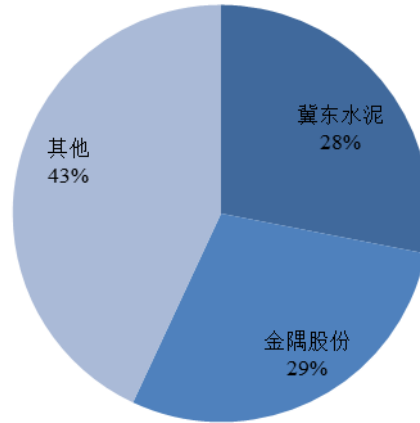
我们认为两大集团合并将改写京津冀地区的竞争格局，从双头竞争走向寡头，更有利于供给端的整合与优化。整合完成后，“新冀东水泥”熟料产能将超过 1 亿吨，在全国排名第三，仅次于中建材及海螺水泥。

重组完成后，新冀东在京津冀熟料产能市场占有率达到 58.9%，较排名第二的曲寨水泥（市占率 7.1%）形成不可逾越的差距；熟料产量的市场占有率由 36.0%提高至 79.3%，基本把控熟料市场。水泥产能的占有率达到 33.7%；水泥及熟料销量的综合市场占有率由 26.7%提高至 57.1%，

龙头地位进一步巩固。

此外，金隅股份、冀东水泥在京津冀地区内的生产线布局互补，整合后生产线分布均匀、覆盖京津冀全部区域，对京津冀以外的水泥企业建立完整的防线，进可攻退可守。

图 6 京津冀新龙头将诞生，熟料市占率超过 58%



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 14: 京津冀地区市占率 (包含两家托管企业)

2015 年测算	产能/产量 (万吨)			总计	市场份额 (%)		
	冀东水泥	金隅股份	其他		冀东水泥	金隅股份	整合后
熟料产能	2,942.80	3,015.00	4,158.20	10,116.00	29.10%	29.80%	58.90%
熟料产量	1,974.90	2,377.00	1,138.10	5,490.00	36.00%	43.30%	79.30%
水泥产能	4,774.50	3,644.00	16,581.50	25,000.00	19.10%	14.60%	33.70%
综合产量	2,775.00	3,168.00	4,457.00	10,400.00	26.70%	30.50%	57.10%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 15: 两大集团熟料产能分布情况 (万吨)

省市	省市产能	冀东	占比%	金隅	占比	合并后	占比
北京	400			400	100%	400	100%
天津	155			124	80.00%	124	80.00%
河北	9204	2740	29.77%	2294	24.92%	5034	54.69%
京津冀总计	9759	2740	28.08%	2818	28.88%	5558	56.95%
山西	6498	797	12.27%	409	6.29%	1206	18.56%
吉林	2744	465	16.95%	78	2.84%	543	19.79%
内蒙	6783	719	10.60%			719	10.60%
辽宁	5008	202	4.03%			202	4.03%
山东	11127	223	2.00%			223	2.00%
河南	9703			155	1.60%	155	1.60%
湖南	7592	155	2.04%			155	2.04%
重庆	5521	508	9.20%			508	9.20%
陕西	5639	1271	22.54%			1271	22.54%

合计	7080	3460	10540
----	------	------	-------

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

4.2. 市场格局变革者：推动区域熟料市场深度整合， 挤压小粉磨产能

我们认为重组后的冀东水泥将对京津冀地区进行深度整合。凭借金隅集团雄厚的资金实力，冀东水泥一方面收购优质产能，另一方面利用市场化手段淘汰低效、高污染、落后产能，并可以通过控制熟料供应挤压过剩的小粉磨产能，进一步改善区域供求关系。

京津冀区域共有 27 家新型干法熟料企业集团，其中，重组后的冀东水泥熟料产能占地区总产能的 57% 以上，产量占地区总产量的 79.1%；拥有多条熟料生产线，产能高于 155 万吨/年的企业共 6 家，产能占比 24.1%，这类企业为二线企业；总产能小于 155 万吨/年的企业有 19 家，基本上是竞争力较弱的单线生产企业，占总产能的 17.0%，这类企业为三线企业。

我们认为三线企业竞争力差，对价格较敏感，冀东可以采取挤压出局的策略进行淘汰；同时，选定效益好、排放达标、石灰石资源充足的二线、甚至三线企业进行收购。

表 16: 京津冀地区熟料市场格局

	熟料产能 万吨	占比 %
金隅股份	3,015.00	29.80%
冀东水泥	2,942.80	29.10%
曲寨集团	719	7.10%
宇峰集团	403	4.00%
武安新峰	403	4.00%
福成集团	310	3.10%
京兰水泥	310	3.10%
中联水泥	295	2.90%
总产能小于 155 万吨的企业	1,718.20	17.00%
总计	10,116.00	100.00%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

另外京津冀粉磨产能过剩，据水泥协会不完全统计，京津冀地区粉磨能力约为 2.5 亿吨，其中，水泥粉磨企业共约 191 家，单纯水泥粉磨能力约 1.5 亿吨，约占区域总产能的 60%。水泥与熟料的产能比为 2.8，远高于全国平均水平 1.9。京津冀地区的粉磨能力远超出 1 亿吨左右的熟料产能所匹配的粉磨能力。我们认为重组后，冀东水泥可以做到通过控制熟料供应来掐断零散粉磨能力的原材料来源，或采取压缩水泥-熟料价差的方式，淘汰冗余产能。

同时我们认为 2022 年的北京冬奥会将使促使京津冀区域环保进程加速，

政府一方面使用市场化手段从提高环保标准、阶梯式电价等方面迫使小企业退出市场；另一方面，近期（2016年春节后）使用行政手段，例如河北石家庄强制拆除 35 家水泥企业（淘汰落后产能 1850 万吨）达到优化市场供给的目的。

新增产能方面，京津冀地区 2015 年新增产能压力仅 1.88%，几无在建产能，供需格局有望长期改善。

图 7 区域新增产能压力趋缓（万吨）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 17: 华北水泥供需观测表（万吨）

	水泥产量	增速	新增水泥产量	新增新干 法熟料产 能	折算新 增水泥 产能	淘汰水 泥产能	产能净新增=新增 水泥产能-淘汰水 泥产能	产能净 增速%	边际供求: 产 量增速-产能 净新增
2010	23121.1	20.8%	3983.5	4299	6878	3822	3056	13.2%	927.2
2011	25981.0	12.4%	2859.9	4346	6954	5206	1748	6.7%	1112.0
2012	25061.1	-3.5%	-919.9	2954	4727	7140	-2413	-9.6%	1493.5
2013	25909.0	2.0%	847.9	1751	2801	1716	1085	4.2%	-237.3
2014	23092.0	-10.9%	-2817.0	765	1224	1610	-386	-1.7%	-2431.0
2015	19776.0	-14.4%	-3316.0	465	744	950	-206	-1.0%	-3110.0
2016E	20764.8	5.0%	988.8	0	0	2500	-2500	-12.0%	3488.8
2017E	21803.0	5.0%	1038.2	0	0	2500	-2500	-11.5%	3538.2

注：由于华北粉磨站过多，所以熟料折算水泥产能的时候采取 1.6 的比例；落后产能淘汰数据采用工信部完成额数据。

数据来源：工信部，数字水泥网，国泰君安证券研究。

4.3. 盈利前景广阔，带来明显价格弹性

我们认为，金隅冀东的整合将极大优化旗下资产的布局，形成协同规模效应，对市场的控制能力进一步增强，新冀东有望成为市场格局的变革者，从而带动盈利的快速恢复。

4.3.1. 京津冀地区

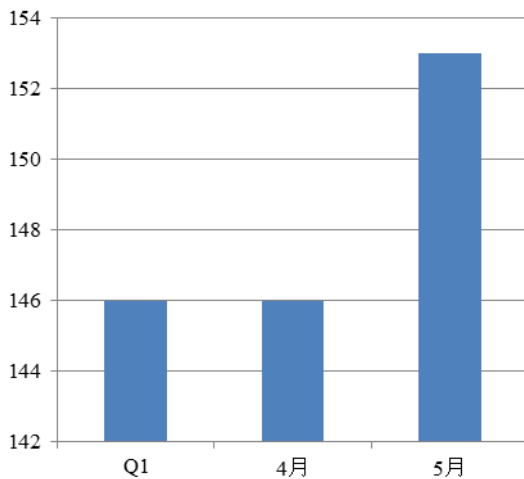
我们认为重组完成后，京津地区市场集中度将大幅提升。通过一系列的整合，地区熟料产能集中度进一步提高，冀东水泥熟料产能占率在 2-3 年内有望达到 70% 以上，熟料销量市场占有率达到 85% 以上；粉磨产能

过剩现象得到较好控制，水泥产能及销量的占有率大幅提高。水泥及熟料的市场控制力进一步增强。

重组完成后，冀东水泥在京津冀地区水泥总产能达到 8,418.5 万吨，我们认为重组后的冀东水泥成为地区固定资产投资最大的受益者，预计产能利用率达到 75% -- 80%；区域深度整合在未来两年内初显成效，2016、2017、2018 年水泥价格预计分别提升 17 元/吨、30 元/吨、15 元/吨，整体吨毛利提升至 53 元、73 元、83 元。

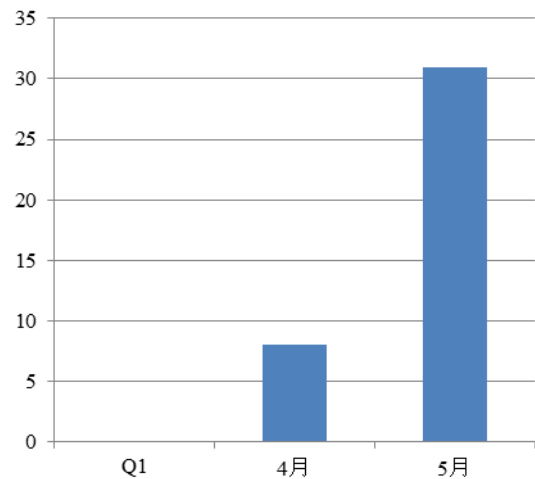
我们已经看到双方宣布重组后联手稳定水泥价格，已经初见成效。5 月初、月底，京津冀水泥价格两次上调，春节以来累计上调 30 元/吨。冀东吨毛利已经恢复到 30 元/吨以上，后续随着京津冀需求的进一步释放与市场供给的优化，价格还有进一步上升的可能。

图 8 提价后冀东出厂均价 (元/吨)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9 提价后冀东吨毛利状况好转 (元/吨)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.3.2. 山西、内蒙地区

供给端：两地集中度几乎全国最低，竞争十分激烈，价格低于 150 元/吨，是全国产能利用率最低的两个地区。金圆已退出山西市场，华润也无意退出。我们认为山西不仅区域市场低迷、集中度过低，几家主导企业 -- 如身陷纠纷的山水、有意退出的华润 -- 并无意进行市场整合。内蒙情况大体相似。

需求端：山西受到单一煤炭经济的影响，省内经济出现明显衰退。需求量自 2013 年见顶，2014、2015 年分别降低 9.0%、21.4%，2015 年全省水泥产能利用率 38.4%，市场恶化迅速，吨净利-59.1 元；另一方面，新增产能还在继续，2013—2015 年间合计投产熟料产能 1,100 万吨，约合水泥产能 1,900 万吨，占现有熟料产能的 19.7%。虽然 2015 年后新增产能已趋缓，但市场需求迅速下降，形成剪刀差。在此情况下，山西的需求仍将维持疲软，因此产能过剩现象短期难以改善。预计山西、内蒙市场仍将维持底部徘徊。

重组完成后，冀东水泥在山西、内蒙两地水泥总产能达到 3,461.3 万吨。受区域经济衰退的影响，预计需求维持现状。受周边地区市场好转的影响，水泥价格止跌，但是大幅盈利的可能性不大。预计山西、内蒙地区的吨毛利维持在 20 元/吨左右，产能利用率 50%-60% 左右。

4.3.3. 陕西地区

供给端：海螺整合西部水泥的交易由于行政审批原因暂时搁浅，成为该地区供给端整合最大的变数；另一方面，随着其他大企业（如声威水泥等）与海螺联手稳定价格，地区企业协作将起到一定效果。

需求端：受益西部大开发的千亿投资，陕西市场的需求有望复苏。

重组完成后，冀东水泥在陕西水泥总产能达到 1,975.6 万吨，成为陕西第二大水泥企业。海螺在陕西地区的整合将产生积极作用，水泥价格将逐步提升。预计陕西吨毛利在 60 元/吨左右，产能利用率 60% 左右。

4.3.4. 东北地区

供给端：东北地区的水泥供应格局会随着天瑞收购山水而发生改变，尤其是辽宁区域，合并山水后，天瑞在辽宁一地产能将翻倍。东北地区的产能集中度也将提升。

需求端：由于受经济发展滞后及季节性因素等的影响，东北地区需求量下滑幅度最大，2015 年水泥需求量降低 21.1%，吨净利接近 0。近年来，东北重工业衰退造成大量裁员下岗，带来的人口连年净流出很难逆转，需求仍有下滑可能。

重组完成后，冀东水泥在东北地区水泥总产能达到 1,394.1 万吨。预计东北地区吨毛利在 40 元/吨左右，产能利用率 60% 左右。

4.4. 重组产生规模效应，优化资源配置、降本增效

我们认为重组将产生协同效应、规模效应，带来双方优势资源互补。主要表现在优化产能、摊薄成本、完善环保配套等方面。

优化产能方面，双方产能重叠度高，但各分子公司成本及效率有差异。重组后，冀东水泥可以根据实际供需、生产成本情况统一安排生产计划，低效产能可以适当减产保证高效产能最大化发挥，使整体产能实现优化运转。

摊薄成本方面，重组后的冀东水泥产能过剩，容易在采购、销售等方面产生规模效应，如集中采购带来的议价能力提高、集中销售带来的费用降低，以及各项固定成本的摊薄，均可为公司节省支出，创造额外利润。

管理增效方面，金隅股份不但在收购兼并方面经验丰富，更通过管理增效等方式提升被收购企业的整体运营效率，提高其盈利能力。

完善环保配套方面，金隅是国内处置城市工业废弃物历史最长、处置种类最多、规模最大的建材环保型企业。交易完成后，金隅先进的环保及

固废处理技术有望在冀东生产线上进行复制，节能减排、提高综合经济效益，带动区域内水泥行业节能环保水平不断提升。

5. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内大幅上涨将影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		