

## 区域需求向好，业绩弹性可期

## ——首次覆盖报告

## 核心观点

- 作为华北水泥龙头，公司产能位列行业第三。在京津冀地区，公司水泥熟料产能份额达到 54%。19 年受建国 70 周年大庆影响，华北地区水泥供给和需求均有收缩，同时华北区域水泥价格上涨低于市场预期，导致业绩增速低于预期。20 年无 70 周年大庆影响，业绩有望保持较好弹性。从公司管理看，由于 18/19 年公司环保设备/矿山安全的投入增加，以及资产负债率下降和融资成本的下行，吨管理/财务费用均存在改善空间。
- 新增产能有限，电石渣熟料冲击减缓。我们预计 20 年全国水泥熟料产能新点火/净增产能分别为 3510/2045 万吨，净增产能仅占 19 年底产能的 1.12%。其中，华北区域净新增产能为 155 万吨，相比较 19 年净新增 310 万吨产能进一步减少，对当地市场供需格局的扰动程度较小。同时由于错峰限产执行趋严，华北地区价格有望继续抬升。此外，3 月底，内蒙古冀东水泥等四家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区的五家电石渣熟料企业签订了产能置换协议，并编制了错峰生产产能置换方案，对华北地区熟料冲击大为减缓，有利于泛华北地区水泥价格体系稳定。
- 区域需求向好，充分受益雄安新区建设。我们中性预计 20 年河北（不含雄安）水泥需求 1.10 亿吨，YoY+7.4%。以浦东新区为参照，雄安新区建设将长期拉动水泥需求，长期水泥需求有望达 1783 万吨。预计雄安新区 20 年水泥需求约为 487 万吨，公司在雄安周边有水泥熟料产能 642 万吨，将充分受益雄安发展。公司在河北以外产能所在省市投资稳健增长，20 年此 6 个省市计划投资完成额 2.35 万亿，YoY+8.2%。

## 财务预测与投资建议

- 预测 20-22 年 EPS 2.46/2.74/2.97 元，水泥行业 20 年平均 PE 为 9X，公司核心区域受益于京津冀一体化，且雄安 2020 年为大规模建设的首年，公司自身费用存在继续下降的预期，我们认可给予公司 20 年 9XPE，对应目标价 22.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**华北地区需求不及预期风险；环保因素导致产线关停风险；危废固废无害化处置业务毛利率下滑风险

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,849	34,507	37,026	39,150	40,924
同比增长(%)	101.8%	11.9%	7.3%	5.7%	4.5%
营业利润(百万元)	3,436	6,307	7,732	8,596	9,320
同比增长(%)	810.7%	83.6%	22.6%	11.2%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,483	2,701	3,315	3,688	4,000
同比增长(%)	1243.7%	82.1%	22.8%	11.2%	8.5%
每股收益(元)	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
毛利率(%)	30.6%	37.1%	37.8%	37.8%	37.9%
净利率(%)	4.8%	7.8%	9.0%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	12.0%	18.0%	19.9%	19.1%	18.1%
市盈率	18.9	10.4	8.5	7.6	7.0
市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年05月14日)	20.92 元
目标价格	22.14 元
52 周最高价/最低价	21.73/13.61 元
总股本/流通 A 股(万股)	134,752/134,721
A 股市值(百万元)	28,190
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020 年 05 月 15 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.85	5.18	22.20	32.66
相对表现	-0.86	2.58	23.77	24.98
沪深 300	0.01	2.60	-1.57	7.68



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn  
联系人 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

一、华北水泥龙头，费用率有望改善.....	5
1.1 产能位居行业第三，华北是其核心区域.....	5
1.2 业绩 20 年有望保持较好弹性.....	6
1.3 吨管理/财务费用依然存改善空间 .....	7
二、新增供给有限，需求向好，固废业务稳步推进 .....	9
2.1 区域新增产能有限，价格有望继续抬升 .....	9
2.2 预计河北 20 年水泥需求增长 7.4%.....	14
2.3 参考浦东新区经验，雄安新区长期水泥需求量较大.....	17
2.4 其他地区水泥需求向好 .....	20
2.5 环保业务前景广阔，提升水泥产能利用率.....	22
三、盈利预测与投资建议 .....	25
3.1 盈利预测 .....	25
3.2 投资建议.....	26
四、风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 2019 年国内水泥熟料产能规模 (万吨/年) .....	5
图 2: 2019 年公司熟料产能分布 .....	5
图 3: 2019 年华北地区水泥熟料各企业产能占比 (%) .....	6
图 4: 2019 年京津冀地区水泥熟料各企业产能占比 (%) .....	6
图 5: 2010-2019 年公司营业收入 (亿) .....	7
图 6: 2010-2019 年公司归母净利润 (亿) .....	7
图 7: 2019 年全国/华北地区水泥出货率 (%) .....	7
图 8: 06-19 年京津冀 9 月+10 月水泥合计产量 (万吨) .....	7
图 9: 2014-2019 年各公司吨费用 (元/吨) .....	8
图 10: 2014-2019 年各公司吨销售费用 (元/吨) .....	8
图 11: 2014-2019 年各公司单吨费用 (元) .....	8
图 12: 2014-2019 年公司吨管理费拆分 (元/吨) .....	8
图 13: 2014-2019 年各公司单吨财务费用 (元/吨) .....	9
图 14: 2014-2019 年各公司资产负债率 (%) .....	9
图 15: 2019 年分区域新增熟料产能 (万吨, %) .....	9
图 16: 2007-2020 年京津冀地区新增熟料产能 (万吨) .....	11
图 17: 2019 年河北省 CR5 达到 71% .....	12
图 18: 2017-2020 年华北地区水泥均价 (元/吨) .....	13
图 19: 全国/华北/呼和浩特水泥价格 (元/吨) .....	13
图 20: 2019 年公司按地区收入结构 .....	14
图 21: 2019 年公司按地区毛利结构 .....	14
图 22: 2012-2019 年河北省基建固定资产投资额 (亿) .....	15
图 23: 2011-2019 年河北省地产开发投资额 (亿) .....	15
图 24: 1992-2019 年浦东新区占地面积 (平方公里) .....	17
图 25: 1992-2019 年浦东新区固定资产投资额 (亿) .....	17
图 26: 1993-2019 年固定资产投资价格指数 .....	18
图 27: 1992-2019 年浦东单位面积投资额 (亿/平方公里) .....	18
图 28: 雄安新区附近水泥熟料生产线分布 .....	20
图 29: 可比省市 2020 年计划投资额 (万亿) .....	21
图 30: 2011-2017 年全国危废生产量 (万吨) .....	22
图 31: 2011-2018 年全国危废处置量 (万吨) .....	22
图 32: 2016-2018 年各危废处置方法处理量 (万吨) .....	23
图 33: 水泥窑协同处置危废产能格局 (截至 2019 年 4 月) .....	23

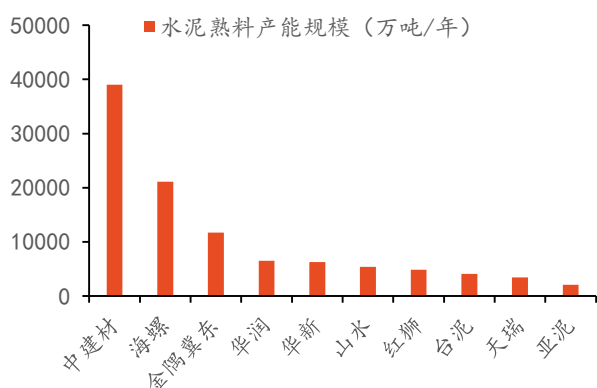
图 34：固废危废处理业务毛利率较高（%） .....	24
图 35：2015-2019 年公司熟料产能利用率（%） .....	25
图 36：公司过去 10 年（2011/05/14-2020/05/14）PE-Band .....	27
表 1：2019 年公司水泥各区域市场占有率（%） .....	6
表 2：2019 年新点火熟料产线（万吨） .....	10
表 3：2020 年各地区新增熟料产能计划（万吨） .....	10
表 4：华北主要省市错峰生产政策文件具体规定 .....	11
表 5：内蒙古电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案 .....	13
表 6：河北省 2020 年重点项目计划（基建部分） .....	15
表 7：河北地区水泥需求系数 .....	16
表 8：2020 年河北水泥需求测算 .....	16
表 9：浦东新区和雄安新区对比 .....	18
表 10：雄安新区建设大事梳理 .....	18
表 11：雄安新区水泥需求测算（万吨） .....	19
表 12：雄安新区附近水泥熟料生产线（万吨） .....	20
表 13：公司产能分布主要省市 2020 年计划投资（亿元） .....	21
表 14：公司 4 个水泥协同处置项目情况 .....	24
表 15：可比公司估值表（截至 2020 年 5 月 14 日） .....	26

## 一、华北水泥龙头，费用率有望改善

### 1.1 产能位居行业第三，华北是其核心区域

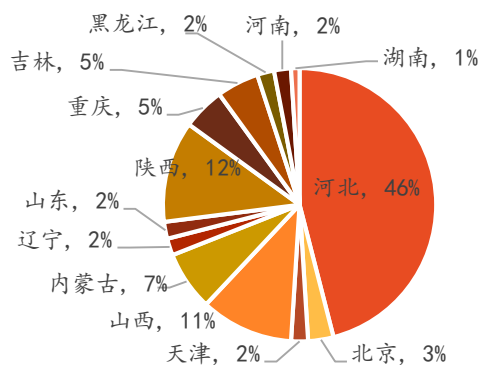
**水泥产能位列国内第三。**公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商。随着公司与金隅集团的资产重组完毕，公司成为全国第三大水泥企业，仅次于中建材集团和海螺水泥。截至 2019 年底，公司年熟料产能 1.17 亿吨，年水泥产能 1.7 亿吨，市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省（直辖市、自治区）。公司产能分布相对较为集中，主要分布在华北（京津冀晋蒙）/东北（辽吉黑）/西北（陕），产能占比分别为 69%/9%/12%，其中京津冀产能占比达到 51%，是产能分布核心地区。

图 1：2019 年国内水泥熟料产能规模（万吨/年）



数据来源：中国水泥协会，东方证券研究所

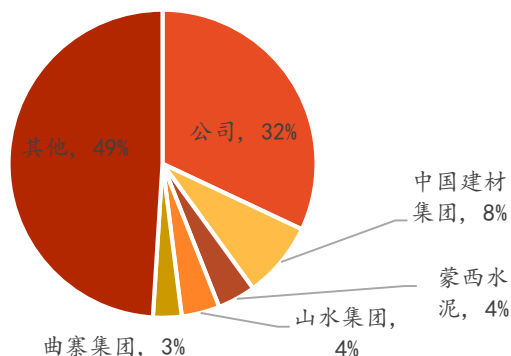
图 2：2019 年公司熟料产能分布



数据来源：中国水泥网，东方证券研究所

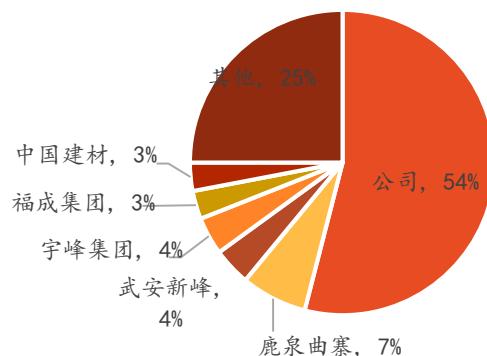
**华北水泥龙头，份额远超同业。**公司产能在华北占据领先优势，根据数字水泥网，截至 2019 年，公司在华北地区水泥熟料产能份额达到 32%，远超第二名中国建材集团 8%的份额；在京津冀地区，公司水泥熟料产能份额达到 54%，亦是区域内绝对龙头，份额远超行业其他玩家。但华北地区小厂较多，除公司有较高市占率外，其他厂商相对较为分散，2019 年华北地区 CR5 为 51%，京津冀地区集中度相对更高，2019 年京津冀地区 CR5 为 72%。在华北外其他地区，公司市占率并不具备优势，除了陕西/吉林市占率达到 20%/16%，其余地区市占率均在 10%以内。

图 3：2019 年华北地区水泥熟料各企业产能占比（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 4：2019 年京津冀地区水泥熟料各企业产能占比（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

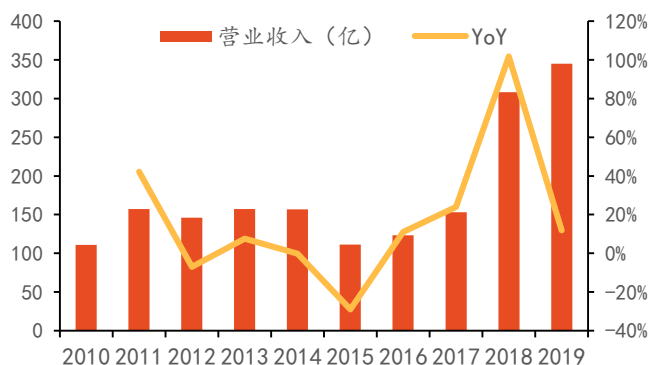
表 1：2019 年公司水泥各区域市场占有率（%）

省份	熟料产能（万吨）	区域市占率
北京	285	100%
天津	155	100%
河北	4765	48%
山西	1085	17%
内蒙古	719	10%
陕西	1194	20%
辽宁	202	4%
吉林	388	16%
黑龙江	223	10%
山东	223	2%
河南	155	2%
湖南	155	2%
重庆	508	10%

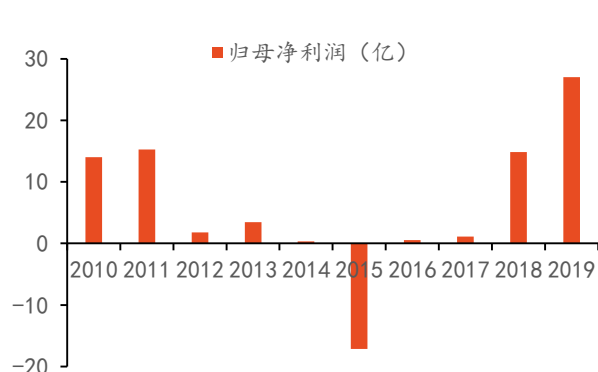
数据来源：中国水泥网，东方证券研究所

## 1.2 业绩 20 年有望保持较好弹性

受益供给侧改革及资产重组，18/19 年公司业绩持续高增长。2011-2015 年，随着固定资产投资增速持续下滑，需求端承压，公司收入/业绩增速放缓甚至出现下滑。2016-2019 年，一方面受益于供给侧改革持续推动，区域市场供需改善，水泥价格企稳回升；另一方面公司和金隅集团进行资产重组，解决同业竞争问题，行业格局优化，2019 年收入/业绩 345/27 亿，YoY+10%/42%。

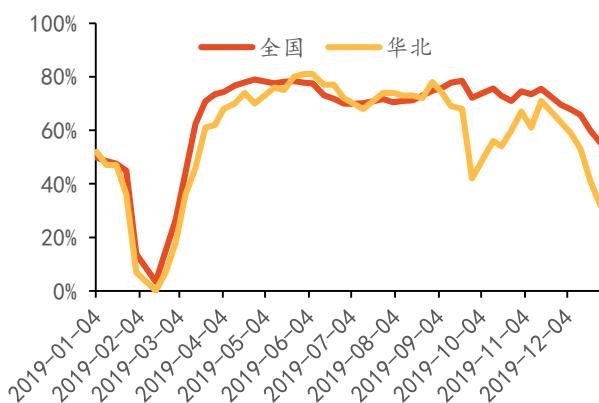
**图 5：2010-2019 年公司营业收入（亿）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

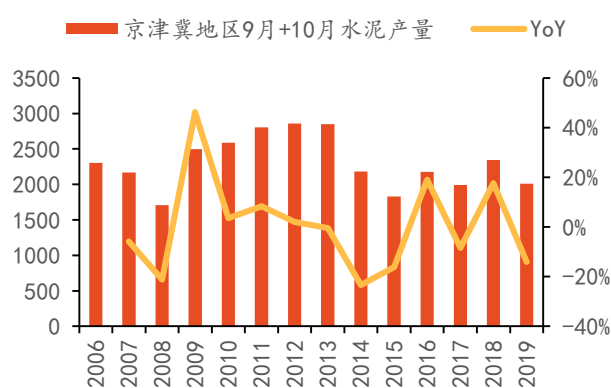
**图 6：2010-2019 年公司归母净利润（亿）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**19 年受建国 70 周年大庆影响，公司收入/业绩略有扰动，预计 20 年有望持续高增长。**受 19 年建国 70 周年大庆影响，京津冀地区工程停工和水泥企业停产长达 21 天（9 月中旬到 10 月第一周），水泥需求和供给同时收缩。需求端，根据数字水泥网，2019 年 9 月末，华北地区水泥出货率一度下滑到仅 42%，随后在 10 月中下旬缓慢恢复到正常水平。供给端，根据国家统计局，2019 年京津冀地区 9 月和 10 月水泥合计产量 2111 万吨，YoY-14.2%。受 70 周年大庆影响，公司 19 年收入/业绩有所扰动，20 年无 70 周年大庆影响，预计 20 年有望持续高增长。

**图 7：2019 年全国/华北地区水泥出货率（%）**


数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**图 8：06-19 年京津冀 9 月+10 月水泥合计产量（万吨）**


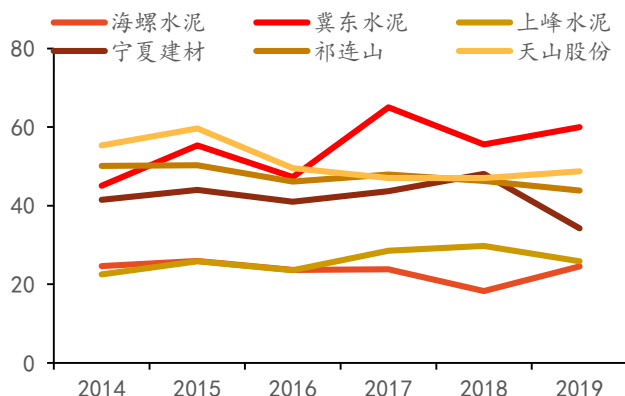
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

### 1.3 吨管理/财务费用依然存改善空间

**受修理费/停工损失/资产负债率较高影响，公司吨费用高于同行。**截至 2019 年，公司吨费用 60 元，相比北方水泥公司天山股份/祁连山/宁夏建材分别高出 11/16/26 元，相比华东水泥公司海螺水泥/上峰水泥分别高出 35/34 元。2019 年公司吨销售费用 13 元，与可比公司基本持平。公司吨费用

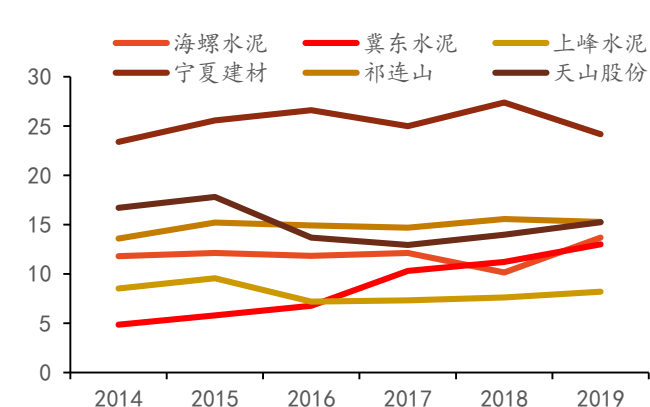
相对较高，主要受吨管理费用和吨财务费用拖累，其中吨管理费用较高主要受修理费和停工损失影响，吨财务费用较高主要由于公司资产负债率相对较高。

图 9：2014-2019 年各公司吨费用（元/吨）



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

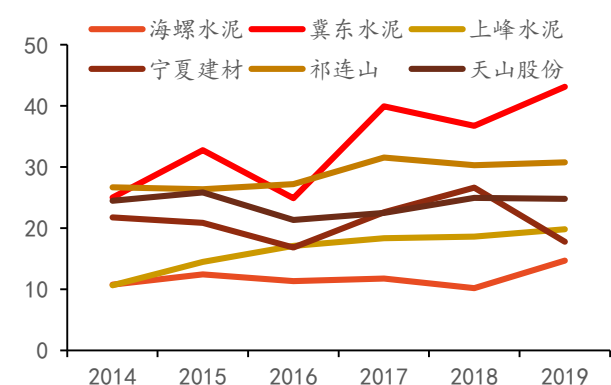
图 10：2014-2019 年各公司吨销售费用（元/吨）



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

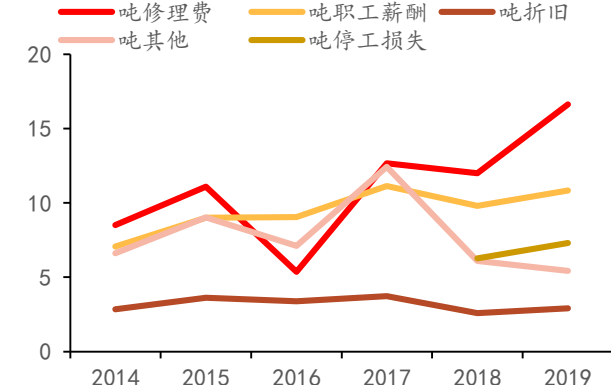
公司单吨管理费用高于同行，存在改善空间。根据公司年报，2019 年公司单吨管理费用 43 元，相比北方水泥公司祁连山/天山股份/宁夏建材分别高出 12/18/25 元，相比华东水泥公司海螺水泥/上峰水泥分别高出 28/23 元。一是由于公司重组之前在环保/矿山安全方面有所欠缺，导致修理费用较高，2019 年达到吨 16.6 元，占吨管理费用 38.5%；二是由于公司处于北方，冬季停产的强制要求带来停工损失。随着 18/19 年公司在环保设备/矿山安全的投入增加，未来吨管理费用有望下降。

图 11：2014-2019 年各公司单吨费用（元）



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 12：2014-2019 年公司吨管理费拆分（元/吨）



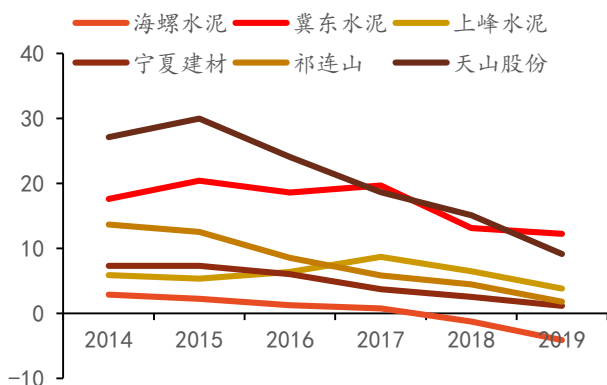
数据来源：公司年报，东方证券研究所

吨财务费用持续向好，预计趋势延续。受益于供给侧结构性改革及错峰限产的严格执行，水泥行业从 2016-2019 年进入景气上行期，行业公司盈利/现金流情况好转，且新增产能有限，行业资本开支逐渐减少，行业中各公司开始偿还有息负债，降低资产负债率，并带来吨财务费用的下降。公司



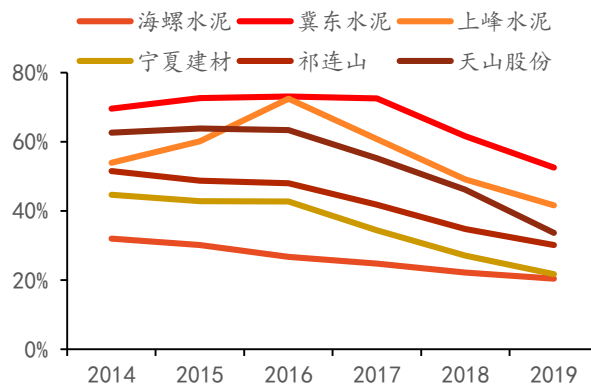
2019 年吨财务费用 12 元/吨，高于主要水泥公司，主要由于公司资产负债率高于同业，截至 2019 年末，公司资产负债率 53%，为同业最高。从负债结构来看，公司有息负债中短期借款占比相对较高，截至 19 年末，公司有息负债 165.4 亿，其中短期借款 76.0 亿，占比达到 45.9%。公司积极进行债务结构调整，20 年 3 月公司公告拟发行可转债，进一步降低财务费用。我们判断随着公司经营情况继续向好，资产负债率的下降，以及融资利率的走低，公司吨财务费用持续向好趋势有望延续。

图 13：2014-2019 年各公司单吨财务费用（元/吨）



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 14：2014-2019 年各公司资产负债率（%）



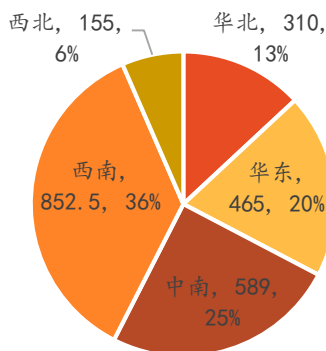
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

## 二、新增供给有限，需求向好，固废业务稳步推进

### 2.1 区域新增产能有限，价格有望继续抬升

受产能减量置换政策影响，19 年全国新增点火熟料产能 2371.5 万吨。根据数字水泥网，19 年行业新点火熟料设计产能 2371.5 万吨，占 19 年底熟料设计产能 18.2 亿吨的 1.3%。其中华北地区仅山西投产两条熟料生产线，合计产能 310 万吨，占 19 年新增产能 13.1%，相对较少。

图 15：2019 年分区域新增熟料产能（万吨，%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**表 2：2019 年新点火熟料产线（万吨）**

省份	企业	地址	规模(t/d)	年能力（万吨）	投产时间
山西	山西国金电力有限公司	吕梁市文水县	5000	155	2019 年 1 月
山西	山西西山华通水泥有限公司	太原市古交市	5000	155	2019 年 1 月
安徽	芜湖南方水泥有限公司	芜湖市繁昌县荻港镇	5000	155	2019 年 5 月
福建	永安金牛水泥有限公司一期	福建永安市槐南镇	5000	155	2019 年 4 月
江西	江西宜春红狮水泥有限公司	江西宜春市柏木镇	5000	155	2019 年 12 月
湖北	湖北京兰水泥集团有限公司	荆门市京山县钱场镇	5000	155	2019 年 1 月
湖南	湖南桃江南方水泥有限公司（二期）	益阳桃江灰山港镇	5000	155	2019 年 6 月
广西	融安县万德七星水泥（鱼峰）	柳州市融安县	4000	124	2019 年 8 月
广西	北流市路宝水泥有限公司	北流民乐镇新旺村	5000	155	2019 年 5 月
贵州	遵义赛德水泥有限公司	遵义市红花岗区深溪镇	5000	155	2019 年 6 月
云南	华宁玉珠水泥有限公司	玉溪华宁宁州镇	5000	155	2019 年 5 月
云南	昆明崇德水泥有限公司（华新禄劝）	昆明市禄劝县	5000	155	2019 年 10 月
云南	云南省活发集团刘总旗水泥有限公司	玉溪市红塔区	5000	155	2019 年 10 月
云南	云南明良汇江水泥制造有限公司	昆明市宜良县汤池街道	2500	77.5	2019 年 12 月
西藏	华新水泥西藏公司		5000	155	2019 年 10 月
甘肃	天水祁连山水泥有限公司拆迁项目	天水市武山县马力镇	5000	155	2019 年 3 月
合计				2371.5	

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**产能置换政策进一步收紧，新增产能有限。**根据工信部 2020 年 1 月《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，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。随着产能置换政策不断趋严，华北地区新增熟料产能有限，根据数字水泥网统计，预计 20 年华北地区净新增熟料产能 155 万吨，相较 19 年净新增 310 万吨进一步减少，且占 20 年净新增熟料产能 2045.3 万吨的 7.6%，相较 19 年 13.1% 的占比进一步下降。

**表 3：2020 年各地区新增熟料产能计划（万吨）**

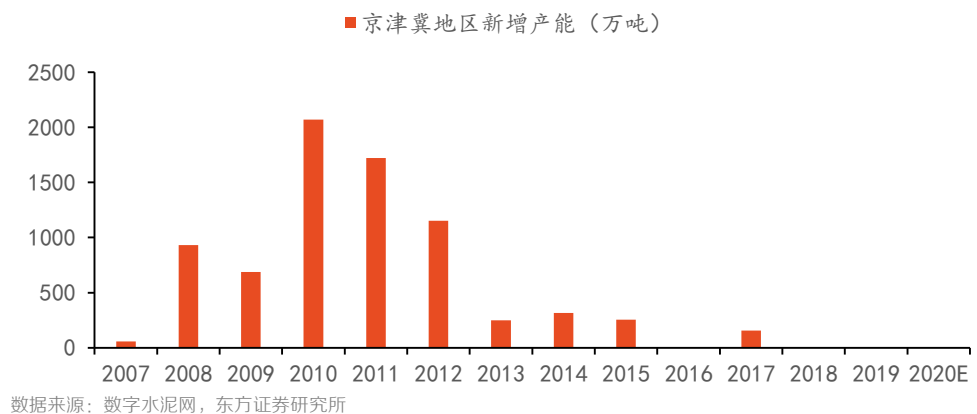
分区域	新增年产能（万吨）	有效置换拆除（万吨）	净新增（万吨）
东北	155	-	155
华北	155	-	155
华东	1,094	740	354
中南	620	310	310
西南	1,331	260	1,071
西北	155	155	-
总计	3510.3	1465	2045.3

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**受环保因素影响，预计公司核心地区 20 年仍无新增产能。**受环保因素影响以及产能置换政策的严格执行，根据数字水泥网，除 2017 年京津冀地区新增熟料产能 155 万吨，2016-2019 年京津冀地

区无新增产能。根据数字水泥网统计，20 年京津冀地区（公司核心区域）仍无新增产能。在核心区域供给受限下，公司仍将继续受益于供给侧结构性改革带来的区域景气向上。

图 16：2007-2020 年京津冀地区新增熟料产能（万吨）



**错峰生产政策力度不断加强。**我们梳理华北主要省市错峰生产政策文件的具体规定，发现错峰生产政策力度不断增强。从错峰限产天数上，河北/山西在 18-19 年度相较之前增加 20 天夏季限产时间，山西在 19-20 年度相较之前增加 15 天限产时间。从政策表述上看，北京在 18-19 年度要求“严格按照要求落实”，较之前力度有所加强。错峰生产的推进，一方面得益于政策的引导，另一方面水泥企业在错峰生产中盈利提升，协同意愿逐渐增强。2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的最后关键一年，我们判断未来行业错峰限产仍将延续，力度持续加强。

表 4：华北主要省市错峰生产政策文件具体规定

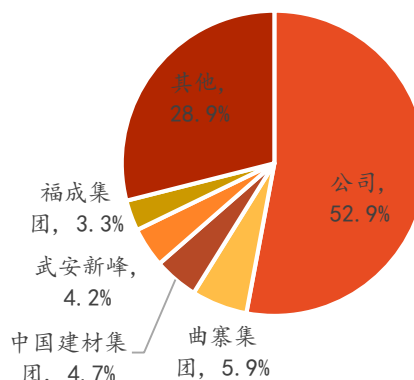
地区	16-17	17-18	18-19	19-20
北京	错峰生产时间为 2016.11.15 - 2017.3.15	采暖季实施错峰生产企业名单中所列企业应在 2017.11.15 到 2018.3.15 期间实施停限产。	2018.11.15 至 2019.3.15，在此期间错峰生产企业应严格按照要求落实停限产措施。	未提及。但要求 2019 年 12 月底前，河北省压减退出水泥产能 100 万吨
天津	错峰生产时间为 2016.11.15 - 2017.3.15	2017 至 2018 年度冬季采暖季（2017.11.15 - 2018.3.15，遇提前供暖或延后停暖情况，可相应调整）	采暖季（2018.11.15 至 2019.3.15）期间，对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业，实行差别化错峰生产，不搞“一刀切”。	未提及。但要求 2019 年 12 月底前，河北省压减退出水泥产能 100 万吨
河北	错峰生产时间为 2016.11.15 - 2017.3.15	错峰生产时间 2017.11.15 - 2018.03.15	采暖季错峰时间 2018.11.15 - 2019.03.15；夏季错峰生产分两次分别进行，共停窑 20 天，具体时间为 2019.6.25 日 0 点到 7.4 日 24 点以及 2019.8.1 日 0 点到 8.10 日 24 点。	未提及
山西	错峰生产时间	错峰生产时间 2017.11.15 -	夏季 20 天。秋冬季 2018.11.15 -	错峰生产时间 2019.11.01 -

西	2016.11.15- 2017.3.15	2018.03.31	2019.03.31	2020.03.31，且水泥行业符合监控及污染物达标的，不停窑只限产。
内蒙	错峰生产时间 2016 年 11 月 15 日-2017 年 3 月 15 日	未提及	呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市四盟市水泥熟料生产企业原则上 2018.11.15 至 2019.4.15 全面实行错峰生产;其他地区水泥熟料生产企业原则上自 2018.11.15 至 2019 年 3.15 全面实行错峰生产。	错峰生产时间 2019.11.15-2020.03.31

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

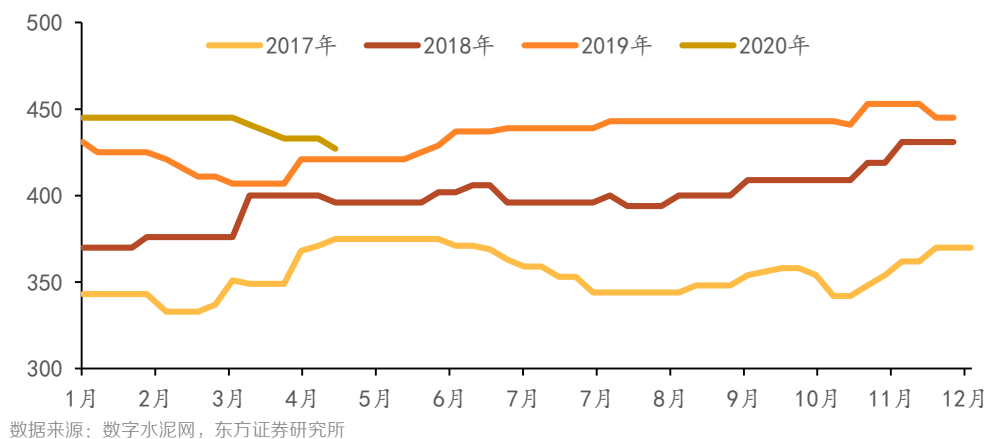
**行业格局优化。**在错峰限产下，供给端成为存量市场，大企业受益于需求端平稳增长，份额提升，行业格局持续优化。根据数字水泥网，2019 年河北省 CR5 达到 71%，公司份额达到 52.9%。我们认为随着京津冀一体化和雄安新区建设的推进，公司可以依靠“地利”优势满足水泥市场新增需求，抢占更多市场份额，行业格局持续优化。

图 17：2019 年河北省 CR5 达到 71%

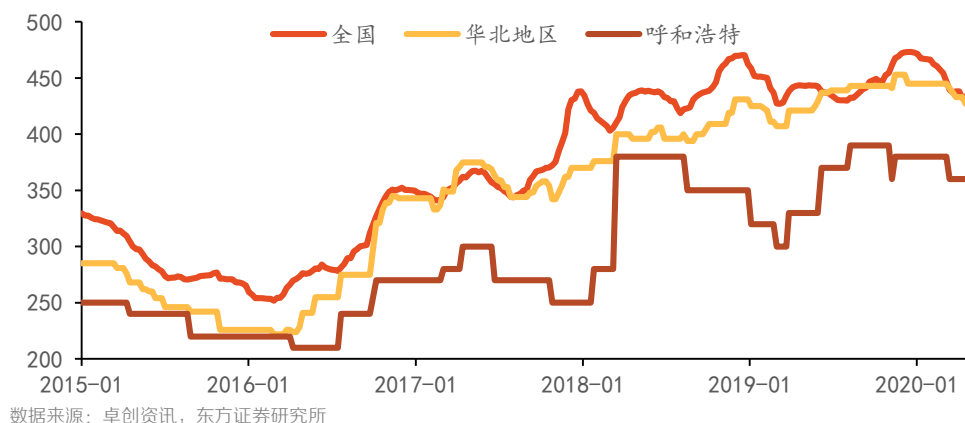


数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

**水泥价格稳步抬升，未来有望延续。**根据数字水泥网，2016-2020 年华北地区水泥价格稳步抬升，主要由于错峰限产导致供给端新增产能有限，而需求端平稳增长，价格稳步上行。其中 19 年 Q4 华北地区价格环比 Q3 上涨 6 元（环比+1.4%），弱于全国均价上涨 28 元（环比+6.5%），主要由于受 19 年建国 70 周年大庆影响，价格上涨乏力。进入 2020 年，我们判断京津冀一体化和雄安新区建设，将驱动需求端较好增长，同时供给端新增产能有限，行业价格有望延续稳步抬升趋势。

**图 18：2017-2020 年华北地区水泥均价（元/吨）**


**内蒙古错峰置换政策落地，减缓华北地区熟料冲击。**根据数字水泥网，内蒙古是电石渣聚集地，在蒙西呼包鄂城市群 300 公里的半径内，有 10 条电石渣生产线，合计 992 万吨，占内蒙古总产能 15%。受电石渣产能影响，内蒙古水泥价格长期处于低位，此外，由于电石渣熟料价格较低，跨区域流动至泛华北等相对高价区，对泛华北地区水泥熟料价格形成冲击。2020 年 3 月 27 日内蒙古工信厅发布《关于电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案的公示》，内蒙古四家传统水泥熟料企业（含公司）分别与乌海及周边地区五家电石渣熟料企业签订产能置换协议，并指定错峰停窑方案，出具了错峰生产产能置换承诺书。我们认为此次内蒙古错峰置换方案的出台，减缓了华北地区熟料冲击，有利于华北地区水泥价格稳步抬升。

**图 19：全国/华北/呼和浩特水泥价格（元/吨）**

**表 5：内蒙古电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案**

所属集团	产能置换生产线	规模 (t/d)	停窑时长 (月)	停窑期限
金隅冀东	内蒙古冀东水泥有限公司	1#5000	2	6月5日—8月5日
	内蒙古伊东冀东水泥有限公司	2500	4	3月16日—7月15日

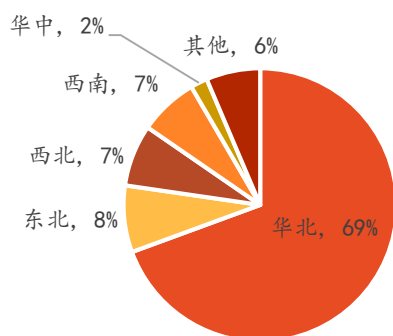
蒙西水泥	鄂尔多斯市蒙西建材有限责任公司	5000	3	4月16日—7月15日
中联水泥	巴彦淖尔中联水泥有限公司	5000	1	3月16日—4月15日
赛马水泥	乌海市西水水泥有限责任公司	2500	4	3月16日—7月15日
<b>合计</b>		<b>20000</b>	<b>14</b>	

数据来源：内蒙古工信厅，东方证券研究所

## 2.2 预计河北 20 年水泥需求增长 7.4%

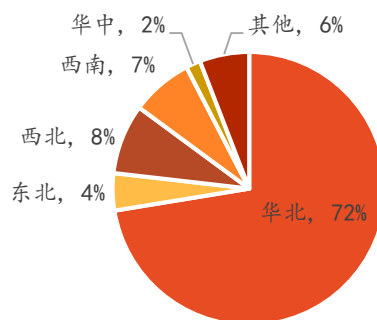
华北是主要收入来源地，河北是核心收入/利润区。根据公司年报，2019 年华北地区收入占比达到 69%，毛利占比达到 72%，是公司最主要收入来源地区。而其中河北又是华北地区主要收入/利润来源，因此我们主要针对河北地区进行分析。

图 20：2019 年公司按地区收入结构



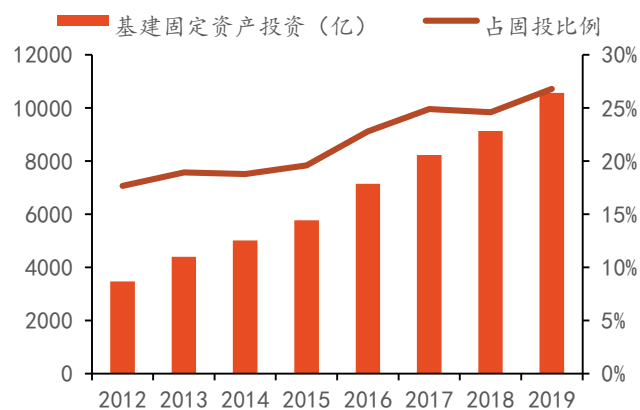
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 21：2019 年公司按地区毛利结构

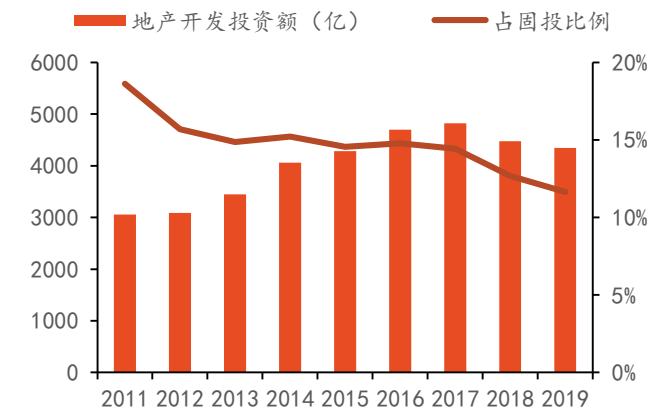


数据来源：公司年报，东方证券研究所

河北固定投产投资中基建比重不断提升，未来将成为区域水泥需求主要拉动力。根据河北省统计局，2019 年河北省全社会固定资产投资同比增长 5.8%，其中基础设施投资增长 15.6%，房地产开发投资同比下滑 2.9%。河北省基础设施投资额从 2012 年 3475 亿不断提升至 2019 年 10564 亿，占河北省固定资产投资额比重从 2012 年 17.7%提升至 2019 年 26.8%，提升 9.1pct，已成为拉动河北水泥需求的主要动力。基建投资占固投比例稳步提升，我们认为主要受益于京津冀一体化的战略规划。房地产开发投资额从 2011 年 3055 亿稳步提升至 2019 年 4347 亿，但占固投比重从 2011 年 18.6%下滑到 2019 年 11.6%，下滑 7pct。同时，受地产调控政策的影响，房地产开发投资额 18/19 年分别下滑 7.2/2.9pct，我们认为在“房住不炒”的政策下，地产开发投资额整体仍呈现平稳略有收缩的趋势。

**图 22：2012-2019 年河北省基建固定资产投资额（亿）**


数据来源：河北省统计局，东方证券研究所

**图 23：2011-2019 年河北省地产开发投资额（亿）**


数据来源：河北省统计局，东方证券研究所

**京津冀协同发展继续驱动河北基建投资。**受益京津冀协同发展，河北省项目建设持续发力。根据河北省 2020 年 1 月发布的《2020 年省重点项目计划》，2020 年计划投资 2402 亿元（不含雄安新区），相较 2019 年计划投资额 2109.3 亿元，增长 13.9%。

**表 6：河北省 2020 年重点项目计划（基建部分）**

	主要建设项目	建设年限	总投资（亿元）	2020 年投资额
计划开工项目	河北铁路建设	2020-2023	522	39
	邢台华实业有限公司邢台综合客运枢纽(邢台桥东区)	2020-2021	6	5
	滹沱河生态修复二期工程(藁城区、深泽)	2020-2021	37	8
	曹妃甸新天液化天然气有限公司唐山 LNG 接收站	2020-2022	254	28
	<b>合计</b>		<b>820</b>	<b>79</b>
续建项目	河北铁路建设	2019-2024	598	93
	河北高速建设	2017-2022	572	103
	石家庄市轨道交通有限责任公司 3 号线一期工程(东段)和 3 号线二期工程(市区)	2017-2021	125	22
	机场改扩建工程	2021-2022	12	2
	热电项目	2017-2022	82	18
	<b>合计</b>		<b>1389</b>	<b>238</b>
保投产项目	奥运场馆建设(崇礼区)	2018-2020	18	2
	河北高速建设	2017-2020	321	95
	石家庄市轨道交通有限责任公司 3 号线一期工程(北段)和 2 号线一期工程(市区)	2016-2020	162	27
	张家口市崇礼区奥运基础设施综合建设(崇礼区)	2017-2020	19	6
	<b>合计</b>		<b>519</b>	<b>129</b>

数据来源：河北省统计局，东方证券研究所



我们测算 19 年河北水泥需求系数为 0.686，最近几年相对稳定。水泥需求主要来自基建/房产/农村领域，且基本无库存，供需保持相对平衡，因此我们用河北水泥产量和（基建+地产）固定资产投资额来测算河北地区水泥需求系数。2019 年河北地区水泥需求系数为 0.686 万吨/亿元，即每 1 亿元（基建+地产）固定资产投资能带动 0.686 万吨水泥需求。河北地区水泥需求系数从 2012 年 1.95 下降到 2019 年 0.686 万吨/亿元，我们认为一是受通货膨胀影响，二是由于固定资产投资中，拿地成本/其他材料/人工的上升导致水泥需求系数下降。但我们观察到 2017-2019 年，河北水泥需求系数保持相对稳定，在 0.66-0.69 万吨/亿元范围内波动。

**表 7：河北地区水泥需求系数**

	河北水泥产量（万吨）	房地产投资（亿）	地产投资增速	基建投资（亿）	基建投资增速	基建+地产固定资产投资（亿）	基建+地产投资增速	水泥需求系数（万吨/亿元）
2012	12810	3087		3475		6561		1.952
2013	12676	3445	11.6%	4392	26.4%	7838	19.5%	1.617
2014	10626	4060	17.8%	5013	14.1%	9072	15.8%	1.171
2015	9073	4285	5.6%	5770	15.1%	10055	10.8%	0.902
2016	9861	4696	9.6%	7143	23.8%	11839	17.7%	0.833
2017	8964	4824	2.7%	8233	15.3%	13057	10.3%	0.687
2018	8936	4476	-7.2%	9138	11.0%	13615	4.3%	0.656
2019	10232	4347	-2.9%	10564	15.6%	14911	9.5%	0.686

数据来源：河北统计局，东方证券研究所

我们中性预测 20 年河北（不含雄安）水泥需求约 1.10 亿吨，YoY+7.4%。由于省重点项目（不含雄安）投资规模相对较大，且从一定程度上反映投资的强度，因此我们中性假设省重点项目投资规模的增速即为省基建投资增速。根据河北省《2020 年省重点项目计划》，20 年计划投资 2402 亿元，YoY+13.9%，我们中性假设 20 年河北省（不含雄安）基建投资同比增长 13.9%。由于河北地区过去 5 年（15-19 年）基建投资增速在 10-25% 区间，因此对于 20 年，我们保守/中性/乐观假设固定基建投资增速为 10%/13.9%/20%。18/19 年地产投资有所萎缩，在“房住不炒”的政策指导下，假设 20 年地产投资增速与 19 年持平为-2.9%。水泥需求系数长期看处于下降趋势，在 17-19 年保持相对稳定，我们假设 20 年水泥需求系数取 17-19 年均值为 0.676 万吨/亿元。在保守/中性/乐观假设下，测算 20 年河北水泥需求分别为 1.07/1.10/1.14 亿吨，YoY+4.7%/7.4%/11.6%。

**表 8：2020 年河北水泥需求测算**

	2019	2020（保守）	2020（中性）	2020（乐观）
基建投资（亿）	10564	11620	12032	12677
地产投资（亿）	4347	4221	4221	4221
基建+地产投资（亿）	14911	15841	16253	16898
水泥需求系数	0.686	0.676	0.676	0.676
河北水泥需求（亿吨）	10232	10709	10987	11423
20 年水泥需求增速		4.7%	7.4%	11.6%

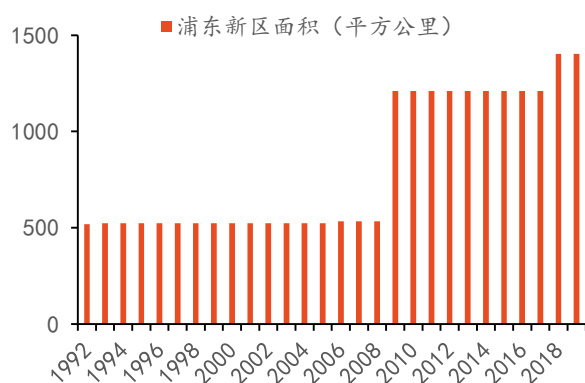
数据来源：河北省统计局，东方证券研究所



## 2.3 参考浦东新区经验，雄安新区长期水泥需求量较大

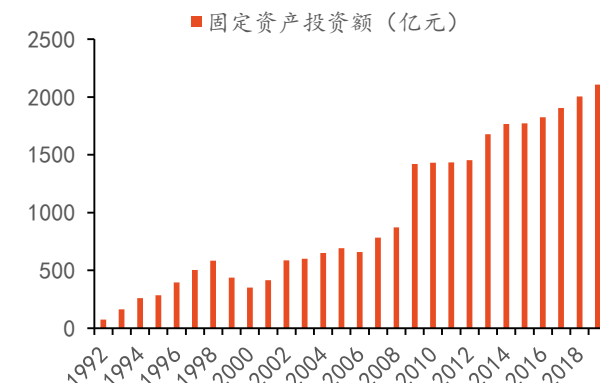
以浦东新区为参照，雄安新区建设将长期拉动水泥需求。我们选取浦东新区为参照系，来测算雄安新区固定资产投资强度。一方面，雄安新区建设的目的包含缓解北京“大城市病”，和浦东新区之于浦西有相近目的；另一方面，雄安新区的投资建设是政府主导，选取浦东新区作为对照更合适。根据浦东新区统计年鉴，浦东新区面积从 1992 年 518 平方公里扩张到 2019 年 1403 平方公里，呈现“台阶式”增长，在某一年重新划分区域面积后，占地面积将在较长时间内维持稳定。但固定资产投资额却不断增加，根据浦东新区统计年鉴，浦东固定资产投资额从 1992 年 75 亿不断增长到 2019 年 2106 亿。

图 24：1992-2019 年浦东新区占地面积（平方公里）



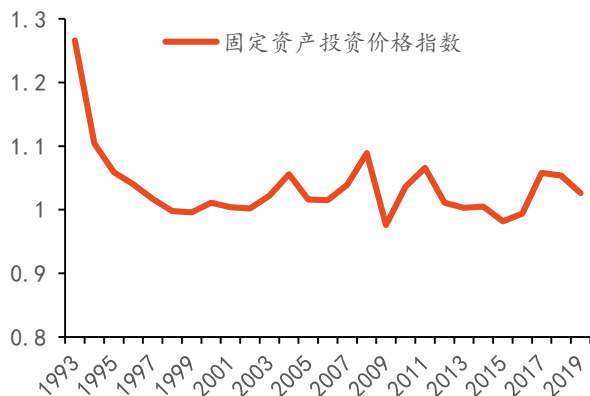
数据来源：浦东新区统计年鉴，东方证券研究所

图 25：1992-2019 年浦东新区固定资产投资额（亿元）

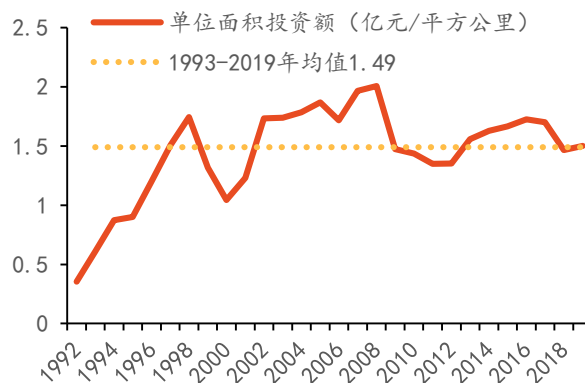


数据来源：浦东新区统计年鉴，东方证券研究所

浦东新区单位面积投资额均值为 1.49 亿，近 10 年趋于稳定。考虑到通货膨胀对投资额数据的扰动，在测算浦东新区单位面积投资额时，我们使用固定资产投资价格指数来剔除通胀扰动，即将 1992-2018 年的投资额分别累乘固定资产投资价格指数，全部换算为以 2019 年价格水平衡量的单位面积投资额。由于浦东新区在 1992 年 10 月设立，1993-2019 年为实质建设阶段，我们测算 1993-2019 年平均单位面积投资额为 1.49 亿。其中，在起步期的前 6 年（1993-1998 年），单位面积投资额逐渐提升，并在设立后的第五年（1997 年）达到均值 1.49 亿/平方公里的水平。2002-2008 年受地产投资的带动，单位面积投资额相对较高。2010-2019（近 10 年）单位面积投资额趋于稳定，均值为 1.53 亿，接近长期均值 1.49 亿。

**图 26：1993-2019 年固定资产投资价格指数**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 27：1992-2019 年浦东单位面积投资额（亿/平方公里）**


数据来源：浦东新区统计年鉴，东方证券研究所

**雄安新区长期水泥需求有望达 1783 万吨。**雄安新区规划范围包括雄县、容城、安新及周边部分区域，规划面积 1770 平方公里，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约为 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。若按规划面积 1770 平方公里，单位面积投资额为浦东新区 1993-2019 年均值 1.49 亿/平方公里，我们测算雄安新区固定资产投资额（2019 年价格水平）将达到 2637（ $2637=1770 \times 1.49$ ）亿元。考虑河北省近 3 年水泥需求系数均值 0.676，我们测算雄安新区长期水泥需求（以 2019 年价格水平计算）有望达到 1783（ $1783=2637 \times 0.676$ ）万吨。

**表 9：浦东新区和雄安新区对比**

	浦东新区	雄安新区
设立时间	1992 年 10 月	2017 年 4 月
占地面积（平方公里）	2019 年为 1403 平方公里	规划面积 1770 平方公里
固定资产投资（亿元）	2019 年为 2106 亿	按 2019 年价格为 2637 亿
单位面积投资（亿元/平方公里）	1.50	1.49

数据来源：浦东新区统计年鉴，东方证券研究所

注：雄安新区数据为预测值

**雄安新区建设提速，需求迎来释放期。**2018 年 12 月，《河北雄安新区总体规划（2018-2035 年）》正式批复，意味着从 2019 年开始，雄安新区进入实质性建设阶段。根据河北省统计局，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。根据 2018 年 9 月北京市发改委发布《促进城市南部地区加快发展行动计划（2018—2020 年）》，雄安新区投资规模总额将达到 3000 亿，其中超过 2300 亿投资集中在铁路、公路、排水、生态修复、拆迁安置等基础设施建设。根据中国雄安网，2019 年雄安重点项目 69 个，投资额接近 3000 亿，2019 年 8 月份已开工 20 个，从 2H19 开始已经进入实质性建设阶段。

**表 10：雄安新区建设大事梳理**

时间	内容
2014 年 2 月	习近平总书记做出京津冀协同发展逐渐上升为国家战略重要指示
2017 年 4 月	决定设立河北雄安新区
2017 年 7 月	成立中国雄安建设投资集团有限公司
2018 年 4 月	批复《河北雄安新区规划纲要》
2018 年 12 月	正式批复《河北雄安新区总体规划（2018-2035 年）》
2019 年 1 月	《中共中央国务院关于支持雄安全面深化改革和扩大开放指导意见》
2019 年 5 月	正式启动实施雄安新区征迁安置工作
2020 年 1 月	经党中央同意，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》
2020 年 1 月	河北雄安新区容东、容西、雄东、雄安站枢纽片区控制性详细规划公示

数据来源：公开资料，东方证券研究所

我们测算雄安新区 20 年水泥需求为 487 万吨。若按照总投资规模 3000 亿，20-24 年建设完成（通常项目建设周期为 5 年），考虑到完工进度在中间年份会相对较高，因此我们假设 20-24 年完工比例分别为 18%/20%/24%/20%/18%，则 20 年投资额为 540（ $540=3000 \times 18\%$ ）亿元。考虑到雄安新区处于加速建设期，基建和地产投资占总投资额比例相对较高，对水泥拉动较强，其水泥需求系数相对较高。同时我们观察到河北省基建和地产投资增速 15-16 年加快，17-19 年逐渐放缓，与项目建设完工节奏相符，因此我们假设 20-24 年雄安地区水泥需求系数对应河北 15-19 年水泥需求系数，则 20 年为 0.902。我们测算 20 年雄安地区水泥需求约 487（ $487=540 \times 0.902$ ）万吨。

**表 11：雄安新区水泥需求测算（万吨）**

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
投资总额（亿）	3000	3000	3000	3000	3000
完工比例	18%	20%	24%	20%	18%
投资额（亿）	540	600	720	600	540
水泥需求系数（万吨/亿元）	0.902	0.833	0.687	0.656	0.686
水泥需求（万吨）	487	500	494	394	371

数据来源：东方证券研究所

**公司占据地利优势，直接受益雄安建设。**由于水泥价格较低，长距离运输会导致效益大幅下降，因此作为“短腿”产品，水泥运输半径通常在 150-200 公里。雄安运输半径 150-200 公里以内共有 10 条熟料生产线，公司拥有 8 条，其中北京/天津/保定分别有 2/2/4 条。由于公司北京/天津生产线主要供本地使用，因此公司对雄安的水泥供给主要来自保定 4 条线，合计产能 641.7 万吨。截至 2019 年，可满足雄安新区需求水泥熟料生产线合计 920.7 万吨，其中公司产能为 641.7 万吨，占比达到 71%，湖北京兰/中联水泥合计 279 万吨，占比 29%。由于湖北京兰/中联水泥产能占比较小，无法满足雄安新区建设的需求，因此公司占据地利优势，将直接受益雄安新区建设提速。

**图 28：雄安新区附近水泥熟料生产线分布**


数据来源：百度地图，东方证券研究所

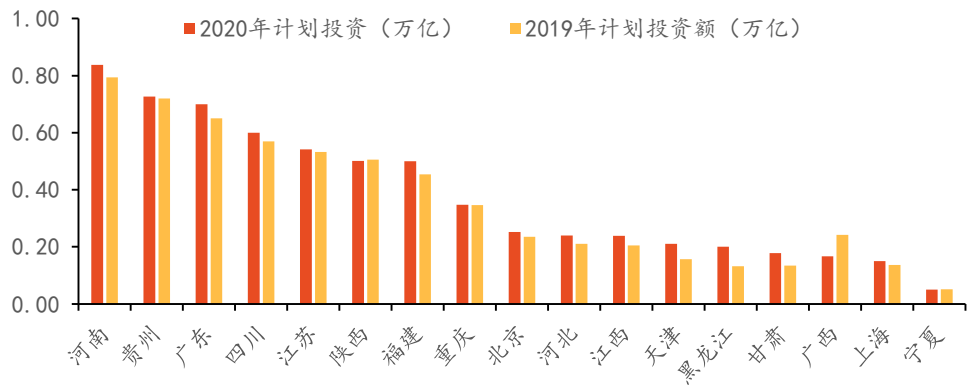
**表 12：雄安新区附近水泥熟料生产线（万吨）**

公司名称	企业名称	产能（万吨）
冀东水泥	涿水冀东水泥有限责任公司	223.2
冀东水泥	唐县冀东水泥有限责任公司	139.5
冀东水泥	保定太行和益水泥有限公司	124
冀东水泥	曲阳金隅水泥有限公司	155
湖北京兰	河北京兰水泥有限公司	155
中联水泥	顺平县金强水泥有限公司	124
<b>合计</b>		<b>920.7</b>

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

## 2.4 其他地区水泥需求向好

**基建加码稳增长，可比省份计划投资金额 6.44 万亿，YoY+6.0%。**2020 年是“十三五”规划的收官之年，也是全面决胜小康之年。受新冠疫情冲击影响，短期经济增长有所扰动。为保证全年经济稳增长，各省市基建加码。根据公开资料，我们整理 17 个已公开 19/20 年计划投资额的可比省市，总计计划投资 6.44 万亿，YoY+6.0%，总投资稳健增长。

**图 29：可比省市 2020 年计划投资额（万亿）**


数据来源：公开资料，东方证券研究所

公司河北以外产能所在省市投资稳健增长，水泥需求向好。公司河北以外产能主要分布在北京、天津、山西、内蒙、陕西、重庆、吉林、黑龙江、河南，我们整理其中已公开 19/20 年计划投资投资额的 6 个省市（北京、天津、陕西、重庆、黑龙江、河南）。根据公开资料，2020 年此 6 个省市计划投资完成额 2.35 万亿，YoY+8.2%，整体保持稳健增长。其中黑龙江/天津计划投资完成额分别为 0.20/0.21 万亿，YoY+50.9%/34.7%，增速相对较快。

**表 13：公司产能分布主要省市 2020 年计划投资（亿元）**

	2020 年计划投资 (万亿)	2019 年计划投资额 (万亿)	YoY	主要内容
北京	0.25	0.24	7.2%	重点 300 个项目，覆盖 3 大领域。计划完成投资约 2523 亿元。其中 100 项基础设施项目计划完成投资 662 亿元，包含 7 个国铁项目、5 个市郊铁路项目、16 个地铁项目、12 个公路项目、16 个城市道路项目。
天津	0.21	0.16	34.7%	20 年重点建设项目 346 个，总投资 10025 亿元，年度投资 2105 亿元。其中基础设施项目 112 个，总投资 4490 亿元，年度投资 920 亿元。
陕西	0.50	0.51	-0.9%	重点项目 600 个，总投资 3.38 万亿元，年度投资 5014 亿元。加快能源工业、非能工业双轮驱动，发挥好能源稳定工业压舱石的作用，确保煤炭产能增加，支撑经济运行在合理区间。
重庆	0.35	0.35	0.5%	重大项目 1136 个，总投资 2.6 万亿元，年度计划完成投资额 3476 亿元。924 个重大建设项目涵盖乡村振兴、基础设施、农业发展、民生保障、区域协调五大领域。
黑龙江	0.2	0.13	50.9%	全省已确定 2020 年“百大项目”共 300 个，总投资 8856 亿元，年度投资 2000 亿元。
河南	0.84	0.79	5.5%	重点项目 980 个，总投资额 3.3 万亿元，20 年计划完成投资 8372 亿。
合计	2.35	2.17	8.2%	

数据来源：各地方政府工作报告，公开资料，东方证券研究所

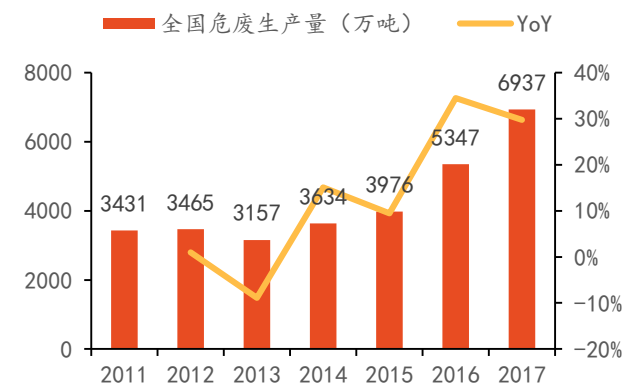
各地投资稳健增长，20 年公司整体需求向好。河北是公司收入/利润核心区，随着京津冀一体化的推进，我们测算河北（不含雄安）20 年水泥需求约 1.10 亿吨，YoY+7.4%。雄安新区进入实质性建设阶段，随着雄安项目的逐步落地，我们测算 20 年雄安地区水泥需求 487 万吨，为公司提供增

量需求。受益基建加码，公司河北以外产能所在省市投资稳健增长，在可比口径下我们统计其中主要省市 20 年计划投资完成额 2.35 亿，YoY+8.2%。

## 2.5 环保业务前景广阔，提升水泥产能利用率

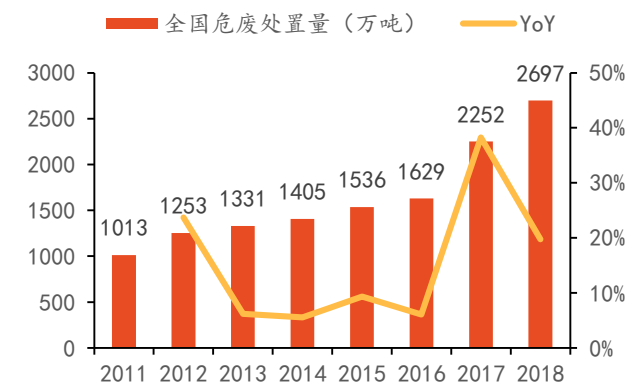
**危废处置前景广阔，实际处置率偏低。**根据国家统计局数据，我国危废生产量从 2011 年 3431 万吨增长至 2017 年 6937 万吨，CAGR+12.4%。受危废名录调整及环保督察影响，16/17 年危废产量呈现 30% 左右增长，增速加快。危废处置端同样呈现高增长态势，全国危废处置量从 2011 年 1013 万吨增长至 2018 年 2697 万吨，CAGR+15.0%。但目前危废处置率偏低，2017 年全国危废处置率为 32.5%。2017 年我国生产一般固废 33.16 亿吨，按危废产量占一般固废比例约为 3% 计算，估计危废生产量接近 1 亿吨，危废实际处置率约 27%。

图 30：2011-2017 年全国危废生产量（万吨）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 31：2011-2018 年全国危废处置量（万吨）

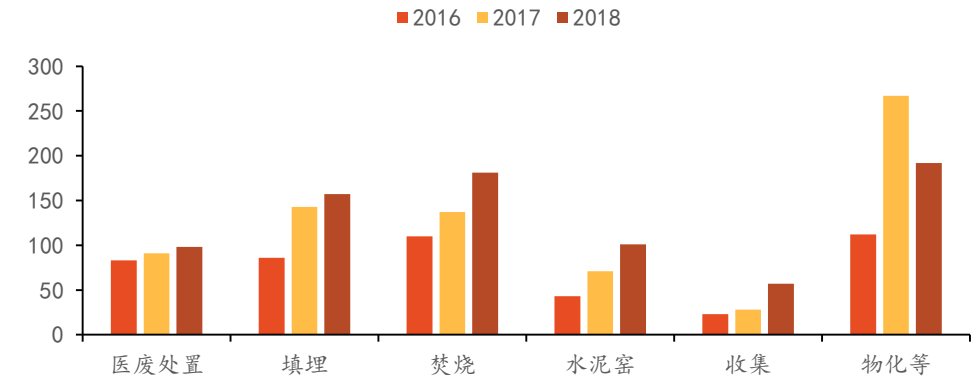


数据来源：《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，东方证券研究所

**水泥窑协同处置优势明显，处置危废量从 16 年 43 万吨快速提升至 18 年 101 万吨，CAGR+53.3%。**

危废处置主要有两种路线，一是建立专门的焚烧设备（目前国内主流方法），另一种是在现有设施上实施工艺改造后进行危废协同处理（主要指水泥窑协同处理）。相比专门危废焚烧设施而言，利用水泥回转窑协同处理废弃物，单个项目处理量大，无残渣，产能落地快，投资成本低，优势明显。5000t/d 的熟料产线协同处置危废约 10 万吨，全国超 150 条熟料生产线可用于改造，对应约 1500 万吨处理规模，水泥协同处置潜力大；且燃烧后的残渣成为水泥熟料的一部分，不需要对焚烧灰渣进行填埋处置，烟气焚烧彻底，污染物形成总量显著降低；另外由于省去了焚烧炉环节，成本优势明显。水泥窑协同处置危废量快速提升，从 2016 年 43 万吨提升至 2018 年 101 万吨，CAGR+53.3%。

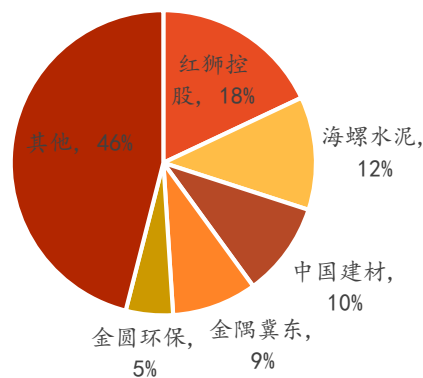
图 32：2016-2018 年各危废处置方法处理量（万吨）



数据来源：《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，东方证券研究所

**收购红树林，加快环保产业发展。**红树林环保主业为固废处理，其完成了国内首条具有自主知识产权的无害化处置工业废弃物示范线和国内首条无害化处置城市生活垃圾示范线等水泥窑协同处置项目。2018 年第一次重组时，金隅集团将红树林环保 51% 的股权注入合资公司，2019 年公司收购红树林环保剩余 49% 股权，目前红树林环保为公司全资子公司。公司将依托红树林环保加快环保产业发展，全力推动符合条件的水泥熟料企业转型升级。根据一和环境数据，截至 2019 年 4 月，公司水泥窑协同处置危废产能市占率达到 9%，位列行业第四。

图 33：水泥窑协同处置危废产能格局（截至 2019 年 4 月）



数据来源：一和环境，东方证券研究所

**公司发行可转债，进一步提升水泥协同处置规模。**根据公司年报，截至 2019 年末，公司共有 188.86 万吨水泥窑协同处置固废产能。其中，公司有 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污泥处置，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。根据公司 2020 年 3 月 19 日公告，公司发行可转债 28.2 亿，其中约 1.41 亿用于 4 个协同处置项目的建设。4 个协同处置项目投产后，公司固废处置能力将从 188.86 万吨/年提升到 228.86 万吨/年，提升 21%。

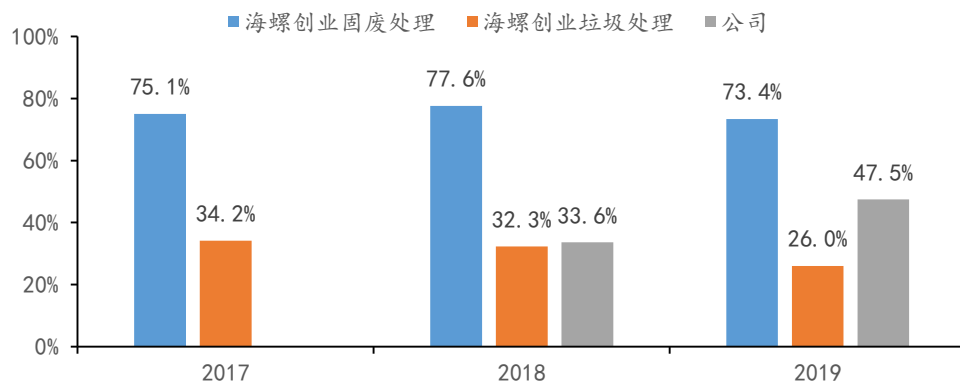


**表 14：公司 4 个水泥协同处置项目情况**

项目名称	投资额(万元)	建设期 (月)	规模(万吨)	年均营收 (万元)	年均净利润 (万元)	税后投资回 收期(年)	IRR(税后)
阳泉水泥协同处置项目	6938	10	5	8591	1187	5.97	18.49%
磐石水泥协同处置项目	9696	8	15	8013	2077	5.88	19.93%
大同水泥协同处置项目	7000	10	10	7646	1848	4.59	25.91%
凤翔水泥协同处置项目	7940	9	10	7455	1823	5.78	20.55%

数据来源：公司可转债可行性分析报告，东方证券研究所

**固废危废处置业务毛利率高，收益率较好。**对于水泥窑协同处置，其中固废危废处理毛利率较高，而垃圾处理毛利率相对较低。根据海螺创业年报，2019 年固体废物处置/垃圾处理毛利率分别为 73.4%/26.0%。公司 2019 年固废危废处置业务毛利率（含固废和生活垃圾）达到 47.5%，较 2018 年同比提升 13.8pct。根据公司公告，4 个水泥协同项目 IIR（税后）在 20% 左右，收益率相对较好。我们认为随着公司固废项目的增加，固废危废业务毛利率将逐渐趋于稳定。

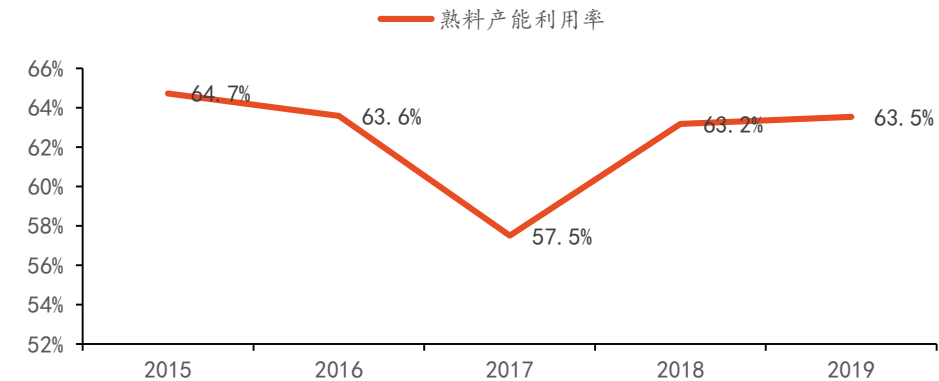
**图 34：固废危废处理业务毛利率较高（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**水泥协同处置，减少错峰限产约束，有望提高公司水泥熟料产能利用率。**根据 2018 年 4 月，工信部就中国水泥协会提出的《关于水泥行业错峰生产规则认定的请示》的回复，协同处置企业可以不全面实施错峰生产。公司主要产能分布于华北，受错峰生产影响，公司水泥熟料产能利用率偏低。2019 年公司水泥熟料产能利用率 63.5%，同比提升 0.3pct，考虑到 19 年 70 周年大庆，对公司生产天数带来一定负面影响，我们认为剔除扰动因素后，公司实际产能利用率将高于 63.5%。我们认为随着公司水泥协同处置规模的提升，公司受错峰限产的影响边际减弱，水泥熟料产能利用率有望边际改善。



图 35：2015-2019 年公司熟料产能利用率（%）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计水泥及熟料 20-22 年收入 325.1/342.3/356.5 亿，YoY+7.1%/5.3%/4.2%。预计 20-22 年水泥及熟料销量 1.00/1.05/1.09 亿吨，YoY+3.9%/4.4%/4.2%，销量增长主要由于受益京津冀一体化及雄安新区建设，在产能无扩张情况下产能利用率提升，预计 20-22 年水泥产能利用率为 52%/54%/56%，熟料产能利用率为 64%/65%/66%，20 年销量增速略低主要考虑到新冠疫情导致下游复工延迟。预计 20-22 年吨价格为 325/327/327 元，20 年吨价格有所上涨，主要由于错峰限产导致供给受限，需求向好，价格平稳抬升。预计 20-22 年吨成本为 203/205/205 元，稳步抬升主要由于人工成本的提升。预计 20-22 年水泥及熟料毛利率为 37.4%/37.3%/37.3%，20 年毛利率提升，主要由于价格上涨。
- 2) 预计危废固废无害化处置业务 20-22 年收入 18.3/21.0/23.1 亿，YoY+15%/15%/10%。收入稳健增长主要由于公司继续加大固废业务的发展力度，并发行可转债新建协同处置项目。预计 20-22 年毛利率与 19 年 47.5%持平，主要考虑到随着公司危废固废无害化处置业务能力的提高，处置危废/生活垃圾/生活污水的比例趋于稳定，毛利率亦将趋于稳定。
- 3) 预计公司 20-22 年期间费用率为 17.9%/16.9%/16.2%，期间费用率的下降，一方面由于维修费用的下降带来管理费用率的下降，20-22 年管理费用率为 11.49%/10.95%/10.65%；另一方面由于公司资产负债率的改善，以及融资利率下行带来的财务费用率的下降，20-22 年财务费用率为 2.64%/2.25%/1.83%。

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥及水泥熟料					

销售收入（百万元）	28,104.0	30,359.6	32,512.1	34,227.8	35,651.1
增长率		8.0%	7.1%	5.3%	4.2%
毛利率	30.7%	36.6%	37.4%	37.3%	37.3%
<b>危废固废无害化处置</b>					
销售收入（百万元）	- 0	1,588.9	1,827.2	2,101.3	2,311.5
增长率			15.0%	15.0%	10.0%
毛利率		47.5%	47.5%	47.5%	47.5%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	2,744.6	2,558.5	2,686.5	2,820.8	2,961.8
增长率		-6.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	29.9%	36.7%	36.7%	36.7%	36.7%
<b>合计</b>	<b>30,848.6</b>	<b>34,507.0</b>	<b>37,025.8</b>	<b>39,149.9</b>	<b>40,924.3</b>
增长率		11.9%	7.3%	5.7%	4.5%
综合毛利率	30.6%	37.1%	37.8%	37.8%	37.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 3.2 投资建议

我们采用相对估值法进行估值。水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-20 年新增产能有限，存量产能执行错峰生产和产能置换，导致水泥周期上行，水泥价格不断提升，行业盈利/现金流状况从 16 年开始逐年向好，趋势有望延续。公司水泥熟料产能位列水泥行业前三，受益水泥行业供给侧结构性改革，公司盈利从 16 年开始逐年提升。同时由于公司资产负债率相对较高，截至 2019 年末仍有 52.5%，在盈利情况/现金流逐渐好转的情况下，公司将逐渐降低资产负债率。因此公司自由现金流仍未进入相对平稳区间，采用绝对估值法会形成较大误差。考虑到水泥熟料产品同质性较高，可比公司相对较多，我们采用相对估值法进行估值。

可比公司 20 年平均 PE 为 9X。由于水泥熟料产品同质性较高，公司之间的差异主要体现在产能布局 and 自身经营管理上，因此对于可比公司，我们选取产能布局以华东为主的海螺水泥/上峰水泥，产能布局以华中地区为主的华新水泥，产能布局集中在西北地区的祁连山/天山股份。由于市值较大的公司对行业代表性更强，因此我们使用可比公司市值加权进行估值，2020 年可比公司估值均值（市值加权平均）为 9XPE。

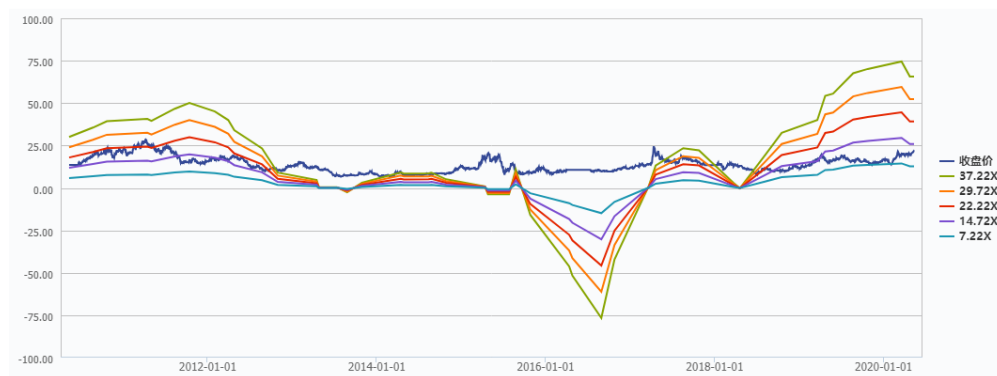
表 15：可比公司估值表（截至 2020 年 5 月 14 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
海螺水泥	600585.SH	59.18	3,071	6.34	6.68	6.86	6.99	8.64	8.86	8.63	8.47
华新水泥	600801.SH	27.88	470	3.02	3.14	3.34	3.61	8.74	8.88	8.35	7.72
上峰水泥	000672.SZ	27.61	225	2.87	3.24	3.66	4.17	6.38	8.52	7.54	6.62
祁连山	600720.SH	17.18	133	1.59	1.99	2.19	2.40	7.89	8.63	7.84	7.16
天山股份	000877.SZ	13.01	136	1.56	1.73	1.90	2.04	7.60	7.52	6.85	6.38
可比公司估值均值（市值加权平均）									8.78		

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 2.46/2.74/2.97 元，CAGR+14.0%。公司熟料产能位列行业第三，是华北地区行业龙头，受益于京津冀一体化及雄安新区建设，公司需求向好，同时公司在管理费用率和财务费用率上有望改善。我们认可给予公司 2020 年 9XPE，对应目标价为 22.14 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 36：公司过去 10 年（2011/05/14-2020/05/14）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四、风险提示

**华北地区需求不及预期：**受“房住不炒”政策影响，华北地区地产投资增速或低于预期，导致水泥需求不及预计。同时由于雄安新区刚进入实质性建设阶段，项目开工进度可能不及预期。

**环保因素导致产线关停风险：**公司主要产能在华北地区，受“蓝天保卫战”影响，若空气质量长期处于红色预警之中，公司产线或有关停风险。

**危废固废无害化处置业务毛利率下滑风险：**危废处置毛利率较高，但生活垃圾处置毛利率相对较低，若公司未来生活垃圾处置项目占比居多，危废固废无害化处置业务毛利率存在下滑风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,347	5,979	9,316	10,951	13,596	营业收入	30,849	34,507	37,026	39,150	40,924
应收票据及应收账款	11,893	6,669	7,331	8,574	9,781	营业成本	21,398	21,716	23,022	24,333	25,429
预付账款	458	701	741	783	818	营业税金及附加	460	536	575	608	635
存货	2,021	2,872	3,223	3,407	3,560	营业费用	1,082	1,254	1,302	1,349	1,405
其他	1,868	1,186	1,241	1,303	1,358	管理费用及研发费用	3,597	4,228	4,356	4,391	4,467
<b>流动资产合计</b>	<b>25,587</b>	<b>17,407</b>	<b>21,851</b>	<b>25,018</b>	<b>29,114</b>	财务费用	1,270	1,180	977	881	750
长期股权投资	1,342	1,766	1,800	1,900	2,000	资产、信用减值损失	182	340	106	89	65
固定资产	28,016	32,616	32,704	32,862	33,032	公允价值变动收益	41	23	25	26	27
在建工程	412	740	750	764	778	投资净收益	64	346	363	381	401
无形资产	4,020	5,208	5,029	4,849	4,669	其他	471	685	655	690	720
其他	2,616	2,997	2,857	2,707	2,547	<b>营业利润</b>	<b>3,436</b>	<b>6,307</b>	<b>7,732</b>	<b>8,596</b>	<b>9,320</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>36,406</b>	<b>43,327</b>	<b>43,139</b>	<b>43,081</b>	<b>43,027</b>	营业外收入	37	112	78	82	86
<b>资产总计</b>	<b>61,993</b>	<b>60,733</b>	<b>64,990</b>	<b>68,099</b>	<b>72,141</b>	营业外支出	57	165	133	138	144
短期借款	12,653	7,601	6,654	6,023	5,264	<b>利润总额</b>	<b>3,416</b>	<b>6,254</b>	<b>7,677</b>	<b>8,540</b>	<b>9,262</b>
应付票据及应付账款	9,293	5,106	5,424	5,494	5,493	所得税	856	1,349	1,656	1,843	1,998
其他	9,972	9,702	8,172	7,467	6,590	<b>净利润</b>	<b>2,560</b>	<b>4,905</b>	<b>6,021</b>	<b>6,697</b>	<b>7,264</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>31,918</b>	<b>22,409</b>	<b>20,250</b>	<b>18,984</b>	<b>17,347</b>	少数股东损益	1,076	2,204	2,706	3,010	3,264
长期借款	1,110	2,375	3,875	4,535	4,535	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,483</b>	<b>2,701</b>	<b>3,315</b>	<b>3,688</b>	<b>4,000</b>
应付债券	1,713	3,491	3,400	1,700	1,500	每股收益（元）	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
其他	3,421	3,620	3,281	2,992	2,714	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,244</b>	<b>9,487</b>	<b>10,556</b>	<b>9,227</b>	<b>8,749</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>38,163</b>	<b>31,896</b>	<b>30,806</b>	<b>28,211</b>	<b>26,096</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	9,251	13,487	16,192	19,202	22,466	营业收入	101.8%	11.9%	7.3%	5.7%	4.5%
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	营业利润	810.7%	83.6%	22.6%	11.2%	8.4%
资本公积	4,591	3,329	3,329	3,329	3,329	归属于母公司净利润	1243.7%	82.1%	22.8%	11.2%	8.5%
留存收益	5,704	7,727	10,369	13,062	15,955	<b>获利能力</b>					
其他	2,938	2,947	2,947	2,947	2,947	毛利率	30.6%	37.1%	37.8%	37.8%	37.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>23,831</b>	<b>28,838</b>	<b>34,185</b>	<b>39,888</b>	<b>46,045</b>	净利率	4.8%	7.8%	9.0%	9.4%	9.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>61,993</b>	<b>60,733</b>	<b>64,990</b>	<b>68,099</b>	<b>72,141</b>	ROE	12.0%	18.0%	19.9%	19.1%	18.1%
<b>现金流量表</b>						ROIC	9.5%	13.3%	14.2%	14.2%	13.9%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	2,560	4,905	6,021	6,697	7,264	资产负债率	61.6%	52.5%	47.4%	41.4%	36.2%
折旧摊销	6,263	7,082	3,202	3,474	3,772	净负债率	42.2%	36.6%	20.9%	8.4%	0.0%
财务费用	1,270	1,180	977	881	750	流动比率	0.80	0.78	1.08	1.32	1.68
投资损失	(64)	(346)	(363)	(381)	(401)	速动比率	0.74	0.65	0.92	1.13	1.47
营运资金变动	(162)	917	(1,834)	(1,779)	(2,120)	<b>营运能力</b>					
其它	(3,335)	(5,519)	81	63	38	应收账款周转率	14.4	12.6	13.4	13.2	13.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,531</b>	<b>8,219</b>	<b>8,083</b>	<b>8,955</b>	<b>9,303</b>	存货周转率	12.1	8.6	7.4	7.1	7.1
资本支出	(12,383)	(13,189)	(3,011)	(3,314)	(3,615)	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	731	(362)	(35)	(103)	(103)	<b>每股指标（元）</b>					
其他	11,224	10,284	388	407	428	每股收益	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
<b>投资活动现金流</b>	<b>(427)</b>	<b>(3,267)</b>	<b>(2,658)</b>	<b>(3,010)</b>	<b>(3,291)</b>	每股经营现金流	4.85	6.10	6.00	6.65	6.90
债权融资	(860)	1,900	510	(1,803)	(751)	每股净资产	10.82	11.39	13.35	15.35	17.50
股权融资	(331)	(1,261)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(1,737)	(9,674)	(2,598)	(2,507)	(2,615)	市盈率	18.9	10.4	8.5	7.6	7.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,929)</b>	<b>(9,036)</b>	<b>(2,088)</b>	<b>(4,310)</b>	<b>(3,366)</b>	市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	3.3	2.5	3.1	2.8	2.6
<b>现金净增加额</b>	<b>3,175</b>	<b>(4,084)</b>	<b>3,337</b>	<b>1,635</b>	<b>2,645</b>	EV/EBIT	7.8	4.9	4.2	3.9	3.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

