

量价齐升，盈利初现恢复

公司简报

◆2016年公司业绩同比增长189.8%，EPS 0.12元

2016年1-12月公司实现营业收入36.9亿元，同比增长15.8%，归属上市公司股东净利润5765万元，同比增长189.8%，每股收益0.12元；单4季度公司实现营业收入9.9亿元，同比增长30.1%，归属上市公司股东净利润3082万元。利润分配方案：每10股派发现金红利0.4元（含税）。

2016年宁夏区城镇固定资产投资增速8.2%，较15年下降2.5个百分点，房地产投资增速回升至14.9%，地产回暖和基建投资稳定快速增长，拉动水泥需求。

◆需求增加，量价齐升，毛利率上升费率下降

报告期内公司综合毛利率28.9%，同比增加4.5个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为12.5%、7.9%和2.8%，分别同比变动0.5、-1.9和-0.6个百分点；期间费率23.2%，同比下降2.1个百分点。

报告期内公司销售水泥1584.9万吨，同比增长13.4%。吨产品综合价格232.8元，较15年上升5元，同比上升2.2%；吨产品综合成本165.4元，较15年下降6.8元，同降3.9%；吨毛利67.4元，同升11.8元；吨三费57.2元，同降2.2元；吨产品净利3.6元，较15年上升2.2元。

分产品，水泥及熟料、商品混凝土、骨料毛利率分别为26.7%、40.1%和30.8%，较15年同期分别增加5.7、减少0.29和增加38.4个百分点，三项业务占主营收入比重分别为83.4%、15%和1.6%；分区域，自治区内和自治区外营业收入分别占比58%和42%，毛利率分别为27.6%和30.5%。

◆2016年下半年盈利水平环比向好明显

单4季度，公司营收同升30%，综合毛利率32.9%，同比上升5.6个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为13.2%、8%、2.9%，分别同比下降1.7、1.9和0.5个百分点，期间费率24.1%，同比下降4.1个百分点。

分析半年度盈利能力，16年下半年公司共销售水泥939.2万吨，同比增长14.2%。吨产品综合价格241元，较15年同期上升15元，同比上升6.6%；吨产品综合成本164元，与15年同期持平；吨毛利77元，同升15元，环比16年上半年上升23.9元；吨产品净利10.5元，较15年同期上升2.9元，环比16年上半年上升16.9元。

◆盈利预测与投资建议

2016年，在二、三季度需求旺季下公司产品量价均有提升，单位产品盈利能力初现恢复。16年下半年至今水泥价格持续表现较好，宁夏及周边价格洼地提价空间足及公司成本费用控制能力或有助其业绩弹性显现。放长视角来看，城镇化建设、西部大开发和一带一路战略支点定位预示着宁夏区的长期需求空间。新增供给方面，宁夏区水泥行业冲击动能降为0，集中度高位企稳，行业协同亦将有助于供需改善。预计公司17-19年EPS分别为0.32、0.38、0.42元，目标价14元，维持“增持”评级。

◆风险提示：水泥行业下游需求恢复不及预期；煤炭价格大幅上涨。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,184	3,689	4,299	4,681	5,053
营业收入增长率	-18.19%	15.84%	16.54%	8.89%	7.95%
净利润(百万元)	20	58	154	184	202
净利润增长率	-92.67%	189.76%	167.67%	19.19%	9.96%
EPS(元)	0.04	0.12	0.32	0.38	0.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.48%	1.37%	3.54%	4.10%	4.38%
P/E	319	110	41	34	31
P/B	2	2	1	1	1

增持(维持)

当前价/目标价：13.26/14.00元

目标期限：6个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050
chenhaowu@ebsec.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329
sunwf@ebsec.com

联系人

师克克
021-22169158
shikk@ebsec.com

市场数据

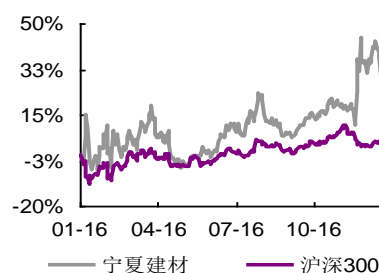
总股本(亿股)：4.78

总市值(亿元)：63.41

一年最低/最高(元)：8.30/15.07

近3月换手率：390.70%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.00	5.71	32.30
绝对	-1.78	9.40	44.94

相关研报

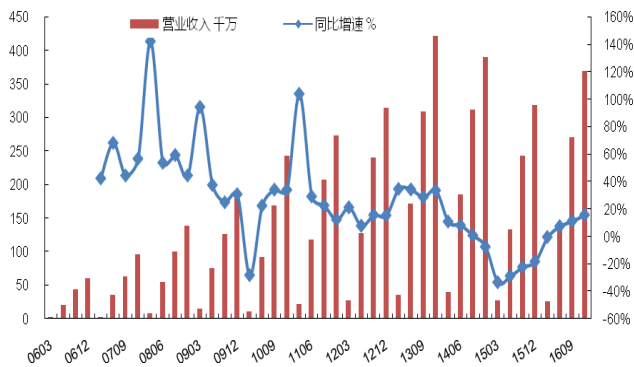
旺季表现亮眼，盈利大幅改善
.....2016-10-15
水泥销量增长较快，盈利能力改善
.....2016-08-18
营收同比持平，营业外收入减少致亏损扩大
.....2016-04-28

表 1：宁夏建材主要财务指标

业绩预测和估值指标						
指标	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
营业收入 (百万元)	3892.64	3184.50	3688.90	4299.15	4681.24	5053.33
营业收入增长率	-7.47%	-18.19%	15.84%	16.54%	8.89%	7.95%
归属母公司净利润 (百万元)	271.51	19.90	57.65	154.31	183.92	202.25
净利润增长率	-9.51%	-92.67%	189.76%	167.67%	19.19%	9.96%
EPS (元)	0.57	0.04	0.12	0.32	0.38	0.42
毛利率	28.48%	24.41%	28.94%	30.61%	31.31%	31.19%
净利率	8.47%	1.72%	2.59%	4.79%	5.61%	5.72%
费用率	21.22%	25.26%	23.17%	23.00%	22.60%	22.40%

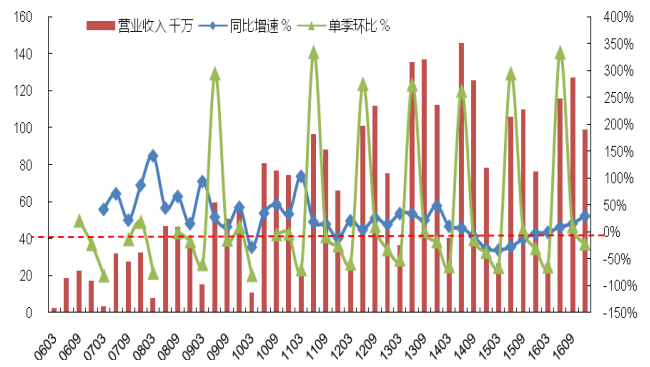
资料来源：公司公告

图 1：宁夏建材营业收入增长情况- 分报告期
2016 年 1-12 月公司营业收入 36.9 亿元，同比增长 15.8%



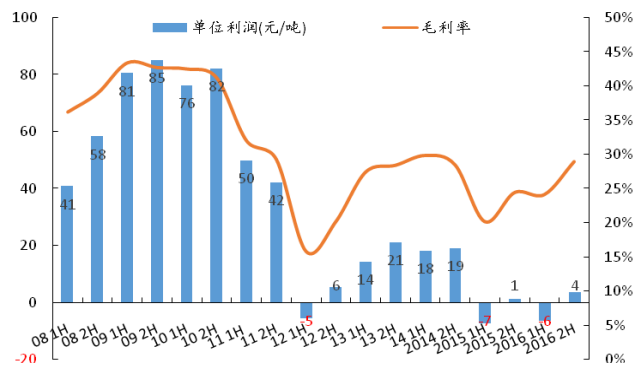
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：宁夏建材营业收入增长情况- 分季度
2016 年单 4 季度公司营业收入 9.9 亿元，同比增长 30.1%



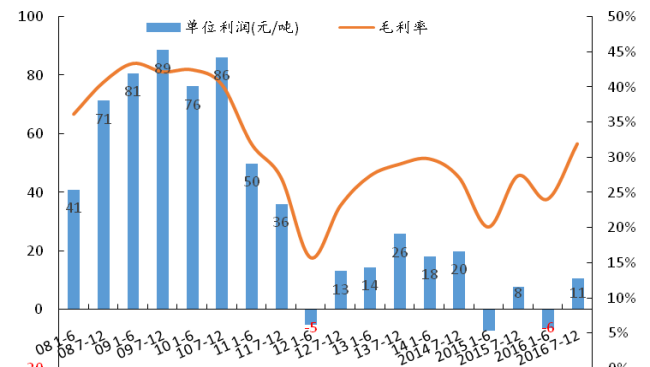
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：宁夏建材吨净和毛利率变化情况-分报告期
2016 年 1-12 月公司吨净利 3.6 元，毛利率 28.9%



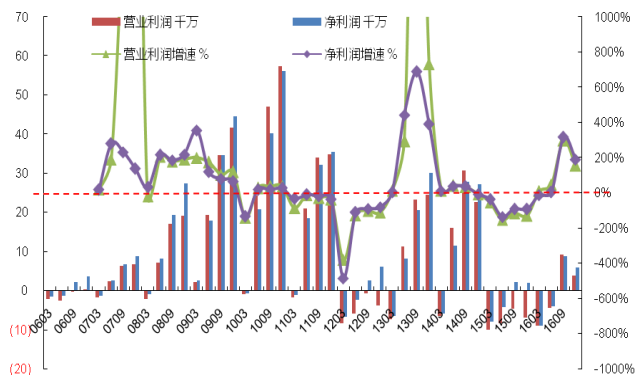
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：宁夏建材吨净和毛利率变化情况-分半年度
2016 年 7-12 月公司吨净利 10.5 元，毛利率 32%



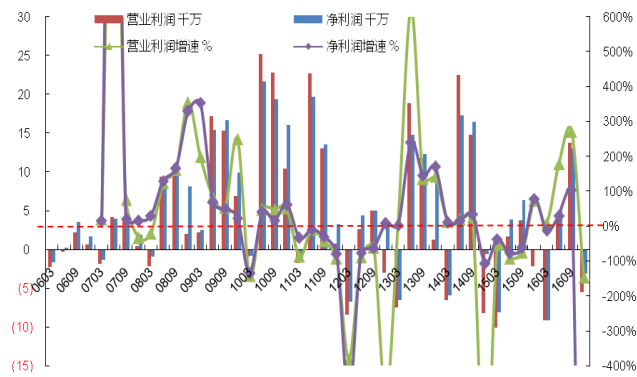
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 5：宁夏建材营业利润及净利润变化情况- 分报告期
2016 年 1-12 月公司营业利润扭亏，净利润同增 189.8%



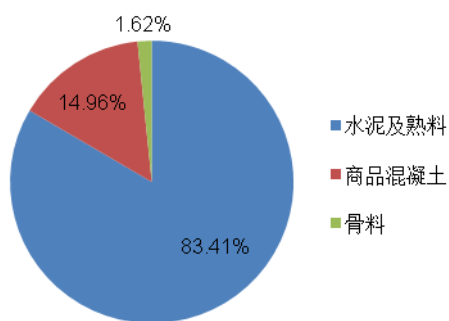
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：宁夏建材营业利润及净利润变化情况- 分季度
2016 年单 4 季度公司营业利润与净利润亏损扩大



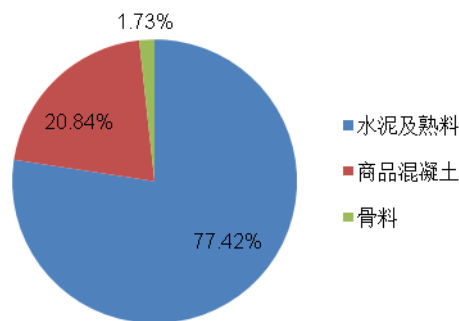
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 7：报告期内宁夏建材分产品收入占比情况
2016 年 1-12 月公司水泥及熟料收入占比 83.4%



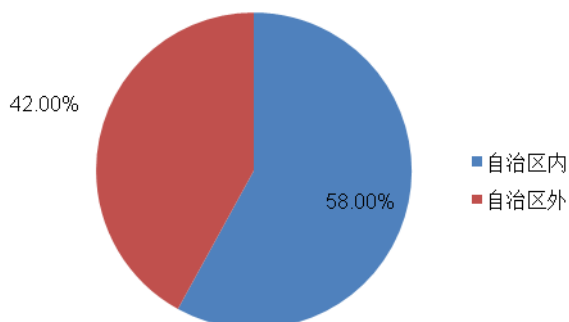
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 8：报告期内宁夏建材分产品主营业务毛利占比情况
2016 年 1-12 月公司水泥及熟料主营业务毛利润占比 77.4%



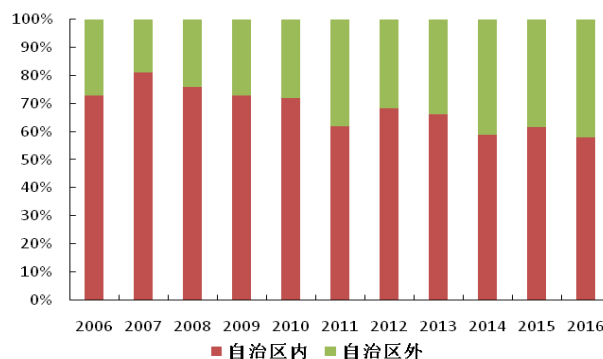
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 9：报告期内宁夏建材分区域收入占比情况
2016 年 1-12 月公司自治区内收入占比 58%

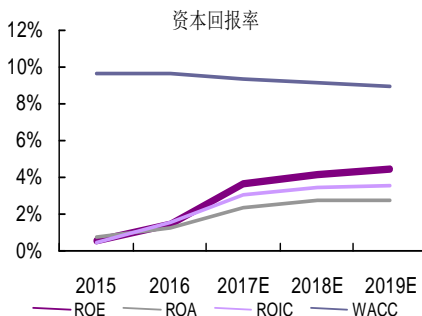
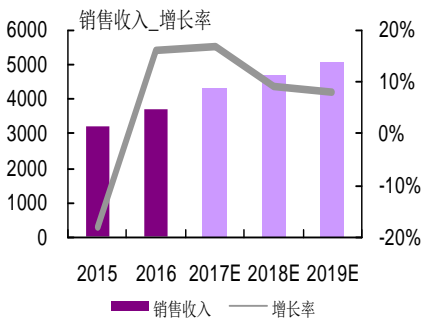
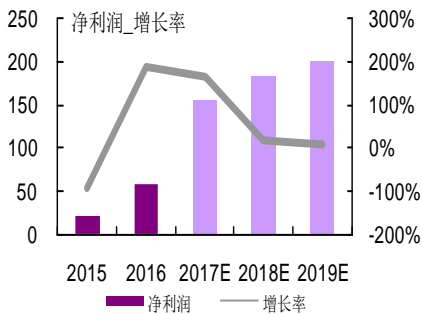
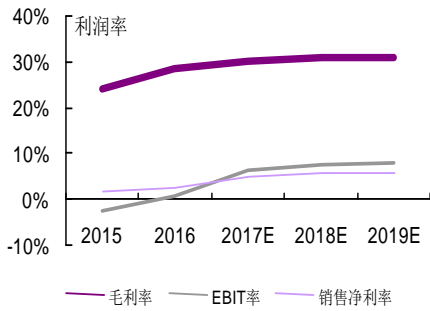


资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 10：宁夏建材分区域收入占比变化情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,184	3,689	4,299	4,681	5,053
营业成本	2,407	2,621	2,983	3,216	3,477
折旧和摊销	441	457	36	69	104
营业税费	26	52	60	66	68
销售费用	383	460	533	562	596
管理费用	312	291	335	365	394
财务费用	109	104	120	131	141
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	4	3	3	3
营业利润	-69	38	170	245	279
利润总额	80	141	274	350	385
少数股东损益	35	38	51	79	87
归属母公司净利润	19.90	57.65	154.31	183.92	202.25

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	7,766	7,836	8,755	9,687	10,584
流动资产	2,171	2,617	2,944	3,190	3,435
货币资金	552	917	1,075	1,170	1,263
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	864	789	953	1,038	1,121
应收票据	229	394	387	421	455
其他应收款	12	16	34	37	40
存货	373	336	362	383	409
可供出售投资	58	58	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,907	4,611	5,190	5,735	6,268
无形资产	358	379	389	399	408
总负债	3,325	3,347	4,079	4,802	5,478
无息负债	1,185	1,278	1,371	1,440	1,546
有息负债	2,140	2,068	2,708	3,362	3,932
股东权益	4,441	4,489	4,676	4,885	5,106
股本	478	478	478	478	478
公积金	2,200	2,219	2,234	2,253	2,273
未分配利润	1,488	1,524	1,644	1,756	1,870
少数股东权益	275	266	318	396	483

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	309	599	357	446	553
净利润	20	58	154	184	202
折旧摊销	441	457	36	69	104
净营运资金增加	-93	124	240	183	146
其他	-59	-40	-73	10	102
投资活动产生现金流	-36	-40	-710	-827	-827
净资本支出	37	44	830	830	830
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-73	-84	-1,540	-1,657	-1,657
融资活动现金流	-230	-223	511	477	367
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3	-72	639	654	570
无息负债变化	-302	93	93	69	106
净现金流	44	336	158	96	93

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-18.19%	15.84%	16.54%	8.89%	7.95%
净利润增长率	-92.67%	189.76%	167.67%	19.19%	9.96%
EBITDA/EBITDA 增长率	-42.66%	33.45%	-45.67%	36.82%	17.84%
EBIT/EBIT 增长率	-133.00%	-146.44%	108.94%	29.81%	11.88%
估值指标					
PE	319	110	41	34	31
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	19	15	30	24	22
EV/EBIT	254	64	34	28	27
EV/NOPLAT	368	95	45	37	36
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	24.41%	28.94%	30.61%	31.31%	31.19%
EBITDA 率	11.56%	13.32%	7.52%	9.45%	10.31%
EBIT 率	-2.29%	0.92%	6.69%	7.97%	8.26%
税前净利润率	2.50%	3.82%	6.38%	7.48%	7.62%
税后净利润率 (归属母公司)	0.62%	1.56%	3.59%	3.93%	4.00%
ROA	0.71%	1.22%	2.35%	2.71%	2.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.48%	1.37%	3.54%	4.10%	4.38%
经营性 ROIC	0.37%	1.45%	2.92%	3.40%	3.47%
偿债能力					
流动比率	0.94	0.96	1.12	1.08	1.07
速动比率	0.78	0.84	0.98	0.95	0.94
归属母公司权益/有息债务	1.95	2.04	1.61	1.34	1.18
有形资产/有息债务	3.42	3.55	3.07	2.74	2.57
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.04	0.12	0.32	0.38	0.42
每股红利	0.02	0.04	0.11	0.14	0.16
每股经营现金流	0.65	1.25	0.75	0.93	1.16
每股自由现金流(FCFF)	1.13	1.07	-1.50	-1.18	-0.96
每股净资产	8.71	8.83	9.11	9.39	9.67
每股销售收入	6.66	7.71	8.99	9.79	10.57

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

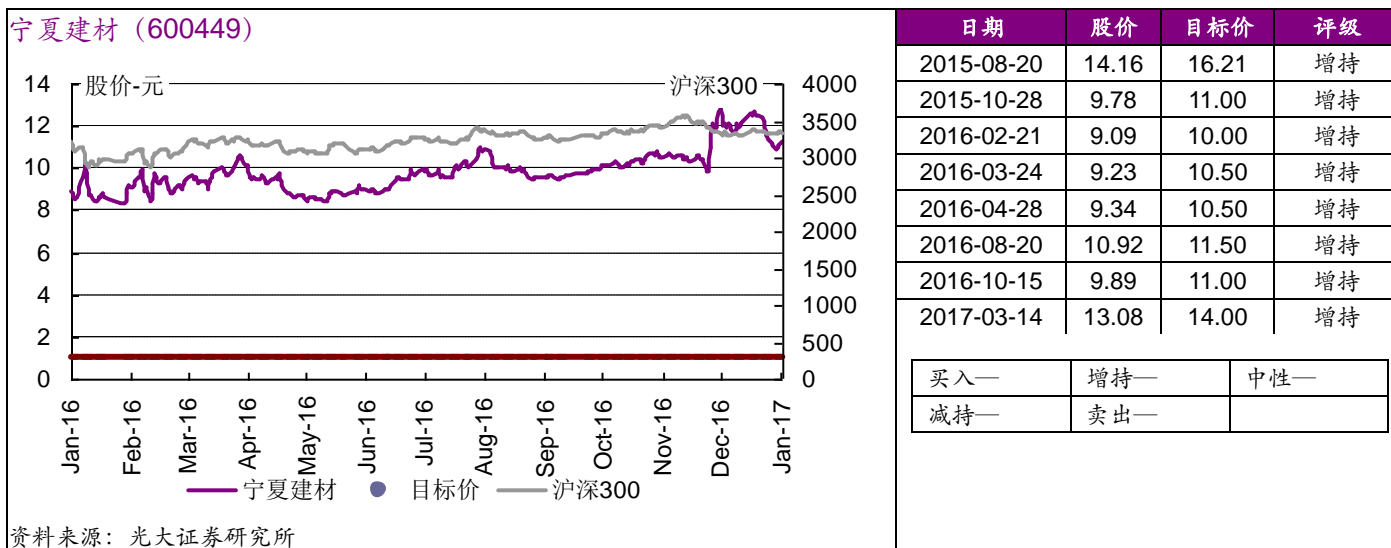
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	