

盈利大幅上升，低估值高弹性品种

公司简报

◆公司 2017 年中报预计盈利 1.8 亿元，扭亏且盈利大幅上升

公司公告 2017 年 1-6 月预计实现归属上市公司股东净利润 1.8 亿元，同比扭亏（16 年 1-6 月业绩为负，-1863.8 万元），且盈利大幅度上升，以此计算中报 EPS 0.23 元，超出市场预期；公司 2017 年一季报显示仍亏损 1.2 亿元，从而推算得出单 2 季度公司实现归属上市公司股东净利润 3 亿元，同比增长 73%，单季每股收益 0.39 元。而单 2 季度 3 亿元净利润，在公司历史同期中，也仅次于 2014 年单 2 季度（3.4 亿元）

公司盈利大幅提升因报告期内水泥产品量、价均有提升，且成本管控加强下毛利率同比上升。区域来看，2017 年 1-5 月甘肃省水泥产量 1283 万吨，同比下降 8.5%，公司销量提升或来自于其作为优势企业的良好经营及甘肃省外的贡献。2 季度为北部地区水泥需求旺季，公司盈利弹性显现，此情况下，同为旺季的 3 季度亦值得期待。

◆西北地区水泥旺季量、价表现好，其他水泥企业亦存盈利弹性

2017 年 1-6 月，兰州地区高标号水泥均价为 354 元/吨，而 2016 年同期均价仅为 233 元/吨，17 年以来均价涨幅达 50%。考虑到 2016 年上半年水泥行业仍为亏损，2017 年 50% 的价格涨幅引致了在位企业高盈利弹性。

西北区域水泥行业 2、3 季度均为旺季，且甘肃、宁夏、陕西等省份水泥价格均较去年同期有明显回升，预计区域内其他在位企业如宁夏建材等 2017 年中报亦存较高的盈利弹性。

◆盈利预测与投资建议

公司上半年水泥产销同比增长，且产品价格整体较 2016 年同期明显提高，预计 2017 年中报公司营收增速较快，而净利润端弹性更大！单 2 季度盈利 3 亿元为历史上单 2 季度第二高峰！当前北部地区仍为旺季，单 3 季度水泥价格表现仍好，叠加产量增长与 2016 年低基数因素，公司下半年盈利可更乐观些！此外，公司作为中材集团旗下公司，亦存一定资产整合预期。我们上调公司 17-19 年盈利预测，EPS 分别为 0.78、0.83、0.89 元，目标价 11.7 元，对应 2017 年 15 倍 PE，“买入”评级。

◆风险提示：需求与价格下滑，原材料和燃料涨价等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,843	5,114	6,173	6,793	7,276
营业收入增长率	-21.22%	5.62%	20.69%	10.04%	7.12%
净利润（百万元）	179	167	604	645	694
净利润增长率	-68.10%	-7.06%	262.51%	6.84%	7.61%
EPS（元）	0.23	0.21	0.78	0.83	0.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.73%	3.42%	11.13%	10.94%	10.83%
P/E	36	39	11	10	9
P/B	1	1	1	1	1

买入（上调）

当前价/目标价：8.34/11.70 元

目标期限：12 个月

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）
021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

孙伟凤（执业证书编号：S0930516110003）
021-22169329

sunwf@ebsec.com

联系人

师克克

021-22169158

shikk@ebsec.com

胡添雅

021-22169106

hutianya@ebsec.com

市场数据

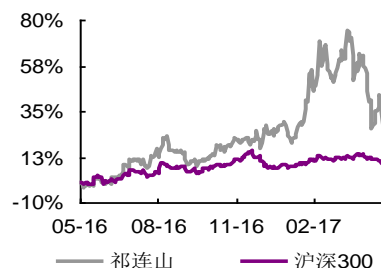
总股本(亿股)：7.76

总市值(亿元)：64.74

一年最低/最高(元)：6.90/11.75

近 3 月换手率：161.82%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.45	-19.97	5.68
绝对	7.62	-16.10	20.13

相关研报

价格表现好，关注旺季盈利改善

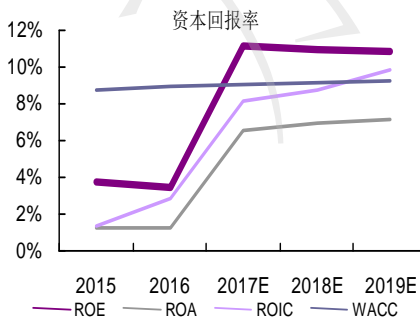
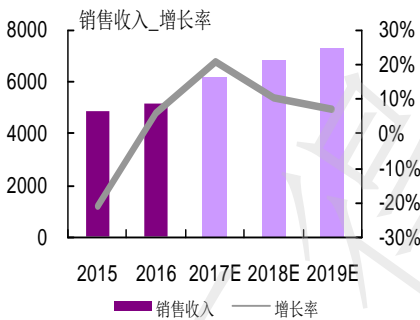
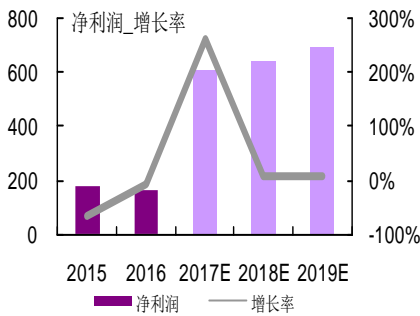
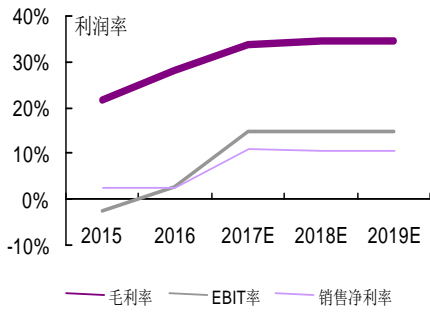
.....2017-04-17

经营性利润大幅增长

.....2017-03-16

第 2-3 季度已奠定全年盈利基础

.....2016-10-22



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,843	5,114	6,173	6,793	7,276
营业成本	3,778	3,670	4,066	4,431	4,747
折旧和摊销	602	644	1,023	1,075	1,122
营业税费	43	55	67	73	79
销售费用	314	325	383	421	451
管理费用	543	593	586	713	764
财务费用	258	186	216	245	262
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	175	2	60	60	60
营业利润	54	134	765	819	884
利润总额	161	186	868	927	997
少数股东损益	-44	-31	90	96	104
归属母公司净利润	179.22	166.58	603.87	645.15	694.25

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	10,840	10,664	10,583	10,711	11,220
流动资产	2,358	2,550	2,931	3,265	4,251
货币资金	604	622	741	815	1,716
交易型金融资产	0	0	3	3	3
应收帐款	598	505	607	668	597
应收票据	145	439	370	408	437
其他应收款	31	34	37	41	44
存货	663	670	803	876	935
可供出售投资	341	251	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	6	12	18
固定资产	7,045	6,545	6,256	5,975	5,473
无形资产	696	736	699	664	631
总负债	5,278	5,116	4,391	3,951	3,848
无息负债	1,478	2,049	1,457	1,548	1,536
有息负债	3,800	3,068	2,935	2,403	2,312
股东权益	5,562	5,548	6,191	6,759	7,372
股本	776	776	776	776	776
公积金	1,673	1,675	1,727	1,727	1,727
未分配利润	2,029	2,138	2,639	3,111	3,620
少数股东权益	753	674	764	860	964

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	642	857	1,255	1,970	2,185
净利润	179	167	604	645	694
折旧摊销	602	644	1,023	1,075	1,122
净营运资金增加	-73	-352	890	242	157
其他	-66	398	-1,262	9	212
投资活动产生现金流	240	-39	-737	-946	-746
净资本支出	-133	-102	-1,000	-1,000	-800
长期投资变化	0	0	-6	-6	-6
其他资产变化	373	63	269	60	60
融资活动现金流	-675	-996	-400	-950	-538
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-202	-733	-133	-532	-91
无息负债变化	-101	571	-592	92	-12
净现金流	207	-179	118	74	901

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	-21.22%	5.62%	20.69%	10.04%	7.12%
净利润增长率	-68.10%	-7.06%	262.51%	6.84%	7.61%
EBITDA/EBITDA 增长率	-54.16%	61.23%	102.31%	6.87%	6.24%
EBIT/EBIT 增长率	-126.06%	-208.75%	190.49%	8.93%	8.18%
估值指标					
PE	36	39	11	10	9
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	11	6	5	4
EV/EBIT	83	34	12	11	9
EV/NOPLAT	99	46	15	13	11
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.98%	28.24%	34.13%	34.76%	34.76%
EBITDA 率	9.93%	15.16%	31.50%	30.59%	30.34%
EBIT 率	-2.50%	2.57%	14.92%	14.77%	14.92%
税前净利润率	3.32%	3.64%	14.06%	13.65%	13.71%
税后净利润率 (归属母公司)	3.70%	3.26%	9.78%	9.50%	9.54%
ROA	1.25%	1.27%	6.56%	6.92%	7.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.73%	3.42%	11.13%	10.94%	10.83%
经营性 ROIC	1.28%	2.76%	8.08%	8.78%	9.85%
偿债能力					
流动比率	0.75	0.75	1.03	1.71	3.15
速动比率	0.54	0.56	0.75	1.25	2.45
归属母公司权益/有息债务	1.27	1.59	1.85	2.46	2.77
有形资产/有息债务	2.61	3.17	3.31	4.11	4.51
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.21	0.78	0.83	0.89
每股红利	0.07	0.07	0.22	0.24	0.26
每股经营现金流	0.83	1.10	1.62	2.54	2.81
每股自由现金流(FCFF)	0.88	1.65	0.03	1.01	1.53
每股净资产	6.20	6.28	6.99	7.60	8.25
每股销售收入	6.24	6.59	7.95	8.75	9.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

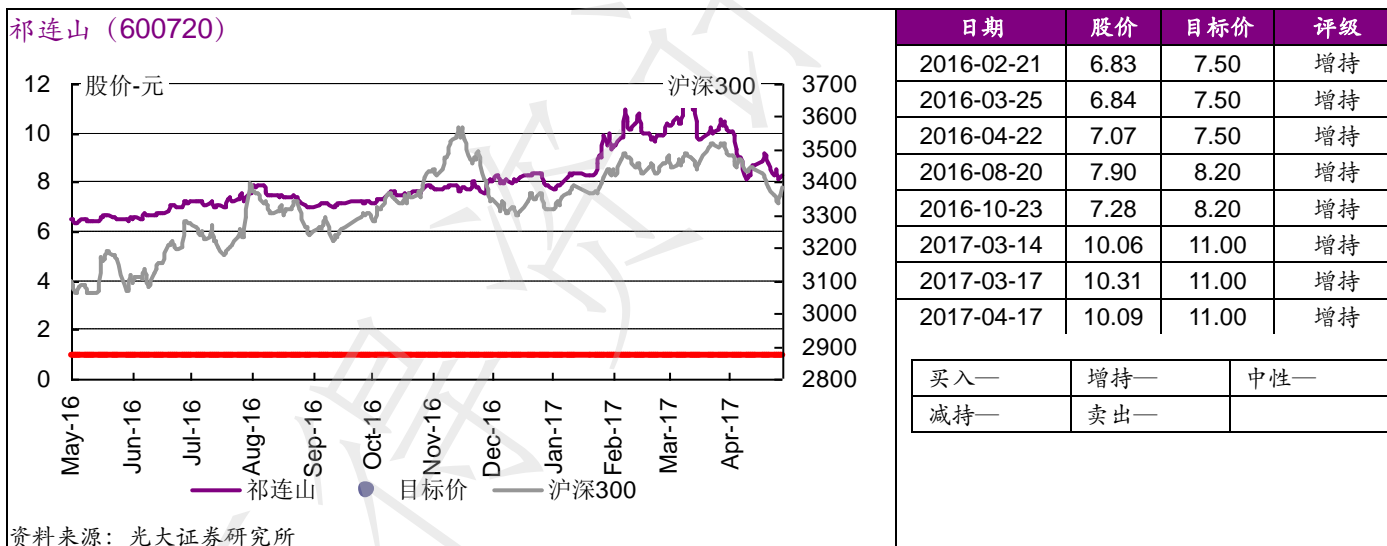
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.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
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	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