

价格上涨促盈利大增，需求为隐忧

公司简报

◆报告期内公司业绩同比增长 184.5%，EPS 0.75 元

2017年1-9月公司实现营业收入46.3亿元，同比增长22.0%，归属上市公司股东净利润5.8亿元，同比增长184.5%，EPS 0.75元。

单3季度公司实现营业收入20.2亿元，同比增长16.1%，归属上市公司股东净利润3.8亿元，同比增长77.5%，单季EPS 0.51元。

◆总体经营情况优化，毛利率提升，期间费率下降

报告期内公司综合毛利率31.6%，同升4.9个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为5.1%、9.3%、2.1%，同比分别下降1.4、0.4、1.8个百分点，期间费率16.6%，同降3.5个百分点。

单3季度，公司毛利率33.9%，同升1.0个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为4.9%、7.5%、1.4%，同比分别下降0.8、1.0、1.5个百分点，期间费率13.8%，同降3.2个百分点。

◆战略布局应对需求下降，区域水泥价格稳定毛利率进一步提升

2017年1-8月甘肃省固定资产投资4052亿元，同比下降35.9%；区域水泥产量2621万吨，同比下降13.6%。公司通过新建、并购等方式在青、藏区域进行战略布局，应对主市场甘肃省各项经济指标下滑。区外产能扩张积极稳健，有助于公司稳定其水泥销量，实现营收增长。

前三季度甘肃兰州高标号水泥累计均价达344元/吨，较2016年同期涨幅达40%左右。周边青海和宁夏的水泥价格累计涨幅分别达32%和20%。受益于西北地区水泥价格稳定，旺季中公司产品毛利率进一步提升，成本费用有效管控下，单3季度盈利创历史新高！

◆盈利预测与投资评级：

前三季度，公司受益于水泥价格较2016年同期显著提高及成本费用管控下毛利率提升，净利润弹性显现，预计全年业绩将保持高增长。并且母公司中材股份正与中国建材股份推进整合事宜，集团内水泥资产整合也值得长期关注。公司水泥产能集中区（甘肃）需求端低迷存在隐忧，水泥价格的控制更多依靠行业自律。我们维持公司2017-2019年EPS分别为0.78、0.83、0.89元的盈利预测，目标价11.7元不变，对应2017年15倍PE，维持“增持”评级。

◆风险提示：主营区域需求与价格可能下滑的风险，环保等因素导致的原材料、燃料价格可能上涨的风险。

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	46	50	14	13	12
P/B	2	2	2	1	1

增持（维持）

当前价/目标价：11.13/11.70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

师克克（执业证书编号：S0930517070003）
021-22169158

shikk@ebsec.com

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

sunwf@ebsec.com

联系人

胡添雅

021-22169106

hutianya@ebsec.com

市场数据

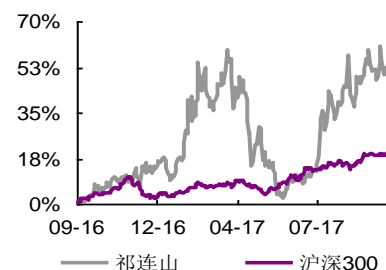
总股本(亿股)：7.76

总市值(亿元)：82.83

一年最低/最高(元)：7.07/11.80

近3月换手率：262.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.80	7.98	29.78
绝对	-0.65	13.66	48.16

相关研报

单季度盈利有望创历史新高

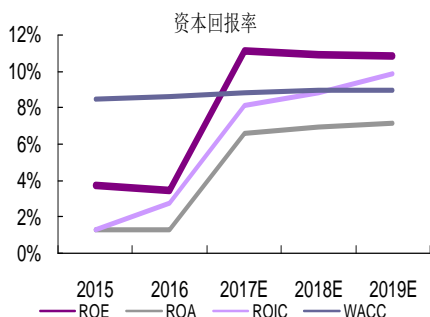
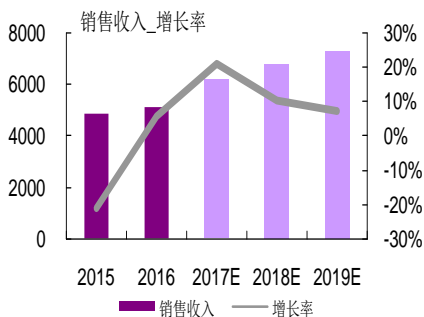
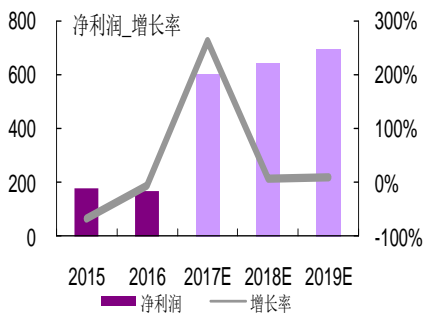
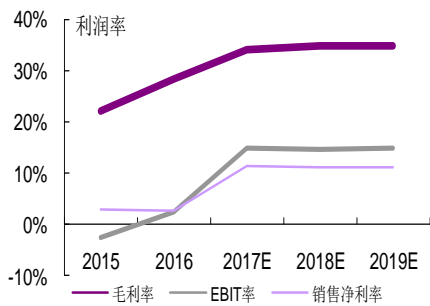
.....2017-10-09

旺季扭亏为盈，继续看好全年盈利弹性

.....2017-08-16

盈利大幅上升，低估值高弹性品种

.....2017-07-10



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	46	50	14	13	12
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	18	13	7	6	5
EV/EBIT	96	39	14	12	11
EV/NOPLAT	114	54	17	16	14
EV/Sales	3	2	2	2	2
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。

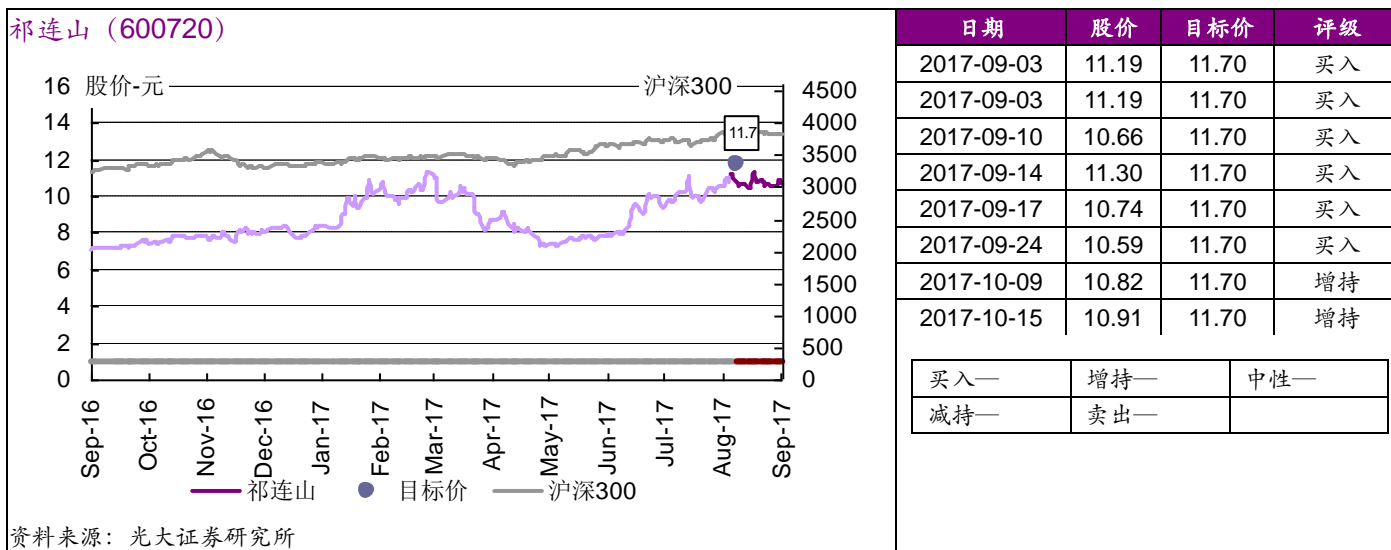
分析师介绍

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。

师克克，武汉大学经济与管理学院金融硕士，光大证券研究所建筑建材行业研究员，熟悉水泥、玻纤、其他新型建材等行业。

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

上海市新闻路 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	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	濮维娜	021-22169479	15821276905	anlx@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	zhoujj@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	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com	
		王舒			
		安玲娴			
	北京	郝辉	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
梁晨		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
关明雨		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com	
		王曦			
	张彦斌				
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@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
		吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com