

行业研究/深度研究

2018年07月29日

行业评级:

建材 中性(维持)
水泥 II 增持(维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

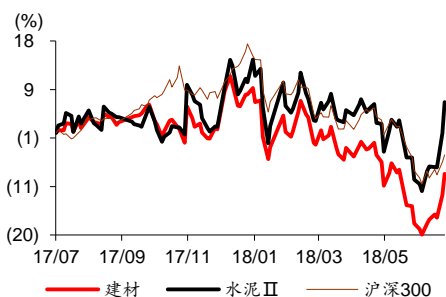
赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1《建材:行业周报(第二十九周)》2018.07
- 2《建材:水泥研究框架暨复盘海螺二十年》2018.07
- 3《建材:行业周报(第二十八周)》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

基建重振利好西部地区水泥

当前时点看建材系列之五

基建政策预期改善,西部地区水泥下半年有望量价齐升

4月政治局会议年内首提扩大内需与调结构并举,近期政策层面频频蓄力,对乡村振兴、扶贫攻坚的重视程度提高到战略层面;7月20日银保监会与央行同时发布理财新规、资产新规补充通知,降低过渡期非标投资难度;7月底的国常会强调更加积极的财政政策,保障地方专项债资金发放。上半年在清理地方项目、资金收紧的影响下,西部多省固投增速骤降,我们认为在下半年基建提振下,西部地区水泥公司有望迎来量价齐升,重点推荐天山股份、祁连山、宁夏建材。

上半年西部固投骤降,下半年补短板需求增强

上半年新疆固投增速下滑48.9%,宁夏下滑18.4%,甘肃下滑9%。全年新疆、宁夏、甘肃固投政府目标分别为15%、7%、7%,我们认为下半年在财政积极,货币边际宽松情况下,西部固投增速有望回升。目前已有上市公司新疆项目复工,基建重振在微观上也不断得到验证确认。从地方政府十三五基建规划情况来看,到2020年,西部省份都将是持续稳定投入阶段。

错峰限产有效抑制过剩产能,地区集中度较高

西部五省在经历了新产能快速释放以后,2014年水泥行业开始进入稳定成熟期,2014-2018上半年五省熟料总产能复合增速仅为1%。局部区域如西藏仍处于快速成长期,水泥存在供需缺口,依赖外来水泥输入。其他地区处于存量消化阶段,产能存在不同程度的过剩,其中新疆产能利用率最低,宁夏、甘肃较好。整体区域集中度相对较高,在取消32.5标号水泥、大范围推广错峰限产的措施下,区域内过剩压力有一定程度缓解。

价格有进一步上涨动力,盈利能力处于历史较高水平

展望2018全年,我们认为(1)环保限产从外部冲击转为内生性,约束力或将长期持续;(2)西北地区重点企业水泥库容比较往年处于低位,为2018下半年的价格上涨打下较好基础;(3)在强有力的管控措施情况下,煤炭价格继续上行空间有限。我们判断2018年水泥价格大概率维持高位运行,盈利能力进一步提升。长期看,供求关系的持续改善将成为未来三年水泥价格维持高位的有效支撑。

推荐天山股份、祁连山、宁夏建材

天山股份、祁连山及宁夏建材分别是新疆地区、甘青藏地区及宁夏地区水泥龙头,当地产能市占率均超三成。2018上半年受西北地区固定资产投资增速整体下滑影响,水泥需求受到压制。随着国常会要求积极财政政策、总理要求加快中西部基建建设等政策支持,我们判断西北地区下半年水泥需求有望回升。在错峰限产执行力度趋严下,下半年西北地区供需格局有望改善,企业盈利或超预期。目前三家公司估值处于历史较低水平,首次覆盖给予天山股份、祁连山“买入”评级,给予宁夏建材“增持”评级。

风险提示:西北地区基建下半年开工不达预期,煤炭成本快速上涨。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600720	祁连山	7.75	买入	0.74	1.13	1.34	1.50	10.47	6.83	5.79	5.17
000877	天山股份	8.28	买入	0.25	0.88	1.10	1.20	31.75	9.16	7.15	6.44
600449	宁夏建材	8.81	增持	0.71	0.98	1.21	1.35	12.49	9.03	7.25	6.54

资料来源:华泰证券研究所

正文目录

政策迎来窗口期，西部基建有望重振.....	4
政策蓄势待发，西部补短板需求大.....	4
上半年固投骤降，下半年西部基建有望重振.....	7
西部区域水泥集中度较高，错峰限产压低供给能力.....	9
新增产能冲击有限，上半年西部地区水泥产量明显下滑.....	9
西部地区水泥集中度较高，产能利用率不一.....	10
新疆取消 32.5 标号水泥，错峰限产有效缓解供给压力.....	11
西北下半年开工旺季，吨资产价值面临重估.....	13
短期看错峰、长期看供需，水泥价格有望维持高位.....	13
西北地区煤炭储量丰富、价格稳定，水泥盈利能力有望进一步提升.....	15
盈利能力提升，西北地区水泥企业资产价值有望重估.....	17
推荐天山股份、祁连山、宁夏建材.....	19
风险提示.....	19
重点公司.....	20
祁连山 (600720,买入), 目标价: 10.17-11.30 元.....	20
天山股份 (000877,买入), 目标价: 9.68-10.56 元.....	31
宁夏建材 (600449,增持), 目标价: 8.82-9.80 元.....	41

图表目录

图表 1: 2018 年地方政府专项债发放月度情况.....	4
图表 2: 2008-2018 全国基础设施建设投资增速.....	5
图表 3: 2016-2018 社融及表外融资增速.....	5
图表 4: 重点传统基建项目投资及增速预测 (单位: 亿元).....	5
图表 5: 2017 年各省人口及人均 GDP 情况, (人口单位: 万人).....	6
图表 6: 1990-2017 全国城镇化率水平.....	6
图表 7: 2011-2017 西北多省基建投资占固投比例.....	7
图表 8: 2008-2018 西北多省及全国 FAI 增速.....	7
图表 9: 2012-2018H1 西北诸省及全国基建增速.....	8
图表 10: 2008-2018H1 西北多省及全国地产投资增速.....	8
图表 11: 新疆及甘肃十二五、十三五基建完成情况及目标.....	8
图表 12: 2016-2018 新疆、甘肃重点项目建设情况.....	8
图表 13: 2011-2018H1 西部多省熟料在产产能情况.....	9
图表 14: 西部地区拟新建熟料窑线情况.....	9
图表 15: 2016-2018 西部五省水泥月度产量.....	10
图表 16: 2016-2018 西藏水泥月度产量.....	10

图表 17: 2016-2018 年甘肃水泥月度产量	10
图表 18: 2016-2018 新疆水泥月度产量	10
图表 19: 2016-2018 年青海水泥月度产量	10
图表 20: 2016-2018 年宁夏水泥月度产量	10
图表 21: 2017 年各省水泥企业集中度及产能利用率情况	11
图表 22: 2016 下半年至 2017 上半年、2017 下半年至 2018 上半年全国各省市水泥错峰 生产天数	12
图表 23: 2016-2018 年 7 月全国水泥库容比	13
图表 24: 2016-2018 年 7 月西北地区水泥库容比	13
图表 25: 2015-2018 年 7 月西北、东北、华北地区库容比	13
图表 26: 2015-2018 年 7 月华东、中南、西南地区库容比	13
图表 27: 2016-2018 年 7 月及 2011 年全国高标水泥价格	14
图表 28: 2016-2018 年 7 月及 2011 年西北高标水泥价格	14
图表 29: 2015-2018 年 7 月西北、东北、华北地区高标水泥价格	14
图表 30: 2015-2018 年 7 月华东、中南、西南地区高标水泥价格	14
图表 31: 2016-2018 年 7 月兰州高标水泥价格	14
图表 32: 2016-2018 年 7 月西宁高标水泥价格	14
图表 33: 2016-2018 年银川高标水泥价格	15
图表 34: 2016-2018 年乌鲁木齐高标水泥价格	15
图表 35: 2008-2017 年西藏拉萨及全国高标水泥价格	15
图表 36: 2014-2018 年 6 月西北四省电煤价格指数	16
图表 37: 2015-2018 年 7 月西北及全国水煤价差	16
图表 38: 2016-2018 年 7 月及 2011 年全国水泥煤炭价格差	17
图表 39: 2016-2018 年 7 月及 2011 年西北地区水泥煤炭价格差	17
图表 40: 华新水泥西藏在运行产线	17
图表 41: 2013-2017 年华新水泥（西藏）营业收入及净利润	17
图表 42: 2008-2017 年海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团 ROE	18
图表 43: 2008-2017 年冀东水泥、宁夏建材、天山股份、祁连山 ROE	18
图表 44: 2004-2018.07 海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团 PB	18
图表 45: 2004-2018.07 冀东水泥、宁夏建材、天山股份、祁连山 PB	18
图表 46: 主要跟踪水泥企业估值比较	18

政策迎来窗口期，西部基建有望重振

政策蓄势待发，西部补短板需求大

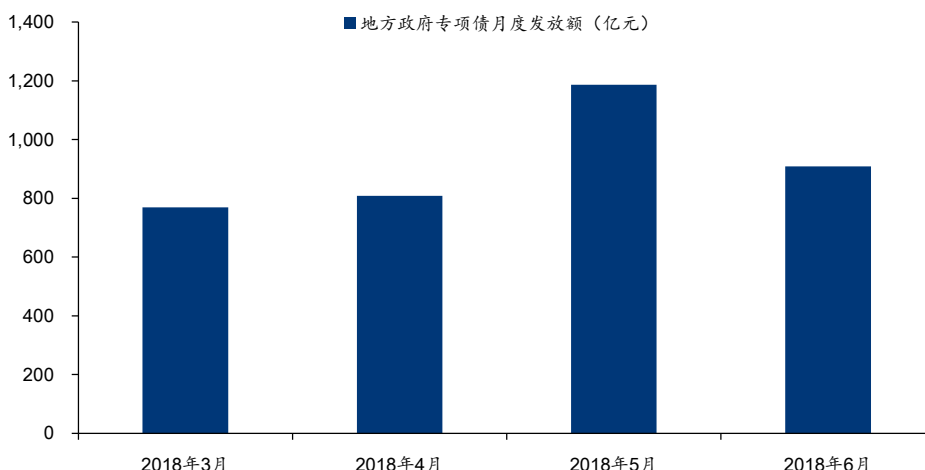
4月政治局会议年内首提扩大内需与调结构并举，近期政策层面频频蓄力，对乡村振兴、脱贫攻坚的重视程度提高到战略层面；7月20日银保监会与央行同时发布理财新规、资产新规补充通知，降低过渡期非标投资难度；7月底的国常会强调更加积极的财政政策，保障地方专项债资金发放。市场对下半年基建增速回升预期走强，我们认为未来重点投入、保障的地区或将是中西部、农村等发展不均衡的地区。

2018年中央一号文件公布《关于实施乡村振兴战略的意见》，提出制定《国家乡村振兴战略规划（2018-2022年）》，5月31日政治局审议通过了《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》和《关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》。7月17日，发改委发言人表示，《国家乡村振兴战略规划（2018-2022年）》近期已经印发（尚未公示），为指导各地编制实施好地方乡村振兴战略规划，7月12日至13日，发改委会同农业农村部在山东省济南市章丘区组织开展了乡村振兴战略地方规划编制培训。

山东振兴规划大幅度提升农村道路硬化比例。尽管目前国家乡村振兴战略尚未公布，作为“齐鲁样板”，我们从5月11日公示的《山东省乡村振兴战略规划（2018-2022年）》可以略见一斑，山东要求因地制宜，采用水泥、沙土、砖石等材料，农村“户户通”道路硬化比例从2017年17%提升到2020年90%，且为约束性指标。

7月23日，李克强总理主持国务院常务会议，会议要求财政金融政策要协同发力，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度。会议明确指出有效保障在建项目资金需求，督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。在资金保障方面，加快今年1.35万亿元地方政府专项债发放和使用进度。目前上半年地方政府专项债仅发放3673亿元，下半年有接近1万亿发放额度，有望保障地方在建项目推进。

图表1：2018年地方政府专项债发放月度情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

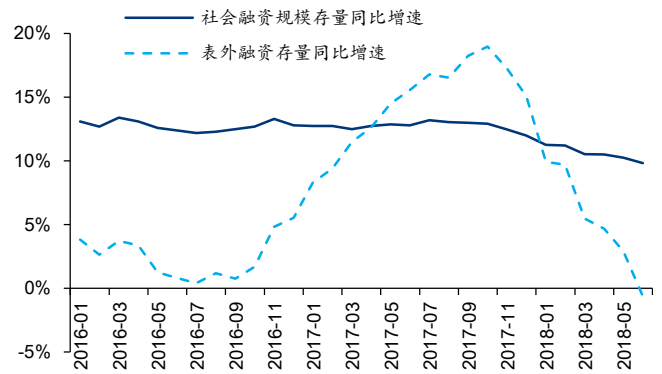
上半年基建增速持续回落，全年基建增速有望回升至10%。年初以来受到调结构、防范金融风险影响，地方停建、清理了一批项目，基建增速持续回落，1-6月基建投资增速回落至7.3%。我们认为下半年基建投资增速有望回升，一是因为资金边际改善，二是农村基建项目也有望展开。参考建筑中期策略报告《内需看化建/家装,基建待融资改善》，我们预计全年基建投资增速有望回升至10%。

图表2：2008-2018 全国基础设施建设投资增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2016-2018 社融及表外融资增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：重点传统基建项目投资及增速预测（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
公路	12596	12714	13692	15461	16513	17784	21163	24549
YOY (%)	9.70%	0.94%	7.69%	12.92%	6.80%	7.70%	17.70%	16.00%
铁路(基本建设)	4611	5185	5328	6623	6692	6412	6408	5856
YOY (%)	-34.80%	12.45%	2.76%	24.31%	1.04%	-4.18%	-0.06%	-8.62%
轨道交通	1628	1914	2165	2899	3683	3847	4762	5238
YOY (%)	-4.10%	17.57%	13.11%	33.90%	27.04%	4.45%	23.78%	10.00%
内河及沿海建设	1405	1494	1528	1460	1457	1396	1216	1216
YOY (%)	19.90%	6.33%	2.28%	-4.45%	-0.21%	-4.19%	-12.93%	0.00%
民航(基本建设)	688	712	717	734	769	782	869	926
YOY (%)	6.40%	3.56%	0.62%	2.46%	4.78%	1.70%	11.12%	6.50%
水利	3086	3964	3758	4083	5452	6100	7015	8067
YOY (%)	33.00%	28.46%	-5.21%	8.66%	33.53%	11.88%	15.00%	15.00%
电源基建	3927	3732	3717	3686	3936	3429	2700	2700
YOY (%)	-1.10%	-4.97%	-0.40%	-0.83%	6.78%	-12.88%	-21.27%	0.00%
重点项目投资合计	27941	29715	30904	34946	38503	39750	44132	48551
YOY (%)		6.35%	4.00%	13.08%	10.18%	3.24%	11.02%	10.01%
广义基建投资	66946	77172	93621	112174	131265	152012	173085	194204
重点项目占比 (%)	41.74%	38.51%	33.01%	31.15%	29.33%	26.15%	25.50%	25.00%
广义基建 YOY (%)		15.27%	21.32%	19.82%	17.02%	15.80%	13.86%	12.20%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

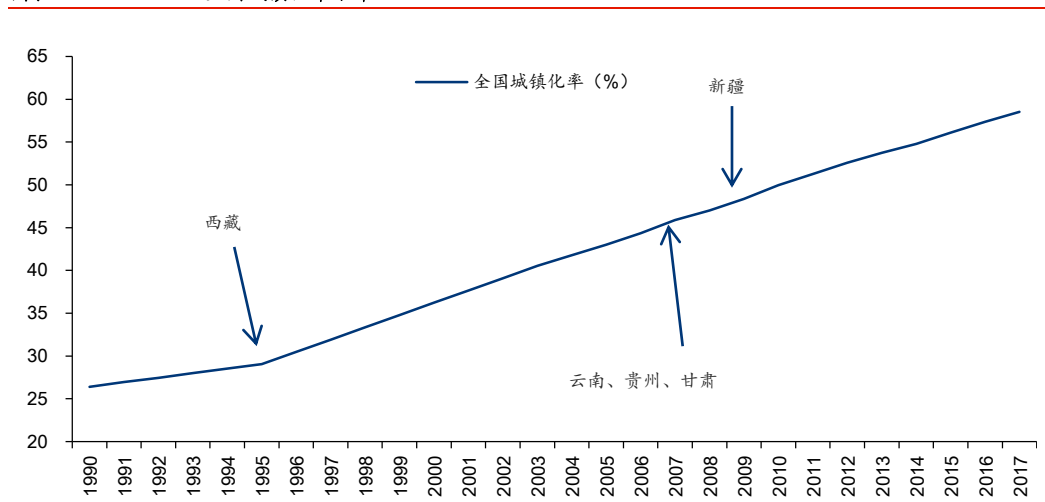
西部地区城市化率水平较低，存在明显的补短板空间。目前西部多省城镇化率水平低于全国平均水平，基本都在 50% 以下。宁夏城镇化率水平较高，达到 58%，在全国平均水平线附近。参照全国城镇化率的历史发展经验，西藏城市化率水平停留在全国 1995 年左右，贵州、云南、甘肃停留在 2007 年左右的水平，新疆在 2009 年左右的水平。借鉴全国历史发展经验，我们认为西部省份目前均处于固投发力的黄金时段。

图表5： 2017年各省人口及人均GDP情况，(人口单位：万人)

省份	城镇化率	净增加人口	自然增长	人口流入	常住人口	人均GDP (万元)
西藏	29.60%	7	3	4	331	4.0
贵州	44.20%	25	23	2	3580	3.8
云南	45.00%	30	31	-1	4771	3.5
甘肃	46.40%	16	16	0	2626	2.9
新疆	48.30%	47	26	21	2398	4.6
广西	49.20%	47	50	-3	4885	4.2
河南	50.20%	27	65	-38	9559	4.7
四川	50.80%	58	35	23	8302	4.5
江西	53.10%	27	33	-6	4592	4.0
青海	53.10%	5	5	0	598	4.4
安徽	53.50%	59	51	8	6255	4.4
湖南	54.60%	39	42	-3	6860	5.0
河北	55.00%	49	49	0	7520	4.8
山西	56.20%	21	21	0	3702	4.0
吉林	56.70%	-16	1	-17	2717	5.6
陕西	56.80%	23	19	4	3835	5.7
海南	58.00%	9	8	1	926	4.8
宁夏	58.00%	7	6	1	682	5.1
黑龙江	59.20%	-12	0	-12	3787	4.3
湖北	59.30%	17	33	-16	5902	6.2
山东	60.60%	59	101	-42	10006	7.3
内蒙古	62.00%	9	9	0	2529	7.4
重庆	64.10%	27	12	15	3075	6.3
福建	64.80%	37	34	3	3911	8.3
辽宁	67.50%	-9	-2	-11	4369	5.5
江苏	67.70%	31	21	10	8029	10.7
浙江	68.00%	67	36	31	5657	9.2
广东	69.90%	170	102	68	11169	8.0
天津	82.90%	-5	8	-13	1557	11.9
北京	86.50%	-2	8	-10	2171	12.9
上海	87.90%	-1	7	-8	2418	12.5
全国	58.52%	737	737	-	139008	5.6

资料来源：统计局，华泰证券研究所

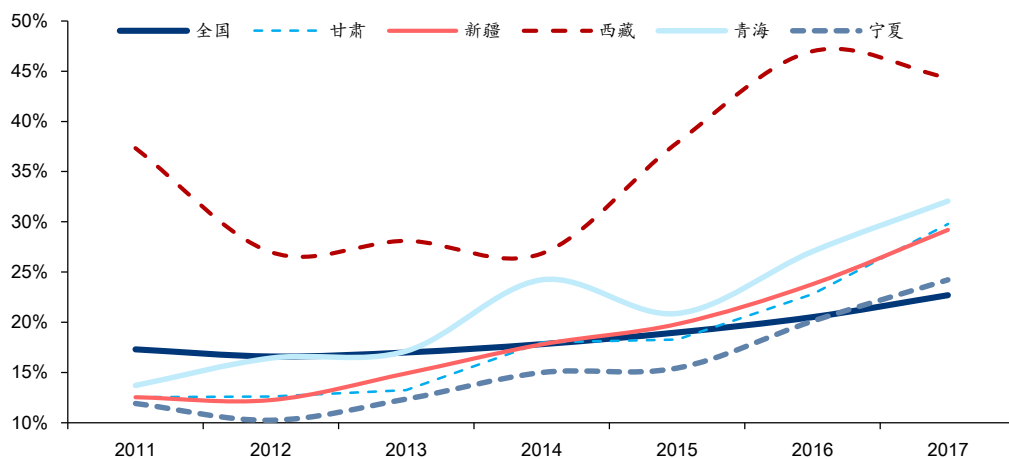
图表6： 1990-2017年全国城镇化率水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

西北地区基建在固投中占比较高，经济依赖基建投资驱动。除了宁夏以外，甘肃、新疆、西藏、青海基建投资在固投中的占比在2014年以后都高于全国水平，而且在近几年西北多省基建投资对固定资产投资的占比在逐年提升，基建对投资的拉动作用较为明显。西藏由于人口总量少，城镇化率水平全国最低，基建投资驱动特征表现的更加明显。

图表7： 2011-2017 西北多省基建投资占固投比例



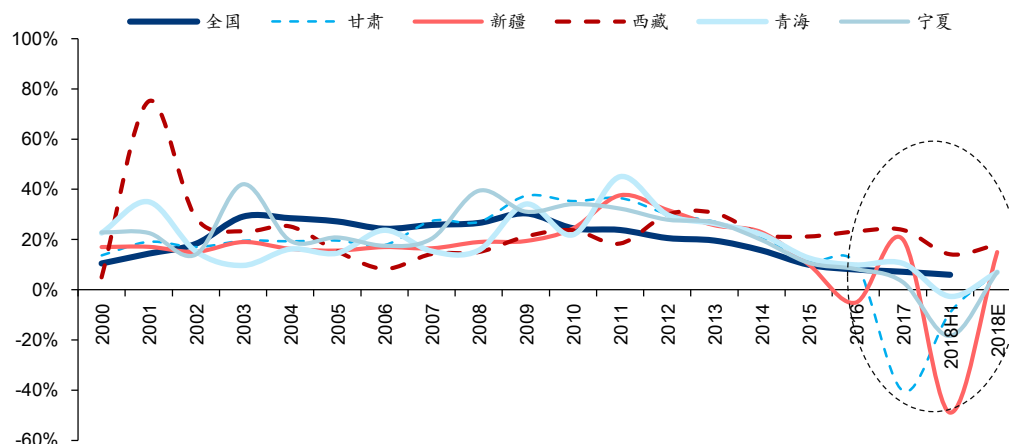
资料来源：Wind，华泰证券研究所

上半年固投骤降，下半年西部基建有望重振

上半年西部省份固投增速大幅下滑。西部省份固投增速在 2015 年以后出现了较大扰动。2017 年，甘肃固投增速骤降到-40.3%，基建增速下滑 19.3%，与全国固投增速 7.2%相比，表现较为异常，尽管与经济调结构有关，但也一定程度反映了当年数据失真，统计数据“挤水分”。2018 年上半年，新疆、青海、宁夏的固投增速均出现较大幅度下滑，以新疆为最甚，由于上半年受到清理 PPP 影响，固投增速下滑-48.9%，低于新疆历史上任何一个时期，我们判断这种非正常的偏离并不会持续太长时间。

西部省份上半年固投增速的滑落，与地方政府年初目标有明显背离。尽管新疆固投增速 2017 年也曾低于政府预期目标，2017 年新疆政府当年固投增速目标为 50%，年终实际成绩为 20%。但是今年情况较为特殊，是在全国调结构、控风险的大背景下推动的。今年初新疆全年固投增速目标定为 15%，上半年固投增速完成情况与年初目标大幅偏离，另外甘肃、青海、宁夏的情况也类似。7 月 26 日，岭南园林公告称已经接到新疆部分 PPP 项目复工通知，侧面也验证了新疆下半年支持符合条件的项目开工。我们认为下半年在政策约束放松情况下，地方政府有较强动力增加固投投资力度，向年初既定目标收敛。

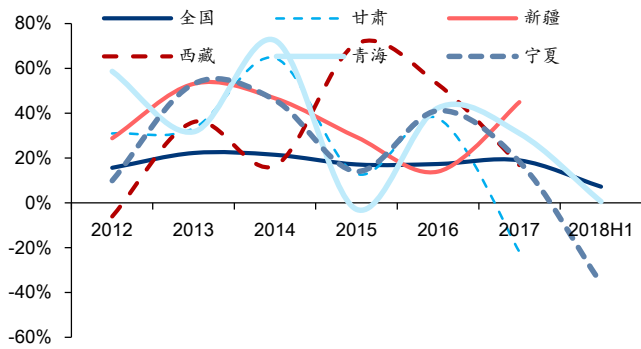
图表8： 2008-2018 西北多省及全国 FAI 增速



注：西北 2018 年 FAI 增速预期目标来源于当地政府工作报告

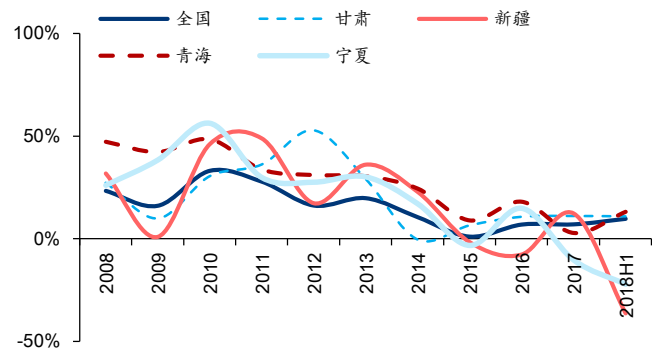
资料来源：Wind，华泰证券研究所，

图表9: 2012-2018H1 西北诸省及全国基建增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 2008-2018H1 西北多省及全国地产投资增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从地方政府十三五基建规划情况来看,到2020年,西部省份或将处于稳定持续投入阶段。以甘肃为例,目前除了农村公路建设进度较快,高速、铁路及省级以上道路均有较大待建设空间。

图表11: 新疆及甘肃十二五、十三五基建完成情况及目标

	“十二五”末	“十三五”末预计	16-17 年年均完成	18-20 年均计划
新疆 铁路(公里)	5879	10000	183	1252
公路(万公里)	18	19	0.5	0.1
高速公路(公里)	4316	5500	291	201
二级以上公路比重(%)	50	70	-	-
机场(个)	22	27	0.0	1.7
甘肃 铁路(公里)	4245	7200	395	722
高速公路(公里)	3600	7300	200	1100
普通国省道及以上(公里)	35408	48545	1827	3161
农村公路(公里)	140000	213000	22112	9592
机场(个)	4	4	1.0	0.7

资料来源: 新疆、甘肃省政府, 华泰证券研究所

图表12: 2016-2018 新疆、甘肃重点项目建设情况

	个数	总投资(亿元)	完成投资
新疆 2018 年省列重大项目	590	4500	3700
计划新开工	115		
2017 年省列重大项目	691	9905	4500
计划新开工	130		
2016 年省列重大项目			3086
计划新开工	72		656
续建	240		2430
甘肃 2018 年省列重大项目	165	8497	1240
计划新开工	82	3673	520
续建	83	4824	720
2017 年省列重大项目	120	6916	1177
计划新开工	41	2006	339
续建	79	4910	838

资料来源: 新疆、甘肃省政府, 华泰证券研究所

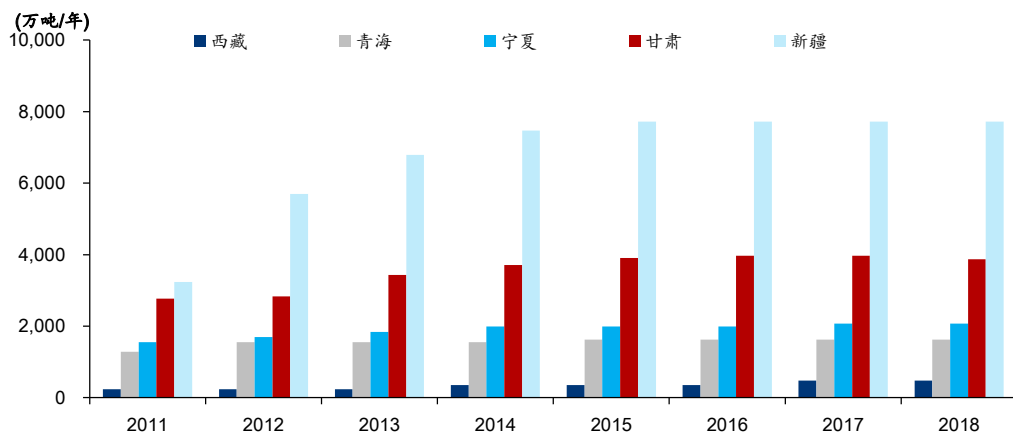
西部区域水泥集中度较高，错峰限产压低供给能力

新增产能冲击有限，上半年西部地区水泥产量明显下滑

西部五省在经历了新产能快速释放以后，2014年水泥行业开始进入稳定成熟期，2014-2018上半年五省熟料总产能复合增速仅为1%。局部区域如西藏仍处于快速成长期，水泥存在供需缺口，依赖外来输入。其他地区处于存量消化阶段，产能存在不同程度的过剩，其中新疆产能利用率最低，宁夏、甘肃较好。整体区域集中度相对较高，在取消32.5标号水泥、大范围推广错峰限产的措施下，区域内过剩压力有一定程度缓解。

西部五省中，新疆、青海、甘肃未来潜在新增水泥产能较少。根据卓创资讯、数字水泥网数据，西部五省今年上半年仅有新疆一条2500T/D熟料线投产，占新疆省总产能1%。在建的熟料线包括甘肃祁连山天水市有一条4500T/D线、宁夏建材银川一条5000T/D线，分别占当地总产能3.6%、7.4%。西藏在建、拟建产线较多，一共有6条，年产能达到567万吨，全部建成将新增产能118%。

图表13：2011-2018H1西部多省熟料在产产能情况



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

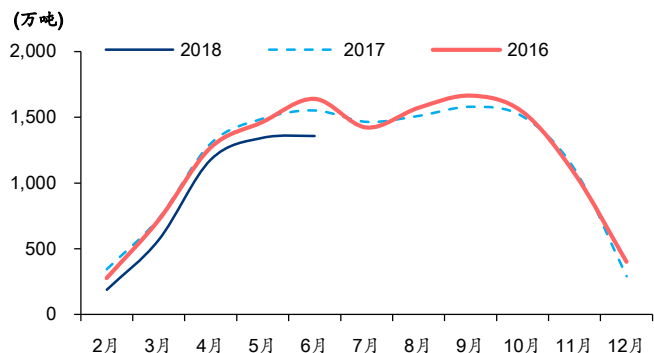
图表14：西部地区拟新建熟料密线情况

省份	公司	产能 (T/D)	开建时间	拟投产时间	地址
西藏	西藏中材祁连山水泥	4000	2018年4月1日		西藏自治区拉萨市堆龙德庆县东嘎镇
西藏	西藏开投海通水泥	2000	2016年	2018年	西藏自治区昌都市芒康县西乡海通沟
西藏	拉萨城投祁连山水泥	4000			西藏自治区拉萨市达孜县
西藏	西藏昌都高争建材二期	2000			西藏自治区昌都市卡若区特贡村经济技术开发区
西藏	西藏八宿县海螺水泥	2500			西藏自治区昌都市八宿县
西藏	华新水泥(西藏)三线	3800	2017年3月1日		西藏自治区山南地区桑日县绒乡冲木达村
甘肃	天水祁连山水泥	4500		2019年	甘肃省天水市武山县马力镇
宁夏	宁夏建材	5000			宁夏回族自治区银川市红寺堡区大河乡

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

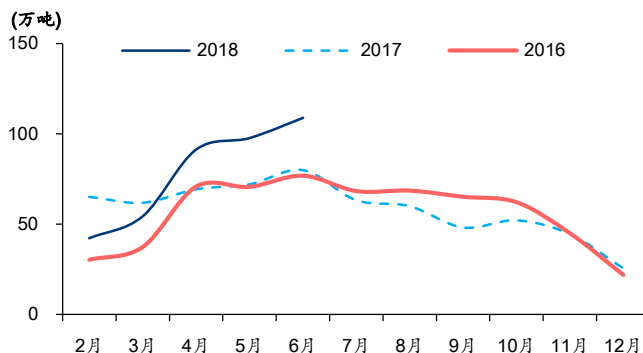
上半年，西部五省的水泥总产量较去年同期有明显下滑。统计局数据，西藏地区是上半年水泥产量唯一有增长的地区，上半年增长13%。其他区域受到固投增速下滑的影响表现较差，甘肃水泥产量下降了8%，宁夏下降20%，青海、新疆下滑21%。五省总产量下滑14%。我们认为下半年随着当地项目开工加快，对水泥需求量或将有明显的改观。

图表15: 2016-2018 西部五省水泥月度产量



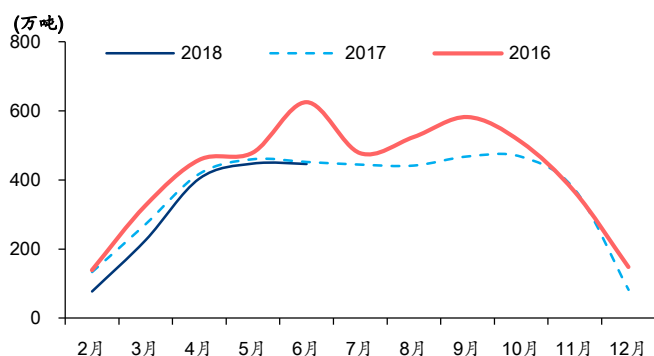
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表16: 2016-2018 西藏水泥月度产量



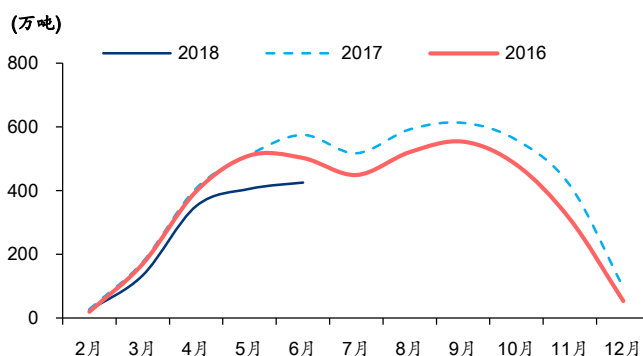
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表17: 2016-2018 年甘肃水泥月度产量



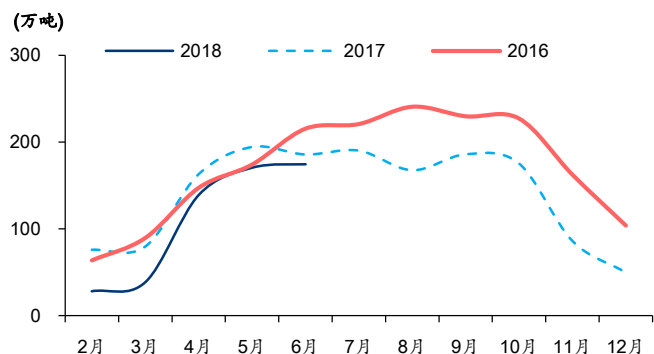
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表18: 2016-2018 新疆水泥月度产量



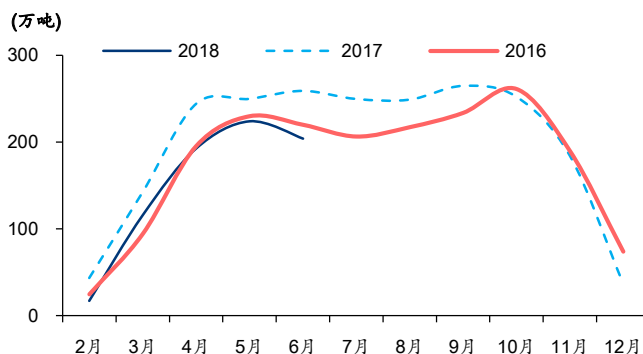
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表19: 2016-2018 年青海水泥月度产量



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表20: 2016-2018 年宁夏水泥月度产量



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

西部地区水泥集中度较高, 产能利用率不一

西部地区水泥企业集中度相对全国其他地区较高。其中西藏情况较特殊, 本地只有两家企业, 本地供需存在缺口, 属于输入型市场, 市场容量也较小。剩下的四省中, 甘肃和宁夏市场集中度相对更高, 本地大企业主导市场能力较强; 新疆、青海的集中度在西部地区相对较低, 但是考虑到新疆、青海的面积范围更大, 不同人口聚集区的市场分隔更远, 省份集中度数据可能低估了本地市场的集中度情况。

产能利用率, 宁夏、甘肃较高, 新疆较低。西部区域由于气候条件恶劣, 每年满足施工条件的时间更短, 一般情况下, 3月中旬到11月中旬是开工旺季, 一年中有4个月因为气候原因水泥需求量较少, 所以实际在旺季开工期间下产能利用率情况会更好一点。2017年, 宁夏、甘肃产能利用率分别达到82%、76%, 新疆在全国最低, 只有39%。即便考虑到天气原因, 新疆地区产能利用率在全国仍然是较低的。

图表21： 2017年各省水泥企业集中度及产能利用率情况

省份	主要企业	CR1	CR3	CR5	产能利用率
山东省	中联、山水、泉兴中联	30%	61%	67%	69%
江西省	南方、万年青、亚洲	24%	59%	79%	101%
黑龙江	北方、亚泰	61%	100%	100%	48%
吉林	亚泰、北方、冀东	41%	80%	88%	83%
辽宁	天瑞、大鹰、山水	21%	53%	70%	51%
内蒙古	蒙西、中联、冀东	16%	40%	54%	42%
山西	山水、冀东、华润	14%	33%	44%	42%
福建	福建、华润、红狮	18%	43%	62%	96%
河南	天瑞、中联、河南投资	21%	50%	61%	63%
湖北	华新、葛洲坝、亚洲	36%	67%	77%	83%
湖南	南方、海螺、华新	27%	61%	73%	85%
云南	西南、昆钢、华新	18%	42%	55%	87%
贵州	西南、海螺、台泥	31%	58%	68%	84%
重庆	西南、东方希望、海螺	17%	45%	61%	94%
四川	西南、峨胜、海螺	30%	47%	59%	79%
甘肃	祁连山、海螺、宁夏建材	41%	63%	71%	76%
宁夏	宁夏建材、宁夏瀛海、明峰萌成	42%	73%	89%	82%
青海	金圆、祁连山、盐湖海纳	28%	62%	82%	69%
新疆	天山、青松建化、新疆天业	32%	55%	63%	39%
海南	华盛天涯、华润、鸿启实业	66%	100%	100%	103%
陕西	尧柏、冀东、海螺	25%	62%	78%	67%
珠三角	华润、海螺、台泥	26%	54%	63%	98%
京津冀	冀东、金隅、曲寨	26%	56%	63%	53%
长三角	海螺、南方、金峰	30%	56%	64%	90%

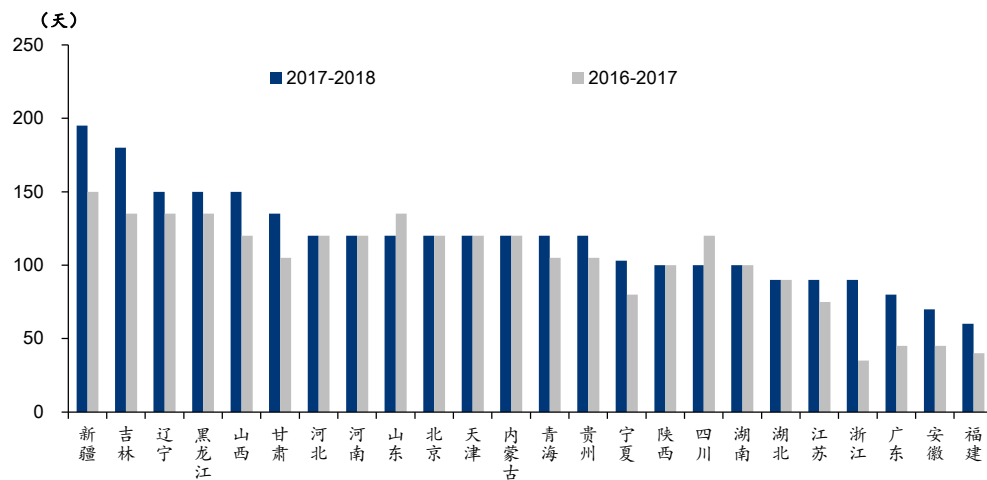
资料来源：中国水泥网，华泰证券研究所，注：珠三角包括广东、广西，长江江为安徽、江苏、浙江、上海，京津冀为天津、北京、河北

新疆取消 32.5 标号水泥，错峰限产有效缓解供给压力

新疆领先全国全面取消 32.5 等级水泥，目前实施效果较好。2017 年 5 月，新疆在率先执行国标要求取消复合 32.5 硅酸盐水泥的基础上，全面取消 32.5 等级水泥。新疆地区产能过剩问题较为严重，有较强动力推动取消 32.5 等级水泥。根据天山水泥的测算，在自治区范围取消 32.5 等级水泥相当于压减产能 500 万吨，进一步提高产能利用率。取消 32.5 等级水泥一年以来，新疆区域市场整体运行稳定，2017 年下半年以后当地水泥价格持续走高，企业效益有明显提升。同时由于取消 32.5 等级水泥，增加了整体市场优质水泥供应量，也获得了下游混凝土客户的支持。

错峰限产缓解供过于求压力。新疆既是全国水泥淡季开展错峰限产最早的地区，也是目前错峰安排时间跨度最长的区域。新疆从 2014 年开始在自治区范围内实施淡季错峰限产措施，淡季错峰时间一般从 11 月初开始，直到第二年三月初结束，是目前全国范围错峰时间最长的区域，从目前的实践结果看，也有助于在自治区范围维持供求平衡局面。

图表22： 2016 年下半年至 2017 上半年、2017 年下半年至 2018 上半年全国各省市水泥错峰生产天数



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

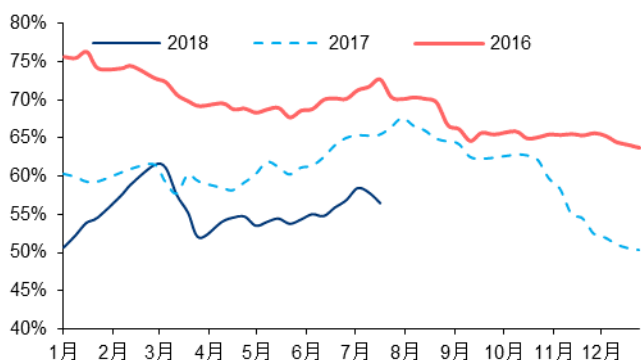
西北下半年开工旺季，吨资产价值面临重估

短期看错峰、长期看供需，水泥价格有望维持高位

受固定资产投资下滑影响，2018上半年西北地区水泥库存维持高位。2016-2018上半年，全国及西北地区水泥库存变化呈现出较为明显的季节性特征：在每年的3月、8月开工旺季，水泥库存开始下滑，而后随天气变化而上升。2017年末，受错峰限产力度执行严格影响，水泥库存出现逆季节性下滑。2018年上半年，西北地区水泥库存在经历不足一个月的下滑后便逐步抬升，创出年内新高并维持高位震荡。我们判断系西北地区受基建复工进度慢、地方政府去杠杆环境下开工动力不足等影响，固定资产投资增速下滑，水泥需求承压。

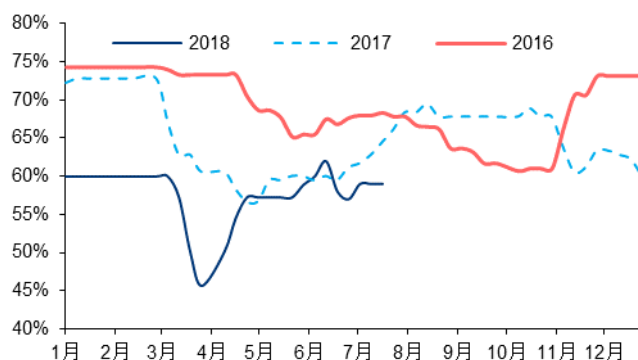
下半年开工旺季叠加错峰限产，西北地区库存大概率走低。与其他地区相比，2017年至今西北地区水泥库存降幅最大，当前库存水平仅高于华北及华东。我们判断西北地区在上半年基建放缓、固投增速下滑的情况下，下半年有望响应中央号召，加快基建建设，拉动水泥需求。在错峰限产政策执行趋严的背景下，水泥库存大概率走低。

图表23： 2016-2018年7月全国水泥库容比



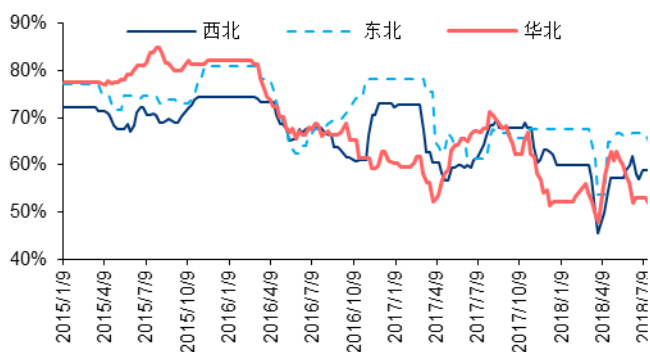
资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

图表24： 2016-2018年7月西北地区水泥库容比



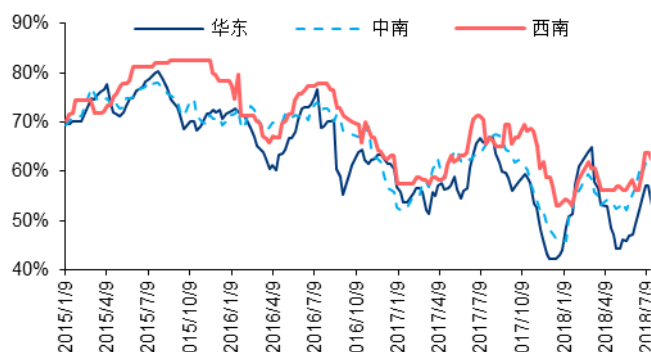
资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

图表25： 2015-2018年7月西北、东北、华北地区库容比



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

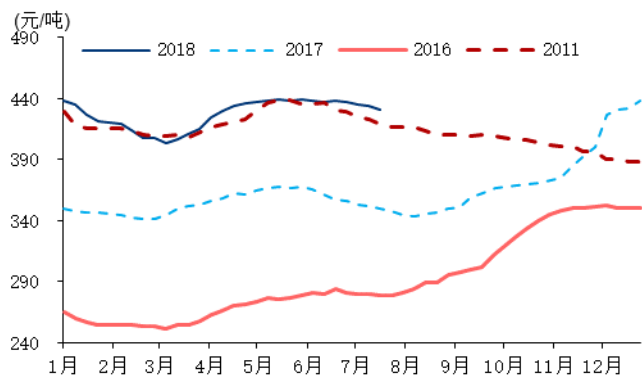
图表26： 2015-2018年7月华东、中南、西南地区库容比



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

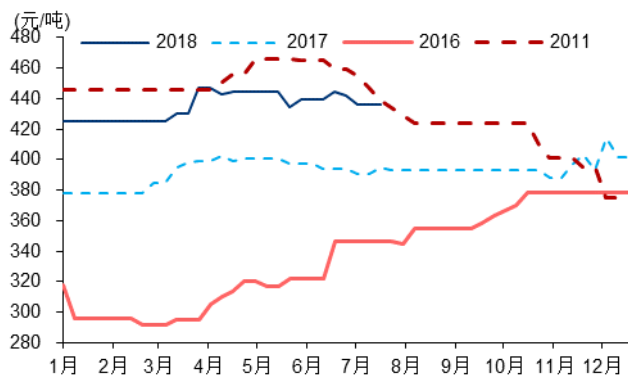
短期看，供给侧改革、水泥行业整合加速及环保限产政策的实施，促使西北地区水泥产量收缩、库存下滑，推动水泥价格持续上扬。2018上半年，全国水泥价格自2016年来已连续第三年上涨，当前时点全国水泥均价已超过2011年高位。西北地区水泥价格虽然在2018上半年未能超过2011年高位，但我们判断下半年西北地区水泥价格上涨动力充足，有望超越历史高位。当前时点西北地区水泥价格已高于全国水泥价格5元/吨，仅次于华东地区。

图表27: 2016-2018年7月及2011年全国高标水泥价格



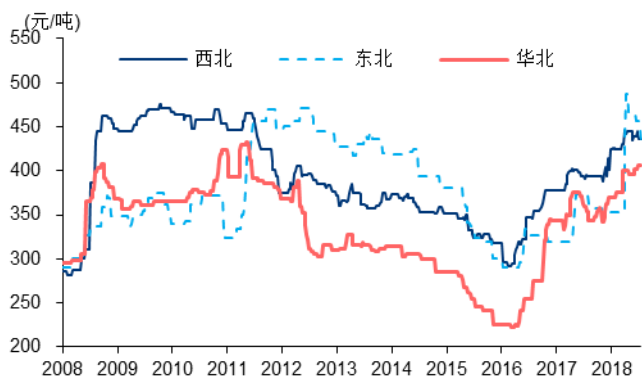
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表28: 2016-2018年7月及2011年西北高标水泥价格



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表29: 2015-2018年7月西北、东北、华北地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

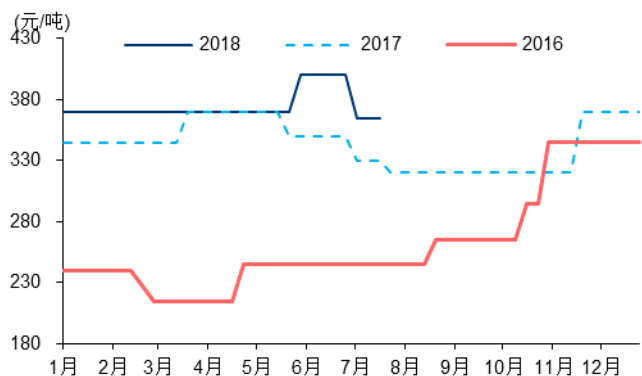
图表30: 2015-2018年7月华东、中南、西南地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

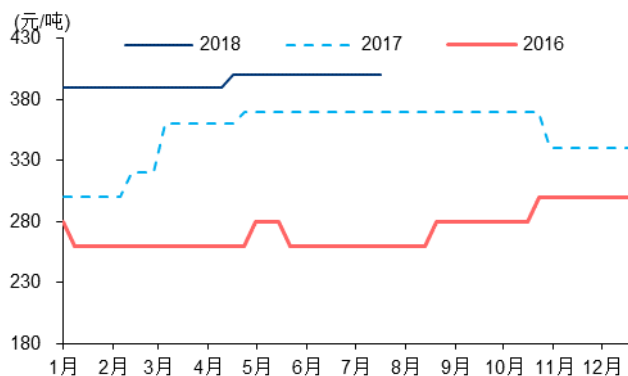
根据数字水泥网, 2017年兰州、西宁、银川、乌鲁木齐高标水泥平均价格同比每吨增长77/78/45/6元, 兰州、西宁价格增长幅度近30%。2018年来, 四省水泥价格再探新高。

图表31: 2016-2018年7月兰州高标水泥价格



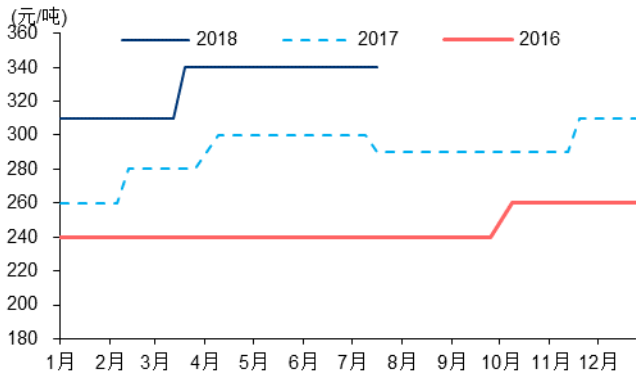
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表32: 2016-2018年7月西宁高标水泥价格



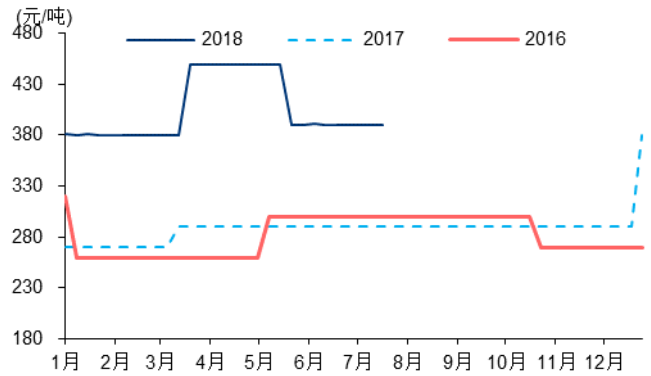
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表33： 2016-2018年银川高标水泥价格



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

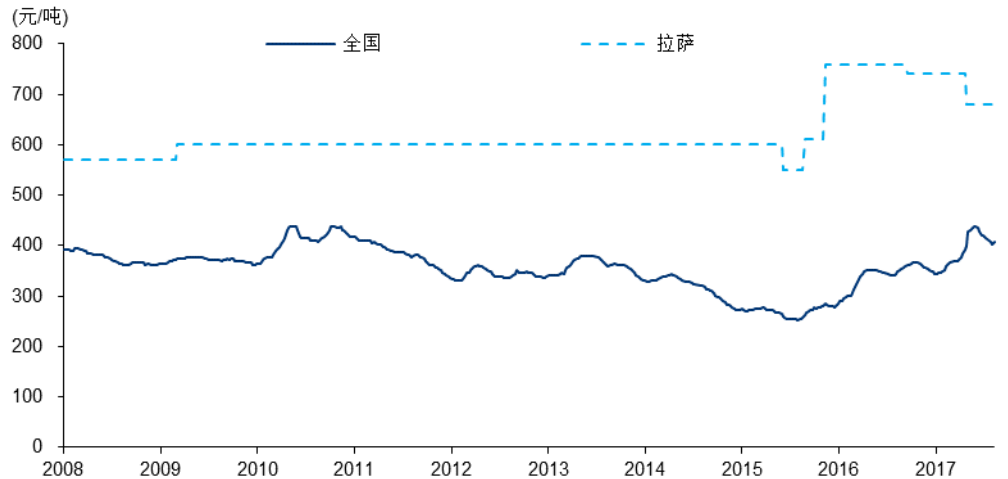
图表34： 2016-2018年乌鲁木齐高标水泥价格



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

西藏是全国最大的连片贫困集中区域，也是我国水泥产业仅存的蓝海市场，由于市场相对封闭，水泥产能长期供不应求，产能利用率达100%，价格接近全国水泥均价2倍。未来基建投资是拉动西藏地区经济发展的重要动力，而水泥产能扩建存在时滞，我们预计西藏水泥价格有望处于600元以上的高位。

图表35： 2008-2017年西藏拉萨及全国高标水泥价格



资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所

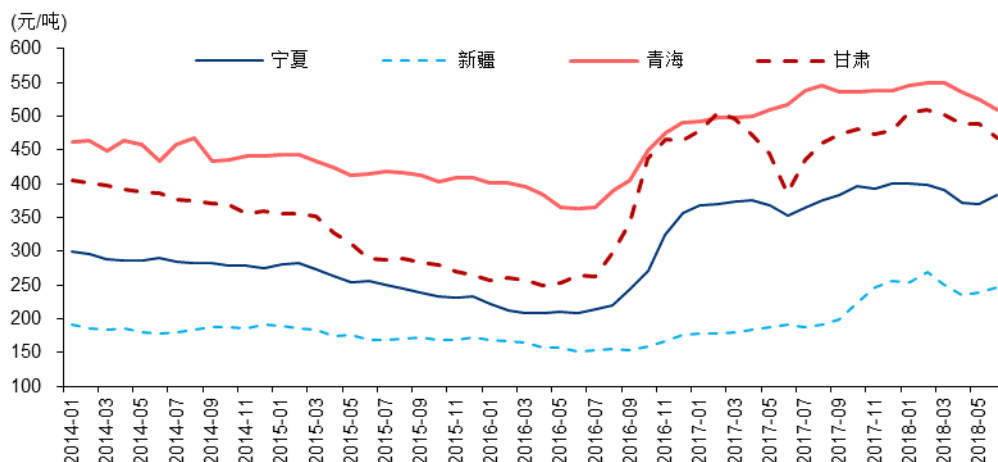
长期看，供求关系的持续改善将成为未来三年水泥价格维持高位的有力支撑。2008-2010年，“四万亿”计划的实行带来全国水泥需求上扬，其中，西部地区基建投资力度较大，多数省份投资额超过当地GDP总额。需求迅猛冲击导致水泥价格迅速上涨，即便随后产能扩张，价格仍维持高位。我们认为，未来三年西北地区有望受益于“一带一路”战略，并承担相对2016-2017年更重的基建压力，同时，水泥行业长效去产能机制落地，水泥市场有望走出新一波需求驱动的行市。

西北地区煤炭储量丰富、价格稳定，水泥盈利能力有望进一步提升

西北煤炭资源丰富，煤炭资源相对集中。在资源总量上，新疆居全国第一，内蒙第二，宁夏、甘肃、青海则分别居全国的第六、第七和第十四位。根据中国煤炭地质总局全国第三次煤炭资源预测，西北地区的预测煤炭资源量约占全国78.75%，显示了西北地区煤炭资源的巨大潜力。

2014 年来西北四省电煤价格波动较小，煤炭成本基本可控。根据发改委公布的电煤价格指数，西北四省电煤价格基本稳定。在发改委严控煤价的政策指引下，我们认为未来水泥企业煤炭成本基本可控。

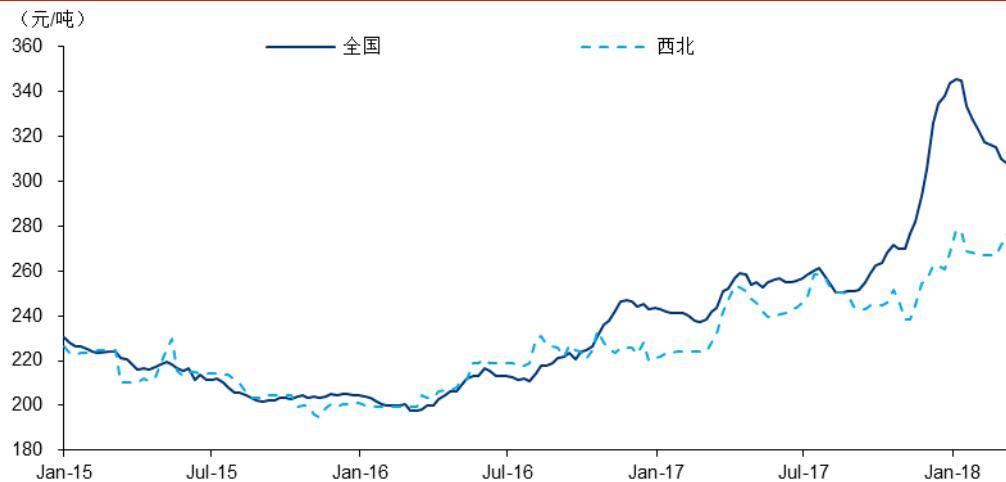
图表36： 2014-2018年6月西北四省电煤价格指数



资料来源：发改委、华泰证券研究所

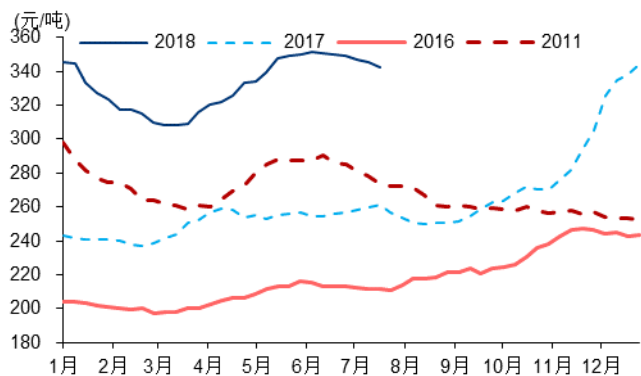
2018 全年水泥盈利能力有望进一步提升。展望 2018 全年，我们认为（1）环保限产从外部冲击转为内生性，约束力或将长期持续；（2）西北地区重点企业水泥库容比较往年处于低位，为 2018 年后市的价格打下较好基础；（3）在强有力的管控措施情况下，煤炭价格继续上行空间有限。我们判断 2018 年水泥价格大概率维持高位运行，盈利能力进一步提升。

图表37： 2015-2018年7月西北及全国水煤价差



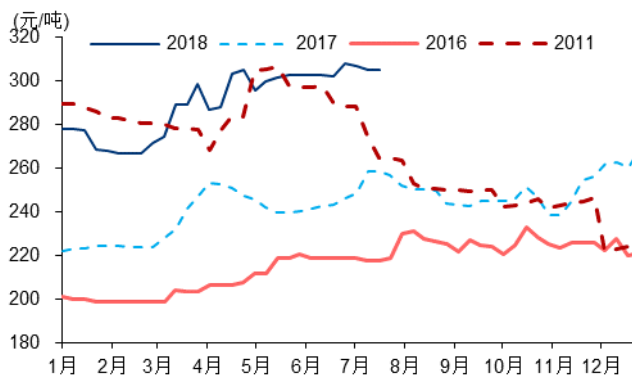
资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

图表38: 2016-2018年7月及2011年全国水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表39: 2016-2018年7月及2011年西北地区水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

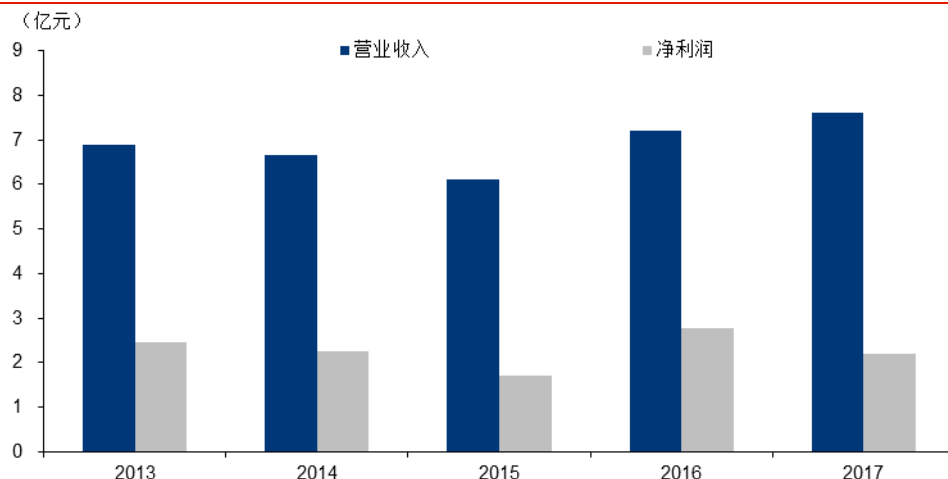
此外, 未来西藏产线的独特优势有望使投产企业盈利能力提升。以祁连山为例, 西藏第二大水泥生产商华新水泥在西藏有两条产线, 合计日产 3500 吨, 而祁连山在西藏地区筹建两条日产 4000 吨的产线。假设祁连山与华新水泥吨毛利、吨费用水平相近, 未来西藏地区的盈利能力仅取决于产能规模。按 2013-2017 年华新水泥(西藏)净利润均值 2.28 亿元核算, 未来祁连山西藏产线的净利润空间为 2 亿元(两条线持股比例分别为 42%、35%), 为 2017 年公司净利润的 35%。

图表40: 华新水泥西藏在运行产线

省份	企业	产能	投产时间
西藏	华新水泥(西藏)有限公司	1000 吨/天	2005 年 6 月
西藏	华新水泥(西藏)有限公司	2500 吨/天	2010 年 3 月

资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表41: 2013-2017 年华新水泥(西藏)营业收入及净利润

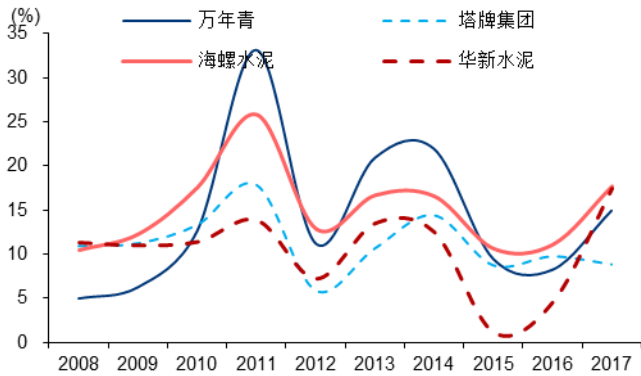


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

盈利能力提升, 西北地区水泥企业资产价值有望重估

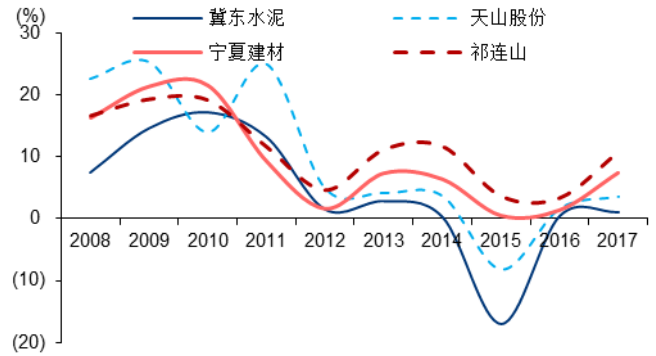
西北地区水泥企业 PB 中枢低于南方水泥企业, 未来有望随盈利提升带来估值修复。从 PB 角度来看, 高 ROE 是高 PB 的主要来源。2008 年-2017 年, 南方水泥企业 ROE 普遍高于西北企业, 冀东水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山历史 PB 估值中枢(中位数)分别为 1.9/1.6/1.4/1.7x, 低于海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团 PB 中枢 2.0/1.7/2.5/2.2x。截止 2018 年 7 月 27 日, 天山股份、宁夏建材及祁连山 PB 估值仅 1x 左右(破净边缘), 我们预计未来有望随盈利提升带来估值修复。

图表42: 2008-2017年海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团 ROE



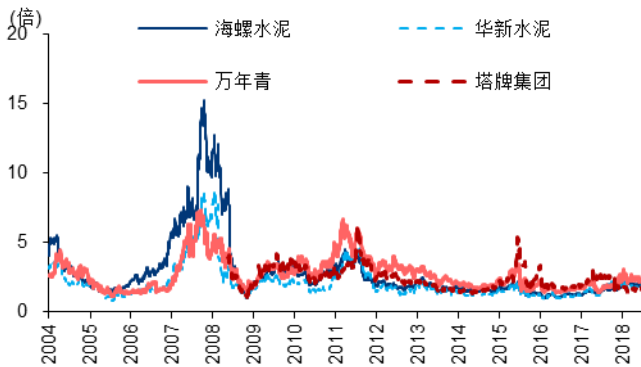
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表43: 2008-2017年冀东水泥、宁夏建材、天山股份、祁连山 ROE



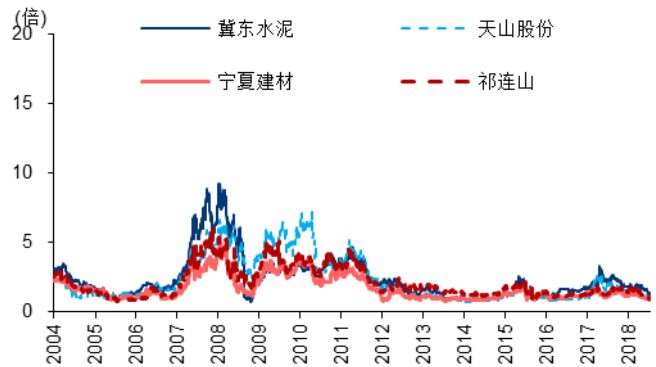
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表44: 2004-2018.07 海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团 PB



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表45: 2004-2018.07 冀东水泥、宁夏建材、天山股份、祁连山 PB



资料来源: Wind、华泰证券研究所

从吨产能企业价值的角度看, 目前天山股份、宁夏建材及祁连山吨 EV 均低于南方水泥企业。考虑到西北地区季节性因素及错峰限产力度严格, 我们认为按天数调整之后的吨 EV 有望明显提升。西北地区水泥企业原吨 EV 明显被低估, 未来有望随盈利修复而提升至更高水平。

图表46: 主要跟踪水泥企业估值比较

证券简称	PE(TTM)	PB(LF)	吨 EV
冀东水泥	-2,144.98	1.60	271
万年青	11.73	2.56	714
天山股份	22.73	1.20	510
塔牌集团	14.99	1.75	1,093
宁夏建材	13.65	0.97	334
海螺水泥	10.81	2.28	892
祁连山	10.85	1.21	309
华新水泥	11.77	2.47	630

资料来源: Wind (截止 20180728)、华泰证券研究所

推荐天山股份、祁连山、宁夏建材

天山股份、祁连山及宁夏建材分别是新疆地区、甘青藏地区及宁夏地区水泥龙头，当地产能市占率均超三成。2018上半年受西北地区固定资产投资增速整体下滑影响，水泥需求受到压制。随着国常会要求积极财政政策、总理要求加快中西部基建建设等政策支持，我们判断西北地区下半年水泥需求有望回升。在错峰限产执行力度趋严下，下半年西北地区供需格局有望改善，企业盈利或超预期。目前三家公司估值处于历史较低水平，首次覆盖给予天山股份、祁连山“买入”评级，给予宁夏建材“增持”评级。

风险提示

- 1、西北地区基建下半年开工不达预期，西北地区基建主要面临资金缺口难题，当地财政支持力度有限，较依赖中央财政转移支付，以及大型央企的投资拉动，尽管从政策层面已经出现财政宽松的信号，但是向地方传导的时间、路径存在不确定性。
- 2、煤炭成本快速上涨，煤炭是公司成本中最大一项，煤价变动幅度大，历史上也出现过煤炭价格大幅上涨侵蚀公司利润情况。

公司研究/首次覆盖

2018年07月29日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (首次评级)

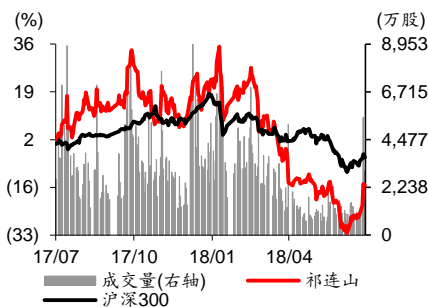
当前价格(元): 7.75
合理价格区间(元): 10.17~11.30

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

甘青藏水泥龙头, 业绩弹性显著

祁连山(600720)

甘青藏水泥龙头, 有望受益西北基建重振

公司是西北甘青藏地区水泥龙头, 2017年末在甘肃省产能市占率达到41%, 青海省市占率34%, 除通过青藏线每年向西藏稳定输入水泥以外, 公司也在积极布局西藏本地产能。西北地区上半年水泥整体产量下降19%, 尽管供给通过错峰限产主动收缩, 西北水泥价格较去年同期有明显提升, 但是从库存攀升情况来看, 西北地区基建需并没有达到理想状态。我们认为随着7月国常会要求财政再积极投入, 西北地区下半年的基建项目建设有望提速, 公司作为甘青藏水泥龙头下半年有望量价齐升, 我们预计公司18-20年EPS分别为1.13/1.34/1.50元, 目前估值处于历史较低水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

上半年量跌价升, 下半年有望量价齐升

2017年甘肃固定资产投资增速骤降40pct, 一方面是我们判断统计数据挤水分, 另一方面也反映当地投资下滑压力。上半年由于折达路质量安全问题, 导致甘肃基建项目整改, 影响水泥需求, 上半年全省水泥产量下滑8%。公司是甘肃最大水泥公司, 收入接近8成来自甘肃, 产销受到较大影响。但是由于上半年错峰限产执行到位, 上半年甘肃水泥价格较去年同期有明显提升。我们认为随着7月国常会精神向地方传导, 下半年甘肃财政支出力度将加大, 甘肃基建项目有望边际向好, 下半年公司有望迎来量价齐升。

成本控制能力较好, 负债率持续优化

公司成本费用能力控制较好。吨毛利方面, 由于甘肃地区的价格优势, 公司历史上吨毛利与海螺非常接近, 2018年以来由于华东更高的价格涨幅, 所以海螺吨毛利较公司相比将拉开一定差距。资产负债率持续优化, 2017年公司资产负债率41.8%, 较2011年高位下降22.9pct, 近年来财务费用明显下滑, 整体费用小幅改善。

两材合并, 水泥有望成为重点整合业务

两材合并, 中建材成为公司实控人。中材、中建材在水泥、玻纤板块存在业务重叠, 尤其是西北地区祁连山、宁夏建材、天山股份存在上市公司间同业竞争, 控股股东中材股份也曾经承诺过解决这一问题。合并后, 中建材2017年底延续了承诺, 计划在3年甚至更短时间内, 稳妥推进相关业务整合解决同业竞争问题。

首次覆盖给予“买入”评级

公司是甘青藏水泥龙头, 成本费用能力控制较好, 上半年由于甘肃基建项目开工整体不达预期, 下半年我们看在国常会积极财政精神指引下, 甘肃乃至整个西北基建都将受益, 有望提振公司水泥需求。公司目前PE、PB都处于历史较低水平, 我们参考行业2018年平均PE 10.8x, 考虑到公司业绩受政策扰动影响较大, 给予一定的估值折价, 认可公司9-10x合理估值区间, 对应合理价格10.17-11.30元, 首次覆盖给予“买入”。

风险提示: 西北地区基建下半年开工不达预期, 煤炭成本快速上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	776.29
流通 A 股 (百万股)	776.16
52 周内股价区间 (元)	6.39-12.75
总市值 (百万元)	6,016
总资产 (百万元)	9,898
每股净资产 (元)	6.68

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,114	5,969	6,633	7,151	7,759
+/-%	5.62	16.71	11.12	7.82	8.49
归属母公司净利润 (百万元)	166.58	574.69	880.36	1,038	1,164
+/-%	(7.06)	245.00	53.19	17.93	12.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.21	0.74	1.13	1.34	1.50
PE (倍)	36.12	10.47	6.83	5.79	5.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

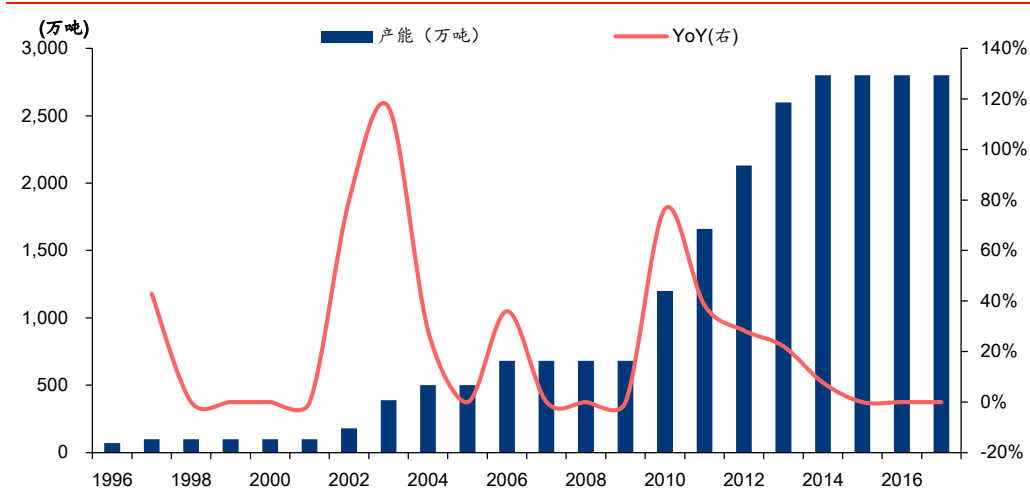
深耕西北，甘青藏水泥龙头

发源甘肃，覆盖甘青藏三省

甘肃祁连山水泥集团股份有限公司，是甘青地区最大的水泥生产企业集团、西北特种水泥制造商。公司于1996年7月12日，在永登水泥厂的基础上改制设立，同年7月16日在上交所上市。

上市以来，公司把握西部大开发、基建投资高速发展的机遇，坚持“并购为主、新建为辅”，实现产能快速扩张。1996-2014年，公司水泥产能年复合增长21.43%。其中，2002-2004年，受益西部大开发，公司产能迅猛增长，打开局面；2007年，因金融危机，产能增速一度放缓；2009年后受益“四万亿”计划，公司产能实现新一轮扩张，奠定了现有产能基础。截至2017年底，公司水泥产能共计2800万吨，其中，甘肃产能2420万吨，青海产能380万吨。

图表1：1996-2017年公司产能快速发展



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

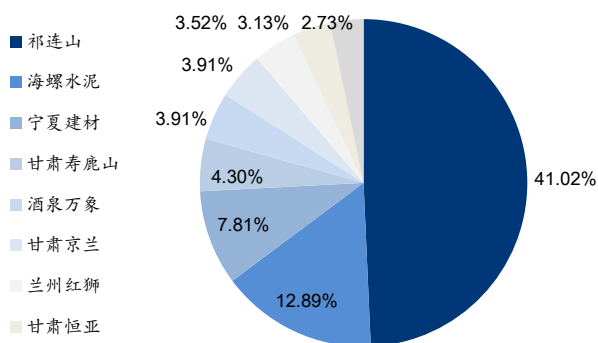
图表2: 截至2017年底,公司在运行熟料产能

省份	地区	公司	持股比例	产线产能(吨/天)	投产时间		
甘肃	天水	甘谷祁连山水泥有限公司	100%	1500	1992/7/15		
				2500	2010/2/22		
	兰州	永登祁连山水泥有限公司	100%	2500	2001/1/1		
				2500	2002/1/1		
				4500	2010/10/25		
	平凉	平凉祁连山水泥有限公司	100%	2500	2004/12/1		
	嘉峪关	酒钢(集团)宏达建材有限责任公司(祁连山)	60%	1000	2007/1/31		
				2000	2007/12/1		
				4000	2012/9/19		
	甘南	夏河祁连山安多水泥有限公司	65%	2500	2009/1/1		
	陇南	陇南祁连山水泥有限公司	100%	2500	2009/12/13		
				成县祁连山水泥有限公司	100%	3000	2010/3/2
				4500	2014/5/18		
		文县祁连山水泥有限公司	60%	2500	2011/12/20		
	张掖	张掖祁连山水泥有限公司	26%	2500	2010/7/12		
定西	漳县祁连山水泥有限公司	100%	3000	2011/3/11			
			4500	2013/4/24			
			武威	古浪祁连山水泥有限公司	100%	4500	2013/4/28
青海	海东	民和祁连山水泥有限公司	53.89%	2500	2003/12/31		
	西宁	青海祁连山水泥有限公司	100%	2500	2009/4/18		
				4500	2011/5/12		
合计				62000			

资料来源:卓创资讯、公司公告、华泰证券研究所 备注:民和祁连山为间接控制53.89%股份

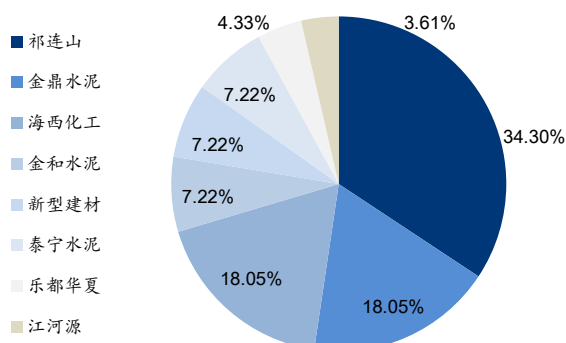
公司发源甘肃,深耕甘青市场,把握西藏供需缺口,布局西藏。根据卓创资讯,截至2017年底,公司在运行熟料线占甘肃总产能41%,占青海总产能34%。另外,西藏水泥产能严重不足,考虑高原建设成本高、运营费用高、运输费用高等因素,西藏地区水泥价格一直高于全国其他地区。在此基础上,公司积极布局西藏,筹建两条日产4000吨的水泥产线。

图表3: 2017年底甘肃水泥市场竞争格局(在运行产能)



资料来源:卓创资讯、华泰证券研究所

图表4: 2017年底青海水泥市场竞争格局(在运行产能)



资料来源:卓创资讯、华泰证券研究所

图表5: 公司开始布局西藏

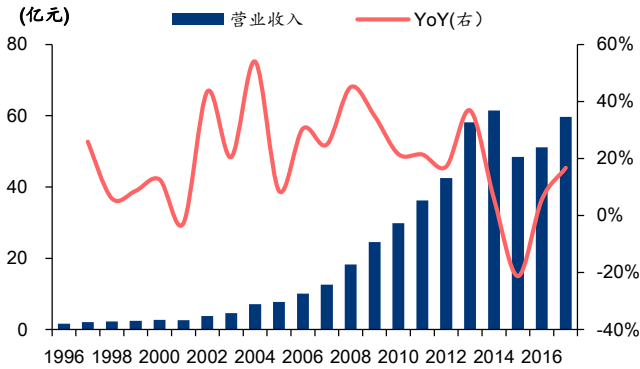
省份	公司名称	设计产能(吨/天)	开建时间	拟投产时间	备注
西藏	西藏中材祁连山水泥有限公司	4000	2018/4/1		在建
西藏	拉萨城投祁连山水泥有限公司	4000			筹建

资料来源:卓创资讯、华泰证券研究所

水泥做大做强，布局骨料、混凝土。2002-2011年，公司产能扩张驱动业绩迅速增长，营业收入年复合增长25.21%，净利润年复合增长23.45%；2011年后，水泥行业产能过剩且受国家宏观调控，公司业绩波动加大，2015年后，水泥行业去产能有所成效，公司业绩触底反弹。2017年，受“去产能”及冬季限产双重影响，水泥价格走高，全年实现营业收入59.69亿元，增长16.71%，净利润5.29亿元，增长291.26%，盈利能力显著提升。

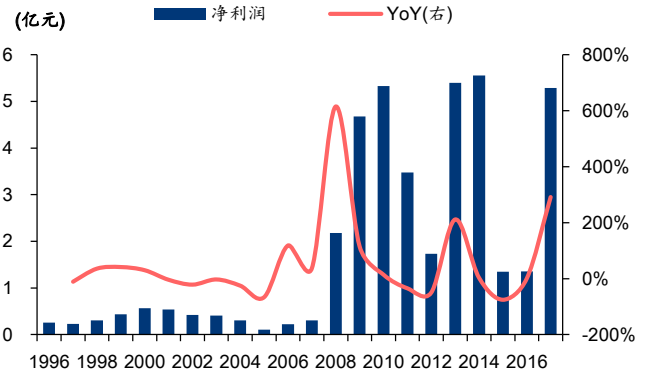
2013-2017年，公司水泥收入占比约91%，商品混凝土占比约7%；甘肃省为公司主要收入来源，2013-2017年，甘肃收入占比约85%，青藏收入占比约15%。

图表6：1996-2017年公司营业收入及增速



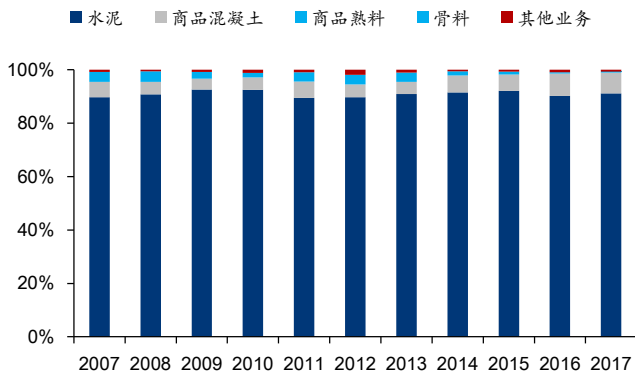
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：1996-2017年公司净利润及增速



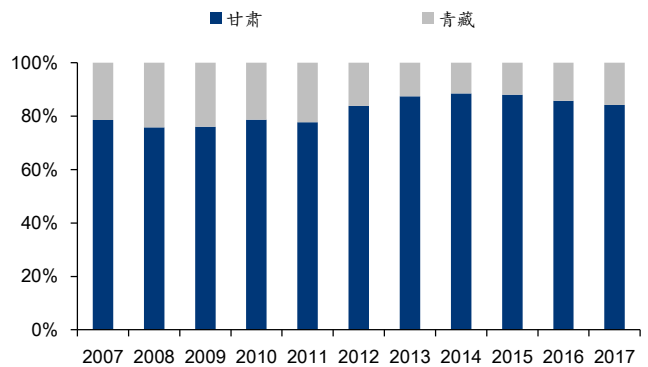
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：2007-2017年公司产品收入结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：2007-2017年公司地区收入结构

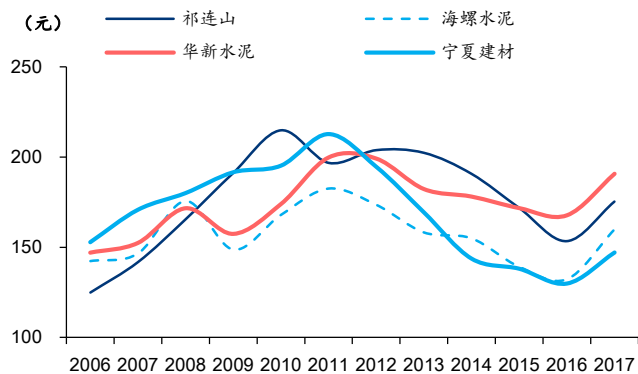


资料来源：Wind、华泰证券研究所

成本费用控制能力加强

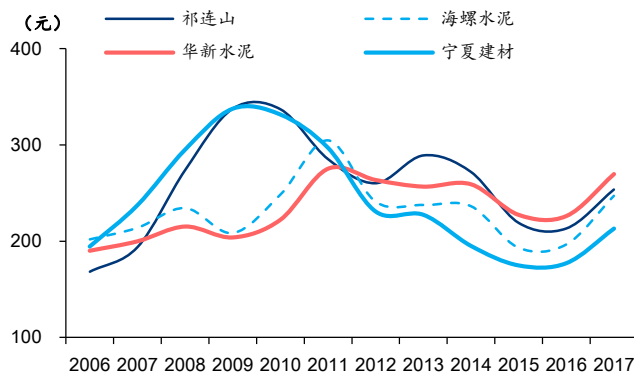
公司成本控制能力持续加强。历史上，公司吨成本相对较高，但凭借西北地区水泥价格优势，公司水泥售价相对其他公司也较高，因而吨毛利相对占优。近年来，管理层重视劳动生产率，强化成本控制，2013-2016年，吨成本下降49元，海螺水泥/华新水泥/宁夏建材分别下降26/15/40元，2017年，原煤价格上涨，公司吨成本上升22元，较海螺水泥低7元，仅高于宁夏建材，吨毛利提升19元。

图表10: 2006-2017年祁连山与可比公司吨成本对比



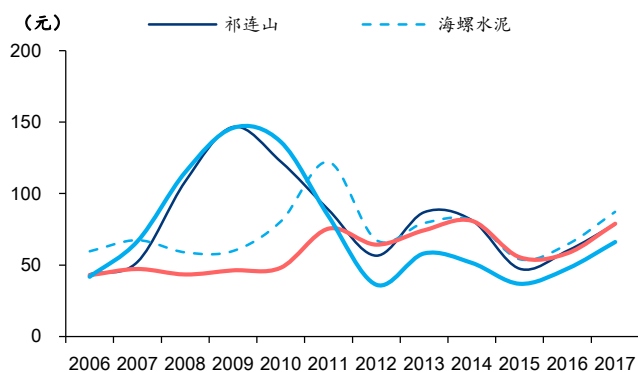
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 2006-2017年祁连山与可比公司吨收入对比



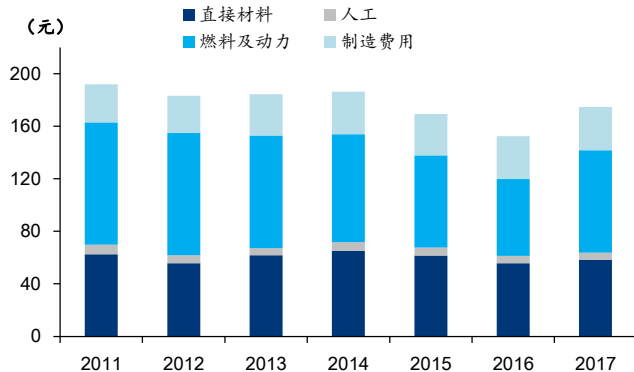
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表12: 2006-2017年祁连山与可比公司吨毛利对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 2011-2017年祁连山吨成本拆分

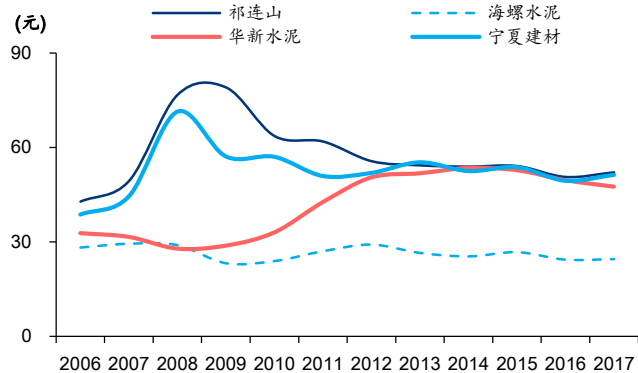


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司吨成本主要来自燃料及动力(约占45%)和直接材料(约占35%)。2011-2016年来,公司单位成本整体稳中有降。2017年,公司吨成本174.64元,同比上涨22.27元,主要来自单位燃料及动力成本上涨19.61元,由原煤价格上涨导致,其余三项基本稳定。

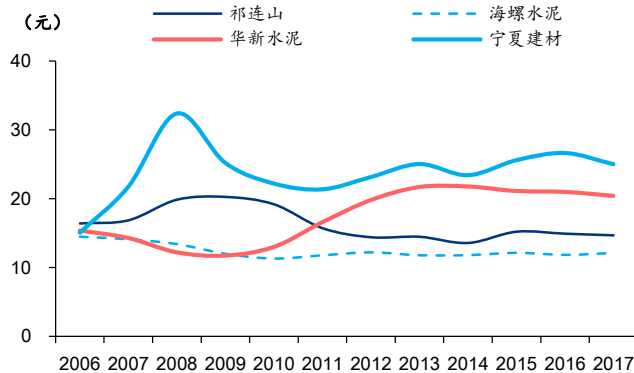
公司费用控制能力也持续加强。2009-2017年,公司吨费用下降趋势明显,2017年,公司吨费用52元,较2009年下降27元,幅度远大于其他公司。其中,受益于区域龙头地位,公司销售费用较低,仅高于海螺水泥;公司注重费用控制的同时,管理费用下降明显,是造成吨费用下降的主要原因,但相对其他公司仍较高;此外,财务费用持续降低,随着公司资产负债率不断走低,未来吨财务费用仍有望走低。

图表14: 2006-2017年祁连山与可比公司吨费用对比



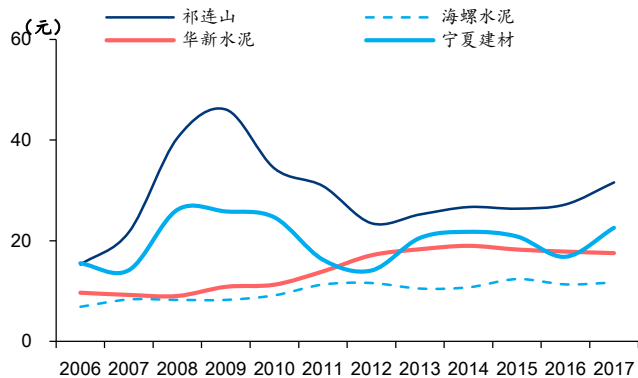
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 2006-2017年祁连山与可比公司吨销售费用对比



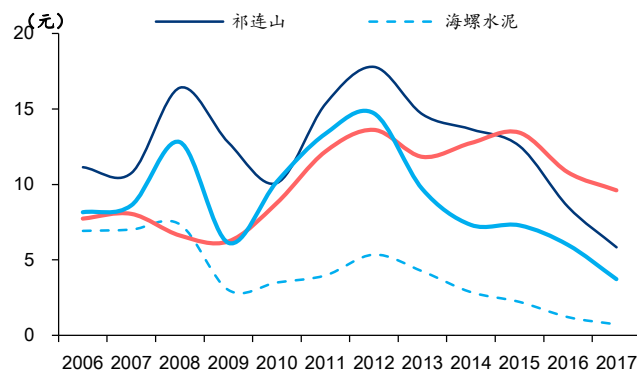
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表16: 2006-2017年祁连山与可比公司吨管理费用对比



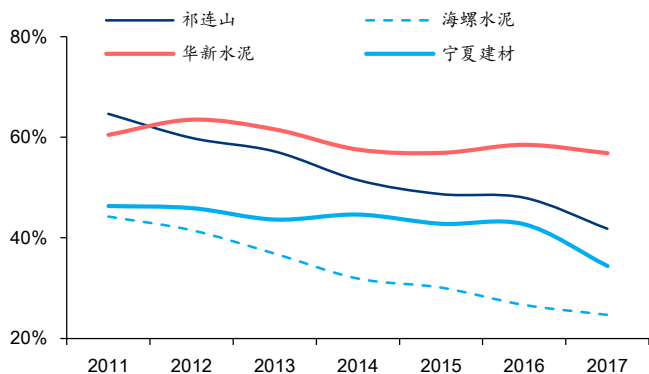
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 2006-2017年祁连山与可比公司吨财务费用对比



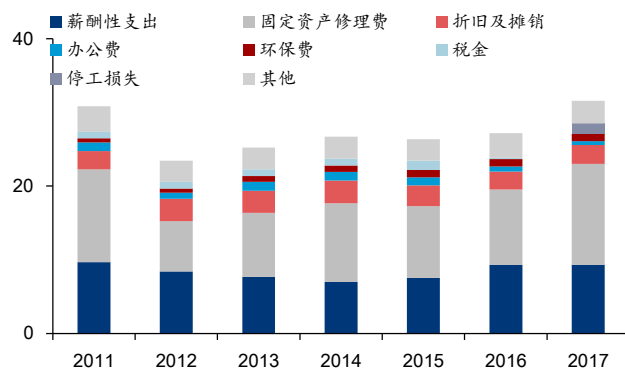
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 2011-2017年祁连山与可比公司资产负债率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 2011-2017年祁连山吨管理费用拆分 (元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

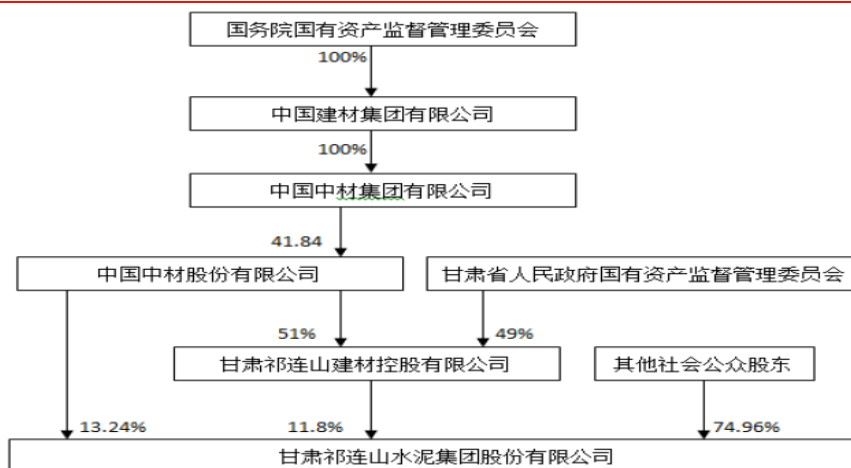
公司的吨管理费用主要来自薪酬性支出 (约占 30%) 和固定资产修理费 (约占 35%), 固定资产存在三年维修周期, 其中, 2011、2014、2017 年固定资产修理费占比约 40%。2013-2016 年, 公司吨管理费用基本保持稳定, 2017 年因停工损失及固定资产维修, 吨管理费用同比增长 4.38 元, 为 31.58 元。

受益于两材合并, 西北水泥市场未来有望大整合

两材合并, 中建材成为公司实控人。2009 年 12 月, 中材股份通过增资扩股、股权受让获得公司控股股东祁连山控股 51% 的股权, 公司实控人由甘肃国资委变更为中材股份。2016 年 8 月, 国资委同意中国建材集团与中国中材集团重组, 后者无偿划转进入前者, 前者更名为中国建材集团有限公司。

合并后, 中建材将整合全国水泥资产作为重点工作。2017 年 9 月, 中国建材集团旗下的中国建材与中国中材集团旗下的中材股份签署《合并协议》, 约定后者作为被合并方暨非存续方, 一切权利义务由前者承继。合并以后, 中材、中建材在水泥、玻纤板块存在业务重叠, 尤其是西北地区祁连山、宁夏建材、天山股份存在上市公司间同业竞争, 控股股东中材股份也曾经承诺过解决这一问题。

图表20：截至 2017 年底，公司股权架构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

宁夏建材在甘肃天水、白银分别有两条日产 2500 吨、一条日产 5000 吨的产线，二者同业竞争问题在中材股份控股期间一直未得到有效解决。中国建材在我国水泥领域资产规模大，业务范围广，于 2017 年底承诺，在 3 年甚至更短时间内，稳妥推进相关业务整合解决同业竞争问题。

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测有以下的判断：

- 1、公司 2018 年水泥销量由于受到上半年基建项目开工进度影响，有一定程度的下滑，预计下滑的幅度在 100 万吨。在国常会积极财政精神及李总理对中西部基建投资的重视下，我们判断甘肃乃至整个西北基建都将受益，有望提振公司水泥需求，我们预计公司 2019、2020 年以后销量逐渐恢复；
- 2、2018 年，受益于供给侧改革、错峰生产带来的供需格局改善，预计全年公司水泥吨均价较 2017 年提升 35 元，随着政策的深入执行，预计 2019/2020 再分别提升 5 元；
- 3、在发改委控煤价的政策指引下，我们假设 2018-2020 年煤炭、电力等能源价格维持稳定，公司的每吨成本保持在 2017 年水平不变；
- 4、公司销售费用主要以包装费、运杂费为主；管理费用主要以薪酬支出、固定资产维护为主，我们判断公司这两项费用率在 2018-2020 年基本维持稳定；随着公司盈利修复、经营现金流改善，我们预计财务费用率逐年下降。
- 5、公司商用混凝土业务同样受益于中西部基建投资的政策支持，预计 2018-2020 年收入复合增速 30%；考虑到 2015-2017 年商混毛利率基本保持稳定，我们假设 2018-2020 年商混毛利率与 2017 年水平一致且维持稳定。骨料由于 80 万吨新产能投放，保持较快增长速度。

图表21：祁连山盈利关键假设

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥销量（万吨）	1898	2106	2059	2162	2146	2050	2100	2150
吨均价（元）	289	272	217	214	254	290	295	300
吨成本（元）		191	169	154	175	175	175	175
吨毛利（元）	85	81	47	60	79	115	120	125
管理费用率	7.9%	9.1%	11.2%	11.6%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
销售费用率	4.7%	4.7%	6.5%	6.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
财务费用率	4.8%	4.7%	5.3%	3.6%	2.1%	1.9%	1.4%	1.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 祁连山分业务收入预测

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	6146.98	4842.54	5114.47	5968.98	6509.55	7046.35	7758.76
增长率 (YoY)	5.7%	-21.2%	5.6%	16.7%	9.1%	8.2%	10.1%
毛利率	29.4%	22.0%	28.2%	30.9%	39.2%	41.8%	41.7%
水泥							
销售收入	5629.55	4459.88	4617.56	5445.93	5822.00	6090.00	6450.00
增长率 (YoY)	6.5%	-20.8%	3.5%	17.9%	6.9%	4.6%	5.9%
毛利率	30.3%	21.8%	28.1%	31.0%	40.1%	43.1%	43.3%
熟料							
销售收入	99.39	54.29	29.24	17.31	17.31	17.31	17.31
增长率 (YoY)	-51.5%	-45.4%	-46.1%	-40.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.4%	3.1%	23.7%	15.4%	20.0%	20.0%	20.0%
商用混凝土							
销售收入	385.53	297.75	424.63	460.07	598.09	777.52	1010.77
增长率 (YoY)	44.9%	-22.8%	30.0%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	25.7%	28.3%	28.9%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
骨料							
销售收入				3.31	29.79	119.16	238.32
增长率 (YoY)					800.0%	300.0%	100.0%
毛利率				67.7%	60.0%	60.0%	50.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 可比公司 2018-2020 年 Wind 一致预期 PE 估值

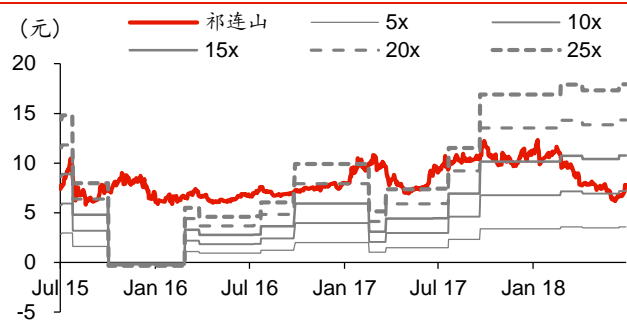
	2017	2018E	2019E	2020E
海螺水泥	9.80	8.58	8.10	7.57
万年青	13.93	8.91	8.17	7.95
上峰水泥	9.99	6.15	5.33	4.96
塔牌集团	19.70	11.45	10.32	9.50
冀东水泥	168.34	16.94	14.83	12.25
天山股份	41.17	12.88	9.50	8.10
平均	43.82	10.82	9.38	8.39

资料来源: Wind (截止 20180726), 华泰证券研究所

首次覆盖给予买入评级。公司是甘青藏水泥龙头，成本费用能力控制较好，上半年由于甘肃基建项目开工整体不达预期，下半年我们看在国常会积极财政精神指引下，甘肃乃至整个西北基建都将受益，有望提振公司水泥需求。公司目前 PE、PB 都处于历史较低水平，我们参考行业 2018 年平均 PE 10.8x，考虑到公司业绩受政策扰动影响较大，给予一定的估值折价，认可公司 9-10x 合理估值区间，对应合理价格 10.17-11.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

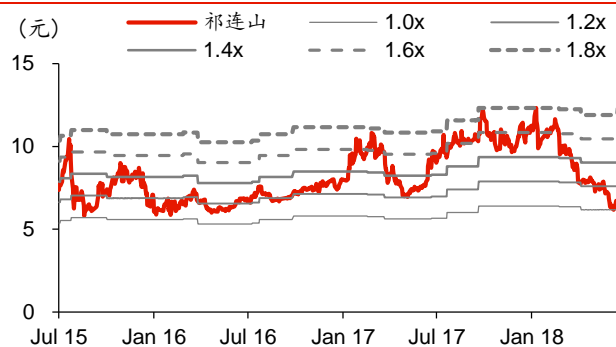
PE/PB - Bands

图表24: 祁连山历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表25: 祁连山历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示:

- 1、西北地区基建下半年开工不达预期，西北地区基建主要面临资金缺口难题，当地财政支持力度有限，较依赖中央财政转移支付，以及大型央企的投资拉动，尽管从政策层面已经出现财政宽松的信号，但是向地方传导的时间、路径存在不确定性。
- 2、煤炭成本快速上涨，煤炭是公司成本中最大一项，煤价变动幅度大，历史上也出现过煤炭价格大幅上涨侵蚀公司利润情况。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,550	2,387	3,270	4,712	6,382
现金	622.33	792.52	1,509	2,809	4,299
应收账款	505.43	470.60	522.91	563.82	611.71
其他应收账款	34.05	20.27	28.10	29.40	31.30
预付账款	258.53	249.37	276.17	299.64	310.86
存货	670.23	596.42	586.90	622.92	669.57
其他流动资产	459.05	257.79	346.68	387.20	458.81
非流动资产	8,115	7,754	7,374	6,987	6,584
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	6,545	6,307	6,012	5,648	5,244
无形资产	735.86	787.68	811.89	836.64	861.35
其他非流动资产	833.99	659.74	550.63	502.75	478.97
资产总计	10,664	10,141	10,644	11,700	12,966
流动负债	3,381	3,279	3,140	3,181	3,307
短期借款	1,415	1,125	1,222	1,189	1,200
应付账款	684.15	812.16	785.11	838.28	899.27
其他流动负债	1,282	1,342	1,133	1,153	1,207
非流动负债	1,735	959.47	877.19	826.72	772.02
长期借款	761.90	228.00	128.00	78.00	28.00
其他非流动负债	973.54	731.47	749.19	748.72	744.02
负债合计	5,116	4,239	4,017	4,008	4,079
少数股东权益	673.68	563.72	586.53	613.54	644.33
股本	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29
资本公积	1,339	1,341	1,341	1,341	1,341
留存公积	2,474	2,998	3,923	4,961	6,125
归属母公司股东权益	4,874	5,339	6,040	7,079	8,242
负债和股东权益	10,664	10,141	10,644	11,700	12,966

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	856.83	1,018	1,451	1,711	1,807
净利润	135.22	529.05	903.17	1,065	1,195
折旧摊销	644.08	631.73	581.55	600.71	615.39
财务费用	185.64	125.79	126.46	102.71	87.77
投资损失	(2.49)	(0.18)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(47.58)	(272.46)	(210.63)	(68.31)	(104.88)
其他经营现金	(58.05)	4.18	50.22	10.68	14.59
投资活动现金	(39.07)	176.31	(209.58)	(211.03)	(210.55)
资本支出	101.96	80.14	150.00	150.00	150.00
长期投资	0.00	5.84	0.04	(0.01)	0.00
其他投资现金	62.89	262.29	(59.54)	(61.04)	(60.54)
筹资活动现金	(996.44)	(904.17)	(524.70)	(199.53)	(106.92)
短期借款	(245.00)	(290.00)	96.67	(32.22)	10.74
长期借款	296.77	(533.90)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.09)	2.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,047)	(82.36)	(521.37)	(117.30)	(67.66)
现金净增加额	(178.68)	290.25	716.48	1,300	1,490

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,114	5,969	6,633	7,151	7,759
营业成本	3,670	4,127	4,061	4,310	4,633
营业税金及附加	55.26	62.49	69.43	74.86	81.22
营业费用	325.29	316.35	351.52	379.02	411.21
管理费用	592.71	679.99	755.58	814.68	883.88
财务费用	185.64	125.79	126.46	102.71	87.77
资产减值损失	153.79	73.70	100.40	91.50	94.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.49	0.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.83	692.10	1,168	1,379	1,567
营业外收入	62.55	20.38	20.38	20.38	20.38
营业外支出	3.22	48.45	48.45	48.45	48.45
利润总额	186.17	664.03	1,140	1,351	1,539
所得税	50.95	134.98	237.15	285.28	344.88
净利润	135.22	529.05	903.17	1,065	1,195
少数股东损益	(31.36)	(45.64)	22.81	27.01	30.79
归属母公司净利润	166.58	574.69	880.36	1,038	1,164
EBITDA	956.56	1,450	1,876	2,082	2,271
EPS (元, 基本)	0.21	0.74	1.13	1.34	1.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.62	16.71	11.12	7.82	8.49
营业利润	135.66	445.68	68.82	17.99	13.70
归属母公司净利润	(7.06)	245.00	53.19	17.93	12.09
获利能力 (%)					
毛利率	28.24	30.87	38.78	39.73	40.29
净利率	3.26	9.63	13.27	14.52	15.00
ROE	3.42	10.76	14.57	14.67	14.12
ROIC	2.98	9.03	14.59	17.46	20.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.98	41.80	37.74	34.25	31.46
净负债比率 (%)	46.28	45.85	42.84	40.53	39.36
流动比率	0.75	0.73	1.04	1.48	1.93
速动比率	0.54	0.53	0.84	1.27	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.57	0.64	0.64	0.63
应收账款周转率	7.59	9.72	10.55	10.40	10.43
应付账款周转率	5.21	5.52	5.08	5.31	5.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.74	1.13	1.34	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.31	1.87	2.20	2.33
每股净资产(最新摊薄)	6.28	6.88	7.78	9.12	10.62
估值比率					
PE (倍)	36.12	10.47	6.83	5.79	5.17
PB (倍)	1.23	1.13	1.00	0.85	0.73
EV_EBITDA (倍)	8.36	5.51	4.26	3.84	3.52

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

公司研究/首次覆盖

2018年07月29日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (首次评级)

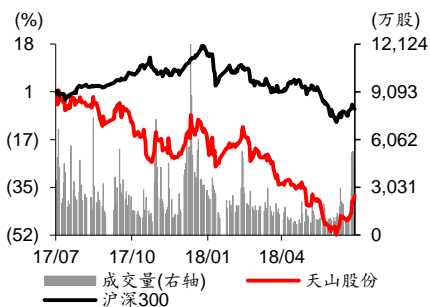
当前价格(元): 8.28
合理价格区间(元): 9.68~10.56

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

基建重振, 新疆供求格局有望改善

天山股份(000877)

西藏地区水泥龙头, 有望受益于基建重振

公司是新疆地区水泥龙头, 截至 2017 年底公司在运行产能占新疆总产能 32%, 居于首位; 占江苏总产能 10%, 仅次于中建材。2018 年 1-6 月, 新疆地区水泥累计产量同比下滑 22.3%。除了错峰生产因素外, 与地方政府去杠杆、PPP 项目规范化影响固定资产投资关系较大。6 月底乌鲁木齐水泥价格仅高于年初 10 元/吨, 库存也仅下降 5%, 供需情况并未得到有效改善。随着国常会要求积极财政政策、总理要求加快中西部基础设施建设等政策支持, 我们判断新疆地区下半年水泥需求有望回升, 华东地区水泥涨价超预期对公司业绩起到重要支撑作用。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.88/1.10/1.20 元, 首次覆盖给予“买入”。

基建重振有望带动公司下半年量价齐升

2018 年 1-6 月新疆地区固定资产投资累计增速-48.9%, 较去年同期下滑 73.5pct。一方面受 PPP 项目整改影响, 新疆地区 PPP 项目上半年全面停工; 另一方面受地方政府去杠杆影响, 叠加新疆季节性因素影响, 政府开工动力不足。公司是新疆地区水泥龙头, 6 成以上收入来自新疆, 产销量受到较大影响。但由于错峰政策执行较好, 新疆地区 6 月末水泥均价同比提升 100 元/吨, 较年初也略有提升。随着国常会精神向地方传导, 且新疆地区为完成全年的投资增速目标, 下半年或大量赶工, 公司有望量价齐升。

吨毛利显著提升, 吨费用稳中有降

公司吨成本虽然高于可比公司, 但 2011-2015 年下降 78 元, 可比公司中降幅最大。2016-2017 年受能源成本上升, 2017 年公司吨成本同比上涨 28 元, 但公司凭借西北及华东地区水泥价格优势, 吨收入同比上涨 67 元, 高于成本上涨, 带动公司吨毛利同比提升 39 元至 100 元, 位于可比公司中首位。吨费用自 2015 年后稳中有降, 随着公司资本结构逐步改善, 未来吨财务费用有望进一步下降。

两材合并, 水泥有望成为重点整合业务

两材合并, 中建材成为公司实控人。中材、中建材在水泥、玻纤板块存在业务重叠, 尤其是西北地区祁连山、宁夏建材、天山股份存在上市公司间同业竞争, 控股股东中材股份也曾经承诺过解决这一问题。合并后, 中建材 2017 年底延续了承诺, 计划在 3 年甚至更短时间内, 稳妥推进相关业务整合解决同业竞争问题。

首次覆盖给予“买入”评级

公司是新疆地区水泥龙头, 2015-2017 年吨毛利提升显著。上半年新疆地区固投大幅下滑, 下半年在国常会积极财政精神指引下, 新疆地区或为完成全年目标而大量赶工, 新疆供求格局有望改善。我们参考行业 2018 年平均 PE 10x, 考虑到公司作为区域龙头, 给予一定的估值溢价, 认可公司 2018 年 11-12x PE 合理估值区间, 对应合理价格 9.68~10.56 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 新疆地区基建下半年开工不达预期, 煤炭成本快速上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,049
流通 A 股 (百万股)	880.09
52 周内股价区间 (元)	6.38-13.55
总市值 (百万元)	8,683
总资产 (百万元)	17,645
每股净资产 (元)	6.97

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,001	7,080	7,659	8,591	9,188
+/-%	(0.90)	41.56	8.18	12.17	6.95
归属母公司净利润 (百万元)	99.79	264.93	918.28	1,151	1,254
+/-%	119.00	165.50	246.62	25.29	9.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.10	0.25	0.88	1.10	1.20
PE (倍)	87.02	32.78	9.46	7.55	6.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

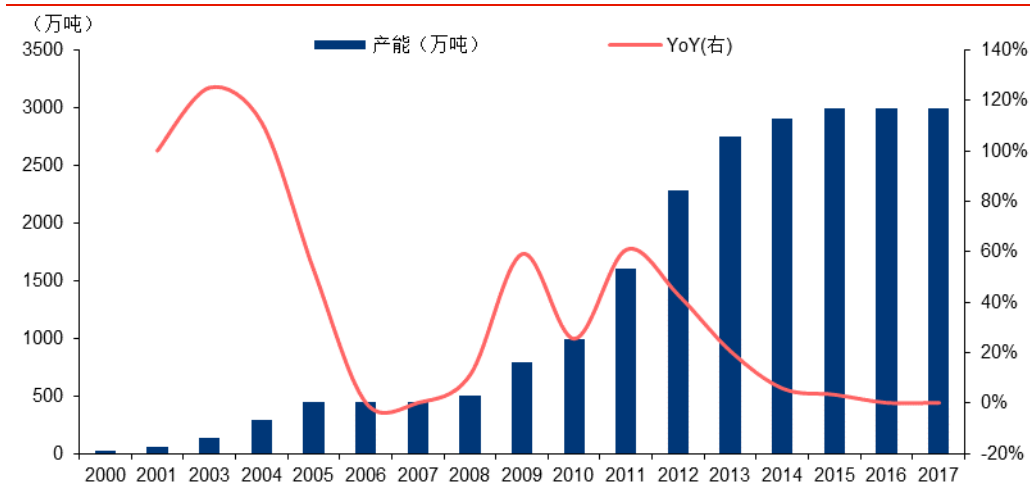
新疆地区水泥龙头

发源新疆，覆盖新疆、江苏两大核心区域

新疆天山水泥股份有限公司，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，是西北地区最大的水泥生产企业、西北最大的油井水泥生产基地、西北最大的电石渣制水泥企业和全国重要的特种水泥生产基地。公司于 1998 年 11 月 18 日成立，前身为新疆水泥厂，1999 年 1 月 7 日在深交所上市。

上市以来，公司把握西部大开发、基建投资高速发展机遇，实现产能快速扩张。2000-2014 年公司水泥产能 CAGR 约 30.84%。其中经历 2000-2004 年西部大开发、2008-2011 年“四万亿”两轮快速扩张。截至 2017 年底，公司水泥熟料产能 2994.6 万吨，水泥产能 3866 万吨，余热发电能力 153MW，商品混凝土产能 1530 万方。

图表26： 2000-2017 年公司熟料产能快速增长



资料来源：公司公告、卓创资讯、华泰证券研究所

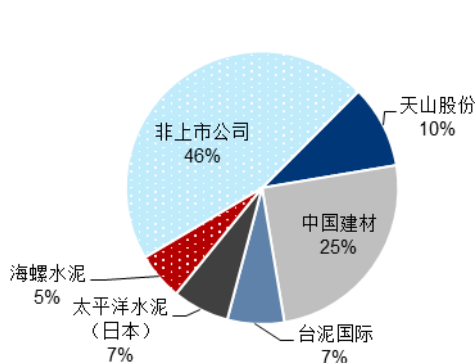
图表27: 截至2018年6月29日, 公司在运行熟料产能

省份	地区	企业名称	产线产能 (吨/天)	投产时间
江苏	南京	溧水天山水泥有限公司	5000	2009/10/28
		宜兴天山水泥有限责任公司	2500	2003/9/15
	常州	溧阳天山水泥有限公司	5000	2005/4/1
		溧阳天山水泥有限公司	5000	2004/7/1
新疆	乌鲁木齐	新疆米东天山水泥有限责任公司 (电石渣)	1600	2008/2/28
			2000	2010/12/14
			2000	2010/12/14
		新疆天山水泥股份有限公司	6000	2013/7/30
	阿克苏	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司	4000	2011/1/1
		库车天山水泥有限责任公司	5000	2012/1/1
	塔城	沙湾天山水泥有限责任公司	1000	2000/8/1
	吐鲁番	吐鲁番天山水泥有限责任公司	2500	2011/11/2
			3000	2012/5/16
	伊犁	伊犁天山水泥有限责任公司	4500	2011/8/18
	哈密	哈密天山水泥有限责任公司	2500	2010/8/1
		5000	2012/3/16	
喀什	叶城天山水泥有限责任公司	4000	2011/8/31	
	喀什天山水泥有限责任公司	2000	2009/4/1	
		4500	2011/8/15	
和田	洛浦天山水泥有限责任公司	4000	2012/12/31	
阿勒泰	布尔津天山水泥有限责任公司	2500	2012/5/21	
	富蕴天山水泥有限责任公司	2500	2013/4/1	
巴州	新疆和静天山水泥有限责任公司	1000	2001/5/1	
	若羌天山水泥有限责任公司	3000	2015/3/18	
	新疆天山水泥股份有限公司塔什店分公司	2500	2009/8/13	
昌吉州	新疆屯河水泥有限责任公司 (昌吉天山)	4000	2013/1/28	
	新疆阜康天山水泥有限责任公司	2500	2012/9/20	
		2500	2013/5/20	
克州	克州天山水泥有限责任公司	5000	2014/4/1	
合计			96600	

资料来源: 卓创资讯、公司公告、华泰证券研究所

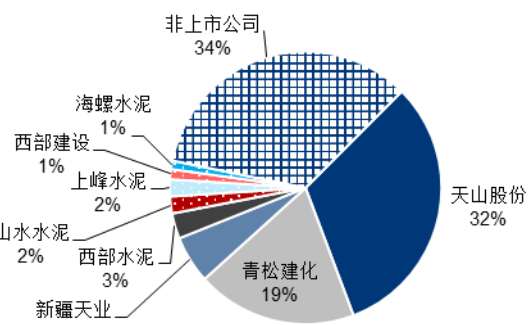
公司发源新疆, 深耕新疆、江苏市场。根据卓创资讯, 截至2017年底, 公司在运行产能占江苏总产能10%, 仅次于中国建材; 占新疆总产能32%, 位居首位。

图表28: 2017年底江苏水泥市场竞争格局 (在运行产能)



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表29: 2017年底新疆水泥市场竞争格局 (在运行产能)



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

2015年业绩拐点, 16-17年业绩增长迅速。1999-2011年, 公司产能扩张, 业绩迅速增长, 营业收入 CAGR 约 19.06%。归母净利润年复合增长约 10.07%; 2011年后水泥行业产能过剩, 且受国家政策影响较大, 公司业绩波动; 2015年后水泥行业去产能效果显现, 公司业绩触底回升。2017年受供给侧改革叠加冬季错峰停产影响, 新疆、江苏区域水泥价格持续上涨, 全年实现营业收入 70.8 亿元, YoY+41.56%, 归母净利润 2.65 亿元, YoY+165.5%。

图表30: 1999-2017年天山股份营业收入及增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

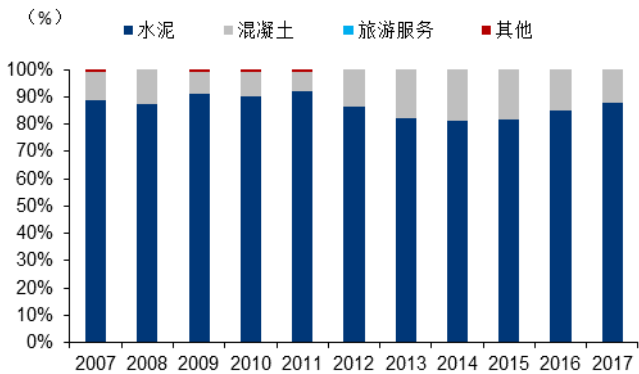
图表31: 1999-2017年天山股份净利润及增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

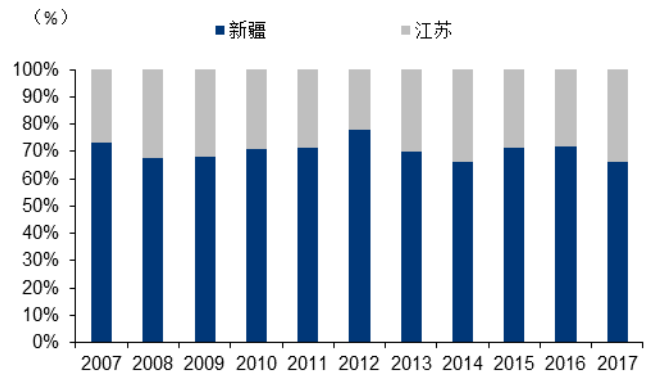
公司主要产品为水泥和混凝土, 水泥收入占到 80%以上, 2017年公司水泥收入占比约 88%, 混凝土占比约 12%。新疆地区为公司主要收入来源, 历年收入占比占六成以上, 2017年新疆收入占比约 66%, 江苏收入占比约 34%。

图表32: 2007-2017年天山股份产品收入结构



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 2007-2017年公司地区收入结构

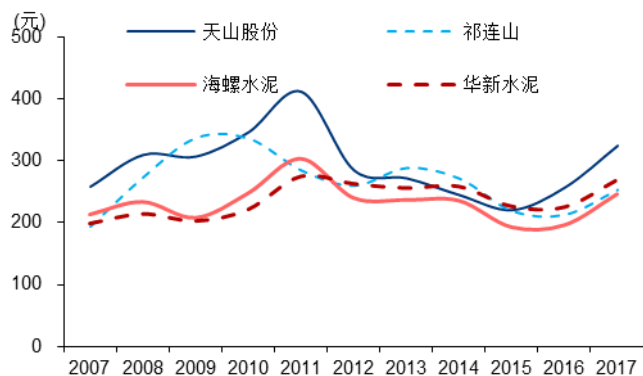


资料来源: Wind、华泰证券研究所

吨毛利显著提升, 吨费用稳中有降

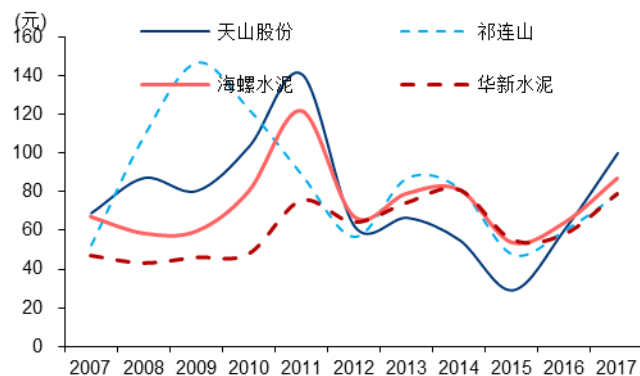
公司盈利能力显著提升。历史上, 公司吨成本相对较高, 但随着公司成本控制能力加强, 2011-2015年公司吨成本下降 78 元, 可比公司海螺水泥/华新水泥/祁连山分别下降 43/28/25 元。2017年受能源成本上升, 公司吨成本同比上涨 28 元, 但公司凭借西北及华东地区水泥价格优势, 吨收入同比上涨 67 元, 高于成本上涨, 带动公司吨毛利同比提升 39 元至 100 元, 吨毛利已高于同行业可比公司。

图表34: 2007-2017年天山股份与可比公司吨收入对比



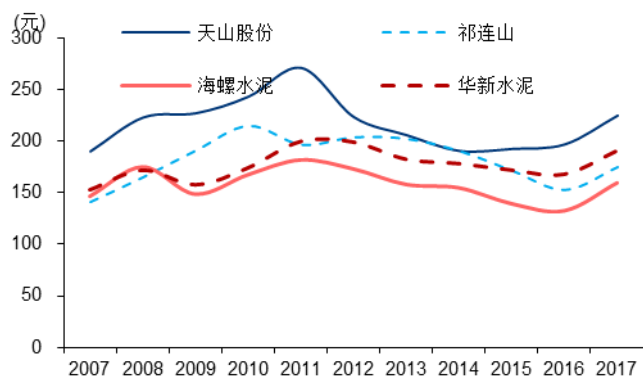
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 2007-2017年天山股份与可比公司吨毛利对比



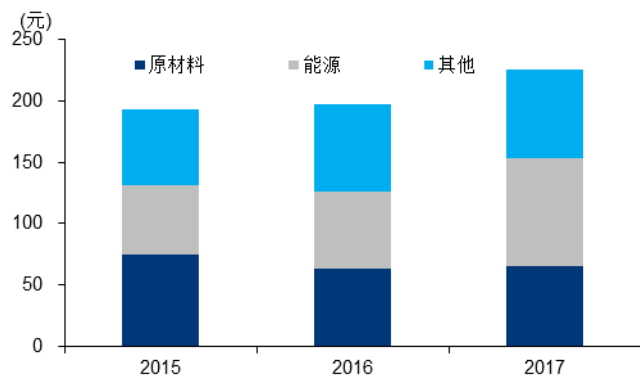
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 2007-2017年天山股份与可比公司吨成本对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 2015-2017年天山股份吨成本拆分

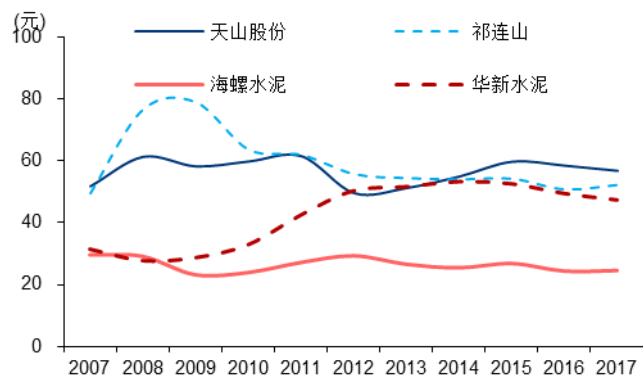


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司吨成本主要来自能源(约占40%)和原材料(约占30%)。2017年,公司吨成本224.9元,同比上涨27.81元,主要来自单位燃料及动力成本上涨25.49元,由原煤价格上涨导致,其余两项基本稳定。

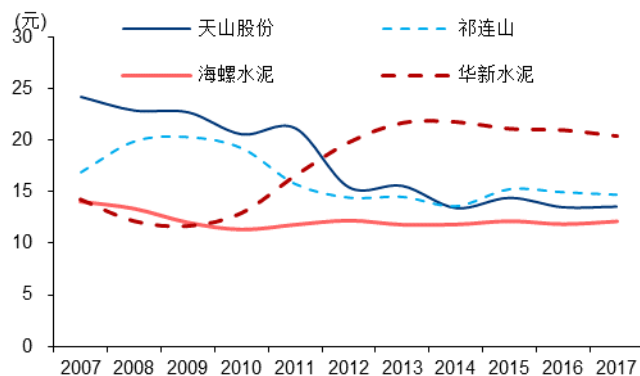
公司吨费用稳中有降。天山股份吨费用虽然在可比公司中吨费用处于最高水平,但2015年以来降幅明显。2017年公司吨费用56.8元,较2015年下降2.9元,降幅仅次于与华新水泥。其中,公司吨销售费用较低,仅次于海螺水泥,主要系公司在核心销售区域居龙头地位。吨财务费用自2015年后持续走低,随着公司资本结构逐步改善,未来吨财务费用有望进一步下降。

图表38: 2008-2017年天山股份与可比公司吨费用对比



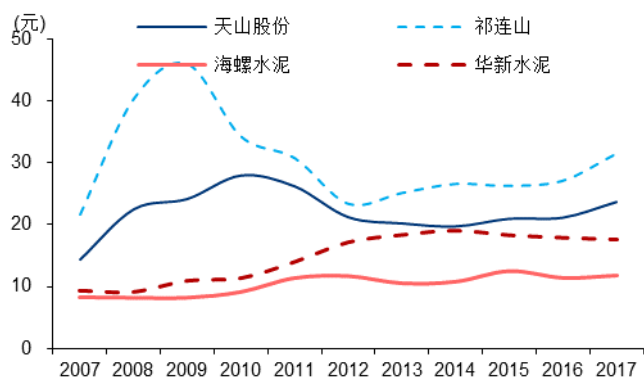
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 2008-2017年天山股份与可比公司吨销售费用对比



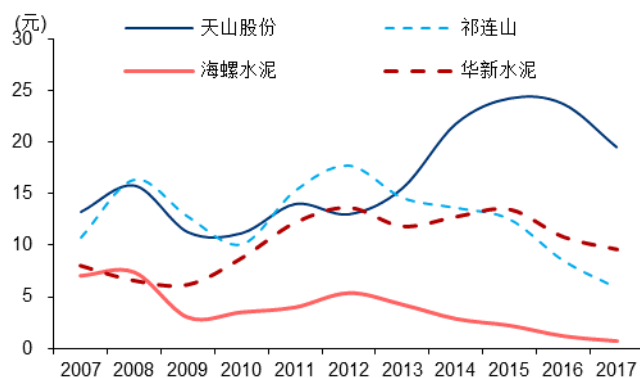
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 2007-2017年天山股份与可比公司吨管理费用对比



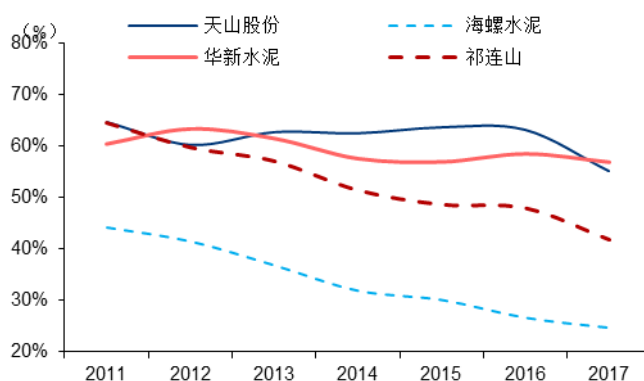
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表41: 2007-2017年天山股份与可比公司吨财务费用对比



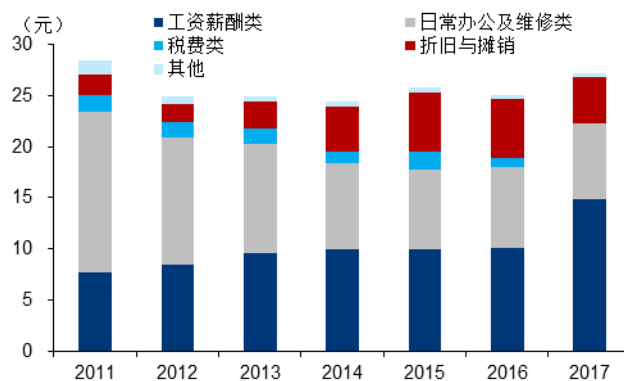
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 2011-2017年天山股份与可比公司资产负债率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表43: 2011-2017年天山股份吨管理费用拆分(元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司的吨管理费用主要来自自由工资薪酬和日常办公及修理费用构成, 2017年二者占比分别为55%和27%。2013-2016年, 公司吨管理费用水平基本稳定, 2017年因停工损失及固定资产维修, 吨管理费用同比增长2.03元至27.12元。

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测有以下的判断：

- 1、受新疆地区固定资产投资增速下滑及华东地区错峰限产影响，上半年新疆地区水泥销量同比下滑 22%。在国常会积极财政精神及李总理对中西部基建投资的重视下，我们判断下半年新疆地区基建有望提振，带动水泥需求，预计公司 2018 年水泥销量同比下滑 10%、公司 2019、2020 年后销量逐渐恢复；
- 2、2018 年，受益于错峰限产及基建提振带来的供需格局改善，上半年乌鲁木齐水泥均价同比上涨 124 元/吨。但考虑到 2017 年下半年水泥价格基数已高，我们判断 2018 年下半年水泥价格提升幅度有限。我们预计 2018 年公司水泥吨均价较 2017 年提升 65 元，随着政策的深入执行，预计 2019/2020 再分别提升 5 元；
- 3、在发改委控煤价的政策指引下，我们假设 2018-2020 年煤炭、电力等能源价格维持稳定，公司的每吨成本保持在 2017 年水平不变；
- 4、公司销售费用主要运杂费为主，随着基建提振，运输将更加便捷，公司运输成本有望下滑；同时公司还利用电商销售模式，节省销售成本，销售费用有望逐年下滑；公司致力于精细化管理，全面实施成本领先战略，管理费用率有望逐年下滑。随着资本结构逐步改善，我们预计财务费用率逐年下降。
- 5、中西部基建投资的政策支持同样拉动商混需求，我们判断未来三年公司混凝土业务有望快速发展。我们预计 2018-2020 年收入复合增速 10%；区域供需向好有望带动混凝土盈利空间打开，我们假设 2018-2020 年商混毛利率较 2017 年有所提升，并维持稳定。

图表44：天山股份盈利关键假设

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
水泥销量（万吨）	2327	2145	1845	1632	1899	1709	1900	2000
吨均价（元）	273	246	222	258	325	390	395	400
吨成本（元）	206	191	193	197	225	225	225	225
吨毛利（元）	67	55	29	61	100	165	170	175
管理费用率	7.4%	8.0%	9.4%	8.2%	7.3%	8.3%	7.9%	7.8%
销售费用率	5.7%	5.5%	6.5%	5.2%	4.2%	5.3%	4.9%	4.8%
财务费用率	5.7%	8.9%	11.0%	9.2%	6.0%	6.1%	4.9%	4.4%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45: 天山股份分业务预测

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	6543.6	5046.7	5001.3	7079.8	7658.9	8591.3	9188.4
增长率 (YoY)	-17.3%	-22.9%	-0.90%	41.56%	8.18%	12.17%	6.95%
毛利率	20.6%	13.1%	21.5%	29.0%	39.1%	39.8%	40.3%
水泥							
销售收入	5269.92	4090.41	4209.14	6170.7	6665.5	7505	8000
增长率 (YoY)	-16.92%	-22.38%	2.90%	46.60%	8.02%	12.59%	6.60%
毛利率	22.36%	13.11%	23.58%	30.79%	43.12%	43.04%	43.75%
混凝土							
销售收入	1209.86	927.33	731.73	843.84	928.22	1021.05	1123.15
增长率 (YoY)	-12.93%	23.35%	-21.09%	15.32%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.18%	13.49%	8.37%	13.70%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务							
销售收入	63.79	28.91	60.39	65.23	65.23	65.23	65.23
增长率 (YoY)	-64.22%	-54.68%	108.89%	8.01%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-24.91%	6.85%	38.65%	58.06%	58.06%	58.06%	58.06%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 可比公司 Wind 一致预期 PE 估值

	2017	2018E	2019E	2020E
海螺水泥	9.80	8.58	8.10	7.57
万年青	13.93	8.91	8.17	7.95
上峰水泥	9.99	6.15	5.33	4.96
塔牌集团	19.70	11.45	10.32	9.50
冀东水泥	168.34	16.94	14.83	12.25
祁连山	7.07	7.07	6.30	6.00
平均	38.14	9.85	8.84	8.04

资料来源: Wind (截止 20180727), 华泰证券研究所

公司是新疆地区水泥龙头, 吨毛利提升显著。上半年新疆地区固投大幅下滑, 下半年在国常会积极财政精神指引下, 新疆地区或为完成全年目标而大量赶工, 新疆供求格局有望改善。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88/1.10/1.20 元。参考行业 2018 年平均 PE 10x, 考虑到公司作为区域龙头, 给予一定的估值溢价, 认可公司 2018 年 11-12x PE 合理估值区间, 对应合理价格 9.68-10.56 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

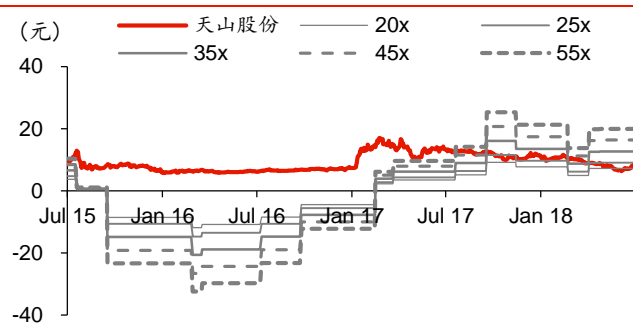
风险提示

1、新疆地区基建下半年开工不达预期, 新疆地区基建主要面临资金缺口难题, 当地财政支持力度有限, 较依赖中央财政转移支付, 以及大型央企的投资拉动, 尽管从政策层面已经出现财政宽松的信号, 但是向地方传导的时间、路径存在不确定性。

2、煤炭成本快速上涨, 煤炭是公司成本中最大一项, 煤价变动幅度大, 历史上也出现过煤炭价格大幅上涨侵蚀公司利润情况。

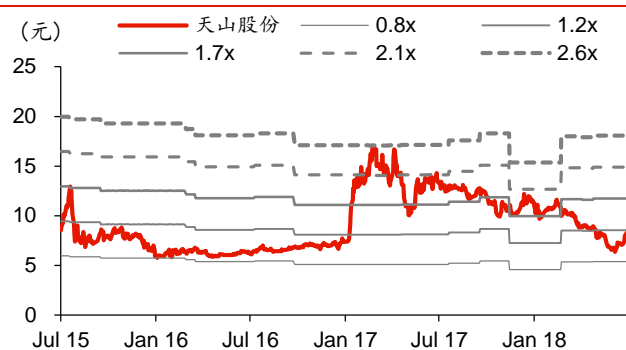
PE/PB - Bands

图表47: 天山股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表48: 天山股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,440	4,396	6,472	8,756	10,995
现金	1,272	1,857	3,882	5,950	8,038
应收账款	662.35	564.54	610.72	685.07	732.68
其他应收账款	39.60	48.41	38.59	46.53	50.78
预付账款	108.63	91.68	122.41	133.28	134.25
存货	674.81	530.19	491.72	545.35	578.24
其他流动资产	683.39	1,303	1,326	1,396	1,461
非流动资产	15,032	14,071	13,198	12,308	11,413
长期投资	1.57	19.47	19.47	19.47	19.47
固定投资	13,569	12,410	11,719	10,970	10,191
无形资产	677.54	634.70	582.15	520.34	461.54
其他非流动资产	783.29	1,006	876.94	797.34	741.05
资产总计	18,472	18,466	19,670	21,064	22,408
流动负债	8,540	7,873	8,298	8,523	8,571
短期借款	4,505	4,150	4,268	4,229	4,242
应付账款	1,321	1,081	1,191	1,251	1,352
其他流动负债	2,714	2,642	2,839	3,043	2,978
非流动负债	3,151	2,327	2,213	2,159	2,122
长期借款	2,198	1,387	1,287	1,237	1,187
其他非流动负债	952.96	940.17	925.72	922.24	935.17
负债合计	11,692	10,200	10,511	10,682	10,694
少数股东权益	916.89	915.45	973.04	1,045	1,124
股本	880.10	1,049	1,049	1,049	1,049
资本公积	3,083	4,054	4,054	4,054	4,054
留存公积	1,795	2,029	3,082	4,233	5,487
归属母公司股东权益	5,863	7,351	8,185	9,336	10,590
负债和股东权益	18,472	18,466	19,670	21,064	22,408

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	578.93	1,167	2,383	2,507	2,671
净利润	18.99	281.54	975.87	1,223	1,333
折旧摊销	1,013	1,004	915.45	924.38	929.63
财务费用	461.25	426.81	469.86	425.89	414.32
投资损失	(110.54)	1.51	(52.88)	(53.97)	(35.11)
营运资金变动	(830.18)	(924.23)	134.15	(51.48)	0.77
其他经营现金	26.40	378.02	(59.47)	39.94	28.73
投资活动现金	177.15	(21.62)	(16.81)	(9.65)	(31.35)
资本支出	45.24	47.53	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	18.75	0.24	(0.08)	0.03
其他投资现金	222.38	44.65	33.43	40.27	18.67
筹资活动现金	(1,269)	(587.58)	(341.11)	(430.27)	(552.34)
短期借款	(360.22)	(355.43)	118.48	(39.49)	13.16
长期借款	505.66	(811.53)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	168.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(536.14)	971.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(878.15)	(560.51)	(359.58)	(340.78)	(515.50)
现金净增加额	(512.76)	558.01	2,025	2,068	2,088

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,001	7,080	7,659	8,591	9,188
营业成本	3,924	5,027	4,662	5,170	5,482
营业税金及附加	64.79	109.13	88.23	114.23	123.22
营业费用	262.48	296.17	407.14	422.33	441.50
管理费用	409.46	515.06	635.86	680.55	719.72
财务费用	461.25	426.81	469.86	425.89	414.32
资产减值损失	101.29	445.39	241.57	262.75	316.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	110.54	(1.51)	52.88	53.97	35.11
营业利润	(19.75)	403.36	1,207	1,569	1,726
营业外收入	98.70	13.31	111.49	74.50	66.43
营业外支出	23.65	46.22	34.75	34.87	38.61
利润总额	55.30	370.45	1,284	1,609	1,754
所得税	36.31	88.92	308.20	386.16	420.98
净利润	18.99	281.54	975.87	1,223	1,333
少数股东损益	(80.79)	16.61	57.59	72.15	78.66
归属母公司净利润	99.79	264.93	918.28	1,151	1,254
EBITDA	1,455	1,834	2,593	2,920	3,070
EPS (元, 基本)	0.11	0.25	0.88	1.10	1.20

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(0.90)	41.56	8.18	12.17	6.95
营业利润	97.69	2,142	199.32	29.98	10.00
归属母公司净利润	119.00	165.50	246.62	25.29	9.02
获利能力 (%)					
毛利率	21.54	29.00	39.13	39.82	40.34
净利率	2.00	3.74	11.99	13.39	13.65
ROE	1.70	3.60	11.22	12.32	11.84
ROIC	1.13	5.07	11.13	14.34	16.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.29	55.23	53.44	50.72	47.72
净负债比率 (%)	70.39	67.10	66.95	65.89	64.53
流动比率	0.40	0.56	0.78	1.03	1.28
速动比率	0.32	0.49	0.72	0.96	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.38	0.40	0.42	0.42
应收账款周转率	5.78	9.87	10.94	11.13	10.88
应付账款周转率	2.55	4.19	4.10	4.23	4.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.25	0.88	1.10	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.11	2.27	2.39	2.55
每股净资产(最新摊薄)	5.59	7.01	7.81	8.90	10.10
估值比率					
PE (倍)	87.02	32.78	9.46	7.55	6.92
PB (倍)	1.48	1.18	1.06	0.93	0.82
EV_EBITDA (倍)	9.81	7.78	5.50	4.89	4.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

公司研究/首次覆盖

2018年07月29日

建材/水泥 II

投资评级：增持（首次评级）

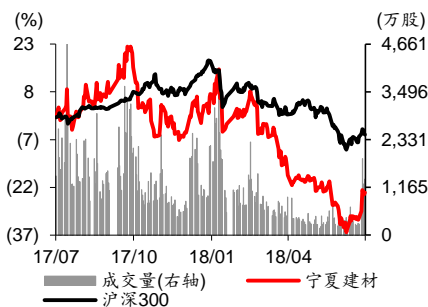
当前价格(元): 8.81
合理价格区间(元): 8.82~9.80

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

基建提振需求好转，盈利有望超预期

宁夏建材(600449)

宁夏水泥龙头，有望受益西北地区基建重振

公司是宁夏地区水泥龙头，截至 2017 年末公司在运行产能占宁夏总产能 30%，占内蒙古总产能 7%，居第四位。2018 年上半年宁夏、甘肃及内蒙古水泥产量分别下滑 19.4%/7%/11.4%，主要受西北地区固定资产投资增速整体下滑影响，水泥需求受到压制。但近期国常会提出下半年财政政策更加积极、总理考察西藏铁路后要求加快中西部基建建设，我们判断下半年西北地区基建投资或得到提振，水泥需求有望好转。在错峰限产执行力度趋严下，下半年地区供需格局有望改善，公司盈利或超预期。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.98/1.21/1.35 元，首次覆盖给予“增持”评级。

下半年基建有望提振，带动公司量价齐升

2018 年 1-6 月宁夏、甘肃及内蒙古固定资产投资累计增速分别为 -18.4%/-9%/-38.4%，其中宁夏、内蒙古分别较上年下滑 26.3/48.4pct。我们认为主要受到地方政府去杠杆、债务违约频发导致实体融资成本提升等因素影响，区域基建开工不达预期。公司六成以上收入来源于宁夏地区，产销受到较大影响。但由于错峰限产政策执行良好，宁夏、甘肃及内蒙古水泥价格同比提升 50/35/110 元/吨。随着政策对中西部基建建设利好，下半年西北地区基建有望提振，在环保趋严背景下，公司有望量价齐升。

成本控制能力加强，吨费用保持稳定

2011 年之前，公司吨成本相对较高，但随着公司逐步强化成本控制能力，2011-2016 年公司吨成本下滑 83 元，下滑幅度在可比公司中最大，2016-2017 年已在可比公司中处于最低。2017 年公司吨收入提升 36 元，高于成本提升，带动公司吨毛利提升 19 元至 66 元。公司吨费用保持相对稳定，未来吨财务费用有望随资本结构改善而进一步下降。

两材合并，水泥有望成为重点整合业务

两材合并，中建材成为公司实控人。中材、中建材在水泥、玻纤板块存在业务重叠，尤其是西北地区祁连山、宁夏建材、天山股份存在上市公司间同业竞争，控股股东中材股份也曾经承诺过解决这一问题。合并后，中建材 2017 年底延续了承诺，计划在 3 年甚至更短时间内，稳妥推进相关业务整合解决同业竞争问题。

首次覆盖给予“增持”评级

公司是宁夏地区水泥龙头，吨成本在可比公司中最低。下半年西北地区基建提振有望带动区域水泥需求向好，看好公司业绩超预期机会。我们参考 2018 年可比公司平均 PE 10.8x，考虑到公司业绩受政策影响大，给予一定估值折价，认可公司 9-10x 合理估值区间，对应合理价格 8.82~9.80 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：西北地区基建下半年开工不达预期，煤炭成本快速上涨。

公司基本资料

总股本(百万股)	478.18
流通 A 股(百万股)	478.18
52 周内股价区间(元)	7.38-14.46
总市值(百万元)	4,213
总资产(百万元)	7,146
每股净资产(元)	9.30

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,689	4,355	5,137	5,340	5,535
+/-%	15.84	18.07	17.94	3.96	3.66
归属母公司净利润(百万元)	57.65	337.31	466.30	580.96	643.72
+/-%	189.76	485.09	38.24	24.59	10.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.12	0.71	0.98	1.21	1.35
PE (倍)	73.08	12.49	9.03	7.25	6.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

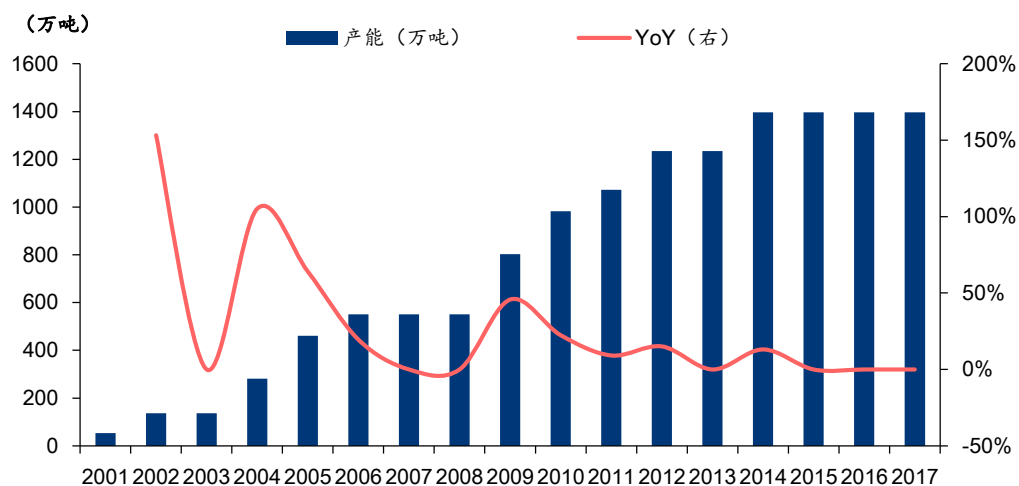
深耕西北，宁夏水泥龙头

深耕宁夏，布局甘肃、内蒙古

宁夏建材集团股份有限公司，是宁夏最大的水泥、商品混凝土生产企业。公司水泥产能布局及销售网络覆盖宁夏全区以及甘肃、内蒙古部分地区，合计拥有水泥产能 2100 万吨，在宁夏水泥产能占比达 50%，是区域绝对龙头。公司于 1998 年 12 月 4 日成立，2003 年 8 月 29 日在上交所上市。

上市以来，公司产能快速扩张。2001-2014 年，公司水泥产能年复合增长 21.43%。其中，2002-2004 年，受益西部大开发，公司产能迅猛增长，打开局面；2008 年起，受益“四万亿”计划，公司产能实现新一轮扩张，奠定了现有产能基础。截至 2017 年底，公司水泥产能共计 2100 万吨，其中宁夏产能 1100 万吨。

图表49： 2001-2017 年公司产能快速发展



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

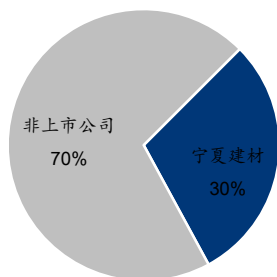
图表50: 截至2017年底,公司在运行熟料产能

省份	地区	公司	持股比例 (%)	产线产能 (吨/天)	投产时间
内蒙古	乌海	乌海市西水水泥有限责任公司	100.00%	5000	2005/4/1
				2000	2009/1/1
		乌海赛马水泥有限责任公司		2500	2010/6/18
	赤峰	喀喇沁草原水泥有限责任公司	100.00%	4500	2014/9/2
宁夏	银川	宁夏赛马水泥有限公司	100.00%	2300	2002/12/1
				2500	2006/11/30
				2500	2009/12/1
				4500	2012/5/1
	中卫	中宁赛马水泥有限公司	100.00%	1500	2004/12/31
				1500	2001/1/1
吴忠		宁夏青铜峡水泥股份有限公司	87.32%	2500	2004/10/1
				2500	2009/6/18
				宁夏青铜峡水泥股份有限公司太阳山分厂 (油井水泥)	87.32%
				2500	2011/1/1
合计				38800	

资料来源: 卓创资讯、公司公告、华泰证券研究所

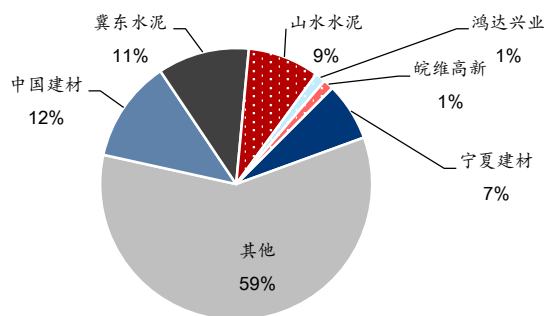
宁夏区域垄断经营优势, 布局甘肃、内蒙古优化产业配置。根据卓创资讯, 截至2017年末, 公司在运行产能占宁夏总产能30%, 属于区域龙头, 其他竞争对手均为小型民营企业; 内蒙古区域内, 公司在运行产能占总产能7%, 居第四位。

图表51: 2017年底宁夏水泥市场竞争格局 (在运行产能)



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

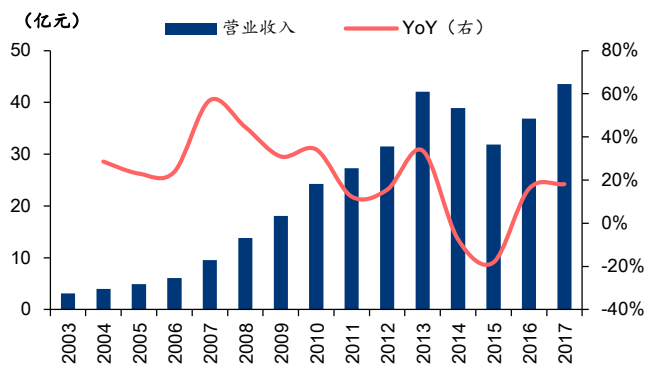
图表52: 2017年底内蒙古水泥市场竞争格局 (在运行产能)



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

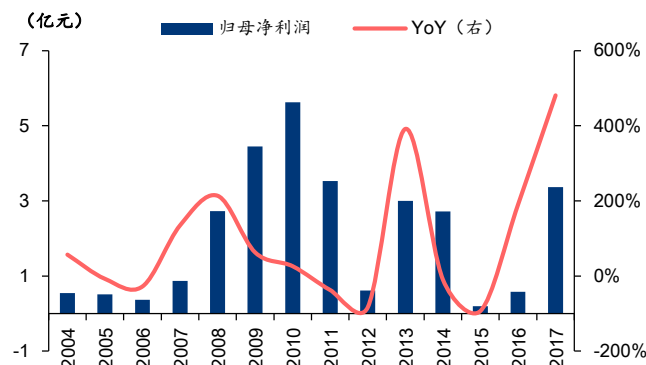
水泥价格大幅上涨, 公司业绩增强。2003-2011年, 公司产能扩张驱动业绩迅速增长, 营业收入CAGR约31.13%, 净利润年复合增长33.49%; 2011年后, 水泥行业产能过剩且受国家宏观调控, 公司归母净利润有所波动; 2015去产能初见成效, 公司业绩触底反弹; 2017年, 公司营业收入43.55亿元, YoY+18.05%, 净利润3.37亿元, YoY+481.03%, 主要系供给侧改革、错峰停产影响, 区域供需格局改善, 水泥价格迅速上涨。

图表53: 2003-2017年公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

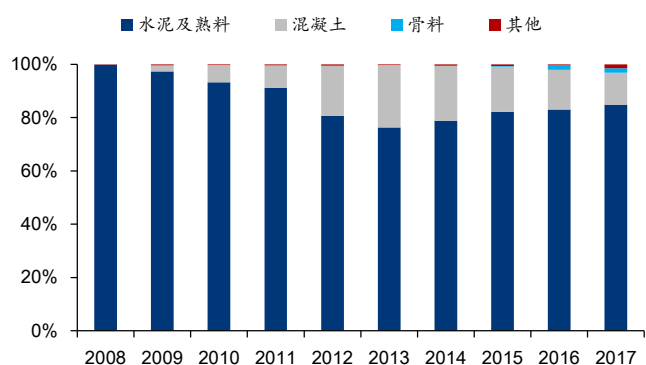
图表54: 2004-2017年公司净利润及增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

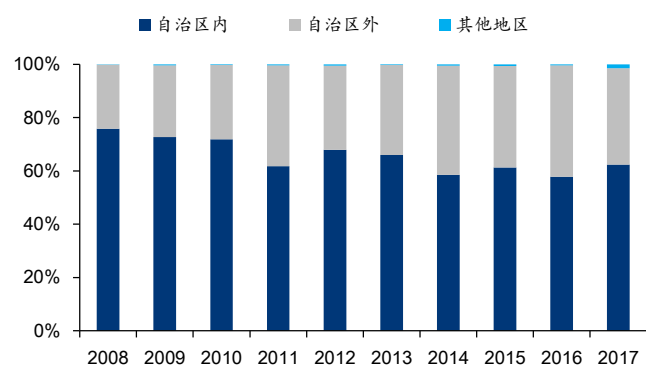
2013-2017年, 公司主要产品为水泥及熟料。2017年水泥及熟料收入占比85%, 商品混凝土占比约12%。宁夏地区为公司主要收入来源区域, 2017年宁夏回族自治区收入占比62.3%, 自治区外收入占比36.2%。

图表55: 2008-2017年公司产品收入结构



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表56: 2008-2017年公司地区收入结构

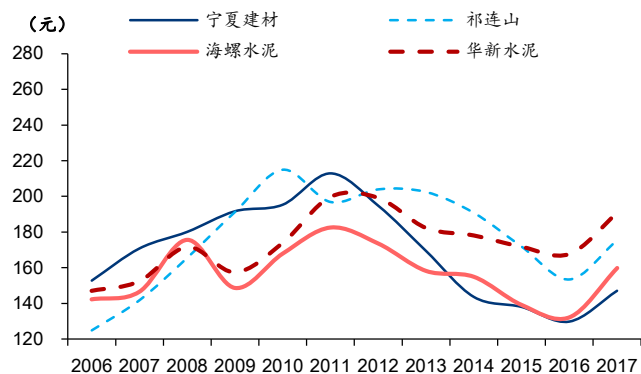


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

成本控制能力加强, 吨费用保持稳定

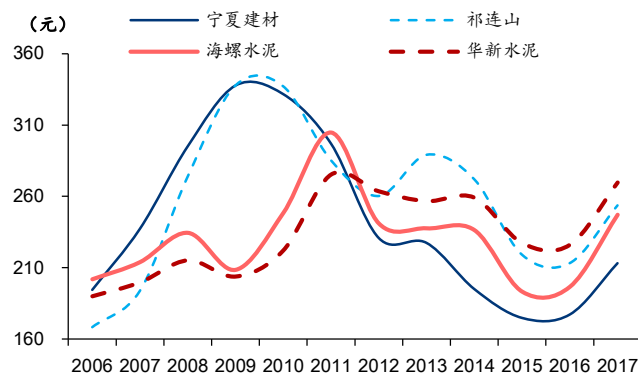
公司成本控制能力持续加强。2011年之前, 公司吨成本相对较高, 但随着公司逐步强化成本控制能力, 2011-2016年公司吨成本下滑83元, 祁连山/海螺水泥/华新水泥分别下降43/50/32元。公司吨成本下滑幅度在可比公司中最大, 2016-2017年已在可比公司中处于最低。2017年公司吨成本上升17元, 上涨幅度也低于其余三家可比公司。2017年公司吨收入提升36元, 高于成本提升, 带动公司吨毛利提升19元至66元。

图表57: 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨成本对比



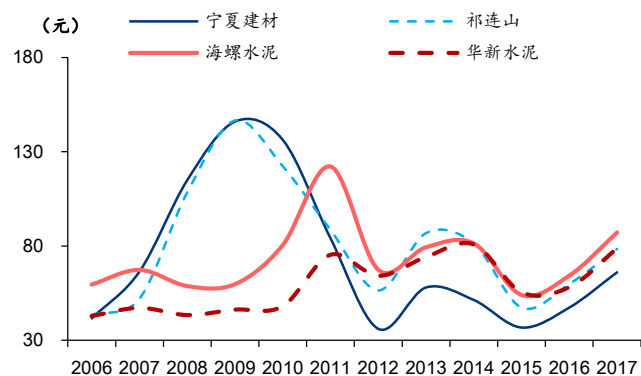
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表58: 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨收入对比



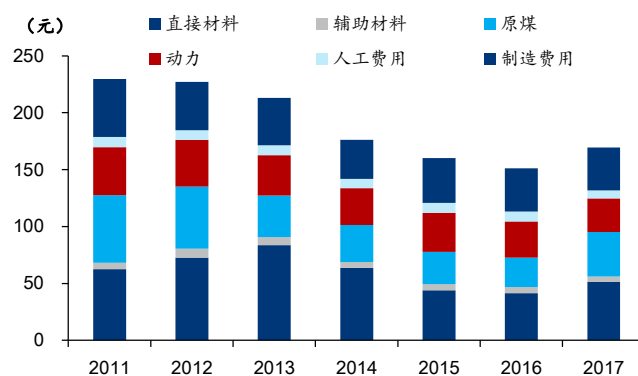
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表59: 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨毛利对比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表60: 2011-2017年宁夏建材吨成本拆分

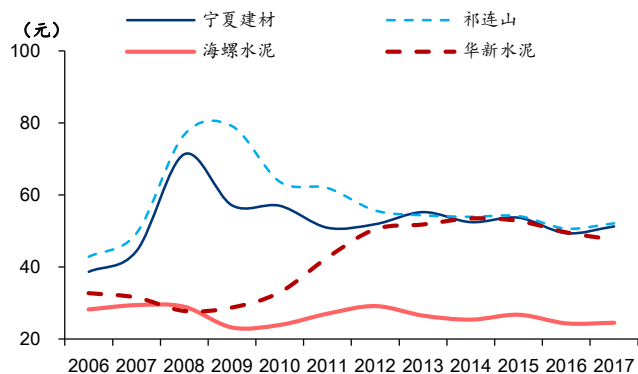


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司吨成本主要来自直接材料、原煤及制造费用。2017年三者占比分别为30%/23%/22%。2011-2016年来,公司吨成本整体下降。2017年,公司吨成本同比上涨17元至147元,主要来自吨原煤成本上涨13元及吨材料成本上涨10元,其余成本基本稳定。

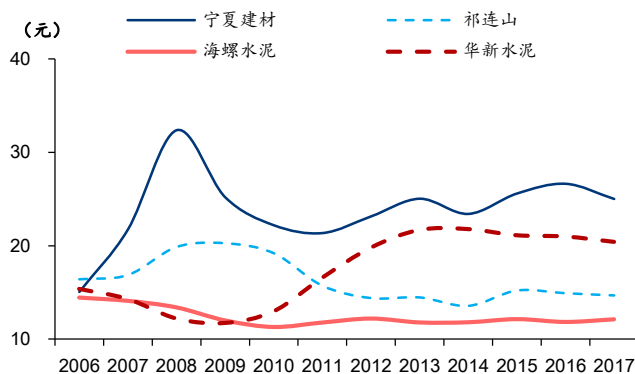
公司费用控制能力保持稳定。2008-2011年,公司吨费用下降趋势明显,后保持稳定。2017年,公司吨费用51.3元,同比增加1.9元。主要系固定资产维修费用、安全生产费用、同比增加导致管理费用提高;此外,财务费用持续降低,系公司有息负债降低带来的利息支出减少。随着公司资产负债率下降,未来吨财务费用有望进一步走低。

图表61： 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨管理费用对比



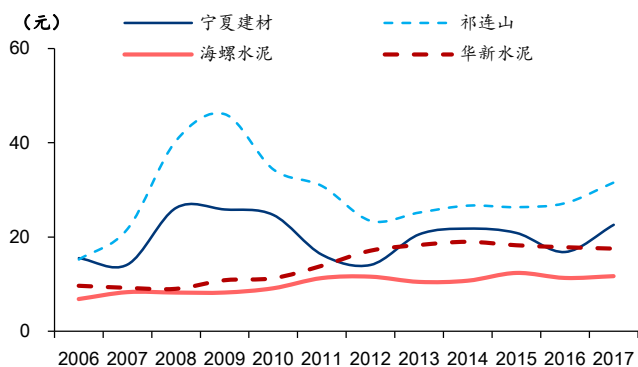
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表62： 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨销售费用对比



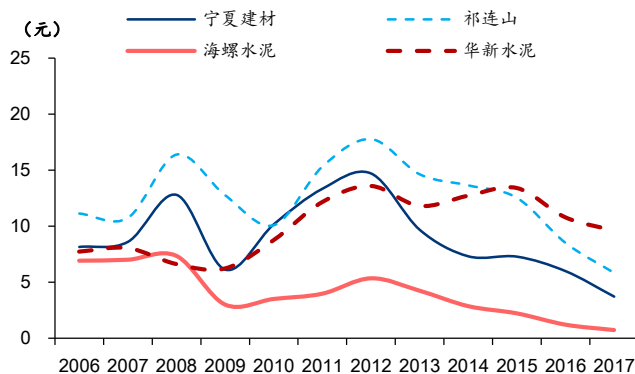
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表63： 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨管理费用对比



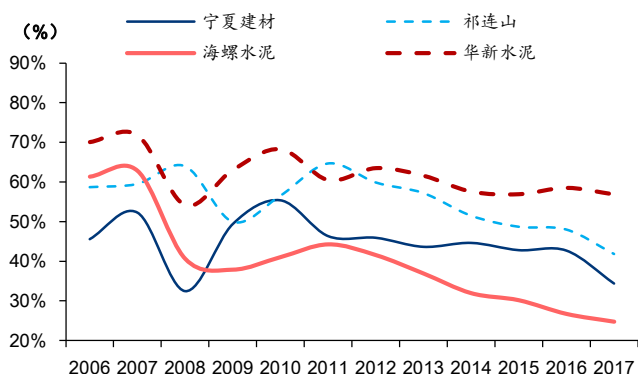
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表64： 2006-2017年宁夏建材与可比公司吨财务费用对比



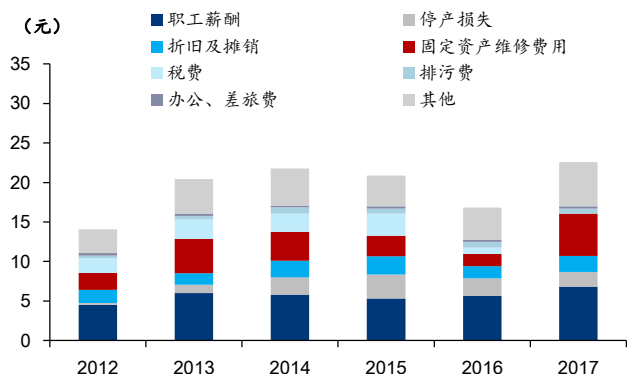
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表65： 2011-2017年宁夏建材与可比公司资产负债率对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表66： 2012-2017年宁夏建材吨管理费用拆分（元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司的吨管理费用主要来自薪酬性支出和固定资产修理费，2017年占比分别为30.2%、20.7%。2013-2015年，公司吨管理费用基本保持稳定，2017年因停工损失及固定资产维修，吨管理费用同比增长5.8元至22.6元。

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测有以下的判断：

- 1、公司 2018 上半年水泥销量受到基建项目开工进度影响，有一定程度的下滑。但在国常会积极财政精神及李总理对中西部基建投资的重视下，下半年水泥需求有望转好。我们预计公司 2018 年全年销量较上年小幅增长，2019、2020 年以后销量继续提升；
- 2、2018 年，受益于供给侧改革、错峰生产带来的供需格局改善，预计全年公司水泥吨均价较 2017 年提升 32 元，随着政策的深入执行，预计 2019/2020 再分别提升 3/2 元；
- 3、在发改委控煤价的政策指引下，我们假设 2018-2020 年煤炭、电力等能源价格维持稳定，公司的每吨成本保持在 2017 年水平不变；
- 4、公司销售费用主要以包装费、运杂费为主；管理费用主要以薪酬支出、固定资产维护为主，我们判断公司这两项费用率在 2018-2020 年基本维持稳定；随着公司有息负债减少、利息支出减少，我们预计财务费用率逐年下降。
- 5、公司商用混凝土及骨料业务同样受益于中西部基建投资的政策支持，预计 2018-2020 年商混及骨料收入复合增速分别为 10%/20%。我们假设公司 2018-2020 年商混毛利率稳步提升，骨料毛利率维持在 40%左右。

图表67：宁夏建材盈利关键假设

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥销量（万吨）	1411.89	1573.38	1496.93	1728.96	1733.85	1800	1830	1860
吨均价（元）	227.41	195.07	174.83	177.20	213.12	245	248	250
吨成本（元）	169.38	143.67	138.04	129.81	147.09	147	147	147
吨毛利（元）	58.04	51.40	36.78	47.38	66.05	98	101	103
管理费用率	6.9%	8.8%	9.8%	7.9%	9.0%	9.1%	8.9%	9.3%
销售费用率	8.4%	9.5%	12.0%	12.5%	10.0%	11.7%	11.7%	11.5%
财务费用率	3.3%	3.0%	3.4%	2.8%	1.5%	0.4%	-0.2%	-0.3%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68：宁夏建材分业务收入预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	3892.63	3184.5	3688.9	4355.35	5136.56	5339.78	5535.40
增长率（YoY）	-7.5%	-18.2%	15.8%	18.1%	17.9%	4.0%	3.7%
毛利率	28.5%	24.4%	28.9%	31.4%	39.4%	40.3%	40.9%
水泥							
销售收入	3069.24	2617.06	3063.64	3695.51	4410	4538.4	4650
增长率（YoY）	-4.4%	-14.7%	17.1%	20.6%	19.3%	2.9%	2.5%
毛利率	26.4%	21.0%	26.7%	31.0%	40.0%	40.7%	41.2%
商混							
销售收入	801.34	539.88	549.6	524.29	576.72	634.40	697.83
增长率（YoY）	-18.6%	-32.6%	1.8%	-4.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	36.8%	40.4%	40.1%	33.0%	36.0%	38.0%	40.0%
骨料							
销售收入	3.82	8.59	59.64	71.46	85.75	102.90	123.48
增长率（YoY）		124.9%	594.3%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	-11.8%	-7.6%	30.8%	47.4%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69：可比公司 2017-2020 年 Wind 一致预期 PE 估值

	2017	2018E	2019E	2020E
海螺水泥	9.80	8.58	8.10	7.57
万年青	13.93	8.91	8.17	7.95
上峰水泥	9.99	6.15	5.33	4.96
塔牌集团	19.70	11.45	10.32	9.50
冀东水泥	168.34	16.94	14.83	12.25
天山股份	41.17	12.88	9.50	8.10
平均	43.82	10.82	9.38	8.39

资料来源：Wind（截止 20180726），华泰证券研究所

公司是宁夏地区水泥龙头，吨成本在可比公司中最低。下半年西北地区基建提振有望带动区域水泥需求向好，看好公司业绩超预期机会。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.98/1.21/1.35 元。参考 2018 年可比公司平均 PE 10.8x，考虑到公司业绩受政策影响大，给予一定估值折价，认可公司 9-10x 合理估值区间，对应合理价格 8.82~9.80 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 1、西北地区基建下半年开工不达预期，西北地区基建主要面临资金缺口难题，当地财政支持力度有限，较依赖中央财政转移支付，以及大型央企的投资拉动，尽管从政策层面已经出现财政宽松的信号，但是向地方传导的时间、路径存在不确定性。
- 2、煤炭成本快速上涨，煤炭是公司成本中最大一项，煤价变动幅度大，历史上也出现过煤炭价格大幅上涨侵蚀公司利润情况。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,617	2,561	3,650	4,753	5,995
现金	916.71	792.90	1,687	2,787	3,868
应收账款	788.75	604.09	886.15	830.92	908.16
其他应收账款	16.02	13.81	18.13	18.55	19.05
预付账款	119.83	154.99	143.20	146.17	154.96
存货	335.87	344.17	358.45	367.51	376.93
其他流动资产	439.94	650.71	556.75	603.38	668.02
非流动资产	5,219	4,786	4,425	4,057	3,685
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	4,611	4,176	3,852	3,518	3,176
无形资产	378.99	362.49	341.85	316.95	293.50
其他非流动资产	229.04	247.05	231.52	222.42	215.37
资产总计	7,836	7,346	8,075	8,810	9,680
流动负债	2,717	1,907	2,219	2,297	2,408
短期借款	660.00	647.00	651.33	649.89	650.37
应付账款	780.28	773.94	846.10	853.79	880.37
其他流动负债	1,276	486.29	721.25	793.43	877.46
非流动负债	630.03	619.97	525.14	472.89	423.12
长期借款	0.00	0.00	(100.00)	(150.00)	(200.00)
其他非流动负债	630.03	619.97	625.14	622.89	623.12
负债合计	3,347	2,527	2,744	2,770	2,831
少数股东权益	266.23	284.32	435.42	563.09	728.07
股本	478.18	478.18	478.18	478.18	478.18
资本公积	2,034	2,034	2,034	2,034	2,034
留存公积	1,709	2,014	2,384	2,965	3,609
归属母公司股东权益	4,223	4,535	4,896	5,477	6,121
负债和股东权益	7,836	7,346	8,075	8,810	9,680

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	598.60	936.87	918.60	1,136	1,091
净利润	95.48	378.28	617.40	708.64	808.69
折旧摊销	457.30	431.48	404.43	409.57	414.07
财务费用	103.68	64.53	20.52	(5.31)	(14.52)
投资损失	(3.73)	(3.12)	(3.12)	(3.12)	(3.12)
营运资金变动	(172.53)	(50.02)	(195.37)	38.68	(133.21)
其他经营现金	118.39	115.71	74.74	(12.95)	18.84
投资活动现金	(39.77)	(50.65)	(44.53)	(42.22)	(42.99)
资本支出	44.33	54.86	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.01	0.00	(1.31)	0.44	(0.15)
其他投资现金	4.56	4.21	4.16	8.22	6.87
筹资活动现金	(222.63)	(1,047)	20.16	6.10	33.85
短期借款	(580.00)	(13.00)	4.33	(1.44)	0.48
长期借款	0.00	0.00	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	350.27	(1,034)	115.83	57.54	83.37
现金净增加额	336.19	(161.18)	894.24	1,099	1,082

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,689	4,355	5,137	5,340	5,535
营业成本	2,621	2,987	3,111	3,190	3,272
营业税金及附加	51.59	79.18	93.39	97.08	100.64
营业费用	460.39	433.53	590.03	603.78	604.25
管理费用	290.79	391.67	456.86	458.69	488.54
财务费用	103.68	64.53	20.52	(5.31)	(14.52)
资产减值损失	127.32	79.92	85.65	90.69	87.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.73	3.12	3.12	3.12	3.12
营业利润	39.89	434.19	781.81	907.95	1,001
营业外收入	106.47	49.86	78.16	64.01	71.09
营业外支出	5.48	26.68	16.08	21.38	18.73
利润总额	140.87	457.37	843.89	950.58	1,053
所得税	45.40	79.09	226.49	241.94	244.21
净利润	95.48	378.28	617.40	708.64	808.69
少数股东损益	37.83	40.97	151.10	127.68	164.97
归属母公司净利润	57.65	337.31	466.30	580.96	643.72
EBITDA	600.87	930.20	1,207	1,312	1,400
EPS (元, 基本)	0.12	0.71	0.98	1.21	1.35

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.84	18.07	17.94	3.96	3.66
营业利润	157.53	988.57	80.06	16.13	10.20
归属母公司净利润	189.76	485.09	38.24	24.59	10.80
获利能力 (%)					
毛利率	28.94	31.41	39.43	40.26	40.89
净利率	1.56	7.74	9.08	10.88	11.63
ROE	1.37	7.44	9.52	10.61	10.52
ROIC	1.83	8.65	12.95	16.27	19.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.71	34.40	33.98	31.44	29.25
净负债比率 (%)	46.86	25.92	28.44	28.38	28.55
流动比率	0.96	1.34	1.65	2.07	2.49
速动比率	0.83	1.15	1.47	1.90	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.57	0.67	0.63	0.60
应收账款周转率	3.81	5.20	5.62	5.07	5.19
应付账款周转率	3.45	3.84	3.84	3.75	3.77
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.71	0.98	1.21	1.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	1.96	1.92	2.37	2.28
每股净资产 (最新摊薄)	8.83	9.48	10.24	11.45	12.80
估值比率					
PE (倍)	73.08	12.49	9.03	7.25	6.54
PB (倍)	1.00	0.93	0.86	0.77	0.69
EV_EBITDA (倍)	7.87	5.09	3.92	3.61	3.38

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com