

# \*ST 青松 (600425)

证券研究报告  
2017年11月30日

## 新疆水泥龙头有望扭亏为盈，持续受益供需结构改善 看好明年业绩放量增长

**公司基本情况：**公司是新疆水泥核心企业，实际控制人为新疆建设兵团农一师。主营水泥产品，收入占比90%。公司产能100%为新型干法水泥，疆内市占率约16.55%，排名第二，南疆市占率22.96%。

面对2017年已经进入四季度，今年的供需双侧整体情况逐渐定型，尤其是需求端对水泥的拉动作用甚至低于年初预期，以及水泥产量增速与固投增速之间的差额，我们拆解固定资产投资结构，提出3点结构性机会，对需求的拉动作用仍然抱以期待：**一是领域的结构性机会**，城镇基础设施、农林水利涉及建设施工，两类项目对水泥需求较大，而投资完成情况较好，分别达到年初的64.04%、53.56%。**二是年限的结构性机会**，投资增速与水泥产量增速并不匹配，主要原因是投资中真正落实到项目建设的比例不大，前期准备耗时较长，水泥用量有望后续发力。**三是区域的结构性机会**，在全区域几乎齐头并进的背景下，产能布局较广、规模较大的企业更容易获得全区需求提升的机会。我们根据历年单位固定资产投资水泥量系数，预计2018年固投增速在25~38%之间，水泥产量约6754~8571万吨，同比增速50.31%~60.32%。

另一方面，自治区敢为人先，供给侧改革“贡献”多个“率先”，产能过剩逐步解决，价格恢复并维持合理水平。首先，全面停止生产、销售、使用32.5标号水泥产品，相当于压减产能500万吨。第二，率先执行冬季错峰生产，每年压减水泥产能2500~3000万吨。2017年新疆多地错峰停窑时间将延长1个月，即为6个半月，而下游需求通常5月恢复，限产可能引起供不应求，带动价格上涨。第三，“错峰置换”再做创举。此外，区域水泥与全国水泥共同呈现集中度提高的趋势，大企业逐步受益。天山和青松市占率合计超50%。我们认为新疆水泥行业供需主逻辑不变，盈利性将持续同比改善。据自治区统计局数据，2017年1-7月规模以上水泥工业实现利润2.44亿，去年同期为亏损2.17亿元，实现扭亏。

2016年公司水泥、熟料年产能分别为2090、1431万吨，产能利用率均处于较低水平，分别为30.14%、23.13%。全年实现销量638.87万吨，同比下滑6.09%，均价同比提高13.49%至253元/吨。由于公司2014~2016年净利润连续为负，2015~2016年归母净利连续为负，因此已被实施退市风险提示。2017年以来，销量与价格同比均有较快提升，预计今年产能利用率、产销率均有改善，盈利能力有望进一步改善，业绩有望扭亏。前三季度归母净利242.94万元，同比扭亏并大幅增长101.31%。公司作为新疆行业龙头，区域内供需环境是业绩变化直接要因，第二是内控管理。基于今年及未来几年新疆水泥需求提振，供给继续出清，二季度已实现单季归母净利扭亏并同比增长，以及卡子湾厂区搬迁土地挂牌出让在年内完成的可能性，我们看好年度业绩扭亏。预计2018年公司产量约1121万吨~1427万吨，同比增速51%~61%。同时预计17-18年EPS为0.03、0.22元，对应PE为116X、18X，给予2018年25倍PE，对应5.4元目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**退市风险；卡子湾厂区搬迁土地挂牌出让具有不确定性；新疆需求增长不及预期；水泥价格变动不及预期。

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.97元
目标价格	5.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,378.79
流通A股股本(百万股)	1,378.79
A股总市值(百万元)	5,473.80
流通A股市值(百万元)	5,473.80
每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	59.13
一年内最高/最低(元)	8.29/2.94

### 作者

黄顺卿 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040002  
huangshunqing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,754.77	1,802.36	2,248.98	4,269.69	5,003.22
增长率(%)	(35.76)	2.71	24.78	89.85	17.18
EBITDA(百万元)	(168.72)	125.49	365.30	1,099.91	1,536.67
净利润(百万元)	(680.80)	(575.55)	47.22	302.73	595.59
增长率(%)	(10,667.51)	(15.46)	(108.20)	541.17	96.74
EPS(元/股)	(0.49)	(0.42)	0.03	0.22	0.43
市盈率(P/E)	(8.04)	(9.51)	115.93	18.08	9.19
市净率(P/B)	1.20	1.37	1.35	1.26	1.11
市销率(P/S)	3.12	3.04	2.43	1.28	1.09
EV/EBITDA	(69.02)	80.95	20.96	5.90	3.74

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 公司是新疆水泥核心企业，实际控制人为新疆建设兵团农一师.....	4
2. 供需主逻辑不变，新疆水泥行业实现扭亏，盈利具备持续性.....	4
2.1. 基建拉动水泥需求主逻辑不变，拆解固投结构，明年仍然值得期待.....	5
2.2. 需求预测：我们预计 2018 年水泥需求增速 50%~60%.....	8
2.3. 敢为人先，供给侧改革“贡献”多个“率先”，产能过剩逐步解决，价格恢复并维持合理水平.....	10
2.4. 兼具质量与规模凸显竞争力，集中度提高大企业受益.....	12
3. 产能利用率受益供需改善进一步提高，盈利能力可期.....	13
3.1. 南疆市占率 22.96%，供需格局改善有望提高产能利用率.....	13
3.2. 前三季度扭亏，盈利能力有望得到进一步改善.....	14
4. 盈利预测.....	15

## 图表目录

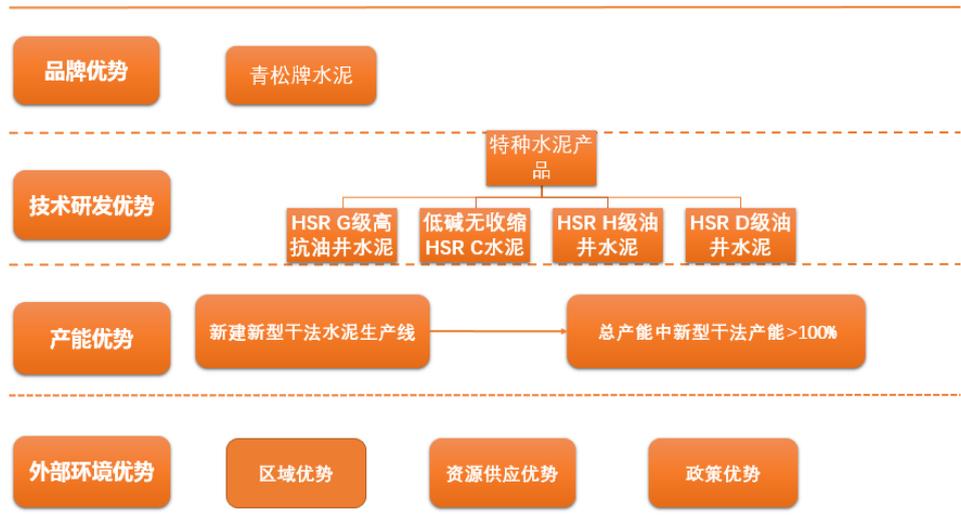
图 1：公司产能中 100%为新型干法水泥.....	4
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：新疆历年水泥产能利用率变动图.....	5
图 4：新疆历年水泥行业盈利变动图.....	5
图 5：全国各地固定资产投资情况（截止 2017 年 9 月）（亿元，%）.....	6
图 6：新疆历年水泥产量按月累计值及增速（吨）.....	6
图 7：新疆固定资产投资新开工个数（累计值）.....	8
图 8：历年单位投资水泥用量系数拟合效果较好.....	9
图 9：2015 年德国各强度水泥产量占比.....	10
图 10：新疆（P·O42.5）散装水泥价格走势（元/吨）（周）.....	12
图 11：国内各类规模企业 32.5 等级水泥产量占比.....	12
图 12：公司熟料产能变化（万吨/年）.....	13
图 13：公司 2014Q1-2017Q3 营业收入（亿元）.....	14
图 14：公司 2014Q1-2017Q3 归母净利润（亿元）.....	14
图 15：公司 2014Q1-2017Q3 三项费用率（%）.....	15
图 16：公司单季度毛利率与净利率（%）.....	15
图 17：今年以来煤炭动力成本增加显著.....	15
表 1：2014~2017 年新疆自治区经济增长情况（单位：亿元）.....	5
表 2：高铁、高速公路、机场、桥梁等项目建设周期较长，通常为跨年度项目.....	7
表 3：新疆各地区计划完成情况汇总（截止到 7 月）.....	7
表 4：根据新疆单位固定资产投资水泥量系数推测水泥量.....	8
表 5：新疆 2017-2020 年水泥需求预测（谨慎——原计划完成 88%）.....	9
表 6：新疆 2017-2020 年水泥需求预测（中性预测——原计划完成 95%）.....	9

表 7: 新疆 2017-2020 年水泥需求预测 (乐观——原计划完成 105%) .....	10
表 8: 错峰生产实施时间对比 .....	11
表 9: 2015 年新疆水泥集中度 (熟料产能) .....	12
表 10: 公司历年水泥、熟料产能情况 .....	13
表 11: 公司历年市场占有率情况 (%) (水泥产销) .....	14
表 12: 公司盈利预测 .....	16

## 1. 公司是新疆水泥核心企业，实际控制人为新疆建设兵团农一师

公司在 2000 年成立，2003 年上交所上市，主营水泥产品，包括通用硅酸盐水泥和 H 级、G 级油井水泥、大坝水泥及道路水泥等特种水泥。公司新型干法水泥产线战略分布于乌鲁木齐、乌苏、五家渠、库尔勒、库车、阿克苏、和田和克州等地，截止 2016 年底，熟料年产能 1431 万吨，水泥年产能 2090 万吨。

图 1：公司产能中 100%为新型干法水泥



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司实际控制人为新疆生产建设兵团第一师国资委，持股比例 100%。控股股东是阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司，持股 26.21%。公司拥有 37 家主要控股子公司，17 个全资子公司，全部集中在新疆地区。

图 2：公司股权结构



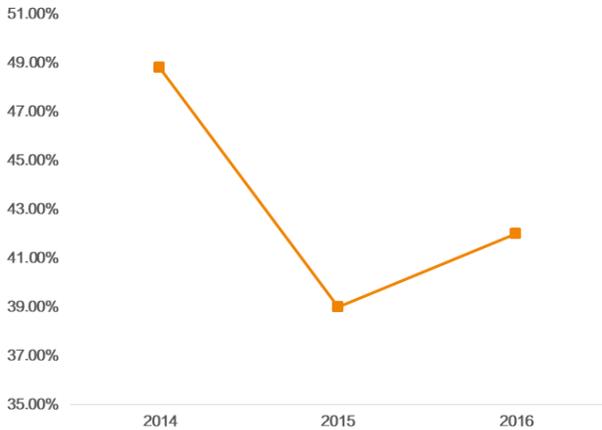
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 供需主逻辑不变，新疆水泥行业实现扭亏，盈利具备持续性

近年来因为没能有效控制产能增长以及需求减弱，导致新疆水泥供给远大于需求，引发产能过剩问题，最终带来行业全面亏损。新疆水泥行业利润曾在 2011 年达到 26 亿，随后随

着产能急速扩张，2013 年行业利润仅 1.5 亿，当年总产能 8600 万吨，实际销售不足 5500 万吨，产能利用率约 64%。利润在 2014、2015 年继续恶化，2014 年底全区产能超过 9000 万吨，潜在产能可能达到 1.1 亿吨，销量不足 4800 万吨，产能利用率低于 50%，2015 年亏损 7.8 亿，产能利用率降低至 39%，当时两家上市的水泥企业，天山与青松归母净利分别亏损 5.25 亿、6.8 亿。2016 年行业减亏 80%。

图 3：新疆历年水泥产能利用率变动图



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 4：新疆历年水泥行业盈利变动图



资料来源：新疆建材办、统计局，天风证券研究所

新疆水泥行业存在供需失衡问题，供需两个角度解决可以总结为“一堵一疏”，即不仅要 从供给改革入手去低端产能、调结构，“堵”多余供给，同时需求强心剂也是解决多余产 能的重要手段，“疏”多余用量。供给侧依靠去产能、全面禁止 32.5 低标水泥产销用，以 及错峰生产和错峰置换等有效手段，需求侧通过新疆建设发力、一带一路节点机遇创造可 观的水泥用量需求。面对 2017 年已经进入四季度，今年的供需双侧整体情况逐渐定型， 尤其是需求端对水泥的拉动作用甚至低于年初预期，我们拆解固定资产投资结构，提出 3 点结构性机会，对需求的拉动作用仍然抱以期待，另一方面，对于今年供给侧的执行力度 以及未来环保和供给侧改革的预期我们持续看好，供需主逻辑不变，新疆水泥行业盈利性 将持续同比改善。据自治区统计局数据，2017 年 1-7 月规模以上水泥工业实现利润 2.44 亿，去年同期为亏损 2.17 亿元，实现扭亏。

表 1：2014~2017 年新疆自治区经济增长情况（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017H1	2017 年 1-9 月
<b>GDP</b>	9264.1	9324.8	9617.23	4362.98	7656.4
同比增速 (%)	10	8.8	7.6	14.2	7.5
<b>固定资产投资</b>	9744.79	10729.32	9983.86	4530.47	10376.54
同比增速 (%)	19.59	10.1	-6.9	24.6	31.0
<b>房地产开发投资</b>	1014.81	998.88	923.4	382.13	813.43
同比增速 (%)	22.9	-1.57	-7.6	-18.7	12.4

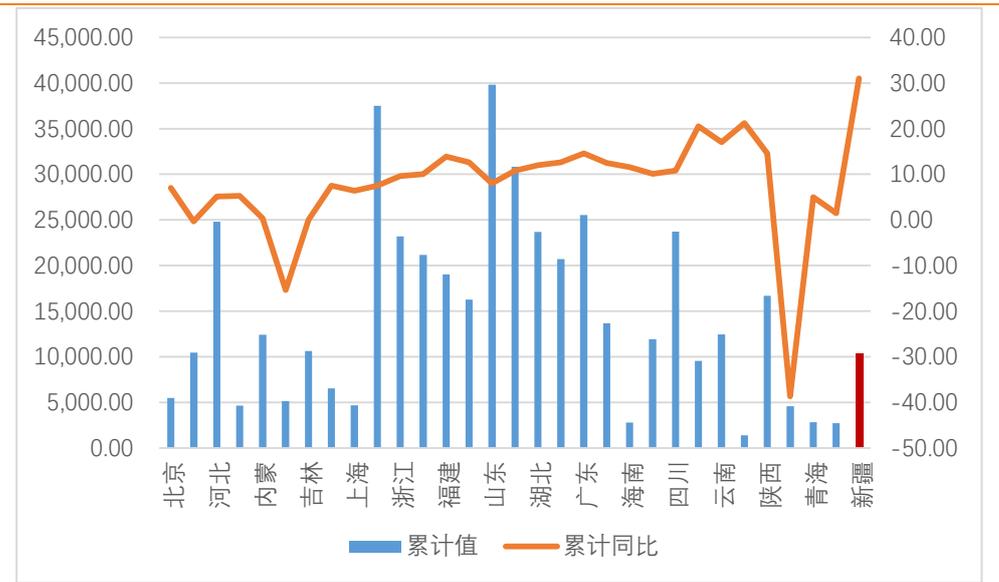
资料来源：choice，天风证券研究所

## 2.1. 基建拉动水泥需求主逻辑不变，拆解固投结构，明年仍然值得期待

基建需求一直是今年新疆水泥下游的主要看点。年初新疆制定 1.5 万亿固定资产投资计划， 相应增速为 50%，具体到铁路、公路、机场、水利、安居工程等各个细分领域。在已经过 去的上半年，固定资产投资同比增速约 30%，考虑到新疆特殊天气环境影响，上半年一半 时间处于停工或低开工状态，而 5-10 月甚至 11 月上旬，施工环境合适，下游需求较为旺 盛，也不会受错峰生产影响，即使天气全面转冷后地下施工项目仍有望继续。今年 1-9 月 新疆已经完成固定资产投资 1.04 万亿，同比增长 31%，远超全国增速均值 7.5%，为全国第 一，并且接近完成全年目标的 70%。其中，截止 8 月底，新疆公路建设项目累计完成投资

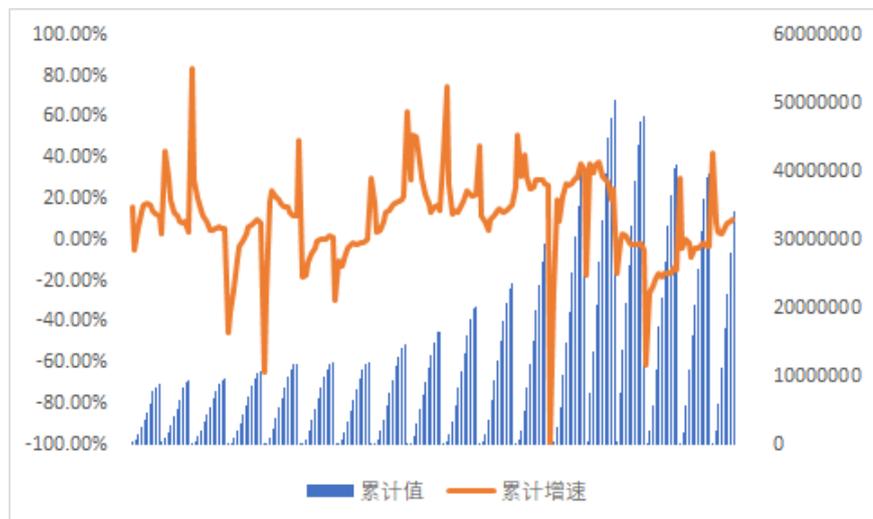
1017.61 亿元，完成年度计划任务的 51%，是 2016 年全年完成投资额的 2.8 倍。同时，1-9 月新疆水泥产量 3421 万吨，同比增长 9.63%，全国排名第二，同期全国平均增速为-0.5%。

图 5：全国各地固定资产投资情况（截止 2017 年 9 月）(亿元，%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：新疆历年水泥产量按月累计值及增速（吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

立足观察到的两个差额，实际完成额与目标值的差额，与水泥产量增速与固投增速之间的差额，我们提出新疆水泥三类结构性机会。

**一是投资领域的结构性机会。** 尽管今年完成全年目标承载一定压力，但从今年上半年各领域投资完成情况看，社会事业(82.27%)、城镇基础设施(64.04%)、商贸流通产业(59.17%)、农林水利(53.56%)领域完成情况较好，已超过年初目标任务 50%以上；信息产业(22.77%)、制造业(27.42%)、能源(30.57%)距全年目标仍有较大差距。对于新疆水泥行业，如果最后落点是固定投资对水泥使用需求的释放，那么更应该聚焦那些本身能够拉动水泥量的领域投资完成情况。城镇基础设施、农林水利涉及建设施工，两类项目对水泥需求较大，而投资完成情况较好，分别达到年初的 64.04%、53.56%。另外，公路、桥梁、堤坝需要满足安全性、持久性，并且因为涉及民生、质量水平“暴露”在公众下而随时受到公众监督，因此对材料质量和供应要求双高，而大企业才能较好满足要求。

**二是年限的结构性机会。** 高铁、高速公路、机场、桥梁等项目建设周期较长，通常为跨年

度项目，常见时间分布为 3-4 年。例如今年 5 月 1 日开工建设的阿勒泰至禾木路段公路计划施工 36 个月，到 2020 年 5 月完工，沪乍杭铁路今年开工将在 3 年后完工。项目规划、招标、人员招募、材料准备、计划调整都将耗时。**投资增速与水泥产量增速并不匹配，主要原因是投资中真正落实到项目建设的比例不大，前期准备耗时较长，水泥用量将在后续年份发力。**

表 2：高铁、高速公路、机场、桥梁等项目建设周期较长，通常为跨年度项目

	项目	开工时间	完工时间	时间跨度
公路	新疆阿勒泰至禾木路段公路	2017.5.1	2020.05.01	36 个月
	伊宁至那拉提等高速公路	2016.8.30	2019.09.30	37 个月
	G3012 墨玉至和田高速公路	2015.03	2017.10.15	31 个月
高铁	西成高铁	2012.01	2017	5 年
	沪乍杭铁路	2017	2020	3 年
	鲁南高铁	2015.12	2019 年底	4 年
	廊涿城际铁路	2016	2020	4 年
机场	云南弥勒通用机场建设项目	2017	2019	2 年
	新疆莎车民用机场项目	2014	2017	3 年
	新疆奎屯龙浩通用机场项目	2017	2018	1 年
大桥	威海 G228 丹东线乳山口大桥扩建	2016.09	2018.03	18 个月

资料来源：高铁网，天风证券研究所

**三是区域的结构性机会。**截止到今年 7 月，设定年度计划的 13 个组织或地区中，9 个超过 50%，5 个超过 60%。新疆地域较广，观察到 7 个增速超过 70%，基本都超过了 30%，因此在全区域几近齐头并进的背景下，当下或未来对水泥的需求量呈现全区域性，产能布局较广、规模较大的企业更容易获得全区需求提升的机会。

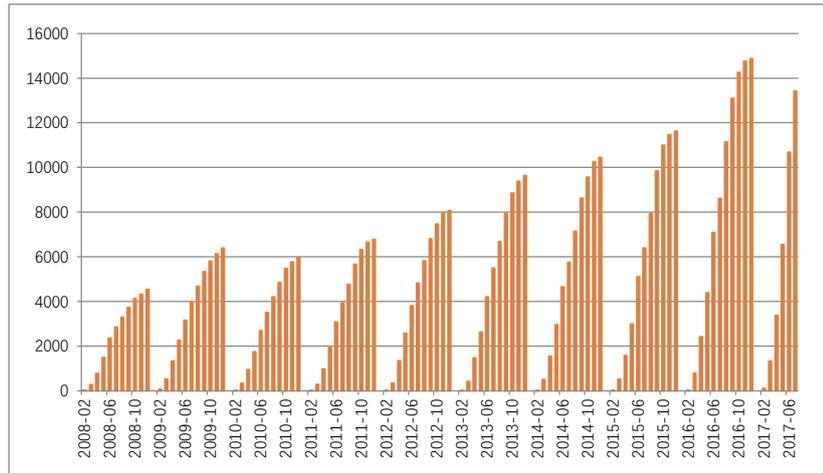
表 3：新疆各地区计划完成情况汇总（截止到 7 月）

地区	投资额（亿元）	同比增速	完成年度计划
<b>乌鲁木齐市</b>	<b>1200.5</b>	<b>125.9%</b>	<b>125.9%</b>
塔城地区	282.59	115%	49.66%
<b>博州</b>	<b>299.34</b>	<b>111.37%</b>	<b>71.96%</b>
<b>阿勒泰地区</b>	<b>219.02</b>	<b>97.87%</b>	<b>70.2%</b>
克拉玛依市	131.01	92.66%	45.18%
<b>克州</b>	<b>138.7</b>	<b>82.5%</b>	<b>62.76%</b>
<b>阿克苏地区</b>	<b>691.47</b>	<b>71.97%</b>	<b>68.6%</b>
伊犁州	304.68	68.5%	56.11%
昌吉州	1291.87	49.45%	56.07%
喀什地区	710.7	36.5%	51.54%
和田地区	249.39	35.91%	54.1%
哈密市	252.12	0.4%	42.73%
兵团	981	9.7%	36.33%

资料来源：新疆发改委，天风证券研究所

**新疆基建需求仍有看点，我们继续保持谨慎乐观。**新疆特殊意义不仅体现在一带一路、西部建设等重大战略的关键节点，同时也是多民族文化与现代文明融洽的结合点，稳定、和平发展是长期主基调，完成现代化建设必然是短期、中期需要完成的任务、使命，具有持续性。固定资产投资初期将大比例集中在交通基建、民生基建方面，对水泥等原材料需求较大，同时重点工程跨年度特性决定今年集中呈现项目前期准备阶段，真正用量在项目实施阶段，即明年、后年集中释放需求，重点工程多区域分布特性决定大规模、高品质、多点产能分布的企业将率先受益。

图 7: 新疆固定资产投资新开工个数 (累计值)



资料来源: choice, 天风证券研究所

## 2.2. 需求预测: 我们预计 2018 年水泥需求增速 50%~60%

**结论:** 我们根据历年单位固定资产投资水泥量系数, 预计 2017 年固定资产投资增速为 32~57%, 由此产生的水泥产量为 4480~5346 万吨, 同比增速 10.23~31.52%; 预计 2018 年固投增速在 25~38%之间, 水泥产量约 6754~8571 万吨, 同比增速 50.31%~60.32%。

表 4: 根据新疆单位固定资产投资水泥量系数推测水泥量

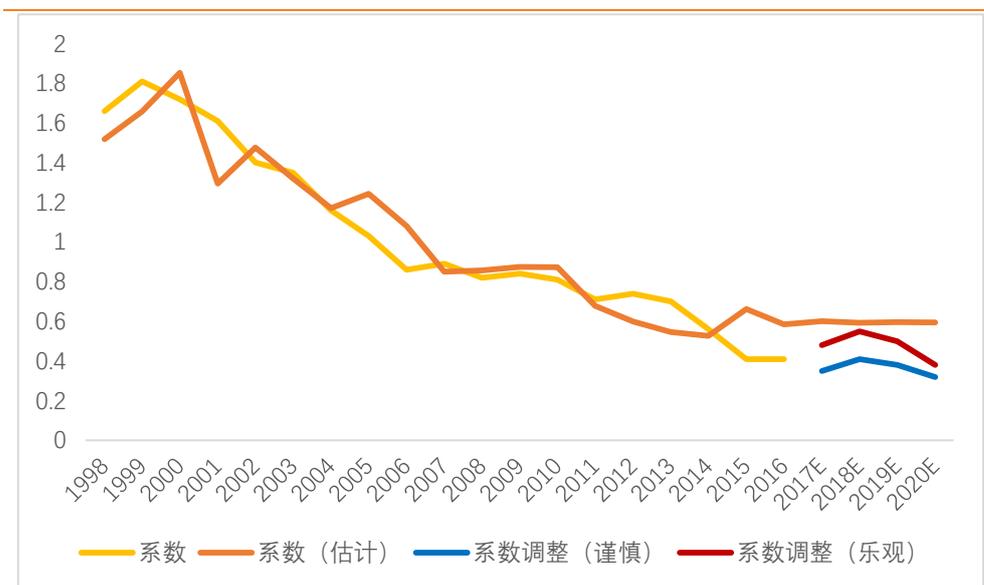
水泥需求量测算	水泥产量 (万吨)	水泥产量同比增速	固定资产投资累计完成额 (亿)	固投同比增速	单位固定资产投资水泥量系数
2020E	81882-10905	6.94%-15.5%	20839-28699	10%-15%	0.35-0.48
2019E	7577-9982	11.89%-16.46%	18945-24955	15%	0.36-0.47
<b>2018E</b>	<b>6754-8571</b>	<b>50%-60%</b>	<b>16473-21700</b>	<b>25%-38%</b>	<b>0.36-0.47</b>
<b>2017E</b>	<b>4480-5346</b>	<b>10%-32%</b>	<b>13179-15724</b>	<b>32%-57%</b>	<b>0.32-0.38</b>
2016	4065	-5.00%	9984	-5.14%	0.41
2015	4278	-15.80%	10525	16.20%	0.41
2014	5082	-2.09%	9058	22.89%	0.56
2013	5190	20.26%	7371	25.83%	0.70
2012	4316	36.08%	5858	31.79%	0.74
2011	3172	28.36%	4445	45.02%	0.71
2010	2471	20.77%	3065	25.92%	0.81
2009	2046	22.96%	2434	20.14%	0.84
2008	1664	12.47%	2026	22.11%	0.82
2007	1479	20.83%	1659.19	17.01%	0.89
2006	1224	-1.70%	1418.01	17.19%	0.86
2005	1245	3.77%	1210.01	16.52%	1.03
2004	1200	6.43%	1038.42	24.63%	1.16
2003	1128	14.88%	833.21	18.99%	1.35
2002	982	0.07%	700.26	15.07%	1.40
2001	981	9.66%	608.55	17.06%	1.61
2000	895	11.54%	519.86	17.01%	1.72
1999	802	12.03%	444.28	2.84%	1.81
1998	716		431.99		1.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

固定资产投资主要分解到房地产、基建、农村建设、替换更新等领域，我们观察到新疆每单位固定资产投资所用水泥系数与固投中各行业所占比例有关。2017 年虽有超万亿固定资产投资支持，但是水泥需求量受到以下因素影响：1) 前期项目储备不足以及资金到位较仓促导致固投增速与预期有差；2) 今年 8、9 月经历较为严格的环保督察与安全检查；3) 11 月中旬将进入停窑期；4) 水泥系数与固投重点领域有关。因此，我们谨慎预计 2017 年固投总额预计完成计划的 88% (对应增幅 32%)，单位投资水泥用量系数在谨慎预计下适度调低。

中期看，由于今年较多新项目处于建设前期，例如土地建设，设备采购，人员招聘等，预计第 2、3 年为建设高峰，结合以往跨年工程的续建，我们预计 18-20 年落地投资增速可达 10-40%。同时，固定资产投资结构前期倚重交通建设，包括各级公路、铁路、机场建设，水利工程，能源建设等基础设施建设上，因此我们适度调高水泥系数。

图 8: 历年单位投资水泥用量系数拟合效果较好



资料来源: choice, 天风证券研究所

表 5: 新疆 2017-2020 年水泥需求预测 (谨慎——原计划完成 88%)

水泥需求测算	水泥产量 (万吨) (谨慎/乐观)		水泥产量同比增速 (谨慎/乐观)		固定资产投资累计完成额 (亿)	固投同比增速	单位投资水泥用量系数 (谨慎/乐观)	
2020E	8,752.42	9,585.99	15.50%	7.66%	20,839.10	10%	0.42	0.46
2019E	7,577.86	8,903.98	12.20%	15.00%	18,944.64	15%	0.4	0.47
2018E	6,754.18	7,742.59	50.74%	54.61%	16,473.60	25%	0.41	0.47
2017E	4,480.82	5,007.97	10.23%	23.20%	13,178.88	完成规划 88%，对应增速 32%	0.34	0.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 新疆 2017-2020 年水泥需求预测 (中性预测——原计划完成 95%)

水泥需求测算	水泥产量 (万吨) (谨慎/乐观)		水泥产量同比增速 (谨慎/乐观)		固定资产投资累计完成额 (亿)	固投同比增速	单位投资水泥用量系数 (谨慎/乐观)
2020E	8,752.42	9,585.99	15.50%	7.66%	20,839.10	10%	0.42
2019E	7,577.86	8,903.98	12.20%	15.00%	18,944.64	15%	0.4
2018E	6,754.18	7,742.59	50.74%	54.61%	16,473.60	25%	0.41
2017E	4,480.82	5,007.97	10.23%	23.20%	13,178.88	完成规划 95%，对应增速 32%	0.34

2020E	8,188.82	9,592.62	6.94%	7.38%	23,396.63	10.0%	0.35	0.41
2019E	7,657.08	8,933.26	11.89%	15.00%	21,269.66	15.0%	0.36	0.42
2018E	6,843.28	7,768.05	50.31%	56.00%	18,495.36	30%	0.37	0.42
2017E	4,552.70	4,979.52	12.00%	22.50%	14,227.20	完成规划 95%，对 应增速 42.5%	0.32	0.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 7: 新疆 2017-2020 年水泥需求预测 (乐观——原计划完成 105%)

水泥需求测算	水泥产量 (万吨) (谨慎/乐观)	水泥产量同比增速 (谨慎/乐观)	固定资产投资累计完成额 (亿)	固投同比增速	单位投资水泥用量系数 (谨慎/乐观)
2020E	10,044.49	10,905.45	8.78%	9.25%	0.35
2019E	9,233.45	9,982.10	18.19%	16.46%	0.37
2018E	7,812.08	8,571.59	55.25%	60.32%	0.36
2017E	5,031.94	5,346.43	23.79%	31.52%	0.32

完成规划 105%，对应  
增速 57.5%

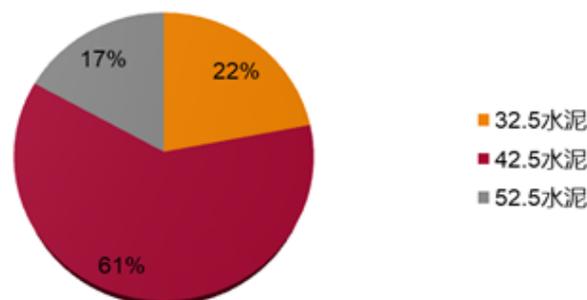
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.3. 敢为人先，供给侧改革“贡献”多个“率先”，产能过剩逐步解决，价格恢复并维持合理水平

化解区域水泥产能过剩问题，去产量、去产能并举，其中，三项举措同时实现对症下药与标杆示范两大作用。首先，全面停止生产、销售、使用 32.5 标号水泥产品，实现产品结构升级。作为全国第一个全面去除 32.5 等级水泥的地区，从政策推行、执行效率、施行效果等各方面起到示范效果。四川省今年 5 月已经表态，省政府下发《关于引发促进建材工业稳增长调结构增效益的实施方案的通知》，提出“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥，提高生产和使用 42.5 及以上等级水泥产品比重”。全国更大范围的取消计划也引起各界探讨。

32.5 标号水泥与高标号主要区别体现在：1) 强度小；2) 掺混合材较多，消耗熟料量相比高标水泥较少；3) 价格较低；4) 低标高强度测试易通过，市场呈现“鱼龙混杂”状，小企业低标号产品稳定性不够易造成安全隐患。我国与发达国家水泥产品结构上仍有较大差距。根据中国建筑材料科学研究总院数据，去年我国水泥产量约 24 亿吨，32.5 强度水泥占比 63%，32.5 复合水泥占比 50%以上，而发达国家 42.5 等级及以上水泥产量占比超过 70%。

图 9: 2015 年德国各强度水泥产量占比



资料来源: 中国建材科学研究院, 天风证券研究所

据新疆建材办测算，取消 32.5 等级水泥相当于压减产能 500 万吨，供需结构一定程度改

善。2015 年新疆 32.5 等级水泥产量占比超 70%，2016 年 7 月 1 日起全国第一个取消复合 32.5R 硅酸盐水泥，此后 32.5 等级水泥占比下降至 60%。今年 3 月下降到 50%。目前，除少量专用 32.5 等级水泥外，新疆已经全部取消 32.5 等级通用硅酸盐水泥。

**第二，率先执行冬季错峰生产。**新疆水泥自 2014 年 11 月率先执行冬季错峰生产，每年压减水泥产能 2500~3000 万吨。2016 年国务院政策采纳并在全国推广。2017 年新疆错峰停窑时间有所变化，特别是乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子等地延长至 6 个半月，次年 5 月中旬才结束错峰，**考虑到新疆下游施工旺季在 5-11 月上旬，乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域集中了传统水泥生产企业，因此 5 月水泥需求已经恢复，还处于限产状态可能带来区域供不应求，推涨水泥价格。**

表 8：错峰生产实施时间对比

地区	2017-2018 年错峰生产计划	2016-2017 年错峰生产实施情况
和田	2017 年 12 月 1 日至 2018 年 3 月 1 日，共计 3 个月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 3 月 1 日，共计 4 个月
喀什	2017 年 11 月 16 日至 2018 年 3 月 16 日共计 4 个月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 3 月 1 日，共计 4 个月
克州	2017 年 11 月 16 日至 2018 年 3 月 16 日共计 4 个月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 3 月 1 日，共计 4 个月
阿克苏	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 1 日，共计 5 个月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 4 月 1 日，共计 5 个月
巴州	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 1 日，共计 5 个月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 4 月 1 日，共计 5 个月
乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日， <b>共计 6 个半月</b>	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 4 月 16 日，共计 5 个半月
其它地州市	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 16 日，共计 5 个半月	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 4 月 16 日，共计 5 个半月

资料来源：新疆建材办，天风证券研究所

**第三，“错峰置换”再做创举。传统水泥企业参与错峰生产，今年开始试行“错峰置换”，将兼顾 PVC 生产不中断以及不增加区域产能和污染物排放总量，**具体地，电石渣水泥企业错峰生产期间生产的合格水泥熟料由区域内传统水泥企业统筹消化处理，熟料价格参考接收熟料的传统水泥企业的变动成本制定，同时给予运输费用补贴。疆内 4 家电石渣企业的 13 条产线全部集中在乌鲁木齐-昌吉-石河子-吐鲁番地区，半径不超过 200 公里，除 1100 万吨电石渣水泥产能外，还包括传统水泥产能，供给远超 1500 万吨水泥消耗量，区域产能过剩严重。

**新疆水泥价格保持在较高水平，据数字水泥数据，乌鲁木齐 42.5 等级水泥均价维持在 290 元/吨。据建材办统计，今年 8 月时，多数地区 42.5 等级水泥价格已降至原 32.5 水泥价格水平。其中，东疆、北疆、乌昌区域为 260 元/吨，南疆水泥市场喀什、克州、和田区域大约为 400 元/吨，同比微涨 4%，巴州、阿克苏区域为 340 元/吨，同比微降 5%。**

图 10：新疆（P-O42.5）散装水泥价格走势（元/吨）（周）



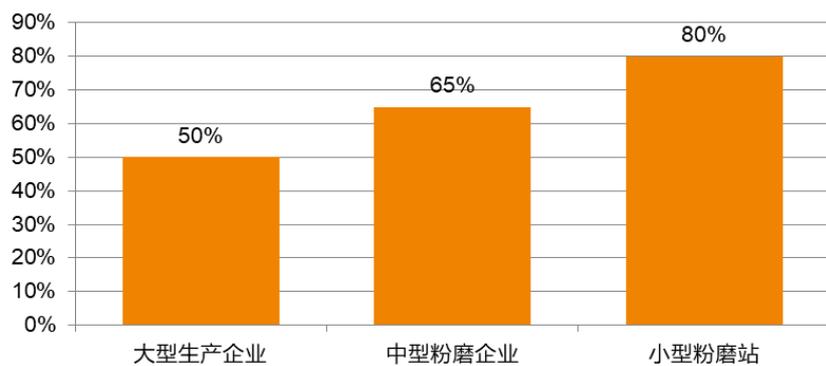
资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

#### 2.4. 兼具质量与规模凸显竞争力，集中度提高大企业受益

新疆面积达 166 万平方公里，占全国六分之一，是我国面积最大的省区。而水泥是短腿产品，结合新疆市场的“地广”特征，需求布局也具有分散性，天然决定水泥企业要有足够建设资金、建设资源以及项目资源。固定投资加速开启需求新空间的同时，重点工程项偏多，要求企业具备质量过关、规模供应、及时反馈，供给端通过去产能、提高环保成本、去 32.5 等级水泥等措施进一步驱使供给出清。区域水泥与全国水泥共同呈现集中度提高的趋势，大企业逐步受益。

全面去除 32.5 等级水泥有利集中度提高，主因中小粉磨站超 65% 产品是 32.5 等级水泥，而阻挡集中度提高的一个原因即为中小粉磨站较多。如果从 32.5 等级水泥产品入手，短时间内受到资金、设备、技术的限制，中小粉磨站很难转化高标号产品，会加快淘汰速度，从而促成行业集中度提高。根据中国水泥网调研数据，国内大型水泥企业 32.5 等级水泥占比低于 50%，且逐年下降，而中小型粉磨站的 32.5 等级水泥占比超 65%，其中，年产量 100 万吨以下的微型粉磨站该比例超过 80%。2014 年全国水泥总产能 34.6 亿吨，超 40% 水泥产能分布在粉磨站。新疆与全国趋势类似，32.5 等级的全面去除有利区域行业集中度提高。

图 11：国内各类规模企业 32.5 等级水泥产量占比



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

天山和青松构成新疆主导企业，除北疆外，东疆、南疆、乌昌等地区内，天山和青松构成生产、销售核心，二者市场占有率合计超 50%。但考虑到产能利用率与集中度依然偏低，大型企业对市场控制力依旧存在上升空间，近几年区域定价权不够凸显。

表 9：2015 年新疆水泥集中度（熟料产能）

企业名称	熟料产能	市场占有率
天山股份	2432	32%
青松建化	1460	19%
天业水泥	341	5%
尧柏水泥	186	2%

红狮水泥	155	2%
山水水泥	155	2%
三川建材	155	2%
新疆圣雄	155	2%
大唐鼎旺	140	2%
新疆金龙	124	2%

资料来源：水泥地理，天风证券研究所

### 3. 产能利用率受益供需改善进一步提高，盈利能力可期

#### 3.1. 南疆市占率 22.96%，供需格局改善有望提高产能利用率

公司主要产品为 32.5 等级（现去除）、42.5 等级、52.5 等级、HSR 油井水泥、商混和少量化工品。分产品看，水泥在 2016 年收入占比中高达 90.18%，一直是公司主导产品。公司已在乌鲁木齐、乌苏、五家渠、库尔勒、库车、阿克苏、和田、克州、伊犁河谷完成新型干法水泥生产线布点，总产能中新型干法产能将达 100%以上。

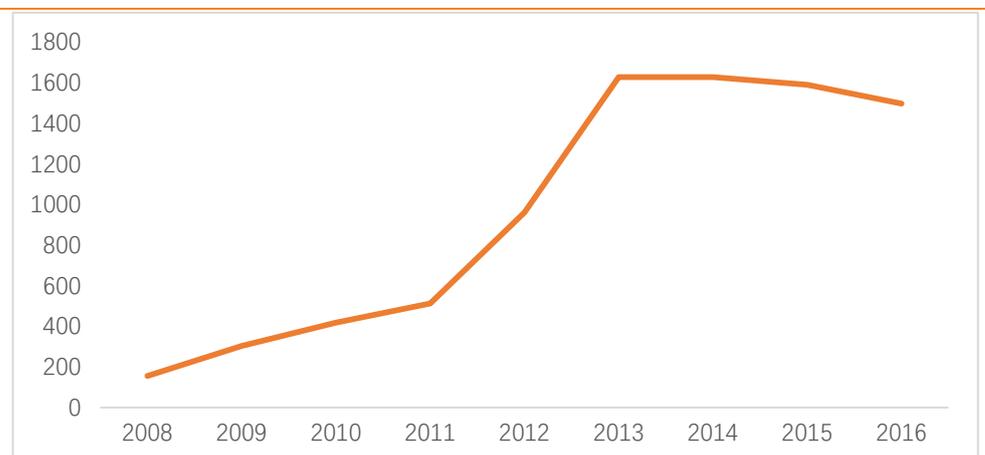
**产能方面**，2016 年受供给端淘汰落后产能影响，水泥、熟料产能分别同比下降 90 万吨、43 万吨。**产量方面**，2016 年受需求下降、天气影响下游开工时间、错峰生产减少产量的影响，公司水泥、熟料产量分别为 629.92 万吨、330.99 万吨，同比分别减少 7.7%、14.41%。**综合看来 2016 年水泥及熟料产能利用率分别为 30.14%、23.13%，同比分别下降 1.17 和 3.1 个百分点。****销量方面**，受 2016 年需求不佳影响同比下滑 6.09%，最终实现 638.87 万吨，售价同比提高 13.49%至 253.06 元/吨，因此 2016 年水泥产销率为 101.42%。**2017 年以来，销量与价格同比均有较快提升，预计产能利用率、产销率均有提高。**

表 10：公司历年水泥、熟料产能情况

	2014	2015	2016
水泥产能（万吨/年）	2280	2180	2090
熟料产能（万吨/年）	1547	1474	1431
水泥产量（万吨）	928.32	682.47	629.92
熟料产量（万吨）	863.22	386.70	330.99
水泥销量（万吨）	930.82	680.29	638.87
水泥平均售价（元/吨）	236.93	222.98	253.06
吨毛利（元）	12.56	-19.67	32.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司熟料产能变化（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

**公司原料充足保证经营稳定性，动力成本可控。**水泥生产原料主要包括石灰石、石膏，能源成本包含原煤和电力。公司现有水泥生产基地拥有石灰石矿山 11 座，合计总储量 2.18 亿吨，自供比例约 70%。目前公司煤炭全部采购外购模式，煤价反弹对公司成本造成一定压力。公司与国电新疆电力公司共同开发大平滩煤矿，建成规模年产 240 万吨，可供开采粘纤维 50 年，总投资约 8 亿元。建成后公司将拥有优先采购权，并按照 49% 的持股比例分享投资收益，但目前还在建设中。电力方面，2016 年余热发电技术为公司节省成本支出约 0.23 亿元。

**新疆是公司主要市场、优势市场**，2016 年公司在南疆市占率达到 22.96%，同比提高 2.89 个百分点，在新疆全区占比 16.55%，同比微降 0.6 个百分点。

表 11：公司历年市场占有率情况 (%) (水泥产销)

	2014	2015	2016
南疆地区	25.33	20.07	22.96
新疆全区	18.21	17.15	16.55

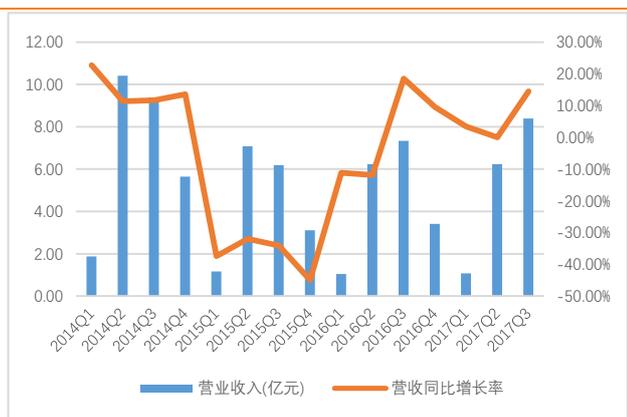
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 前三季度扭亏，盈利能力有望得到进一步改善

由于公司 2014~2016 年度净利润连续为负，2015~2016 年归母净利连续为负，因此公司已被实施退市风险提示，但今年全年盈利能力有望进一步改善，业绩有望扭亏。公司 2017 年前三季度实现营收 15.71 亿元，同比增长 7.47%；归母净利 242.94 万元，同比扭亏并大幅增长 101.31%；扣非后归母净利续亏-674.13 万元，同比减亏 96.55%。

其中，第三季度实现营收 8.39 亿元，同比增长 14.44%，归母净利 1.25 亿元，同比扭亏并大幅增长 955.94%，非经常性损益 0.05 亿元，占净利润比重 3.91%，其中，非流动资产处置损益为 299.2 万，政府补助 225.77 万，最终实现扣非后归母净利 1.2 亿元，同比扭亏并增长 765.21%。

图 13：公司 2014Q1-2017Q3 营业收入 (亿元)



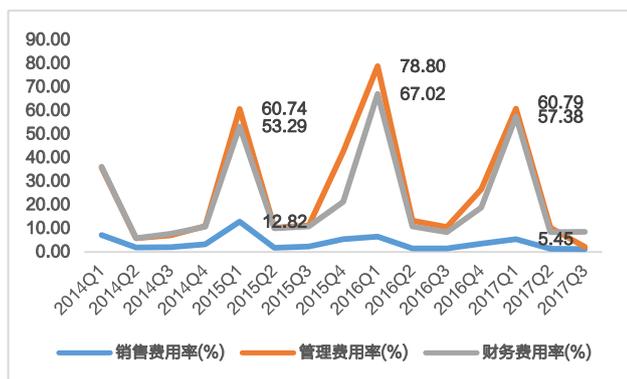
资料来源：Choice 数据，天风证券研究所

图 14：公司 2014Q1-2017Q3 归母净利润 (亿元)



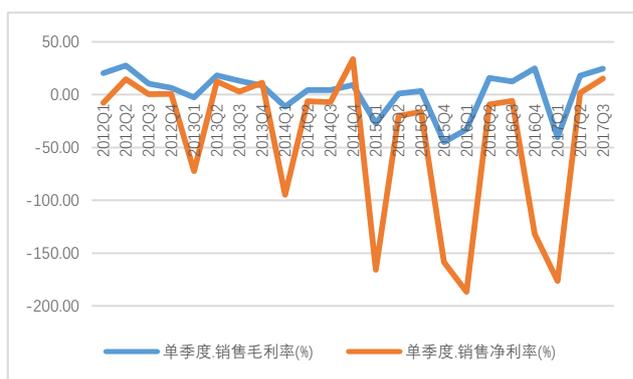
资料来源：Choice 数据，天风证券研究所

图 15：公司 2014Q1-2017Q3 三项费用率（%）



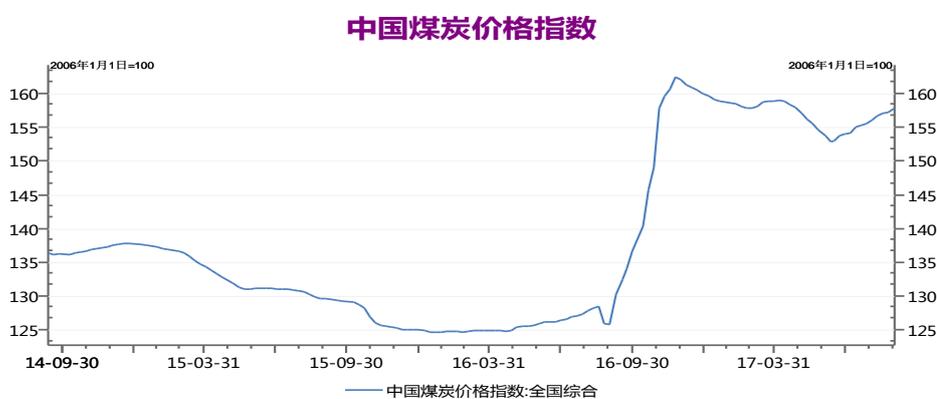
资料来源：Choice 数据，天风证券研究所

图 16：公司单季度毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：今年以来煤炭动力成本增加显著



数据来源：Wind 资讯

资料来源：wind，天风证券研究所

- 谨慎估计 2017 年全区水泥产量实现约 10%增速，即 4480 万吨，按 16.55%占比可得公司产量约 741.58 万吨，同比增长 17.73%。乐观估计全区产量增速 32%，即 5346 万吨，按 16.55%占比可得公司产量约 884.81 万吨，同比增长 40.46%。
- 谨慎估计 2018 年全区水泥产量实现 50%增速，即 6735 万吨，按 16.55%占比可得公司产量约 1121 万吨，同比增长约 51%。乐观估计全区产量增速 60%，即 8571 万吨，按 16.55%占比可得公司产量约 1427 万吨，同比增长约 61%。

#### 4. 盈利预测

面对 2017 年已经进入四季度，今年的供需双侧情况整体逐渐定型，尤其是需求端对水泥的拉动作用甚至低于年初预期，以及水泥产量增速与固投增速之间的差额，我们拆解固定资产投资结构，提出 3 点结构性机会，对需求的拉动作用仍然抱以期待：一是领域的结构性机会，城镇基础设施、农林水利涉及建设施工，两类项目对水泥需求较大，而投资完成情况较好，分别达到年初的 64.04%、53.56%。二是年限的结构性机会，投资增速与水泥产量增速并不匹配，主要原因是投资中真正落实到项目建设的比例不大，前期准备耗时较长，水泥用量有望后续发力。三是区域的结构机会，在全区域几乎齐头并进的背景下，产能布局较广、规模较大的企业更容易获得全区需求提升的机会。我们根据历年单位固定资产投资水泥量系数，预计 2018 年固投增速在 25~38%之间，水泥产量约 6754~8571 万吨，同比增速 50.31%~60.32%。

另一方面，自治区敢为人先，供给侧改革“贡献”多个“率先”，产能过剩逐步解决，价格恢复并维持合理水平。首先，全面停止生产、销售、使用 32.5 标号水泥产品，相当于压

减产能 500 万吨。第二，率先执行冬季错峰生产，每年压减水泥产能 2500~3000 万吨。2017 年新疆多地错峰停窑时间将延长 1 个月，即为 6 个半月，而下游需求通常 5 月恢复，限产可能引起供不应求，带动价格上涨。第三，“错峰置换”再做创举。此外，区域水泥与全国水泥共同呈现集中度提高的趋势，大企业逐步受益。天山和青松市占率合计超 50%。我们认为新疆水泥行业供需主逻辑不变，盈利性将持续同比改善。据自治区统计局数据，2017 年 1-7 月规模以上水泥工业实现利润 2.44 亿，去年同期为亏损 2.17 亿元，实现扭亏。

2016 年公司水泥、熟料年产能分别为 2090、1431 万吨，产能利用率均处于较低水平，分别为 30.14%、23.13%。全年实现销量 638.87 万吨，同比下滑 6.09%，均价同比提高 13.49% 至 253 元/吨。由于公司 2014~2016 年净利润连续为负，2015~2016 年归母净利连续为负，因此已被实施退市风险提示。2017 年以来，销量与价格同比均有较快提升，预计今年产能利用率、产销率均有改善，盈利能力有望进一步改善。前三季度归母净利 242.94 万元，同比扭亏并大幅增长 101.31%。公司作为新疆行业龙头，区域内供需环境是业绩变化直接要因，第二是内控管理。今年及未来几年新疆水泥需求提振，供给继续出清，其实第二季度公司已实现单季归母净利扭亏并同比大幅增长。

此外，公司近期发布公告，控股子公司新疆青松投资集团有限责任公司（原新疆青松水泥有限责任公司）卡子湾生产区一宗位于乌鲁木齐市米东区乌奇公路 2 号的土地分别于 2017 年 11 月 10 日和 23 日在乌鲁木齐市国土资源局挂牌出让，挂牌编号分别为 2015-C-165-B、2015-C-165-C、2015-C-165-A，面积分别为 118,475.29、15,043.88、26,205.40 平方米，挂牌起始价分别为 85,300 万元、10,850 万元、18,900 万元。

基于公司今年销量、价格同比有较快提升，以及卡子湾厂区搬迁土地挂牌出让在年内完成的可能性，我们看好年度业绩扭亏。我们预计 2018 年公司产量约 1121 万吨~1427 万吨，同比增速 51%~61%。同时预计 17-18 年 EPS 为 0.03、0.22 元，对应 PE 为 116X、18X，给予 2018 年 25 倍 PE，对应 5.4 元目标价。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：** 退市风险；卡子湾厂区搬迁土地挂牌出让具有不确定性；新疆需求增长不及预期；水泥价格变动不及预期。

表 12：公司盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E
水泥收入(亿)	21.67	15.36	16.25	20.72	40.80
水泥毛利率	5.40%	/	12.82%	17.86%	31.32%
占比	79%	88%	90%	92%	96%
水泥制品收入(亿)	2.73	1.37	1.55	1.70	1.87
水泥制品毛利率	7.34%	9.09%	10.00%	10.82%	11.63%
占比	10%	8%	9%	8%	4%
合计收入(亿)	27.31	17.55	18.02	22.49	42.70
综合毛利率	4.12%	-8.20%	13.40%	17.51%	30.48%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	196.61	198.14	1,850.34	2,935.35	3,608.18
应收账款	584.97	447.97	412.51	1,247.92	697.78
预付账款	119.52	33.13	195.13	168.39	196.96
存货	841.97	476.30	502.83	1,063.77	621.19
其他	398.71	413.01	373.58	704.92	500.20
<b>流动资产合计</b>	<b>2,141.77</b>	<b>1,568.54</b>	<b>3,334.40</b>	<b>6,120.34</b>	<b>5,624.31</b>
长期股权投资	693.61	695.18	695.18	695.18	695.18
固定资产	6,488.73	6,061.74	5,747.79	5,480.21	5,065.15
在建工程	1,420.60	1,243.78	640.67	278.80	61.68
无形资产	409.77	391.56	373.82	356.09	338.35
其他	43.56	37.94	20.59	23.35	27.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,056.26</b>	<b>8,430.20</b>	<b>7,478.05</b>	<b>6,833.63</b>	<b>6,187.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,198.04</b>	<b>9,998.74</b>	<b>10,812.46</b>	<b>12,953.97</b>	<b>11,811.96</b>
短期借款	1,188.00	1,206.00	1,200.00	1,000.00	800.00
应付账款	1,327.48	1,408.03	1,315.33	3,285.46	1,791.36
其他	1,052.72	172.64	1,074.51	953.83	783.32
<b>流动负债合计</b>	<b>3,568.20</b>	<b>2,786.67</b>	<b>3,589.84</b>	<b>5,239.29</b>	<b>3,374.67</b>
长期借款	95.09	422.72	420.00	400.00	200.00
应付债券	2,194.85	2,198.77	2,194.85	2,196.16	2,196.59
其他	463.30	460.13	381.28	434.91	425.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,753.24</b>	<b>3,081.62</b>	<b>2,996.14</b>	<b>3,031.06</b>	<b>2,822.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,321.44</b>	<b>5,868.29</b>	<b>6,585.98</b>	<b>8,270.35</b>	<b>6,196.71</b>
少数股东权益	304.62	134.03	184.56	338.97	675.01
股本	1,378.79	1,378.79	1,378.79	1,378.79	1,378.79
资本公积	3,201.71	3,201.71	3,201.71	3,201.71	3,201.71
留存收益	3,191.46	2,615.92	2,663.13	2,965.86	3,561.45
其他	(3,199.99)	(3,199.99)	(3,201.71)	(3,201.71)	(3,201.71)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,876.60</b>	<b>4,130.46</b>	<b>4,226.48</b>	<b>4,683.62</b>	<b>5,615.25</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,198.04</b>	<b>9,998.74</b>	<b>10,812.46</b>	<b>12,953.97</b>	<b>11,811.96</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(931.36)	(744.92)	47.22	302.73	595.59
折旧摊销	535.40	540.10	458.79	471.18	473.93
财务费用	275.16	268.73	257.90	180.79	87.60
投资损失	(8.39)	(8.13)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(376.94)	(557.39)	595.41	214.76	(506.55)
其它	573.17	1,211.43	50.53	154.41	336.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>67.04</b>	<b>709.81</b>	<b>1,401.85</b>	<b>1,315.88</b>	<b>978.61</b>
资本支出	136.52	(77.18)	(397.15)	(229.62)	(166.54)
长期投资	29.37	1.57	0.00	0.00	0.00
其他	(123.74)	(34.79)	881.15	413.62	350.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>42.15</b>	<b>(110.40)</b>	<b>484.00</b>	<b>184.00</b>	<b>184.00</b>
债权融资	3,528.94	3,848.29	3,868.95	3,638.13	3,235.55
股权融资	(242.00)	(239.78)	(231.10)	(155.52)	(61.93)
其他	(3,713.64)	(4,206.82)	(3,871.50)	(3,897.48)	(3,663.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(426.69)</b>	<b>(598.32)</b>	<b>(233.64)</b>	<b>(414.87)</b>	<b>(489.78)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(317.50)</b>	<b>1.09</b>	<b>1,652.20</b>	<b>1,085.01</b>	<b>672.83</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,754.77</b>	<b>1,802.36</b>	<b>2,248.98</b>	<b>4,269.69</b>	<b>5,003.22</b>
营业成本	1,898.73	1,560.77	1,855.18	2,968.29	3,192.56
营业税金及附加	14.27	35.66	22.49	34.16	40.53
营业费用	58.49	38.83	35.31	76.85	90.06
管理费用	345.45	333.11	237.49	469.67	525.34
财务费用	266.51	262.99	257.90	180.79	87.60
资产减值损失	150.35	256.74	200.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.39	8.13	8.00	8.00	8.00
其他	(16.77)	(16.26)	(16.00)	(16.00)	(16.00)
<b>营业利润</b>	<b>(970.62)</b>	<b>(677.60)</b>	<b>(351.40)</b>	<b>447.94</b>	<b>975.14</b>
营业外收入	88.20	102.72	500.00	100.00	100.00
营业外支出	39.39	149.80	40.00	40.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>(921.81)</b>	<b>(724.69)</b>	<b>108.60</b>	<b>507.94</b>	<b>1,035.14</b>
所得税	9.56	20.23	10.86	50.79	103.51
<b>净利润</b>	<b>(931.36)</b>	<b>(744.92)</b>	<b>97.74</b>	<b>457.14</b>	<b>931.63</b>
少数股东损益	(250.56)	(169.38)	50.53	154.41	336.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(680.80)</b>	<b>(575.55)</b>	<b>47.22</b>	<b>302.73</b>	<b>595.59</b>
每股收益(元)	(0.49)	(0.42)	0.03	0.22	0.43

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-35.76%	2.71%	24.78%	89.85%	17.18%
营业利润	103.26%	-30.19%	-48.14%	-227.47%	117.70%
归属于母公司净利润	-10667.51%	-15.46%	-108.20%	541.17%	96.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-8.20%	13.40%	17.51%	30.48%	36.19%
净利率	-38.80%	-31.93%	2.10%	7.09%	11.90%
ROE	-14.89%	-14.40%	1.17%	6.97%	12.06%
ROIC	-8.58%	-5.22%	-1.09%	9.09%	17.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.45%	58.69%	60.91%	63.84%	52.46%
净负债率	55.40%	62.85%	43.11%	18.50%	30.22%
流动比率	0.60	0.56	0.93	1.17	1.67
速动比率	0.36	0.39	0.79	0.97	1.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.80	3.49	5.23	5.14	5.14
存货周转率	1.58	2.73	4.59	5.45	5.94
总资产周转率	0.15	0.17	0.22	0.36	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.49	-0.42	0.03	0.22	0.43
每股经营现金流	0.05	0.51	1.02	0.95	0.71
每股净资产	3.32	2.90	2.93	3.15	3.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	-8.04	-9.51	115.93	18.08	9.19
市净率	1.20	1.37	1.35	1.26	1.11
EV/EBITDA	-69.02	80.95	20.96	5.90	3.74
EV/EBIT	-16.54	-24.50	-81.89	10.33	5.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com