

看好下游需求改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中报, 2018 上半年实现营业收入 23.5 亿元, 同比下降 9.8%; 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 18.7%; 经营活动产生的现金流量净额为 5.3 亿元, 同比下降 12.4%; 基本每股收益 0.28 元。
- **2018 上半年业绩增长较慢, 需求较差、销量下滑是关键。** 公司上半年受地区水泥需求下滑影响, 水泥产销量均明显下滑, 2018 上半年销售水泥 (含商品熟料) 765 万吨, 较 2017 年同期 930 万吨大幅下滑 18%; 由于水泥价格高于 2017 年同期, 毛利率为 32%, 高于 2017 年同期 2 个百分点, 同时期间费用率从 54% 下降至 40%, 公司归母净利润同比增长 18.7%。
- **水泥行业步入新阶段, “低价搞基建”已成过去式。** 2017 年供给侧改革进入深水区, 水泥行业生态发生了较大变化, 来自需求端的变化不大 (1-12 月水泥总产量 23.2 亿吨, 同比下降 0.2%), 供给端受成本支撑、错峰生产、停窑限产和环保督察三大因素影响, 水泥供给存量博弈, 龙头水泥公司市占率有所上升, 水泥价格维持在较高水平, “低价搞基建”成为过去式。2018 年, 随着环保督察进入常态化, 错峰限产下的水泥供给使市场大致维持在紧平衡状态, 2018 年水泥平均价格大概率高于 2017 年。
- **西北水泥公司或将长期受益于基建投资带来的需求改善。** 公司深耕甘肃和青海两地, 其中, 甘肃地区市占率达到 41% 以上, 青海地区的市占率达 30%。2018 上半年西北基建投资增速反弹较慢, 其中, 甘肃基建投资增速从 2017 上半年的 -32.4% 变为 18.3%, 青海从 6% 变为 -1%, 导致水泥需求明显下滑, 但由于地区有冬季和夏季错峰存大, 地区水泥价格维持在高位。另外, 根据甘肃 2018 年政府工作报告, 甘肃 2018 年将有 165 个重点项目, 年度计划投资 1240 亿元。因此, 2018 年甘肃固定资产投资和基建投资反弹预期较强, 看好公司下游需求反弹带来的业绩改善。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.95 元、1.05 元、1.30 元, 未来三年归母净利润将保持 21% 的复合增长率, 考虑公司为所在区域龙头以及地区基建投资带来的需求改善, 维持 “买入” 评级。
- **风险提示:** (1) 地区基建投资增速持续下滑的风险; (2) 西北地区水泥企业协同不达预期的风险。

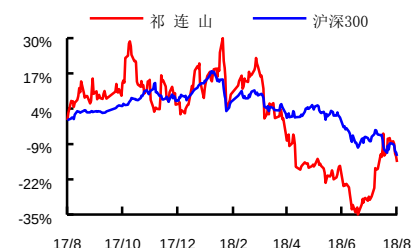
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5968.97	6278.81	6842.31	7708.81
增长率	16.71%	5.19%	8.97%	12.66%
归属母公司净利润 (百万元)	574.69	738.74	818.54	1012.96
增长率	245.00%	28.55%	10.80%	23.75%
每股收益 EPS (元)	0.74	0.95	1.05	1.30
净资产收益率 ROE	8.96%	11.82%	11.83%	13.04%
PE	11	8	8	6
PB	1.16	1.08	0.97	0.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 余尊宝
 执业证号: S1250518070002
 电话: 023-63786519
 邮箱: yzbao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.76
流通 A 股(亿股)	7.76
52 周内股价区间(元)	6.39-12.75
总市值(亿元)	62.18
总资产(亿元)	99.05
每股净资产(元)	7.11

相关研究

1. 祁连山 (600720): 地区投资将反弹, 量价齐升可期 (2018-03-21)

关键假设：

假设 1：受益企业协同和环保督察对供给结构的优化，水泥业务毛利率不断提升，2018-2020 年水泥毛利率分别为 33%、34%和 35%；

假设 2：甘肃、青海地区基建投资增速回暖，水泥需求改善，2018-2020 年水泥订单增速分别为 4%、8%和 12%；

假设 3：公司盈利持续改善，借款减少使 2018-2020 年财务费用率较 2017 年下降约 2-3 个百分点。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
水泥	收入	5445.90	5663.7	6116.8	6850.9
	增速	22.1%	4.0%	8.0%	12.0%
	毛利率	31.0%	33.0%	34.0%	35.0%
商品混凝土	收入	460.01	552.0	662.4	794.9
	增速	54.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
商品熟料	收入	17.30	17.3	17.3	17.3
	增速	-68.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
其他业务	收入	45.76	45.8	45.8	45.8
	增速	49.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%
合计	收入	5969.0	6278.8	6842.3	7708.8
	增速	16.7%	5.2%	9.0%	12.7%
	毛利率	30.9%	32.7%	33.6%	34.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5968.97	6278.81	6842.31	7708.81	净利润	529.05	746.20	826.80	1023.20
营业成本	4126.62	4224.44	4544.13	5052.81	折旧与摊销	631.73	588.43	588.43	588.43
营业税金及附加	62.49	66.43	72.14	81.37	财务费用	125.79	-56.51	-61.58	-69.38
销售费用	316.35	354.96	378.76	429.75	资产减值损失	73.70	30.00	30.00	30.00
管理费用	679.99	719.40	782.47	882.12	经营营运资本变动	110.65	-101.69	4.65	-36.48
财务费用	125.79	-56.51	-61.58	-69.38	其他	-452.81	-24.80	-31.73	-29.42
资产减值损失	73.70	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1018.11	1181.64	1356.58	1506.35
投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	306.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-130.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	176.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	692.10	940.08	1096.39	1302.13	短期借款	-290.00	-474.37	-650.63	0.00
其他非经营损益	-28.07	-1.31	-10.23	-7.26	长期借款	-533.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	664.03	938.77	1086.16	1294.87	股权融资	2.09	0.00	0.00	0.00
所得税	134.98	192.56	259.36	271.68	支付股利	-50.46	-114.94	-147.75	-163.71
净利润	529.05	746.20	826.80	1023.20	其他	-31.90	-756.97	61.58	69.38
少数股东损益	-45.64	7.46	8.27	10.23	筹资活动现金流净额	-904.17	-1346.28	-736.79	-94.33
归属母公司股东净利润	574.69	738.74	818.54	1012.96	现金流量净额	290.25	-164.64	619.78	1412.02
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	792.52	627.88	1247.66	2659.69	成长能力				
应收和预付款项	971.42	1189.34	1231.52	1401.70	销售收入增长率	16.71%	5.19%	8.97%	12.66%
存货	596.42	667.80	701.68	793.00	营业利润增长率	416.65%	35.83%	16.63%	18.77%
其他流动资产	26.61	26.89	29.70	33.32	净利润增长率	291.26%	41.05%	10.80%	23.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.42%	1.54%	10.27%	12.19%
投资性房地产	2.93	2.93	2.93	2.93	获利能力				
固定资产和在建工程	6509.17	6020.21	5531.25	5042.29	毛利率	30.87%	32.72%	33.59%	34.45%
无形资产和开发支出	877.49	785.37	693.25	601.13	三费率	18.80%	16.21%	16.07%	16.12%
其他非流动资产	364.37	357.02	349.66	342.31	净利率	8.86%	11.88%	12.08%	13.27%
资产总计	10140.93	9677.43	9787.66	10876.37	ROE	8.96%	11.82%	11.83%	13.04%
短期借款	1125.00	650.63	0.00	0.00	ROA	5.22%	7.71%	8.45%	9.41%
应付和预收款项	1342.91	1521.50	1588.81	1788.84	ROIC	8.15%	9.21%	11.03%	14.66%
长期借款	228.00	228.00	228.00	228.00	EBITDA/销售收入	24.29%	23.44%	23.72%	23.62%
其他负债	1542.69	966.75	981.23	1010.43	营运能力				
负债合计	4238.60	3366.88	2798.04	3027.26	总资产周转率	0.57	0.63	0.70	0.75
股本	776.29	776.29	776.29	776.29	固定资产周转率	0.93	1.04	1.23	1.52
资本公积	1341.25	1341.25	1341.25	1341.25	应收账款周转率	12.23	12.46	12.37	12.66
留存收益	2998.03	3621.84	4292.62	5141.88	存货周转率	6.03	6.23	6.21	6.36
归属母公司股东权益	5338.61	5739.37	6410.16	7259.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.06%	—	—	—
少数股东权益	563.72	571.18	579.45	589.68	资本结构				
股东权益合计	5902.33	6310.56	6989.61	7849.10	资产负债率	41.80%	34.79%	28.59%	27.83%
负债和股东权益合计	10140.93	9677.43	9787.66	10876.37	带息债务/总负债	43.72%	40.95%	26.02%	24.05%
					流动比率	0.73	1.04	1.75	2.36
					速动比率	0.55	0.77	1.36	1.98
					股利支付率	8.78%	15.56%	18.05%	16.16%
					每股指标				
					每股收益	0.74	0.95	1.05	1.30
					每股净资产	6.88	7.39	8.26	9.35
					每股经营现金	1.31	1.52	1.75	1.94
					每股股利	0.07	0.15	0.19	0.21
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1449.62	1472.00	1623.24	1821.19					
PE	10.82	8.42	7.60	6.14					
PB	1.16	1.08	0.97	0.86					
PS	1.04	0.99	0.91	0.81					
EV/EBITDA	5.22	4.53	3.33	2.19					
股息率	0.81%	1.85%	2.38%	2.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn