

## 建筑材料

 陕西需求高景气，西部水泥存良机  
——水泥地图系列报告

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

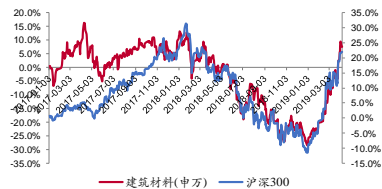
研究助理：孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数	73
行业总市值(百万元)	7144.05
行业流通市值(百万元)	

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

## 投资要点

- 供给端：陕西省水泥竞争格局步入存量时代，西部水泥卡位优势明显。**行业高盈利周期并未过渡至高资本开支，存量博弈格局延续，区域 CR4 达到 80%。供给约束有序，产能结构优化调整持续进行。2019 年陕西省的行政性错峰生产力度与 2018 年同比持平，而伴随着陕西海中贸易平台的建立，公司间的协同力度有望大幅增强。我们认为陕西省 2019 年的水泥供给端约束力度同比 2018 年更强。
- 需求端：长期水泥需求有保障，短期地产韧性、基建有弹性。**从长期看，关中城市群建设支撑区域中长期水泥需求。短期看，陕西省地产库存较低，新开工高增叠加施工环节回暖，需求韧性仍然较强。而与大多数省份不同，2019 年陕西省的棚改力度我们预计同比有 10 个点的正增长，因此新开工的韧性甚至有望超预期。与此同时，宽松的货币信用环境为 2019 年西北区域基建复苏打下良好基础。我们认为 2019 年西部水泥所处的水泥需求有望优于 2018 年。
- 西部水泥是陕西水泥领军者，19 年盈利稳步修复。**西部水泥（旗下主要是尧柏水泥）是陕西省水泥龙头公司，公司目前共拥有产线 21 条合计熟料产能 1906.5 万吨/年。其中，公司在陕西拥有 17 条产线合计产能 1534.5 万吨，位居陕西省熟料产能首位，是绝对的行业领军者，布局合理竞争能力强。公司的第一大股东是盈亚投资有限公司，由张继民先生实际控制，拥有 32.3% 的西部水泥股权，二股东海螺水泥拥有 21.1% 的股权。2015 年 6 月，西部水泥针对海螺定向增发，增发后，海螺占股西部水泥 16.67%；之后，海螺水泥通过在二级市场增持到 21.1%。
- 从公司估值看，按照吨 EV 估算，我们认为公司可比估值大幅低于行业可比公司。**横向对比看，公司按照人民币计价的市值约 51 亿元，而公司拥有熟料产能 1906.5 万吨，吨 EV 仅 268 元。与冀东水泥（259 亿市值，6445 万吨产能，吨 EV402 元）、海螺水泥（2223 亿市值，2.52 亿吨产能，吨 EV882 元）、华新水泥（428 亿市值，5592 万吨产能，吨 EV765 元）相比均大幅低估。
- 若从现金流折现模型的方法思考。**粗略估计下，我们认为在公司未来三年经营性现金净流入在持续维持在 20 亿元以上（15 亿净利润+7 亿元折旧）。从静态的现金流投资回报率看，仅 3 年不到，因此我们认为公司目前的市场价值大幅被低估。
- 从潜在的催化看，**公司目前的二股东海螺水泥，虽然在 15 年收购西部水泥失败，但根据公司公告来看，未来仍有望进一步收购兼并西部水泥，大幅加强区域内的市场控制能力。
- 根据我们估算，公司 2019 年吨毛利有望同比 2018 年提升 10 元，销量有望同比提升 5%，在非经常性损益大幅减少的情况下，公司的实际归母净利润有望大幅提高至约 17 亿元，按照目前股价估值不到 3 倍 PE。**

- **风险提示:**
- **宏观经济风险:** 水泥行业整体需求与宏观经济相关性极高，虽然近年随着水泥供给端约束的不断增强，行业盈利受宏观经济的波动影响出现减小；但是宏观经济如果出现大幅波动导致需求明显变化，行业整体格局可能会受到较大冲击，从而明显影响行业盈利能力。
- **供给侧改革推进不达预期:** 水泥供给侧改革以及产能端、原材料端控制对政策依赖程度相对较高，根据各地实际情况执行程度情况存在一定不确定性。

## 内容目录

供给：西北区域进入存量时代，供给约束韧性强.....	- 5 -
存量时代，西部水泥卡位优势明显.....	- 5 -
错峰划定安全边际，协同强度持续提升.....	- 6 -
需求：长期有保障，短期地产韧性强、基建有弹性.....	- 8 -
关中城市群建设支撑区域中长期水泥需求.....	- 8 -
陕西棚改未明显退坡，低库存高新开工支撑需求韧性.....	- 8 -
西北区域基建有望迎来回暖.....	- 9 -
西部水泥：陕西水泥领军者，盈利能力稳定修复.....	- 11 -
西部水泥是陕西区域龙头，近年盈利能力稳定修复.....	- 11 -
深耕陕南，持续优化产能布局.....	- 12 -
公司石灰石重估价值高，高自给率下公司竞争力强.....	- 14 -
公司相对价值低估，现金流回报有保障.....	- 14 -
绝对估值法下公司价值仍然被低估，未来存向上期权.....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：陕西省新型干法熟料产能投放.....	- 5 -
图表 2：陕西省熟料产能分布.....	- 5 -
图表 3：陕西省熟料产能占比分布.....	- 5 -
图表 4：错峰生产政策具备一贯性和针对性.....	- 6 -
图表 5：关中平原城市群主体功能区拼图.....	- 8 -
图表 6：“一圈一轴三带”的空间格局.....	- 8 -
图表 7：陕西省房屋新开工、施工增速.....	- 9 -
图表 8：陕西省住房广义库存拟合.....	- 9 -
图表 9：2018 年二季度以来政府应对经济下行意愿明显变强.....	- 9 -
图表 10：10 年期国债利率处于历史低位.....	- 10 -
图表 11：信用利差与 18 年相比有改善.....	- 10 -
图表 12：营业收入（亿元）.....	- 11 -
图表 13：扣非后归母净利润（亿元）.....	- 11 -
图表 14：西部水泥分季度销量情况（千吨）.....	- 11 -
图表 15：西部水泥吨毛利情况（元/吨）.....	- 11 -
图表 16：毛利率&净利率.....	- 11 -
图表 17：ROE&ROA.....	- 11 -
图表 18：西北区域 42.5R 水泥价格情况.....	- 12 -
图表 19：西北区域 42.5R 水泥库存情况.....	- 12 -
图表 20：西部水泥股权结构.....	- 12 -
图表 21：公司在产产线统计.....	- 13 -

图表 22: 公司在建产线统计 ..... - 13 -

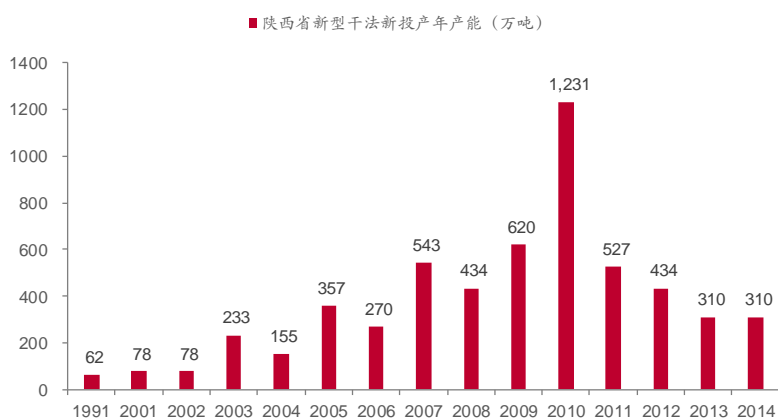
图表 23: 公司产线布局 ..... - 13 -

## 供给：西北区域进入存量时代，供给约束韧性强

### 存量时代，西部水泥卡位优势明显

- 近5年区域几乎无新增产能投放，区域竞争进入存量博弈时代。从陕西省的熟料产能投放情况看，上一轮产能大幅增加是在2009-2011年，后续在14年后区域产能并无大量新增，陕西省整体的熟料竞争格局进入存量博弈时代。

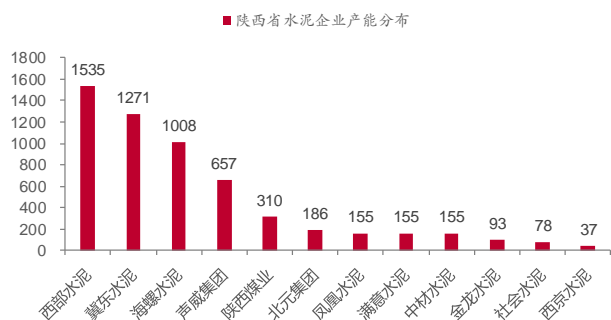
**图表 1：陕西省新型干法熟料产能投放**



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

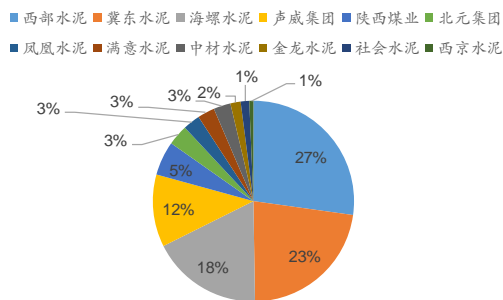
- 从陕西的竞争格局看，CR4 高达 80%，高集中度有利于行业协同。从陕西省的熟料产能分布看，目前区域内的熟料产能前四名分别是西部水泥（17 条线，年产能 1535 万吨，27% 产能占比）；冀东水泥（10 条线，年产能 1271 万吨，23% 产能占比）；海螺水泥（7 条线，年产能 1008 万吨，18% 产能占比）；声威集团（6 条线，年产能 657 万吨，12% 产能占比）。由于西部水泥的第二大股东是海螺水泥，而海螺在 15-16 年存在意向收购西部水泥，西部水泥在年报中也提出未来不排除海螺水泥进一步增持公司股权，二者间合作日臻成熟，行业实际的集中度更高。

**图表 2：陕西省熟料产能分布**



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

**图表 3：陕西省熟料产能占比分布**



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

- **近5年区域无新增产能投放，区域竞争进入存量博弈时代。**从陕西省的熟料产能投放情况看，上一轮产能大幅增加是在2009-2011年，后续在14年后区域产能并无新增，陕西省整体的熟料竞争格局在存量博弈时代下持续优化。

#### 错峰划定安全边际，协同强度持续提升

- **政府供给侧诉求并未发生实质性改变，水泥错峰生产的政策具备连续性。**国办发〔2016〕34号文件中提出对水泥行业的严禁新增产能政策仍然严格执行，产能置换政策同样愈发趋紧。而在过去几年中对我国水泥的产能过剩和减少污染物排放都起到了至关重要的作用的错峰生产，在2018年国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中，被列为环保强化督查重点任务：“制定错峰生产方案，实施差别化管理。要将错峰生产方案细化到企业生产线”。

**图表 4：错峰生产政策具备一贯性和针对性**

发布时间	事件	主体	内容
2015年11月	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	工信部、环保部	北方地区采暖期若继续生产水泥熟料，水泥窑炉和采暖炉排放叠加，势必增大大气污染和雾霾天气发生机率。为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，促进水泥行业节能降耗，提质增效，当前，北方地区水泥产能严重过剩，水泥行业盈亏相抵已处于净亏损状态。决定北方地区在2015-2016年采暖期全面试行水泥错峰生产。
2016年5月	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	在压减过剩产能中提出要推行错峰生产。在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。
2016年10月	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	工信部、环保部	为贯彻落实国办发〔2016〕34号文件，化解水泥行业产能严重过剩矛盾，合理缩短水泥熟料装置运转时间，有效压减过剩熟料产能，同时避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染，决定在2015年北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好2016—2020年期间水泥错峰生产。
2017年11月	《关于“2+26”城市部分工业行业2017—2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	工信部、环保部	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照工信部联原〔2016〕351号文件有关规定实施错峰生产。承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷，报地市级人民政府备案并在门户网站上公告。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
2018年7月	《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的的通知》	国务院	重点区域实施秋冬季重点行业错峰生产。加大秋冬季工业企业生产调控力度，各地针对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业， <b>制定错峰生产方案，实施差别化管理。</b> 要将错峰生产方案细化到企业生产线、工序和设备，载入排污许可证。企业未按期完成治理改造任务的，一并纳入当地错峰生产方案，实施停产。属于《产业结构调整指导目录》限制类的，要提高错峰限产比例或实施停产。

来源：工信部官网、国务院官网，中泰证券研究所

- **陕西省2019年水泥错峰计划约束政策延续，力度只增不减。**2019年4月3日，陕西省政府办公厅印发《陕西省蓝天保卫战2019年工作方案》，提出关中地区在夏季（6月1日至9月31日），对水泥（含特种水泥，不含粉磨站）实施限产，关中地区在冬防期间（11月15日至来年3月15日）对水泥（含特种水泥、不含粉磨站）等建材行业全部实施停产，承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保障重大民生任务的水泥行业，要根据承担任务量核定最大允许生产负荷。此外，要将错峰生产方案细化到企业生产线、工序和设备，载入排污许可证。关中地区的熟料产能占据整个陕西省的79%，与2018年的错峰政策相比，我们认为没有明显变化，将继续大幅削减实际产能，熟料供给端持续收缩。
- **从行业协同看，伴随着各地大企业对于熟料销售的渠道控制力进一步加强，对水泥的供给及行业定价形成了良好的约束。**2018年8月，建立在山西CR4 80%的高集中度的情况下，海螺在陕西成立了陕西海中建材贸易

有限责任公司，龙头企业间对整体供给端的把控能力提高，有利于提升区域盈利能力。

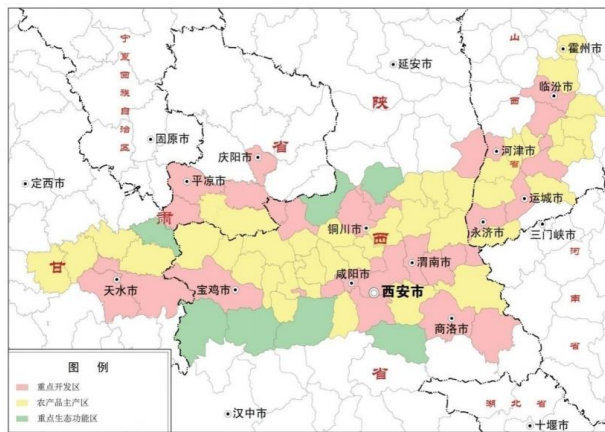
- 综上所述我们认为，虽然部分区域的行政化限产和临时限产在“不搞一刀切”的要求下，有一定程度放松，但是水泥企业的高盈利周期并未过度至高资本开支，存量博弈格局仍然得以延续，我们认为在环保压力仍然持续存在的压力下，陕西省水泥政策短供给端的约束并没有放松，而行业协同看由于水泥供销平台的实施，行业间的协同能力进一步加强，因此我们认为，对于西北地区而言，**2019年从供给端看水泥行业整体的供给收缩力度比2018更强。**

## 需求：长期有保障，短期地产韧性强、基建有弹性

### 关中城市群建设支撑区域中长期水泥需求

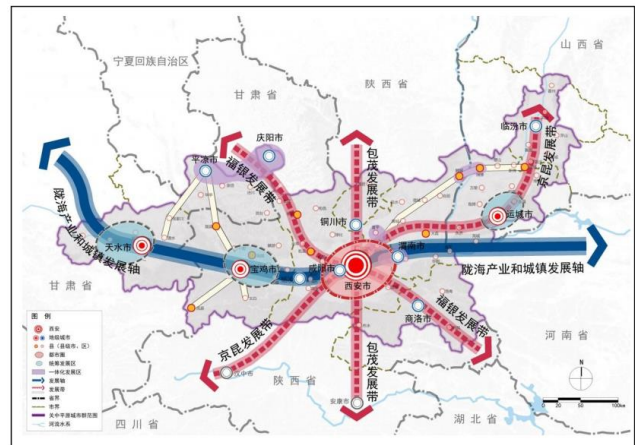
- **关中城市群建设为区域中长期水泥需求奠定基础。**2018年1月15日，发改委印发《关中平原城市群发展规划的通知》。关中平原区位优势显著。地处我国内陆中心，是亚欧大陆桥的重要支点，是西部地区面向东中部地区的重要门户。贯通西部地区的南北通道和新亚欧大陆桥在此交汇，以西安为中心的“米”字型高速铁路网、高速公路网加快完善，国际枢纽机场和互联网骨干直联点加快建设，全国综合交通物流枢纽地位更加凸显。《通知》要求构建“一圈一轴三带”的总体格局，提高空间发展凝聚力。“一圈”：指由西安、咸阳主城区及西咸新区为主组成的大西安都市圈；“一轴”：即沿陇海铁路和连霍高速的主轴线；“三带”：即包茂发展带、京昆发展带、福银发展带。我们认为关中城市群的规划奠定了区域中长期需求的基础。

图表 5：关中平原城市群主体功能区拼图



来源：发改委，中泰证券研究所

图表 6：“一圈一轴三带”的空间格局



来源：发改委，中泰证券研究所

### 陕西棚改未明显退坡，低库存高新开工支撑需求韧性

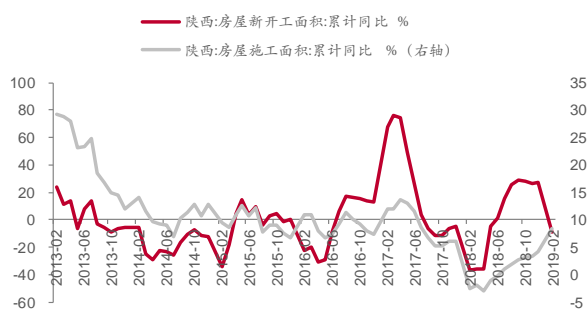
- **地产：从全国情况来看，2019年新开工增速预计将在“脉冲”后回落。**但过去两年的地产高新开工增速逐步传到至施工端，仍对水泥需求形成一定支撑。近两年地产销售高增，棚改的货币化安置起到了重要作用。而从2018年下半年开始，房企预期近年来人为制造三四线需求的棚改整体将会降温，因而出现了一轮实质为“抢先销售”的新开工“脉冲”；而如若销售增速快速下行，一二线销售政策如期边际松绑，在资金回流刺激叠加需求透支的前提下，对于三四线房企的新开工信心会有比较明显的压制，三四线新开工高增的可持续性可能相对较弱；而对于一二线而言，整体库存非常低，预计新开工增速环比仍将维持增长趋势，但是近年土地供给结构的错位并不足以支撑短周期维度上的开发体量，去对三四线新开工下行进行完全的对冲。我们认为新开工的回落势必会拖累



水泥需求增速。然而，过去两年的地产高新开工增速逐步传到至施工端，对水泥需求形成韧性支撑。陕西省广义房屋库存较低，2018年末新开工增速处于高位，近期施工增速逐步回暖，我们预计2019年施工端对水泥的需求韧性依然强劲。

- 从陕西省的棚改计划看，2019年仍有望同比提升，从而对房屋新开工与施工增速形成支撑，对地产拉动的水泥需求形成支撑。从陕西省的棚改计划看，2018年计划开工20.2万套，2019-2020年计划合计开工44.38万套，因此若平均来看2019年陕西省的棚改力度并未出现断崖式下滑，有望持续对需求形成支撑。

图表 7: 陕西省房屋新开工、施工增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 陕西省住房广义库存拟合



来源: wind, 中泰证券研究所

### 西北区域基建有望迎来回暖

- 西北基建有望迎来回暖。2018年3月以来，伴随着贸易摩擦的逐步发酵，以及经济数据下滑，政府对于经济的表述已经从2017年末的“经济转向高质量发展阶段”到2018年末的“经济运行稳中有变、变中有忧”，整体基调发生了明显转向；而在货币政策和财政政策的选择上，2018年末政治局会议也更加积极，分别提出了“稳健的货币政策要松紧适度”、“积极的财政政策要加力提效”。2018年下半年开始通过刺激基建拉动投资的舆论也逐步高涨。7月份的国常会提出“积极的财政政策要更加积极”，同月的政治局会议要求通过加大基础设施建设补短板。8月，财政部要求加快专项债发行的速度。12月，政治局会议要求积极的财政政策要加力提效，“较大幅度增加地方政府专项债券规模”。

图表 9: 2018年二季度以来政府应对经济下行意愿明显变强

时间	事件
2018年12月	中央经济工作会议提出较大幅度增加地方政府专项债规模
2018年8月	财政部要求加快地方政府专项债发行进度
2018年7月	政治局会议要求加大基础设施领域补短板力度
2018年7月	国常会提出“积极的财政政策要更加积极”
2018年4月	政治局会议提出“扩大内需”

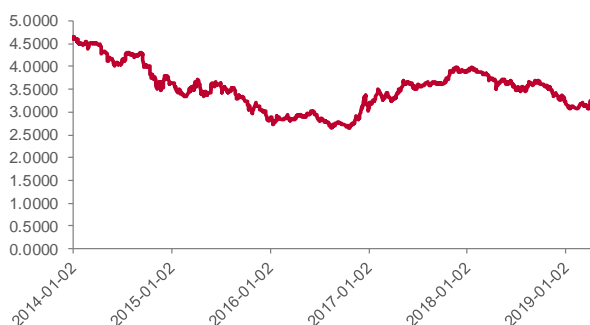
来源: 发改委, 中泰证券研究所

- 从陕西省情况看，2019年计划全年完成交通投资650亿元，虽然与2018年的700亿规划相比略有下滑，但我们认为随着基建发力，今年陕西省

的基建有望超预期完成。2019年，陕西省高速公路续建项目19个，力争开工项目2个，建设规模1500公里以上；建成2个高速公路项目122公里。全省高速公路通车总里程力争突破5600公里。国省干线公路改造规模2000公里，建成400公里以上。新改建、完善农村公路4000公里，实施公路安全生命防护工程1万公里、危桥病隧整治和桥涵配套工程6000延米；建成6个、开工6个三级以上客货运输站场，新增通客车建制村300个。同时，2019年我省预计铁路建设规模2000公里，全线建成并开通试运营全省第一条城际铁路。

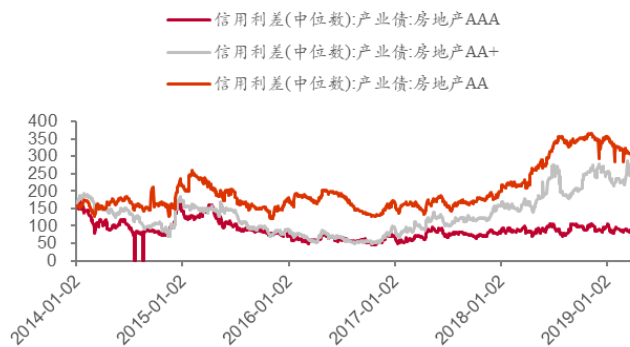
- **从新疆地区情况看。**过去几年新疆区域的“维稳”基调和地方信用收缩导致区域建设强度不及预期，而随着经济发展和内需成为政府工作重心，基建有望出现稳定回暖。从新疆公布的交通运输固定资产投资规划来看，**2019年新疆计划完成交通运输固定资产投资526.33亿元，而2018年的计划为490亿元，同比提高7.3%**。具体来看，2019年新疆计划新改建国省干线841公里、新增高速公路434公里、新改建农村公路1.2万公里，并通过完善交通基础设施建设，加快实现“疆内环起来、进出疆快起来”，“将继续加大交通基础设施补短板力度，重点围绕北、中、南及南北疆通道建设，推进区内公路环起来、进出疆通道快起来、道路运输畅起来、交通旅游融起来等工作。”从项目规划上看，2019年新疆计划G30线乌鲁木齐—奎屯、大黄山—乌鲁木齐改扩建、G3012线喀什（疏勒）—叶城—墨玉二期等11个项目将建成通车，新增高速公路434公里、高速公路总里程将达5234公里；开工建设G7线伊吾—巴里坤高速公路、G0711线乌鲁木齐—库尔勒（尉犁）高速公路等7个项目；加快建设G30线小草湖—乌鲁木齐改扩建、G315线依吞布拉克—若羌、若羌—民丰等20个项目。
- **我们认为对于西北区域而言，过去两年基建“能力”端的掣肘有望逐渐解除，资金面充裕与信用环境修复为基建发力提供了良好的环境，我们认为2019年区域基建向上有弹性，对区域水泥需求形成正向拉动。**从资金面看和信用利差角度看，十年期国债收益率处于历史低位，信用利差与18年相比也有改善，为企业和政府融资提供了良好的环境。2019年基建增速有望回暖。

图表 10: 10 年期国债利率处于历史低位



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 信用利差与 18 年相比有改善



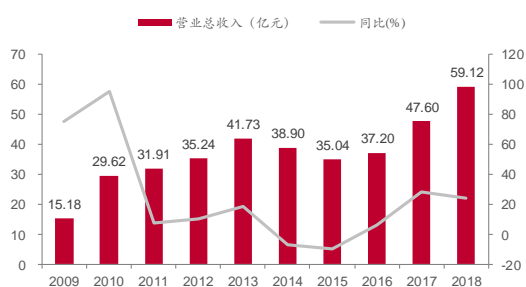
来源: wind, 中泰证券研究所

## 西部水泥：陕西水泥领军者，盈利能力稳定修复

西部水泥是陕西区域龙头，近年盈利能力稳定修复

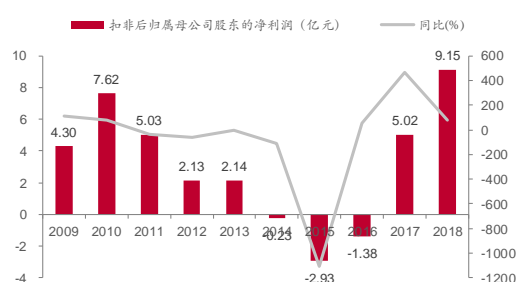
- 西部水泥（主体是尧柏水泥）是公司陕西省重要的水泥及熟料生产企业，在关中和陕南占据主导地位，在新疆及贵州亦有布局。陕西区域水泥产能严重过剩产能利用率低，近年随着行业水泥行业步入存量博弈阶段、错峰生产推行，公司在减量生产的情况下，盈利实现稳定修复。**2018**年公司实现营业收入**59.12**亿元，同比提高**24.19%**；实现归母净利润扣非后归母净利润**9.15**亿元，同比提高**82.36%**。

图表 12：营业收入（亿元）



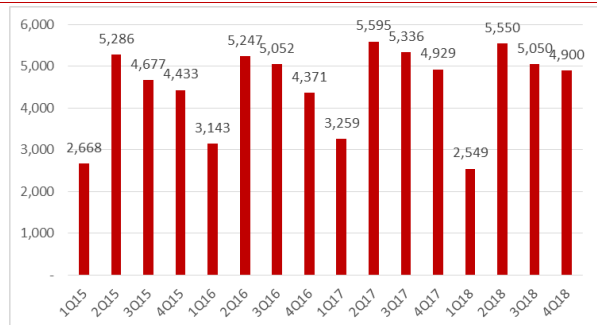
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：扣非后归母净利润（亿元）



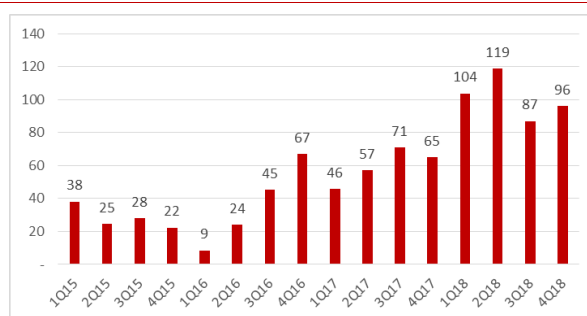
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：西部水泥分季度销量情况（千吨）



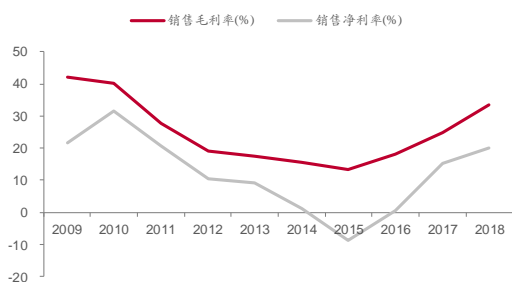
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 15：西部水泥吨毛利情况（元/吨）



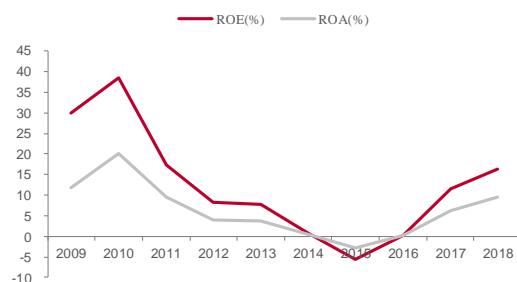
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 16：毛利率&净利率



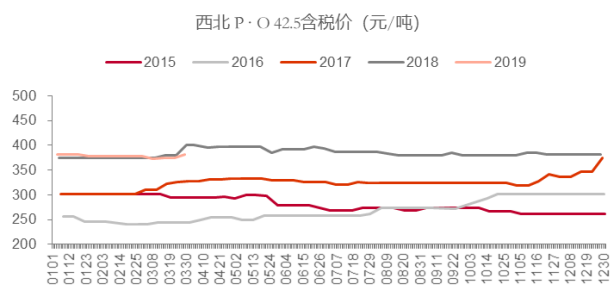
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：ROE&ROA



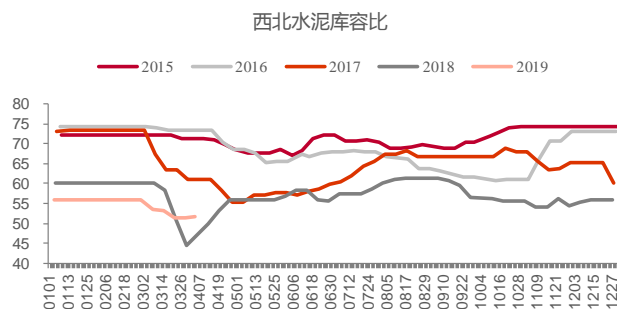
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18: 西北区域 42.5R 水泥价格情况



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

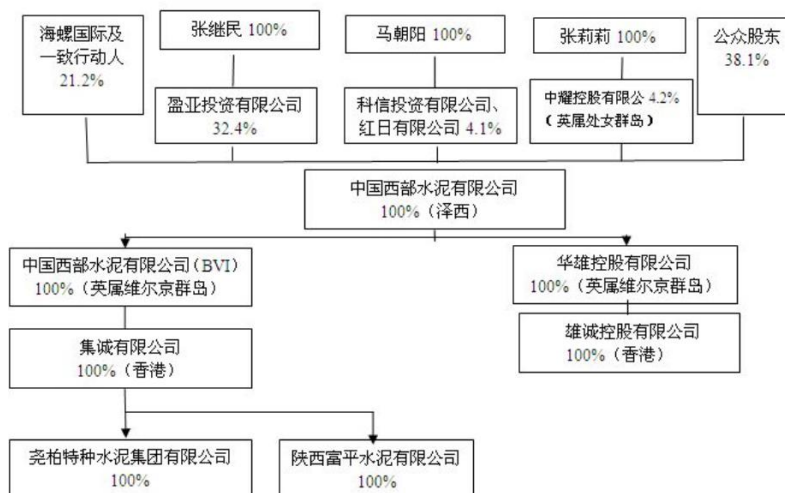
图表 19: 西北区域 42.5R 水泥库存情况



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

- 公司的第一大股东是盈亚投资有限公司, 由张继民先生实际控制, 拥有 32.3% 的西部水泥股权, 海螺水泥拥有 21.1% 的股权。2015 年 6 月, 西部水泥针对海螺定向增发 20% 的股票, 增发之后, 海螺占股西部水泥 16.67%; 之后, 海螺水泥通过在二级市场的交易, 股票增持到 21.2%。

图表 20: 西部水泥股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 深耕陕南, 持续优化产能布局

- 公司共拥有产线 21 条合计熟料产能 1906.5 万吨/年, 近年逐步优化产能布局。其中, 公司在陕西拥有 17 条产线合计产能 1534.5 万吨; 新疆拥有 3 条产线合计产能 294.5 万吨; 贵州拥有 1 条产线, 合计产能 77.5 万吨。到 2020 年, 公司计划淘汰陕西在产的 5 条 2500t/d 的产线, 通过 1:1.5 的减量置换, 置换成一条铜川的 8333t/d 的产能 (这五条产线窑龄均在 10 年以上, 折旧接近尾声, 停产不会带来大量资产减值计提)。

图表 21: 公司在产产线统计

序号	省市名称	企业名称	建设地点	建设规模 (t/d)	熟料产能(万吨)	投产日期	集团	备注
1	陕西省	安康尧柏江华水泥有限公司	安康市	2500	77.5	2009.04	西部水泥	计划2020年底停止生产, 投产1年内拆除。若提前投产, 投产前关停, 投产一年内拆除。
2	陕西省	安康市尧柏水泥有限公司	安康市	4000	124	2008.12	西部水泥	
3	贵州省	贵阳市花溪麟山水泥有限公司	贵阳市	2500	77.5	2014.06	西部水泥	
4	陕西省	汉中尧柏水泥有限公司	汉中市	2500	77.5	2009.12	西部水泥	
5	陕西省	汉中西乡尧柏水泥有限公司	汉中市	2500	77.5	2011.04	西部水泥	
6	陕西省	汉中勉县尧柏水泥有限公司	汉中市	2500	77.5	2010.07	西部水泥	
7	新疆区	新疆和田鲁新水泥有限公司	和田地区	1500	46.5	2007.11	西部水泥	
8	新疆区	新疆和田尧柏水泥有限公司	和田地区	5000	155	2012.08	西部水泥	
9	陕西省	商洛尧柏秀山水泥有限公司	商洛市	1500	46.5	2005.04	西部水泥	
10	陕西省	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	商洛市	2500	77.5	2007.06	西部水泥	
11	陕西省	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	商洛市	4000	124	2012.03	西部水泥	
12	陕西省	陕西药王山水泥有限公司	铜川市	2500	77.5	2006.02	西部水泥	计划2020年底停止生产, 投产1年内拆除。若提前投产, 投产前关停, 投产一年内拆除。
13	陕西省	陕西药王山水泥有限公司	铜川市	2500	77.5	2010.12	西部水泥	
14	陕西省	陕西意大利陕西富平水泥公司	渭南市	5000	155	2006.05	西部水泥	
15	陕西省	陕西安丰水泥有限公司	渭南市	5000	155	2010.10	西部水泥	
16	陕西省	韩城市阳山山水泥有限公司	渭南市	2500	77.5	2010.07	西部水泥	
17	陕西省	尧柏特种水泥集团蒲城分公司	渭南市	2500	77.5	2003.12	西部水泥	计划2020年底停止生产, 投产1年内拆除。若提前投产, 投产前关停, 投产一年内拆除。
18	陕西省	尧柏特种水泥集团蒲城分公司	渭南市	2500	77.5	2010.06	西部水泥	
19	陕西省	西南蓝田尧柏水泥有限公司	西安市	2500	77.5	2007.03	西部水泥	计划2020年底停止生产, 投产1年内拆除。若提前投产, 投产前关停, 投产一年内拆除。
20	陕西省	西南蓝田尧柏水泥有限公司	西安市	2500	77.5	2007.06	西部水泥	计划2020年底停止生产, 投产1年内拆除。若提前投产, 投产前关停, 投产一年内拆除。
21	新疆区	伊犁尧柏水泥有限公司	伊犁州	3000	93	2014.06	西部水泥	
在产产能合计					1906.5			

来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 22: 公司在建产线统计

序号	省市名称	企业名称	建设地点	建设规模 (t/d)	熟料产能(万吨)	投产日期	集团
1	陕西省	铜川尧柏特种水泥有限公司	铜川市	8333	258.3	预计2020	西部水泥

来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

- 公司主要布局陕南区域。**陕南区域作为陕西省整体经济发展较好的区域, 经济总量大、人口产业相对密集, 对水泥需求量整体较为稳定。与此同时公司目前拥有两条特种水泥生产线, 能够满足区域内对特种水泥的需求量, 盈利能力优于普通水泥。

图表 23: 公司产线布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 公司石灰石重估价值高，高自给率下公司竞争力强

- 公司石灰石自给率较高，为中期发展奠定安全边际。石灰石系水泥生产中重要原料，截至 2017 年 3 月底，公司拥有石灰石矿山 25 座，总储量 70046.83 万吨，年规定开采量 1779.20 万吨。目前自有矿山分布在陕西省渭南市（蒲城县）、西安市（蓝田县）、安康市（汉滨区、旬阳县）、汉中市（勉县、洋县）、商洛市（镇安县、丹凤县）及新疆维吾尔自治区和田地区（墨玉县）。2014~2016 年，公司石灰石自给比率分别为 75.63%、79.92%和 75.90%；2017 年一季度石灰石自给比率为 73.10%。
- 从开采成本看，石灰石的完全开采成本约 20 元，而外购石灰石的成本在近两年大幅提高，一吨普遍价格在 35~40 元。公司作为高石灰石自给率的公司，具备一定资源禀赋，为公司提供较强竞争力。

### 公司相对价值低估，现金流回报有保障

- 可比估值法看，公司吨 EV 仅 268 元大幅低于可比公司。按照熟料产能吨 EV 估算，我们认为公司可比估值大幅低于行业可比公司。横向对比看，公司按照人民币计价的市值约 51 亿元，而公司拥有熟料产能 1906.5 万吨，吨 EV 仅 268 元。与冀东水泥（259 亿市值，6445 万吨产能，吨 EV402 元）、海螺水泥（2223 亿市值，2.52 亿吨产能，吨 EV882 元）、华新水泥（428 亿市值，5592 万吨产能，吨 EV765 元）相比均大幅低估。

### 绝对估值法下公司价值仍然被低估，未来存向上期权

- 若从现金流折现模型的方法思考，公司目前已经进入净现金的模式。粗略估计下，我们认为在公司未来三年经营性现金净流入在持续维持在 20 亿元以上（15 亿净利润+7 亿元折旧）。从静态的投资回报期看，仅 3 年不到，因此我们认为公司目前的市场价值明显低估。根据我们估算，公司 2019 年吨毛利有望同比 2018 年提升 10 元，销量有望同比提升 5%，在区域需求回暖、水泥价格提升、公司非经常性损益大幅减少的情况下，公司的归母净利润有望大幅提高至约 17 亿元，按照目前股价 PE 约仅 3 倍 PE。
- 从潜在的催化看，公司目前的二股东海螺水泥，虽然在 15 年收购西部水泥失败，但两者间合作甚密未来仍有望进一步收购兼并西部水泥，大幅加强区域内的市场控制能力。
- 风险提示：
  1. 宏观经济风险：水泥行业整体需求与宏观经济相关性极高，虽然近年随着水泥供给端约束的不断增强，行业盈利受宏观经济的波动影响出现减小；但是宏观经济如果出现大幅波动导致需求明显变化，行业整体格局可能会受到较大冲击，从而明显影响行业盈利能力。
  2. 供给侧改革推进不达预期：水泥供给侧改革以及产能端、原材料端控制对政策依赖程度相对较高，根据各地实际情况执行程度情况存在一定不确定性。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。