



2022-05-15

公司深度报告

增持/首次

青松建化(600425)

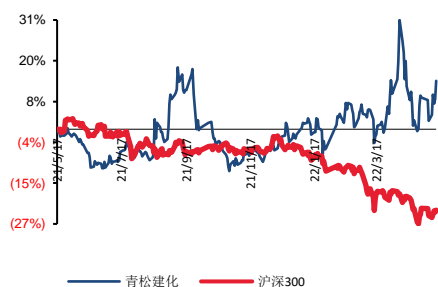
目标价: 5.25

昨收盘: 4.38

建筑材料 水泥

区域需求向好，经营业绩改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,379/1,379
总市值/流通(百万元)	6,039/6,039
12 个月最高/最低(元)	5.05/3.39

相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

报告摘要

- **兵团水泥企业，南疆产能占比高。**公司是新疆地区第二大水泥企业，实际控制人是第一师国资委，熟料产能 1,276 万吨/年、水泥产能 1,925 万吨/年。21 年公司水泥产量 786 万吨、市占率 17%，单吨售价 388 元，吨毛利 136 元。公司南疆产能占比 59%，受益于南疆发展。
- **行业受益于稳增长，新疆供给格局向好。**受基建和地产拖累，21 年中国水泥需求 23.6 亿吨，同比下滑 1.2%。未来在稳增长和超前基建政策带动下，行业有望量价齐升。新疆水泥产能利用率低，随着 32.5 水泥取消、电石渣水泥错峰、区域内产能并购，供给格局向好。
- **看好未来新疆水泥需求。**新疆水泥需求以交通投资为主，22 年自治区交通固定资产投资计划投资 800 亿元，较 21 年计划投资增长 33%。“十四五”期间自治区铁路建设规模 2,253 公里、公路建设规模 4.1 万公里，较“十三五”增长 15%、32%。21 年是区域水泥需求启动的第一年，需求增长 17%。由于公路和铁路施工时间偏长，22 年需求有望保持高增长。22 年 Q1 自治区交通固定资产投资同比增长 53%，水泥需求同比增长 16%，南疆水泥企业出货率为过去三年同期最高。
- **区域煤价稳定，化工盈利回升。**21 年疆内煤价涨幅低于疆外，公司水泥主业盈利能力相对稳定。21 年公司化工收入占比 12%，受益于 PVC 和烧碱价格回升，化工业务减亏明显。22 年 Q1 公司归母净利润 252 万元，为十年来 Q1 首次盈利，21 年同期为亏损 6,037 万元。随着 PVC 和烧碱价格的高位运行，化工板块盈利有望继续回升。
- **投资建议与估值：**预计公司 22-24 年 EPS 0.35/0.4/0.44 元，对应 PE 13/11/10 倍。鉴于公司业绩弹性大，给予公司 22 年 15 倍目标市盈率，未来 6-12 个月目标价 5.25 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**经济下行；价格不及预期；环保和安全政策；疫情反复。
- **盈利预测和财务指标：**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3912	4314	4535	4719
(+/-%)	28.90	10.28	5.12	4.06
净利润(百万元)	315	482	545	605
(+/-%)	24.75	52.99	13.09	11.06
摊薄每股收益(元)	0.23	0.35	0.40	0.44
市盈率(PE)	16.48	12.53	11.08	9.98

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 南疆水泥龙头，利润率存改善空间	5
(一) 大股东参与定增支持公司发展	5
(二) 公司是疆内第二大水泥企业	6
(三) 水泥是公司主要的收入和利润来源	7
(四) 公司净利率具有提升空间	8
二、 稳增长政策发力，价格上涨可期	10
(一) 施工进度影响需求节奏，未来价格上涨可期	10
(二) 供给格局向好，需求决定价格	12
三、 新疆需求向好，区域优势凸显	14
(一) “十四五”期间新疆交通领域项目众多	14
(二) 煤炭价格低廉，成本整体可控	21
(三) 化工产品涨价，化工业务减亏	22
四、 盈利预测及估值	23
(一) 基本假设	23
(二) 估值及投资建议	23
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司实际控制人为第一师国资委	5
图表 2：公司水泥产能 1925 万吨/年	6
图表 3：21 年公司水泥销量增长明显	7
图表 4：21 年公司在疆市占率 17%	7
图表 5：过去十年收入复合增速 6%	8
图表 6：过去十年利润复合增速-4%	8
图表 7：21 年公司水泥成本有所增长	8
图表 8：21 年公司建材毛利率小幅下滑	8
图表 9：公司毛利率高于北方水泥企业	9
图表 10：公司净利率低于可比公司	9
图表 11：公司销售费用率最低	9
图表 12：公司管理费用率偏高	9
图表 13：公司财务费用率偏高	9
图表 14：公司资产减值损失偏高	9
图表 15：中国水泥产量 14 年见顶	10
图表 16：受成本推动 21 年水泥价格大幅上涨	10
图表 17：收入增长源于价格上涨	11
图表 18：21 年水泥行业利润继续下滑	11
图表 19：22 年一季度基建投资增速转正	11
图表 20：房地产新开工面积继续回落	11
图表 21：21 年四季度以来专项债发行加速	12
图表 22：新疆前五大企业集中度偏低	12
图表 23：青松建化位列新疆产能第二	12
图表 24：新疆地区电石渣水泥产能占比高	13
图表 25：21 年新疆水泥价格基本稳定	13
图表 26：南疆价格高于北疆	13
图表 27：新疆固定资产投资以基建为主	14
图表 28：公路投资在交通投资占比高	14
图表 29：新疆水泥需求与公路投资关联度高	14
图表 30：新疆公路总里程持续增长	15
图表 31：新疆铁路总里程持续增长	15
图表 32：新疆公路密度偏低	15
图表 33：新疆铁路密度偏低	16
图表 34：国家综合立体交通网加快建设	17
图表 35：21 年新疆公路投资大幅增长	18
图表 36：21 年新疆水泥需求大幅增长	18
图表 37：新疆房地产投资增速高于全国	18
图表 38：新疆房地产新开工面积负增长	18
图表 39：“十四五”期间新疆规划的基建项目众多	20
图表 40：21 年新疆煤炭价格上涨	21
图表 41：21 年疆外煤价涨幅高于疆内	21
图表 42：青松建化 22 年 Q1 毛利率回升	21
图表 43：22 年新疆水泥价格高于同期	21
图表 44：21 年 PVC 价格大幅上涨	22
图表 45：21 年烧碱价格大幅上涨	22
图表 46：21 年青松化工亏损收窄	22

图表 47：十年来公司 Q1 首次盈利	22
图表 48：22-24 年公司主要产品销量和价格假设	23
图表 49：公司估值高于可比公司	24
图表 50：过去三年公司估值下限为 15 倍	24

一、南疆水泥龙头，利润率存改善空间

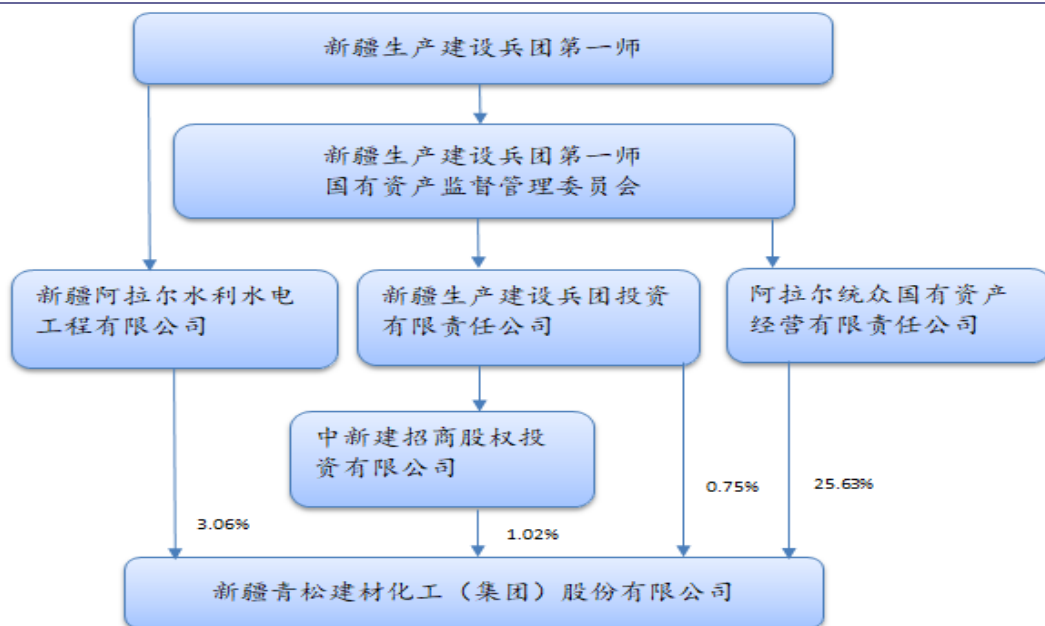
（一）大股东参与定增支持公司发展

新疆青松建材化工（集团）股份有限公司（简称：青松建化）成立于 2000 年 9 月，由新疆阿克苏青松建材化工总厂、新疆塔里木建筑安装工程总公司、新疆阿拉尔水利水电工程总公司、新疆生产建设兵团农一师塔里木热电有限责任公司和自然人刘功大共同发起设立。2003 年 7 月，公司在上交所上市。

公司是新疆发展历程最久的水泥企业之一，“青松牌”水泥在当地享有较高的声誉。围绕区域市场需求特点，公司开发出多种特种水泥产品，包括 HSR G 级高抗油井水泥、低碱无收缩 HSR C 水泥、HSR H 级油井水泥、HSR D 级油井水泥，G 级和 H 级油井水泥通过了国际通用的美国石油协会 API 认证，是国内能够生产 H 级油井水泥 5 家企业之一。经过多年发展，公司已经成为疆内油井水泥、道路水泥、大坝水泥等特种水泥的主要生产企业。

公司第一大股东为统众国资（持有公司 25.63% 的股份），实际控制人为第一师国资委。2022 年 3 月，公司启动非公开发行，拟以 3.17 元价格非公开发行 2.15 亿股（融资 6.8 亿元），募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金，统众国资以现金方式全额认购。通过本次发行，可以增强公司控制权的稳定性，提升决策效率，另一方面也可以向上市公司注入资金、支持上市公司发展。

图表 1：公司实际控制人为第一师国资委



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 公司是疆内第二大水泥企业

公司是新疆地区第二大水泥企业，熟料产能 1,276 万吨/年、水泥产能 1,925 万吨/年。公司在乌鲁木齐、乌苏、五家渠、库尔勒、库车、阿克苏、和田、克州、伊犁河谷、哈密完成了新型干法水泥生产线的战略布点。在北疆，公司依托乌鲁木齐作为战略节点，打造青松品牌效应；在南疆，公司依托兵团向南发展契机，把技改投入重点放在南疆，充分发挥南疆的主战场优势。截至 2021 年末，公司在南疆水泥年产能 1,135 万吨、产能占比 59%，在北疆水泥产能 790 万吨、产能占比 41%。

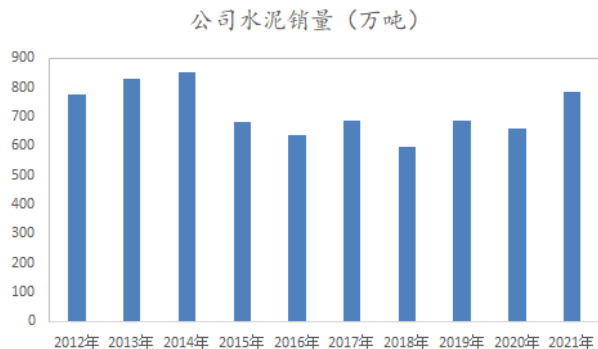
图表 2：公司水泥产能 1925 万吨/年

企业名称	水泥回转窑规格和实际产能		建成投产日期	核准、备案文件产能 (t/d)
	窑型规格	产能 (t/d)		
新疆青松建材有限责任公司	Φ 5.6/6/5.4×78m	7500	2013年6月	7500
哈密青松建材有限责任公司	Φ 4.0×60m	2000	2009年12月	2000
巴州青松绿原建材有限责任公司	Φ 4.0×58m	2500	2010年5月	2500
新疆青松建材化工（集团）股份有限公司	Φ 4.3×64m	3000	2008年12月	3000
	Φ 4.0×60m	2500	2011年5月	2500
库车青松水泥有限责任公司	Φ 4.8×74m	5000	2012年5月	5000
克州青松水泥有限责任公司	Φ 5.2×74m	6000	2012年7月	6000
	Φ 4.0×58m	2500	2010年2月	2500
和田青松建材有限责任公司	Φ 4.0×58m	2000	2007年12月	2000
伊犁青松南岗建材有限责任公司伊犁水泥厂	Φ 4.0×60m	2500	2009年5月	2500
伊犁青松南岗建材有限责任公司霍城水泥厂	Φ 3.2×52m	1000	2006年12月	1600
和布克赛尔县青松南岗屯南建材有限责任公司	Φ 3.2×50m	1000	2004年5月	1000
乌苏青松水泥有限责任公司	Φ 4.3×66m	3000	2011年6月	3000

资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

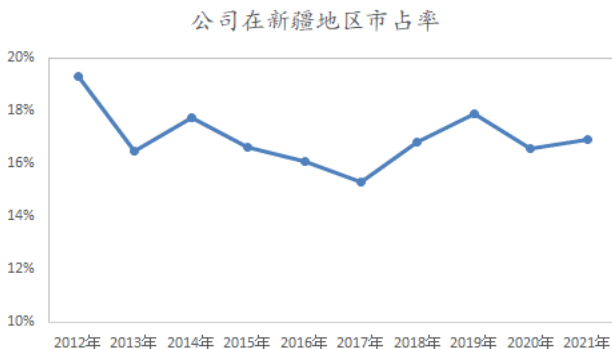
受制于区域内水泥产能过剩、错峰生产政策约束及新疆气候特点，公司每年 11 月至次年 3 月为错峰停产期，导致整体产能利用率较低。2021 年公司水泥产量 786 万吨、产能利用率 41%，水泥销量 786 万吨、市占率 17%。由于公司在南疆产能占比高，我们预计公司在南疆地区市占率高于北疆，预计公司在南疆市占率约 20%。

图表 3：21 年公司水泥销量增长明显



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 4：21 年公司在疆市占率 17%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）水泥是公司主要的收入和利润来源

公司收入全部来自于疆内，业务板块分为水泥和化工两大业务。2021 年，公司水泥收入占比 78%、水泥制品收入占比 9%、化工业务收入占比 12%。从利润情况看，化工业务的亏损拖累了公司的盈利，2021 年公司化工业务毛利率为-10.42%。

2021 年公司实现营业收入 39.12 亿元、2012-2021 年公司收入复合增速 6%，2021 年公司实现归母净利润 3.15 亿元、2012-2021 年公司利润复合增速-4%。由于公司水泥产能集中在疆内，区域内的需求和产品价格变动是影响公司收入的主要因素。2012 年公司水泥销量 778 万吨、2021 年公司水泥销量 786 万吨，水泥销量整体稳定；2012 年公司水泥售价 261 元/吨、2021 年公司水泥售价 388 元/吨；水泥价格上涨是导致公司收入增长的主要原因。

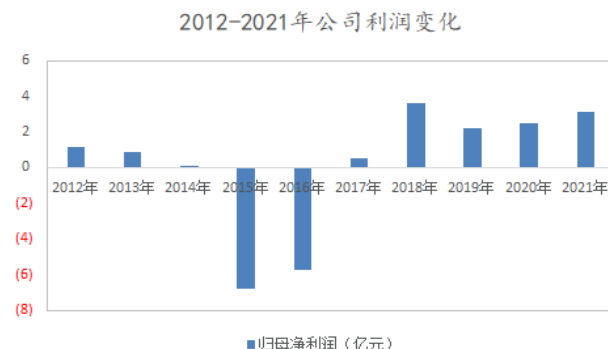
由于公司销量基本稳定，水泥和 PVC 业务的盈利能力是影响公司利润的主要因素。2012 年公司水泥生产成本 212 元、2021 年公司水泥生产成本 252 元，水泥吨毛利从 49 元增至 136 元，建材（水泥+水泥制品）板块毛利率从 16.84%增至 33.05%。拖累公司利润增长的主要是化工业务，2018 年之前由于产线停产，固定费用拖累化工业务出现亏损，2019 年复产后，由于产能利用率偏低，价格和成本的倒挂使得亏损的情况延续。

图表 5：过去十年收入复合增速 6%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 6：过去十年利润复合增速-4%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 7：21 年公司水泥成本有所增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 8：21 年公司建材毛利率小幅下滑



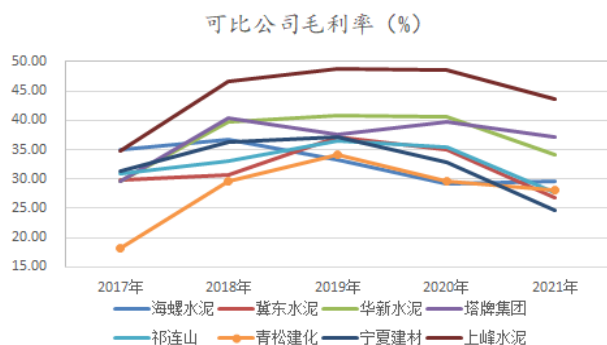
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（四）公司净利率具有提升空间

由于南北方需求及错峰生产政策差异，南方的水泥企业盈利能力优于北方水泥企业。从毛利率和净利率看，2021 年南方水泥企业（海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、上峰水泥）均高于北方水泥企业（冀东水泥、祁连山、青松建化、宁夏建材）。2021 年公司毛利率 28.03%，高于可比北方水泥企业；2021 年公司净利率 7.98%，远低于可比北方水泥企业。导致公司净利率偏低的原因是财务费用率和资产减值损失偏高。2021 年公司财务费用率 2.13%、资产减值损失在营业收入占比 3.1%，均位于可比公司首位。

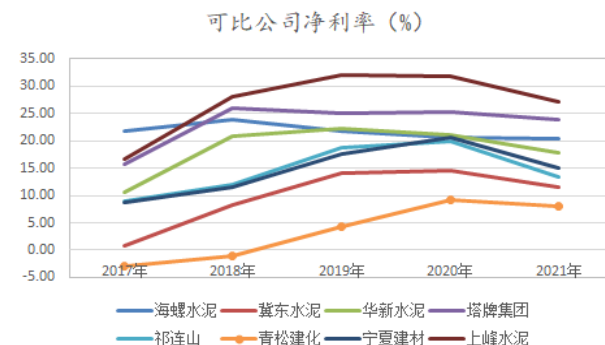
2017-2021 年，公司费用率持续改善，2021 年公司管理费用率较 2017 年下降 5.13 个百分点、销售费用率下降 1.01 个百分点、财务费用率下降 11.05 个百分点。2017-2021 年，公司资产减值损失仍处于高位，拖累公司业绩。

图表 9：公司毛利率高于北方水泥企业



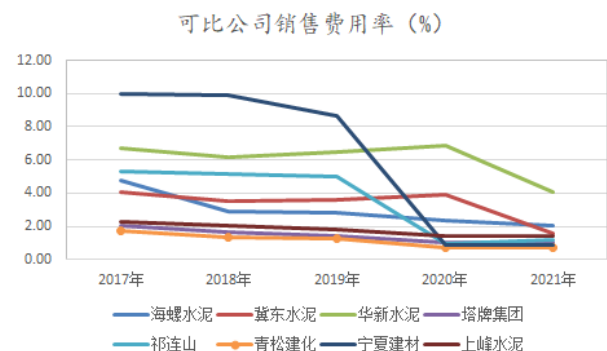
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：公司净利率低于可比公司



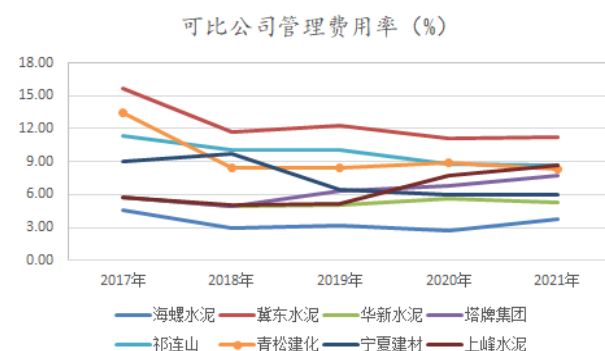
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：公司销售费用率最低



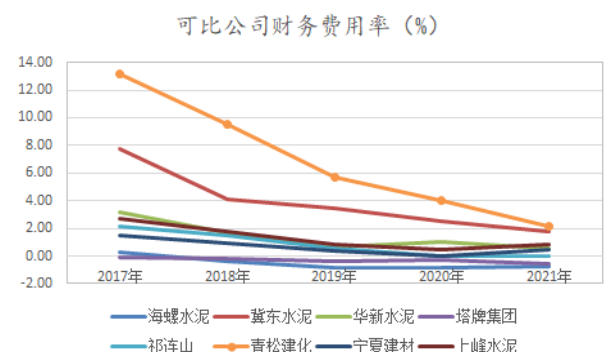
资料来源：苏博特招股书，太平洋研究院整理

图表 12：公司管理费用率偏高



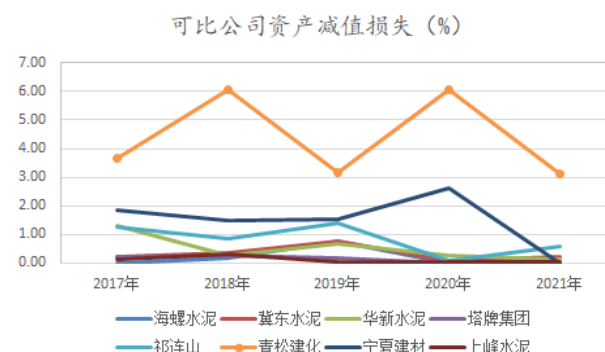
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：公司财务费用率偏高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：公司资产减值损失偏高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

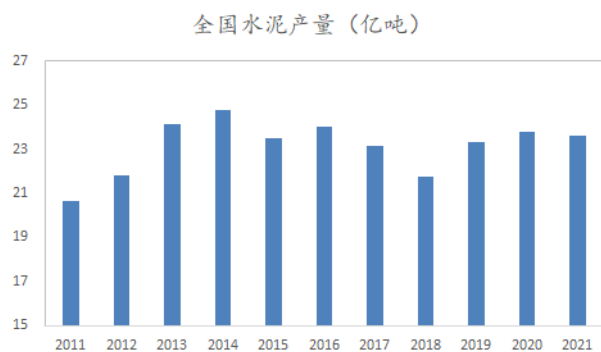
二、稳增长政策发力，价格上涨可期

（一）施工进度影响需求节奏，未来价格上涨可期

随着需求见顶和产能过剩问题逐渐突出，中国水泥需求在 2014 年见顶，大规模产能扩张的后遗症在需求见顶后逐渐显现。2016 年工信部下发水泥行业错峰生产政策，通过对产量的控制实现了水泥价格的上涨和行业利润的好转。2016-2020 年，国内水泥（以 P042.5 为例）价格从 233 元上涨至 441 元，水泥行业利润从 330 亿元增加到 1,833 亿元。在错峰生产政策持续推进的同时，对于新增产能管控和产能置换政策更加严格，供给端受限的状况有望维持。

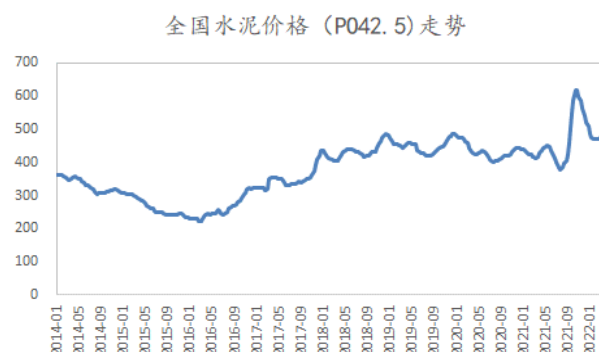
2021 年受能源成本上涨推动影响，国内水泥价格大幅上涨，水泥价格从年初 441 元涨至最高 619 元，全年均价上涨 7%。与此同时，水泥企业利润却同比出现下滑，全年实现利润 1,694 亿元、同比下降 10%，利润下滑的原因与能源价格走势及需求下滑有关。在水泥成本构成中，煤炭和电力是主要的构成。2021 年煤炭价格大幅上涨，动力煤现货价格从年初 788 元涨至最高 2,593 元，全年均价上涨 79%。发改委要求各地取消对高耗能行业的优惠电价，电力价格的上涨导致水泥企业成本大幅增加。此外，受到能耗双控政策及原材料价格大幅上涨影响，基建项目施工启动延期，房地产行业的问题逐渐暴露，新开工面积和施工面积的下滑对水泥需求构成拖累。2021 年，中国水泥需求 23.63 亿吨，同比减少 1.2%。

图表 15：中国水泥产量 14 年见顶



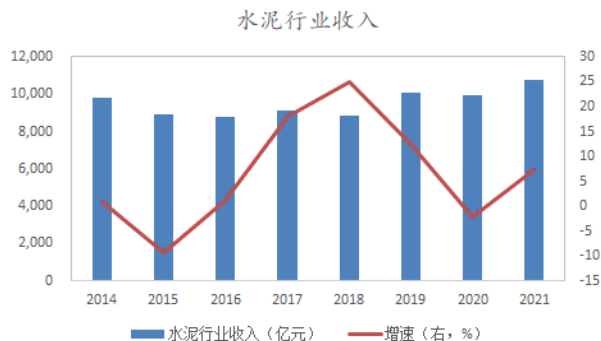
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 16：受成本推动 21 年水泥价格大幅上涨



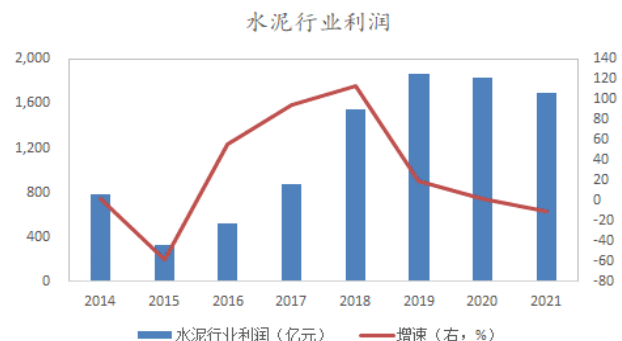
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：收入增长源于价格上涨



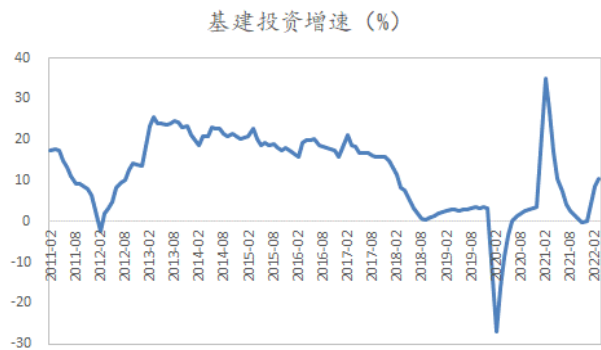
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：21 年水泥行业利润继续下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：22 年一季度基建投资增速转正



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：房地产新开工面积继续回落

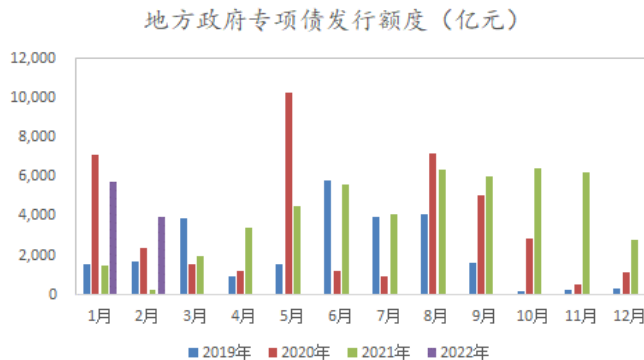


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2021 年四季度以来，国家对于基建和地产的表态预示未来水泥需求有望出现好转。关于房地产，支持地产企业合理融资需求，因城施政满足居民自住和改善需求，地产金融化的趋势得到扭转。关于基建的表态，一方面是加快专项债发行力度，另一方面多次强调适度开展超前基础设施建设，4 月份政治局会议再次谈到全面加强基础设施建设的重要性。在政策的支持下，未来水泥需求有望受益于稳增长政策带动。

2022 年，受成本增长和春节偏早影响，国内水泥价格上涨时间点早于往年，这种涨价与实际需求关联度不大。3 月份开始，全国多地施工活动趋弱，水泥价格反而在旺季出现下滑。我们预计，未来随着影响施工的不利因素消除后，在稳增长政策的带动下，水泥价格有望止跌回升。

图表 21：21 年四季度以来专项债发行加速



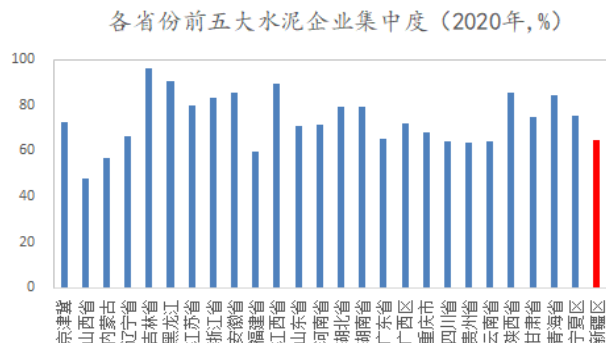
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）供给格局向好，需求决定价格

2010-2011 年新疆水泥价格出现阶段性大幅上涨，刺激了疆内外企业加速投建水泥产线，水泥产能从 2010 年的 3,800 万吨扩张到 1 亿吨，产能严重过剩情况持续。2021 年末，新疆区域内水泥产能约 1.06 亿吨、产量 4,648 万吨，产能利用率 44%。为摆脱行业发展困境，2017 年新疆率先取消 32.5 等级水泥，并实施了错峰生产、区域协同等多项措施化解水泥产能过剩，水泥价格出现反弹。

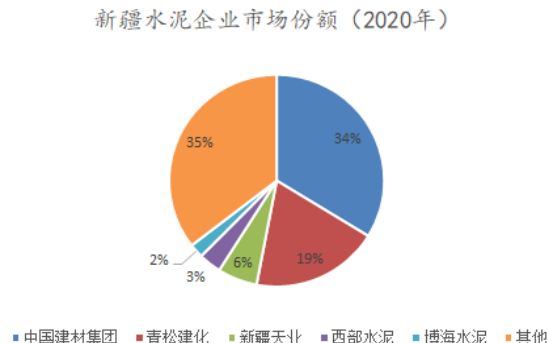
新疆地域辽阔，区域市场相对封闭，外来水泥流入量少。2020 年前五大水泥企业集中度 65%，与其他省份相比，集中度偏低。2021 年 11 月中国建材子公司天山股份收购新疆第五大水泥企业博海水泥，收购完成后中国建材在新疆区域的市占率进一步提高，前五大企业集中度同步提升。

图表 22：新疆前五大企业集中度偏低



资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

图表 23：青松建化位列新疆产能第二



资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

新疆的水泥产能分为传统石灰石水泥和电石渣水泥，电石渣水泥产能占比 16%。由于电石渣水泥无法停产，导致了电石渣水泥企业的“不公平竞争”。为了更好的执行错峰生产政策，2017 年开始，电石渣水泥纳入错峰生产，通过与传统水泥企业签订“错峰置换”协议解决电石渣企业无法错峰生产的问题，电石渣水泥企业与传统水泥企业的恶性竞争结束。

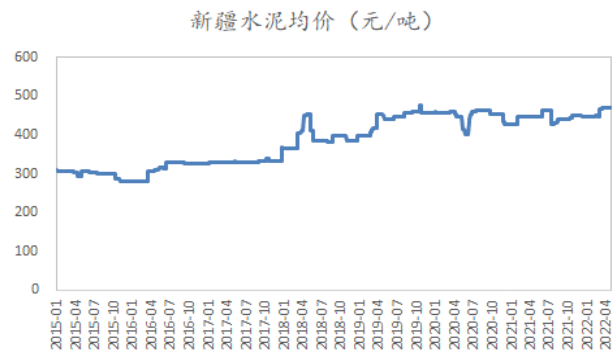
图表 24：新疆地区电石渣水泥产能占比高

企业名称	水泥回转窑规格和实际产能		建成投产日期	核准、备案文件产能 (t/d)	备注
	窑型规格	产能 (t/d)			
新疆米东天山水泥有限责任公司	Φ3.6×56m	1600	2008年	1600	全电石渣
	Φ4.0×60m	2000	2010年	2000	全电石渣
	Φ4.0×60m	2000	2010年	2000	全电石渣
新疆中泰化学托克逊能化有限公司绿色建材厂	Φ4.0×60m	2500	2013年	2500	全电石渣
新疆圣雄水泥有限公司	Φ4.8×74m	5000	2012年5月	5000	全电石渣
新疆阜康天山水泥有限责任公司	Φ4.0×60m	2500	2012年9月	2500	全电石渣
	Φ4.0×60m	2500	2013年5月	2500	全电石渣
新疆宜化化工有限公司水泥公司	Φ4.3×64m	2500	2012年10月	2500	全电石渣
天伟水泥有限公司	Φ4.3×64m	2500	2014年	2500	兵团系统，全电石渣
	Φ4.3×64m	2500	2014年	2500	兵团系统，全电石渣
天能水泥有限公司	Φ4.3×64m	3000	2010年	3000	兵团系统，全电石渣
	Φ4.3×64m	2500	2010年	2500	兵团系统，全电石渣
天辰水泥有限责任公司	Φ4.0×60m	2000	2008年5月	2000	兵团系统，全电石渣
	Φ4.0×60m	2000	2007年12月	2000	兵团系统，全电石渣

资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

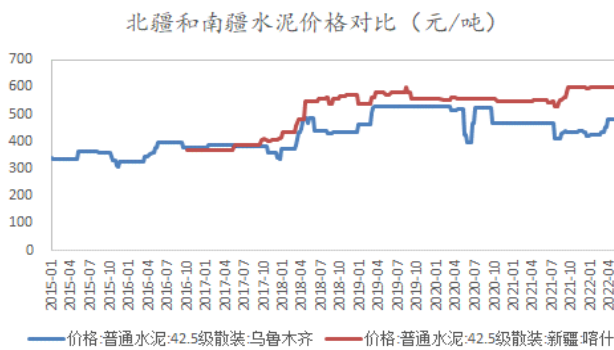
电石渣水泥纳入错峰生产后，新疆水泥价格从 2018 年初出现反弹。2020 年一季度受疫情影 响，电石渣水泥的错峰生产政策出现短期变化，北疆的水泥价格在 2020 年二季度出现大幅回落。 后期随着电石渣水泥重新参与错峰生产，北疆的水泥价格在 2020 年三季度修复了此前的回落。由 于南疆电石渣水泥产能相对较少，因此南疆错峰生产政策执行更好，水泥价格更高，南疆的水泥 价格在 2020 年二季度没有出现北疆的大幅回落。未来随着新疆地区供给格局向好，我们认为影响 新疆水泥价格的主要因素是需求。

图表 25：21 年新疆水泥价格基本稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 26：南疆价格高于北疆



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

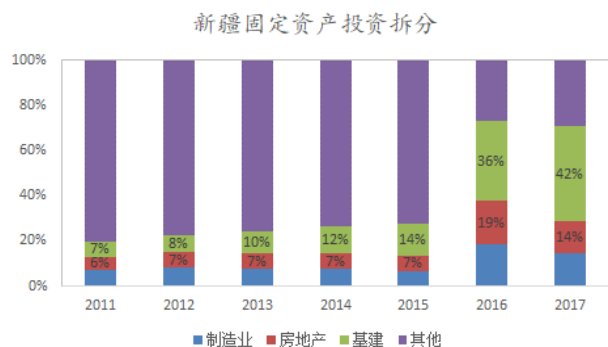
三、新疆需求向好，区域优势凸显

(一) “十四五”期间新疆交通领域项目众多

■ 新疆水泥需求以公路投资为主

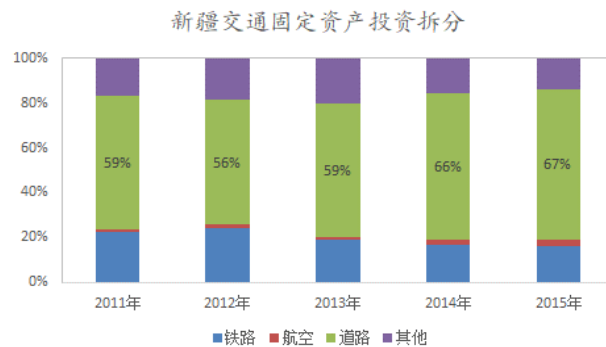
从新疆固定资产投资拆分看，基建投资在固定资产投资中占比高。2016年后基建投资的占比大幅增加，约为地产投资的三倍。从交通领域固定资产投资拆分看，公路投资在交通固定资产投资中占比达到67%，是交通固定资产投资主要的领域。2021年新疆交通运输行业完成投资691亿元，其中：国省干线完成投资597亿元，占比86%；农村公路完成投资76亿元，占比11%；客运场站完成投资6亿元，占比1%；其他领域11亿元，占比2%。从新疆水泥需求看，新疆水泥需求增速拐点与公路投资增速拐点契合度高，公路投资对于新疆水泥需求解释力强。

图表 27：新疆固定资产投资以基建为主



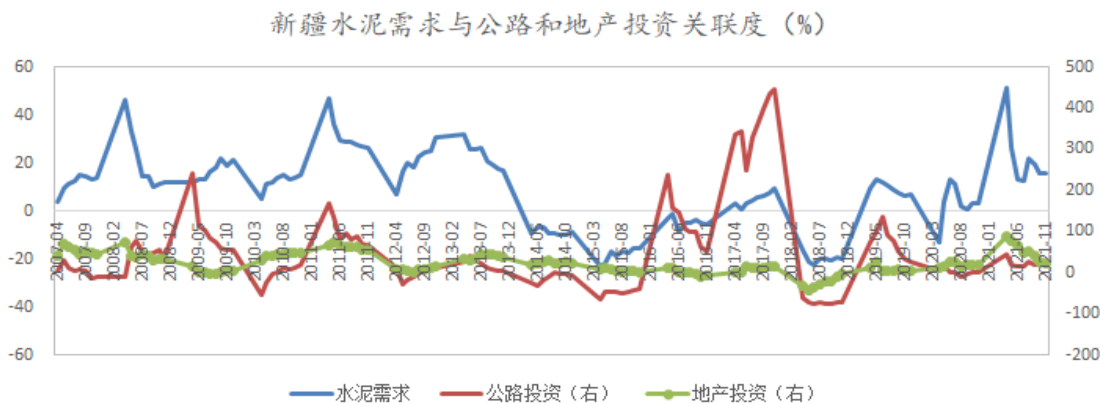
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 28：公路投资在交通投资占比高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 29：新疆水泥需求与公路投资关联度高

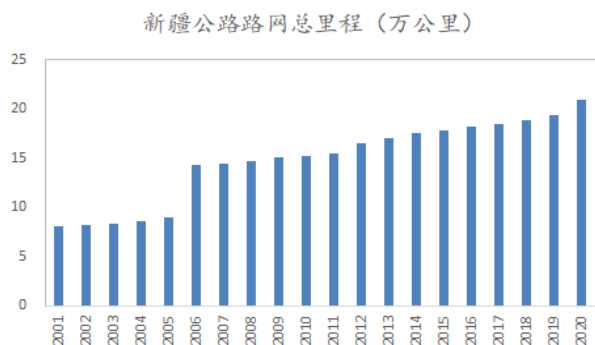


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 新疆交通基础设施依然落后

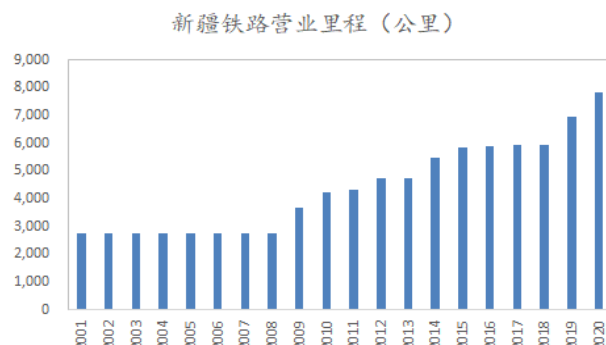
“十三五”时期，新疆公路路网总里程达 20.92 万公里、新增公路里程 3.1 万公里，所有地州市迈入高速公路时代，新疆铁路营业里程达 7,831 公里、新增营业里程 1,963 公里。

图表 30：新疆公路总里程持续增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

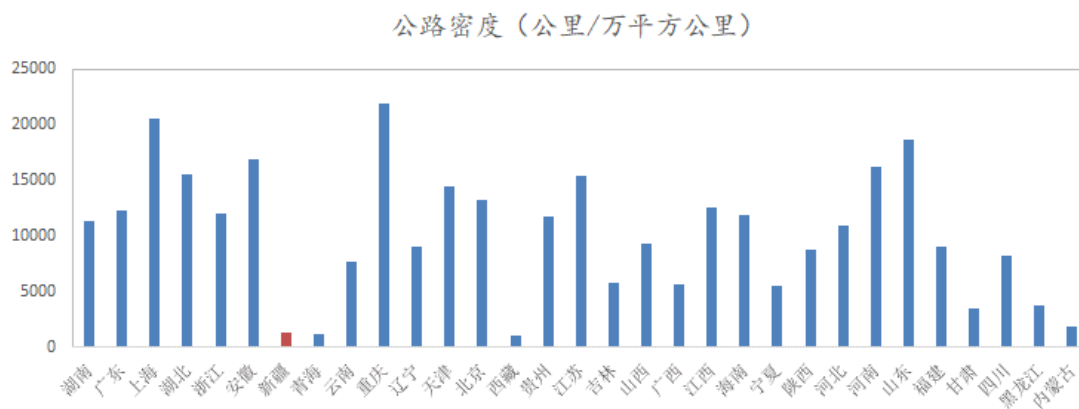
图表 31：新疆铁路总里程持续增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

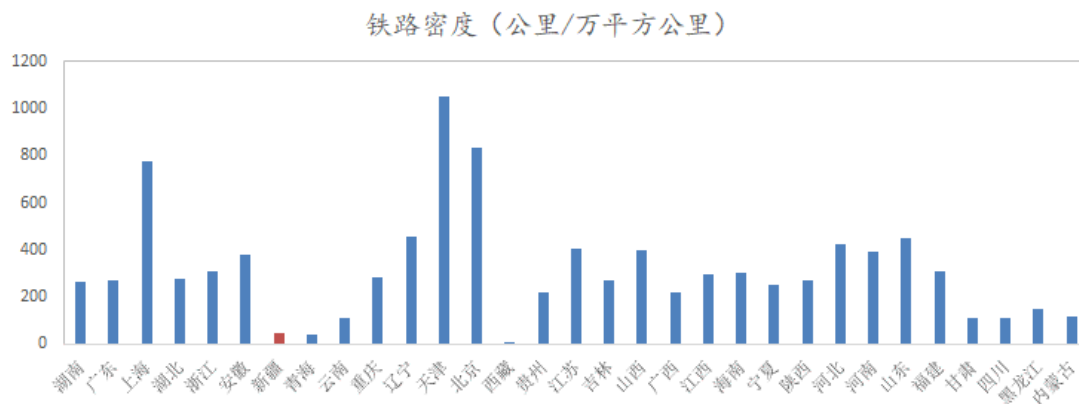
新疆由于地理位置、历史发展等原因，基础设施短板一直比较明显，尤其交通基础设施仍然较为滞后，铁路、高速公路以及农村道路建设等领域均有提升空间。根据国家统计局数据，2020 年底，全国铁路密度 152 公里/平方公里，新疆铁路密度 47 公里/平方公里、为全国水平的 31%，全国公路密度 5,415 公里/平方公里，新疆公路密度 1,260 公里/平方公里、为全国水平的 23%。

图表 32：新疆公路密度偏低



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 33：新疆铁路密度偏低



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 2022 年新疆水泥需求有望保持高增长

2019 年 9 月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，提出到 2035 年基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达），纲要还重点提及“强化西部地区补短板”。2022 年 2 月，交通运输部印发《关于积极扩大交通运输有效投资的通知》，提出适度超前开展基础设施投资，加快 102 项国家重大工程交通项目和“6 轴 7 廊 8 通道”战略骨干通道项目建设。2022 年 4 月，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题，提出要立足长远，强化基础设施发展对国土空间开发保护、生产力布局和国家重大战略的支撑，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平。

图表 34：国家综合立体交通网加快建设



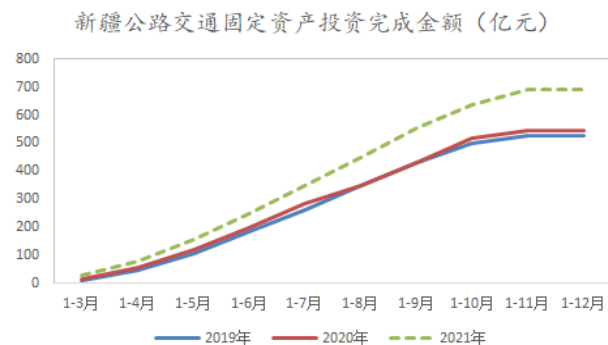
资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

在全国基建投资回暖的背景下，2022 年新疆维吾尔自治区要求续建项目全开快开、新开工项目应开尽开、储备项目能开早开，并对重点工作任务安排部署，动员全区加快国省干线、农村公路、客货场站等项目建设进度。2022 年新疆维吾尔自治区计划完成 800 亿元公路交通固定资产投资目标，其中：续建项目达 56 个、新建项目达 24 个，合计 80 个。铁路方面，2022 年续建项目有和田至若羌铁路项目、阿拉尔至阿克苏铁路项目、乌将铁路扩能改造项目等六个工程项目，新建项目有伊宁至阿克苏铁路项目、精河至阿拉山口增建二线项目、新和至拜城铁路项目、吐鲁番有轨电车项目等六个工程项目，储备的项目有罗若铁路，精霍铁路二线等。

与 2021 年 600 亿元交通固定资产投资目标（实际完成 691 亿元）相比，增速约 33%。从新疆 2019-2021 年交通固定资产投资完成金额看，2021 年与 2020 年相比出现了大幅增长。从新疆水泥需求看，2021 年新疆水泥需求 4,648 万吨、同比增长 17%，为 2013 年以来的最快增速。由于 2021 年是新疆水泥需求启动的第一年，水泥需求又以公路和铁路项目为主，项目施工时间偏长，因此 2022 年新疆水泥需求有望继续保持高增长。

2022 年一季度，自治区交通基础设施完成投资 40.93 亿元、同比增长 53.1%，水泥需求 305 万吨、同比增长 16%，交通投资和水泥需求延续高增长。从最新的水泥企业出货率看，南疆（阿克苏）出货率 65%、为过去三年最高，受疫情影响北疆（乌鲁木齐）出货率 40%、低于 21 年同期。

图表 35：21 年新疆公路投资大幅增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：21 年新疆水泥需求大幅增长



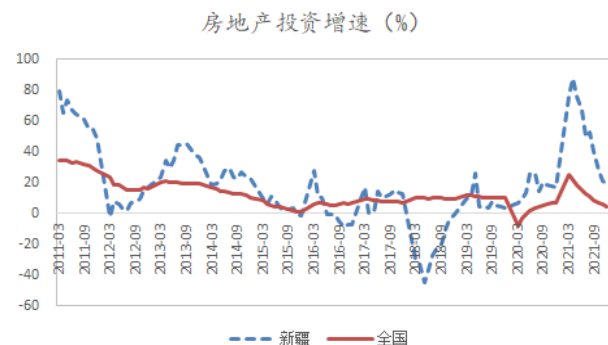
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 看好新疆城镇化进展

2019 年底，全国城镇化水平已经达到 60.6%，新疆城镇化率为 51.87%，低于全国平均水平。由于新疆城镇化水平与全国平均水平有一定差距，更远低于东部发达地区。城镇化是现代化发展的必由之路，因此新疆城镇化率的提升也将是必然结果。我们认为在城镇化推进的过程中，当地基建和房建领域均有大量水泥需求亟待释放。

2021 年新疆房地产投资 1,501 亿元，同比增长 19.1%，高于全国平均水平 14.7 个百分点；新开工面积 4,035 万平方米，同比减少 10.8%，低于全国平均水平 0.6 个百分点。虽然房地产投资在新疆固定资产投资中占比低，但是地产投资的快速增长也将带来当地水泥需求的增加。

图表 37：新疆房地产投资增速高于全国



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 38：新疆房地产新开工面积负增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 看好“十四五”期间新疆交通领域投资

根据 2020 年 7 月交通运输部规划研究院发布的《新疆维吾尔自治区“十四五”交通运输发展规划（征求意见稿）》，指出新疆交通领域可完善的空间依然很大。

- ✓ 进出境、进出疆、南北疆通道还不完善，中巴、中国—中亚—西亚国际通道尚未形成高速、大容量的综合运输通道；联系内地的丝绸之路经济带西南通道正在加快建设；南北疆之间交通绕行距离长，跨天山的快速通道尚未形成；覆盖全区的三大环线均未建成高速环线。
- ✓ 国际枢纽建设亟待加强，以乌鲁木齐国际陆港为核心枢纽、以地州中心城市作为区域枢纽、以边境口岸作为支撑的新疆国际陆港发展格局尚待完善。
- ✓ 干线交通技术等级较低，全区高速公路（一级公路）对县级行政节点的覆盖率为仅为 74.3%；普通国省干线技术等级偏低，主要运输通道运输效率需要进一步提升。
- ✓ 农村地区交通发展任务仍然艰巨，与“四好农村路”要求差距较大，早期建成的农村公路改造升级需求迫切。
- ✓ 南疆地区交通保障需要持续强化。

根据 2021 年 4 月 12 日自治区交通运输厅发布的《新疆维吾尔自治区“十四五”综合交通规划环境影响评价报告编制》，“十四五”期间，自治区综合交通建设规模约 3.9 万公里（不含航线），其中：铁路建设规模约 2,253 公里，续建重点项目 3 个、建设里程 947 公里，新开工重点项目 11 个、建设里程 1,306 公里；民用机场项目 26 个，建设改造支线机场 19 个，建设改造通用机场 7 个；公路项目建设改造规模约 4.1 万公里，高速公路建设里程约 2,918 公里，普通国省道建设改造里程 9,053 公里。

根据《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，未来新疆将继续实施交通强国战略，统筹交通规划布局和兵地协同发展，构建安全、便捷、高效、绿色、经济的现代综合交通运输体系，实现“疆内环起来、进出疆快起来”。

“十四五”时期，新疆自治区将经济发展放在重要位置，基础设施投资或将成为自治区经济发展的贡献主力。2021 年以来，中央定调适度超前开展基础设施投资，经济发展相对不足、城镇化水平较低、配套基础设施相对落后的区域或将迎来更大发展空间。

图表 39：“十四五”期间新疆规划的基建项目众多

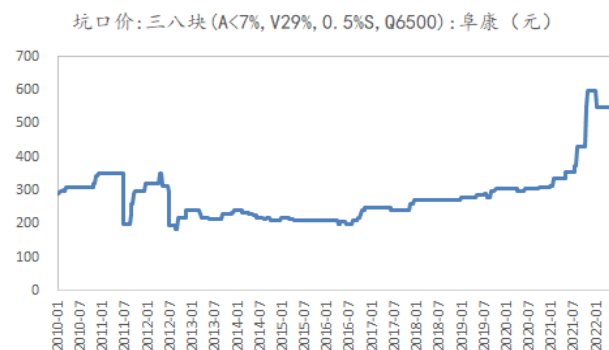
铁路	<p>1. 续建项目：和田—若羌铁路、阿克苏—阿拉尔铁路。</p> <p>2. 新开工项目：伊宁—阿克苏铁路、将军庙—淖毛湖铁路、罗布泊—若羌铁路、富蕴—塔克什肯口岸铁路。</p> <p>3. 扩能改造项目：乌鲁木齐—将军庙铁路增建二线电气化扩能改造及三坪—头屯河联络线、精河—阿拉山口铁路增建二线、库尔勒—阿克苏—喀什扩能改造、精伊霍铁路增建二线、兰新客专线提速。</p> <p>4. 加快推进前期工作项目：伊宁—巴伦台铁路、克拉玛依—准东铁路、塔城—阿拉山口铁路、三塘湖—老爷庙铁路、巴楚—莎车铁路、阿拉尔—图木舒克—巴楚铁路。规划研究乌鲁木齐—喀什高速铁路、乌鲁木齐—霍尔果斯高速铁路、和田—日喀则铁路、塔城—阿亚古兹铁路、克拉玛依—阿勒泰铁路电气化改造、克拉玛依—塔城铁路电气化改造、南疆铁路喀什—和田段电气化改造。</p>
民航	<p>1. 续建项目：乌鲁木齐机场改扩建、喀什机场改扩建、吐鲁番机场改扩建、昭苏机场、塔什库尔干机场。</p> <p>2. 新开工项目：阿拉尔、准东（奇台）、巴音布鲁克、巴里坤、乌苏、轮台、和布克赛尔、皮山、且末（38团）等9个新建机场，克拉玛依、那拉提、博乐、库车、哈密、石河子、图木舒克、莎车等8个机场改扩建项目。</p> <p>3. 增补列入《全国民用运输机场布局规划》和“十四五”建设规划并开工项目：阿合奇、吉木乃、青河、拜城等4个新建机场。</p> <p>4. 通用机场：霍尔果斯、乌尔禾、温泉、叶城、策勒、布尔津、博湖、特克斯、福海、巩留、尼勒克、温宿（大峡谷）、禾木景区、赛里木湖景区、巴楚、10团（阿拉尔市）、224团（昆玉市）、北屯等通用机场。</p>
公路	<p>1. 高速公路项目。建设依吞布拉克—若羌、若羌—民丰、尉犁—35团、35团—若羌、G0711线乌鲁木齐—尉犁，G7线伊吾—巴里坤、巴里坤—木垒，G3018线精河—阿拉山口，乌鲁木齐绕城高速(西线)，S519线梧桐大泉—沙泉子，S21线阿勒泰—乌鲁木齐，独山子—库车等高速公路项目。</p> <p>2. 普通国省道项目。建设G218线那拉提—巴伦台、G575线巴里坤—哈密、G314线布伦口—红其拉甫口岸、G216线北屯—富蕴、G575线老爷庙口岸—巴里坤、G578线龙口—早田、G577线特克斯—昭苏、S254线尉犁—且末、S232线布尔津—喀纳斯机场、S327线北山煤窑—将军庙—五彩湾、G217线阿勒泰—布尔津、G218线伊宁市过境段、G577线精河—伊宁、G579线库车—拜城—玉尔滚、G580线阿克苏—阿瓦提、G335线塔岔口—托里—巴克图口岸、G312线呼图壁—玛纳斯、G314线阿克苏过境段、G216线红山嘴口岸—阿勒泰等国省道公路项目。</p>
水利	<p>1. 大中型水库。建成大石峡水利枢纽、莫莫克水利枢纽等工程，加快推进玉龙喀什水利枢纽工程、库尔干水利枢纽建设，开工建设策勒河昆仑水利枢纽等重点工程。</p> <p>2. 大中型灌区续建配套与现代化改造工程。实施喀什噶尔等大型灌区续建配套，重点开展骨干灌排设施提档升级，完善大型灌区用水计量设施；建设一批中型灌区续建配套与节水改造工程，改善灌溉面积550万亩。</p> <p>3. 农村供水保障工程。建设一批骨干水源、重点供水工程和备用水源建设，有序推进各类村庄供水工程规模化发展。</p> <p>4. 重点内陆河治理工程。继续推进喀什噶尔河、和田河、阿克苏河、开都河、渭干河、塔里木河干流等一批重点河流防洪治理工程。</p> <p>5. 大中型病险水库（闸）除险加固工程。对鉴定为“三类坝”的8座大中型病险水库实施除险加固，对一批大中型病险水闸进行除险加固。</p>

资料来源：自治区人民政府网站，太平洋研究院整理

(二) 煤炭价格低廉，成本整体可控

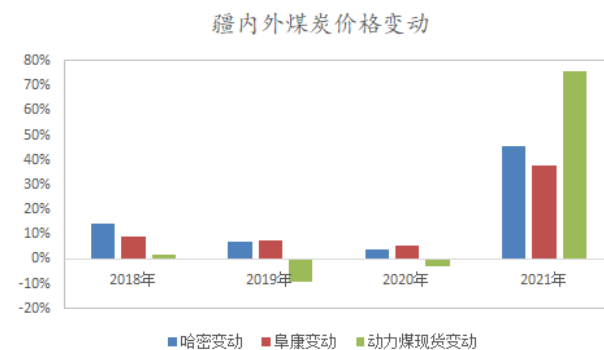
新疆煤炭资源丰富，受益于运输瓶颈，境内的煤炭运出疆外并不经济，因此疆内外煤炭价格存在价差。2021 年全国煤炭价格大幅上涨，国内动力煤均价同比上涨 76%。2021 年新疆地区的煤炭价格也出现上涨，但是涨幅远低于内地涨幅，2021 年哈密地区煤价上涨 45%、阜康地区上涨 38%。

图表 40：21 年新疆煤炭价格上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

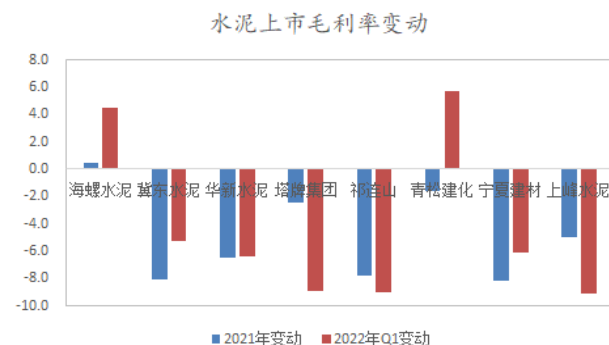
图表 41：21 年疆外煤价涨幅高于疆内



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

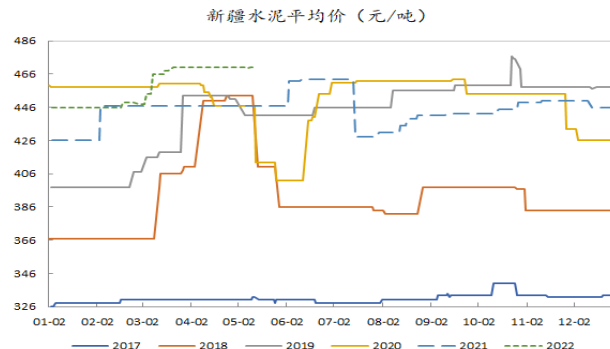
公司水泥生产所需的煤炭和电力全部外购，煤炭价格上涨导致毛利率小幅下滑。由于新疆煤炭价格涨幅低于内地，因此公司毛利率降幅低于内地水泥企业。2021 年公司毛利率减少 1.6 个百分点，2022 年一季度毛利率回升 5.7 个百分点，毛利率的表现仅次于海螺水泥。剔除海螺水泥贸易业务后，公司的毛利率表现优于海螺水泥（海螺水泥毛利率回升主要与低利润率的贸易业务减少有关，2021 年海螺水泥自产产品毛利率减少 3.09 个百分点、2022 年一季度海螺水泥营业收入同比减少 26%，我们预计 2022 年一季度海螺水泥毛利率回升也与贸易业务减少有关）。

图表 42：青松建化 22 年 Q1 毛利率回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 43：22 年新疆水泥价格高于同期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

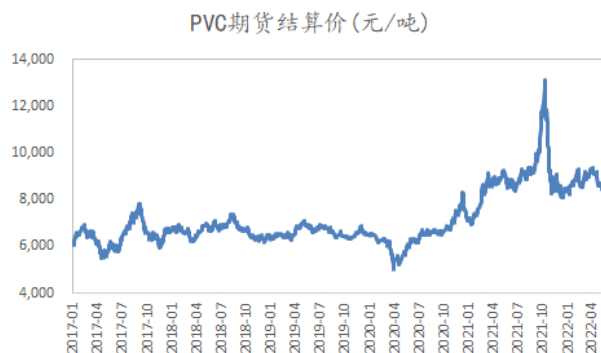
(三) 化工产品涨价，化工业务减亏

公司化工业务主体为阿拉尔青松化工，PVC 产能 10 万吨、烧碱产能 10 万吨。2021 年 11 月，公司参与美丰化工破产重整，并从 12 月纳入合并报表范围。美丰化工产品为合成氨、尿素等，合成氨是水泥脱销用原料，副产品氢气作为 PVC 原料，可以增加 PVC 产量。

2017-2021 年，青松化工持续亏损对公司利润构成拖累。2021 年以来受大宗商品价格上涨影响，公司 PVC 和烧碱产品价格上涨，产品销量也出现增长。2021 年公司 PVC 销量 5.1 万吨，较 2020 年增加 1.63 万吨。随着产品价格上涨和销量增加，化工业务减亏明显。2021 年青松化工实现营业收入 4.69 亿元，净利润亏损 1.51 亿元，化工板块毛利率从 2020 年-63.8%回升至-10.4%。

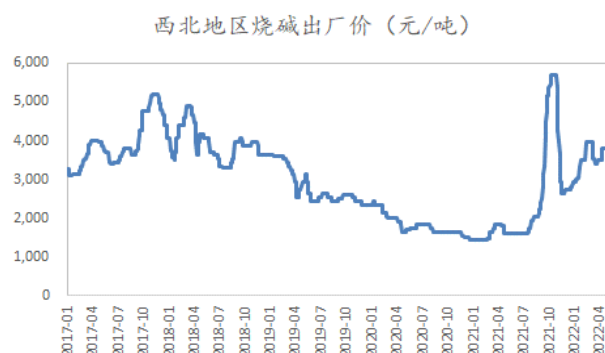
由于公司地处新疆，水泥产品销售主要从二季度开始。过去十年，公司一季度的利润一直处于亏损中。2022 年受化工板块盈利回升影响，一季度实现归母净利润 252 万元，2021 年同期为亏损 6,037 万元。随着 PVC 和烧碱价格的高位运行，化工板块盈利有望继续回升。

图表 44：21 年 PVC 价格大幅上涨



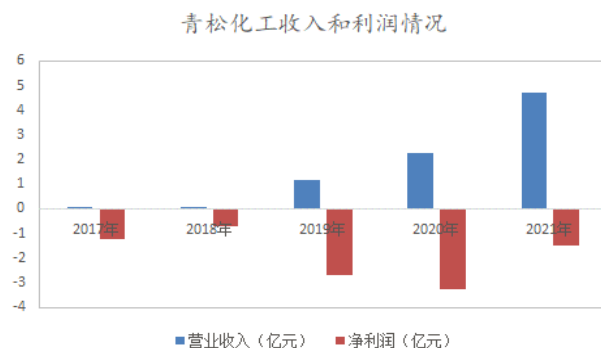
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 45：21 年烧碱价格大幅上涨



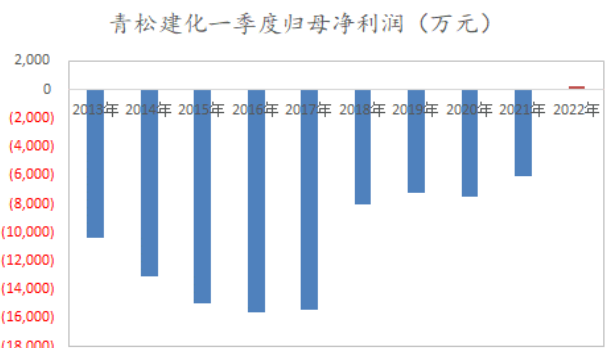
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 46：21 年青松化工亏损收窄



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 47：十年来公司 Q1 首次盈利



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 基本假设

- **水泥产品**：预计 2022-2024 年水泥销量 865/891/909 万吨，同比增长 10/3/2%；水泥售价 390/392/394 元，单位成本 259/258/257 元
- **水泥制品**：预计 2022-2024 年水泥制品销量增速 10/3/2%，毛利率 17/17/17%
- **化工产品**：预计 2022-2024 年 PVC 销量 6/7/8 万吨，PVC 售价 8,000/7,900/7,800 元；烧碱销量 3/4/5 万吨，烧碱售价 2,200/2,100/2,000 元

图表 48：22-24 年公司主要产品销量和价格假设

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
水泥销量（万吨）	687	596	686	658	786	865	891	909
水泥单价（元）	278	365	390	387	388	390	392	394
单位成本（元）	231	258	231	233	252	259	258	257
原材料	78	95	81	92	97	99	101	103
折旧	51	42	30	26	21	19	17	15
燃料和动力	60	80	71	63	75	80	78	76
其他成本	42	41	50	52	60	61	62	63
水泥制品毛利率	15%	16%	13%	12%	17%	17%	17%	17%
PVC销量（万吨）			2.72	3.47	5.1	6	7	8
PVC单价（元）			5,855	5,740	7,853	8,000	7,900	7,800
PVC收入（亿元）			1.59	1.99	4.01	4.8	5.53	6.24
烧碱销量（万吨）					2.8	3	4	5
烧碱单价（元）					2,108	2,200	2,100	2,000
烧碱收入（亿元）					0.58	0.66	0.84	1.00
化工业务毛利率			-55%	-64%	-10%	1%	2%	3%

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

注：PVC 和烧碱价格为不含税市场价格

(二) 估值及投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入 43.14/45.35/47.19 亿元、收入增速 10/5/4%，归母净利润 4.82/5.45/6.05 亿元、利润增速 53/13/11%。按照公司最新总股本 13.79 亿股计算，2022-2024 年 EPS 0.35/0.4/0.44 元，对应 PE 13/11/10 倍。

从市盈率看，2022-2024 年行业（未考虑正在重组中的中建材旗下三家 A 股上市公司）平均估值 6.4/5.8/5.3 倍，公司估值高于可比公司，原因主要与公司自身盈利状况有关。

图表 49：公司估值高于可比公司

证券简称	收盘价 (元)	每股收益(元)						市盈率(倍)					
		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
海螺水泥	38.22	6.34	6.63	6.28	6.42	6.72	7.02	6.0	5.8	6.1	6.0	5.7	5.4
华新水泥	21.00	3.03	2.69	2.58	2.92	3.38	3.85	6.9	7.8	8.1	7.2	6.2	5.5
上峰水泥	20.35	2.93	2.54	2.72	3.04	3.41	3.77	6.9	8.0	7.5	6.7	6.0	5.4
塔牌集团	8.86	1.46	1.51	1.57	1.63	1.76	1.86	6.1	5.9	5.6	5.4	5.0	4.8
冀东水泥	10.71	1.85	1.96	1.77	1.59	1.74	1.91	5.8	5.5	6.1	6.7	6.1	5.6
		平均						6.4	6.6	6.7	6.4	5.8	5.3
青松建化	4.38	0.16	0.18	0.23	0.35	0.40	0.44	27.4	24.3	19.0	12.6	11.0	9.9

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

未来随着新疆区域需求好转、水泥业务有望量价齐升，区域内煤炭价格相对稳定、有利于提升水泥业务盈利能力，化工产品涨价、有利于化工业务减亏。在以上三个有利因素的带动下，公司利润有望展现高弹性。过去三年，公司市盈率最低为 15 倍。随着公司业绩增长，公司估值有望维持。我们给予公司 2022 年 15 倍目标市盈率，采用市盈率相对估值法。按照 2022 年 EPS 0.35 元计算，给予未来 6-12 个月 5.25 元的目标价。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 50：过去三年公司估值下限为 15 倍



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：PE 计算方式=当天收盘价/EPS（当年实际）

五、风险提示

- 宏观经济下行风险：水泥行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。如果未来经济增速下滑和固定资产投资增速放缓，将会对行业产生负面影响。
- 水泥价格上涨不及预期风险：如果区域内需求并未如期释放，将导致水泥价格上涨动力不足，对公司利润产生不利影响。
- 环保、安全等不确定因素影响：水泥和化工生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 疫情反复风险：如果未来疫情反复，将对下游施工和水泥需求产生负面影响。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,092	1,270	1,775	2,221	2,618	营业收入	3,035	3,912	4,314	4,535	4,719
应收和预付款项	273	247	273	287	298	营业成本	2,136	2,815	3,109	3,261	3,383
存货	456	600	662	694	720	营业税金及附加	51	59	64	66	67
其他流动资产	497	537	577	599	617	销售费用	22	29	31	33	34
流动资产合计	2,318	2,654	3,287	3,801	4,253	管理费用	271	324	354	367	377
长期股权投资	495	493	493	493	493	财务费用	121	83	59	51	41
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(184)	(121)	(100)	(80)	(60)
固定资产	4,724	4,378	4,187	3,987	3,776	投资收益	16	11	9	9	9
在建工程	67	127	177	227	277	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	293	325	340	355	370	营业利润	330	538	693	779	861
长期待摊费用	2	1	1	1	1	其他非经营损益	51	(111)	(40)	(40)	(40)
其他非流动资产	380	511	200	200	200	利润总额	382	427	653	739	821
资产总计	8,277	8,487	8,684	9,062	9,369	所得税	100	115	176	199	221
短期借款	1,337	1,041	1,041	1,041	1,041	净利润	282	312	477	540	600
应付和预收款项	1,527	1,368	1,213	1,271	1,318	少数股东损益	30	(3)	(4)	(5)	(6)
长期借款	294	710	610	510	310	归母股东净利润	252	315	482	545	605
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	3,373	3,258	2,878	2,836	2,683						
股本	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	预测指标					
资本公积	3,005	3,005	3,005	3,005	3,005		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	304	619	2,979	3,350	3,769	毛利率	29.62%	28.03%	27.92%	28.10%	28.31%
归母公司股东权益	4,705	5,032	5,614	6,039	6,504	销售净利率	8.32%	8.05%	11.17%	12.01%	12.83%
少数股东权益	199	197	192	187	182	销售收入增长率	-3.34%	28.90%	10.27%	5.14%	4.04%
股东权益合计	4,904	5,229	5,806	6,226	6,686	EBIT 增长率	1696%	22.21%	0.57%	10.93%	9.18%
负债和股东权益	8,277	8,487	8,684	9,062	9,369	净利润增长率	14.46%	24.75%	52.99%	13.09%	11.06%
						ROE	5.37%	6.26%	8.58%	9.02%	9.30%
						ROA	3.05%	3.71%	5.55%	6.01%	6.46%
						ROIC	6.06%	7.17%	7.01%	7.45%	7.87%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.18	0.23	0.35	0.40	0.44
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE (X)	20.56	16.48	12.53	11.08	9.98
经营性现金流	527	646	1,079	1,109	1,154	PB (X)	1.08	1.04	1.08	1.00	0.93
投资性现金流	(70)	(98)	(13)	(299)	(299)	PS (X)	1.99	1.54	1.40	1.33	1.28
融资性现金流	212	(380)	(561)	(364)	(458)	EV/EBITDA (X)	6.92	5.91	5.33	4.48	3.73
现金增加额	668	168	505	446	397						

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与—15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。