

# 西藏天路（600326）

证券研究报告

2024年06月12日

## 世界屋脊水泥龙头，需求弹性值得期待

### 西藏自治区水泥龙头，盈利有望优化

西藏天路背靠西藏国资委，从事多领域建筑建材业务，其中水泥业务贡献最大。公司目前拥有熟料产能434万吨，占藏区产能比重达34%，系区域水泥龙头。公司自19-22年产能利用率逐渐降低，固定成本、费用摊薄较多导致盈利下滑严重，23年西藏水泥产量同比增长51%，我们认为随着区域重大水电站等重点项目的逐步推进，水泥需求有望进入上升通道，公司产能利用率有望重回高位，水泥吨成本、费用存在较大下降空间，有望带动公司盈利迈入新阶段。

### 铁路建设逐步放量，水利重大工程可期，需求空间广阔

西藏固定资产投资以基建为主，中期来看，西藏水泥需求与基建相关度较高，22年基建占比进一步提升，有望带动需求增长。长期来看，西藏城镇化率低且人口自然增长率高，需求空间较大。其中，交通建设潜力较大，公路密度居全国末位；水利投资占比自19年以来逐渐提高，至22年提升至46%。重点项目来看，铁路建设规划有序推进，中性假设下24/25年有望带动公司77/105万吨水泥需求增量；水电站项目储备丰厚，重点关注装机容量6000万千瓦的墨脱水电站，按15年建设工期、公司份额34%计算，有望带动公司销量122.4万吨，占23年公司水泥销量比重约30%。

### 供给端管控趋严，产能利用率提升空间大

藏区地势高峻且交通不便，形成天然护城河，致外来熟料难以进入。供给端集中度较高，截止23年末，CR6达100%，CR2达60%，西藏天路、华新水泥两家头部企业议价权较高。自16年以来，西藏地区产能利用率持续下滑，22年开始执行错峰生产，且对产能批复管控趋严，未来产能利用率或将提升。中长期来看，西藏地区水泥产线规模普遍较小，2500T/D及以下产能占比达47%，在国家环保能效要求下，未来供给格局或将继续优化，头部企业市占率有望进一步提升。

### 吨成本高于可比公司，成本费用有望优化

西藏天路吨均价和吨成本均高于可比公司，20年及之前吨毛利/吨净利高于同行约100/70元。21-22年受市场竞争加剧以及疫情影响，销量下滑，同时受运输费用提高、煤价高企以及外购高价熟料等多项因素影响，成本大幅抬升。23年公司水泥吨成本约439元，出现向下拐点，我们认为随着未来产能利用率提升带动固定成本摊薄加强，公司成本及费用端仍有较大下降空间。

### 看好藏区水泥业务弹性，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司24-26年归母净利润为1.12/4.38/9.25亿元，我们采用分部估值法，给予25年建材、建筑业务PE分别为14、5倍，对应目标总市值为68.08亿元，对应目标价5.28元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**重点项目建设进展不及预期、区内水泥价格竞争加剧、公司建筑业务中标情况不及预期、公司经营管理和财务风险、股价波动风险、文中测算具有一定主观性。

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.91元
目标价格	5.28元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,288.80
流通A股股本(百万股)	1,287.01
A股总市值(百万元)	5,039.22
流通A股市值(百万元)	5,032.21
每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	58.31
一年内最高/最低(元)	7.20/2.65

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**林晓龙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,845.31	4,086.45	4,686.61	5,377.19	6,158.27
增长率(%)	(33.44)	6.27	14.69	14.74	14.53
EBITDA(百万元)	202.05	71.16	639.54	1,017.02	1,576.91
归属母公司净利润(百万元)	(497.89)	(536.27)	111.74	438.22	925.34
增长率(%)	(1,344.06)	7.71	(120.84)	292.17	111.16
EPS(元/股)	(0.39)	(0.42)	0.09	0.34	0.72
市盈率(P/E)	(10.12)	(9.40)	45.10	11.50	5.45
市净率(P/B)	1.30	1.42	1.38	1.23	1.00
市销率(P/S)	1.31	1.23	1.08	0.94	0.82
EV/EBITDA	34.05	124.20	13.60	7.91	4.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 西藏天路：藏区水泥龙头，建材业务有望带动盈利增长.....	6
2. 西藏水泥需求逆势增长，交通水利有望带动新增量.....	11
2.1. 存量时代西部需求逆势增长，基建相关度更高.....	11
2.2. 交通增长潜力大，水利增势较强，投资有望维持高景气.....	14
2.2.1. 铁路项目建设节奏明晰，需求空间广阔.....	16
2.2.2. 水电项目规划如火如荼，重点关注墨脱水电站.....	19
3. 供给端集中度高、管控趋严，产能利用率有望抬升.....	22
3.1. 地理条件构筑天然护城河，西藏天路市占率居首.....	22
3.2. 错峰生产执行良好，批小建大管控加强，产能利用率有望抬升.....	22
3.3. 价格优势显著且稳定性强，未来或仍有提升空间.....	24
4. 公司吨均价显著高于可比公司，成本费用有望优化.....	25
5. 盈利预测与投资建议.....	27
6. 风险提示.....	31

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：公司 2000-2012 年分产品营收占比.....	7
图 4：公司 2013-2023 年分产品营收占比.....	7
图 5：公司 2016-2023 年分区域营收占比.....	7
图 6：公司 2001-2023 年营业收入及同比增速.....	8
图 7：公司 2001-2023 年归母净利润及同比增速.....	8
图 8：公司 2001-2023 年毛利率、期间费用率和净利率.....	8
图 9：公司 2001-2023 年各项费用率.....	8
图 10：公司 2018-2023 年分行业营收（亿元）及占比（纵轴）.....	9
图 11：公司 2018-2023 年分行业毛利率.....	9
图 12：2023 年公司建材子行业占总收入比例.....	9
图 13：2023 年公司建筑子行业占总收入比例.....	9
图 14：2023 年公司建材子行业占总毛利比例.....	9
图 15：2023 年公司建筑子行业占总毛利比例.....	9
图 16：公司 2017-2023 年水泥年产量及产能利用率.....	10
图 17：公司 2017-2023 年商混年产量及产能利用率.....	10
图 18：2000-2024M1-2 全国水泥产量及同比增速.....	11
图 19：2000-2024M1-2 西藏水泥产量及同比增速.....	11
图 20：2000-2024M1-2 中国房地产开发投资及同比增速.....	11
图 21：2000-2024M1-2 西藏房地产开发投资及同比增速.....	11

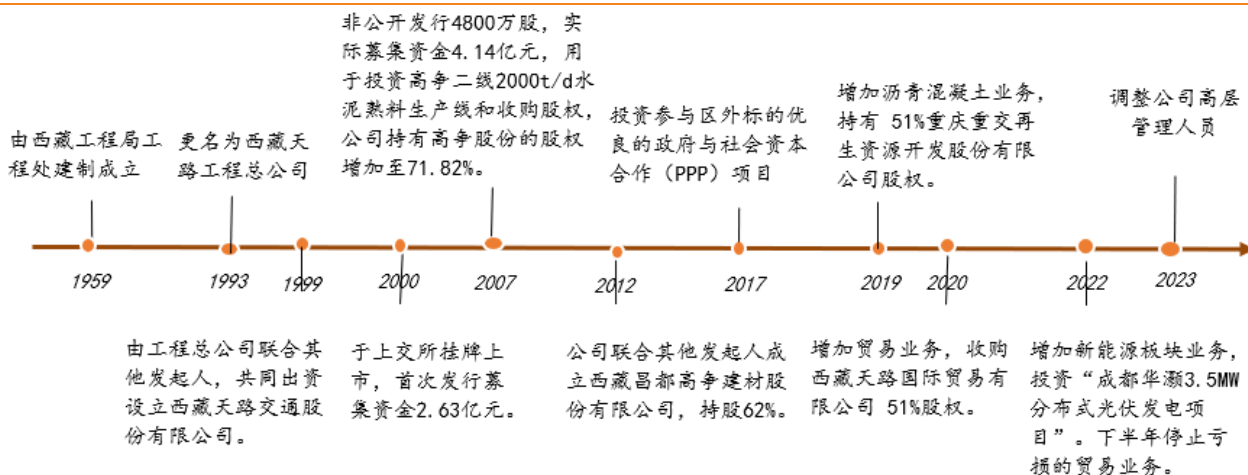
图 22: 2000-2023 年全国水泥产量、地产开发投资、基建投资、农村固投同比增速	12
图 23: 2005-2023 年西藏水泥产量、地产开发投资、基建投资同比增速	12
图 24: 2015-2022 年西藏水泥产量与地产开发投资增速回归分析	12
图 25: 2015-2022 年西藏水泥产量与基建投资增速回归分析	12
图 26: 2022 年中国各省市城镇化率及人口自然增长率	13
图 27: 2022 年中国各省市人均 GDP 及人均居民可支配收入	13
图 28: 2015-2022 年全国及西藏地产开发占固投比重	14
图 29: 2015-2022 年全国及西藏基建占固投比重	14
图 30: 2015-2022 年西藏城镇固资投完成额中各类基建占比	14
图 31: 2015-2022 年西藏城镇固资投完成额中各类基建同比增速	14
图 32: 2021 年各省公路密度 (公路里程/区域面积)	15
图 33: 西藏地区“两横三纵”铁路网规划图	17
图 34: 西藏地区重要铁路路线图	17
图 35: 西藏地区重要江河分布图	20
图 36: 西藏墨脱雅鲁藏布江大拐弯景观	20
图 37: 2023 年各省熟料产能前五企业市场占有率	22
图 38: 2023 年末西藏各水泥企业产能占比	22
图 39: 西藏地区熟料产能	23
图 40: 西藏及各地区产能利用率情况	23
图 41: 2008 年至今(2024.4.5)西藏及全国水泥价格走势	24
图 42: 2020-2023 年西藏水泥月均价及月度产量	24
图 43: 可比公司吨均价	25
图 44: 可比公司吨成本	25
图 45: 可比公司吨毛利	26
图 46: 可比公司吨净利	26
图 47: 可比公司吨费用	26
图 48: 可比公司吨销售费用	26
图 49: 可比公司吨管理费用	26
图 50: 可比公司吨财务费用	26
表 1: 西藏天路水泥产能明细	10
表 2: 全国和西藏水泥产量与地产、基建、农村的相关性系数	12
表 3: 2014 年后全国和西藏水泥产量与地产、基建、农村的相关性系数	12
表 4: 2022-2024 年西藏重点项目投资情况	15
表 5: 西藏“十四五”规划中基建相关内容	16
表 6: 西藏地区建成、在建、规划及远景研究项目	17
表 7: 西藏地区铁路项目带动水泥行业需求量敏感性测算	19
表 8: 西藏地区内部分水电站项目	20
表 9: 墨脱水电站带来西藏地区水泥需求增量测算	20
表 10: 西藏地区水泥熟料产线明细	23

表 11：水泥业务盈利预测 .....	27
表 12：建材业务盈利预测 .....	28
表 13：建筑业务盈利预测 .....	29
表 14：可比公司估值表 .....	30

## 1. 西藏天路：藏区水泥龙头，建材业务有望带动盈利增长

公司前身为西藏公路工程总公司，主要从事公路工程施工的基础设施建设，最早于 1959 年由西藏工程局工程处建制，后被确立为国企施工单位。1999 年 3 月，西藏公路工程总公司作为主发起人，联合西藏自治区内其他四家企业共同出资成立了西藏天路交通股份有限公司，2001 年 1 月 16 日于上交所正式挂牌上市。2007 年公司控股高争建材，募集资金建设高争二线 2000t/d 水泥熟料生产线。2012 年公司联合其他发起人成立昌都高争，占绝对控股地位。2019 年公司持股重交再生，增加沥青混凝土业务。公司于 2020 年持股天路国贸，增加贸易业务，后于 2023 年停止贸易业务。

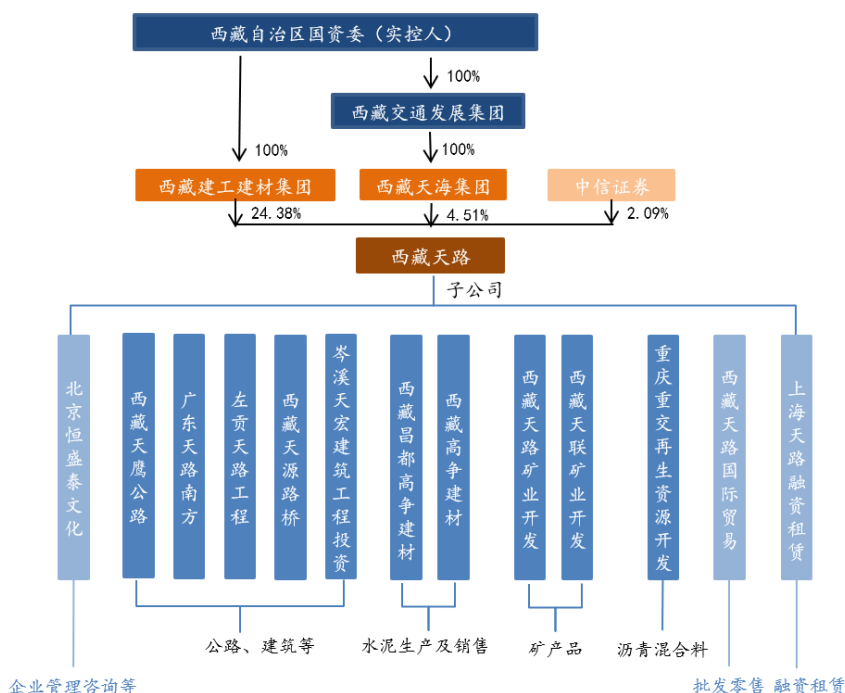
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、西藏商报公众号、天风证券研究所

公司实控人为西藏自治区国资委，前十大股东合计持股三成以上。2001 年公司上市之初，五家发起人共同持股 71.73%，其中主发起人西藏公路工程总公司持股 61.13%。截止 2024 年 5 月 23 日，大股东藏建集团持有公司 24.38% 股份，实控人为西藏自治区人民政府国有资产监督管理委员会，董事长为顿珠朗加。截止 2023 年末，公司持有 37 家参控股公司，其中 13 家系全资及直接控股子公司，分别从事公路和建筑/水泥生产销售/矿产品加工销售/沥青混合料加工销售业务，此外亦有子公司从事企业管理咨询、融资租赁等相关业务。

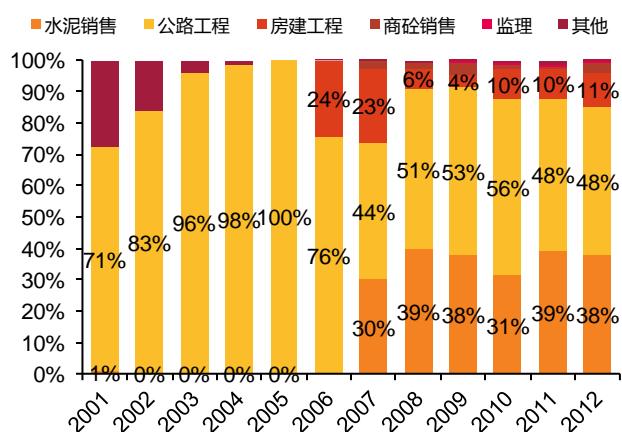
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

公司主营业务为水泥生产及销售、公路工程施工，近三年业务拓展广泛。2001-2005 年公司主营业务为公路工程，营收占比逐年提升，05 年达将近 100%。公司于 06 年增加房建业务，公路业务开始被逐渐稀释，次年水泥销售占比大幅提升，水泥营收同比增长 117.72%，主要系持有高争建材股份增加所致，公司建筑建材产业链整合得以推进。2013 年公司水泥销售/公路工程营收占比分别为 37%/23%，水泥销售业务跃居首位，至今仍为第一主业。近几年公司主动探索产业协调发展路径，业务较为分散，22 年公司制定“提升建筑业、做强建材业、发展矿产业、拓展投资业、探索新能源产业”战略目标，有望依托新业务形成新的增长点。23 年致力于强本固基，持续适度多元发展，继续培育新的增长点，有望不断增强核心竞争能力。

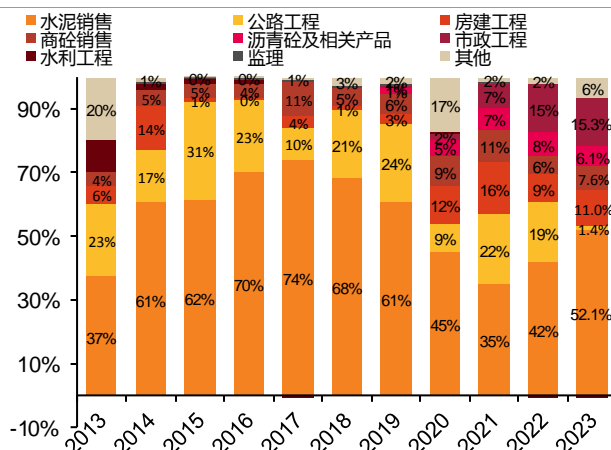
图 3：公司 2000-2012 年分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：为保证口径可比，2000-2005 年将建筑材料项归为水泥销售项。

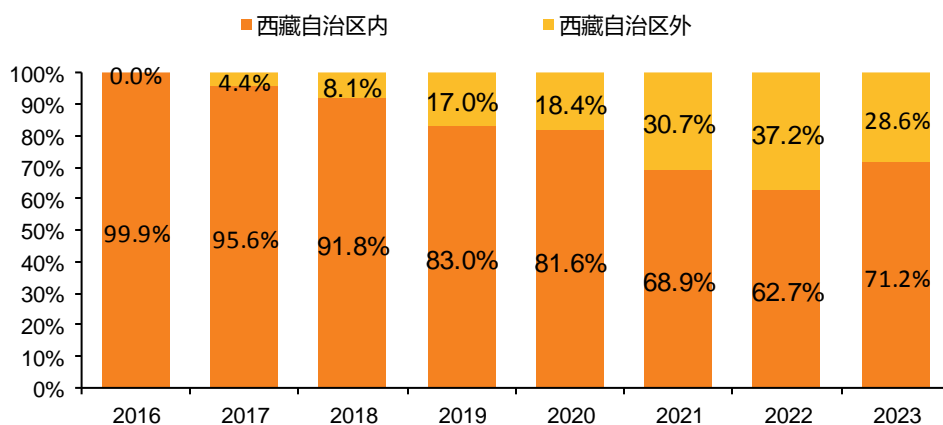
图 4：公司 2013-2023 年分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

分区域来看，公司下游市场以西藏区内为主，17 年至今逐渐拓展区外业务。公司自上市至 2016 年间，西藏自治区内营收占比始终在 99% 以上。17 年开始不断拓展合作模式，与央企组成联合体，投资参与区外标的优良的政府与社会资本合作（PPP）项目，实现了建筑业从区内市场“走出去”到区外市场“走进去”的转变。17-22 年公司区外营收占比逐年提升，由 4.4% 提升至 37.2%。23 年区内/区外的水泥/沥青销量分别为 406.88/94.94 万吨，建筑业和建材业均实现了区内外市场的统筹发展。未来公司将在建筑领域积极统筹利用区内区外两种资源、两个市场，培育新的利润增长点，在建材领域力争实现区外业务的稳定持续增长，或有望依托区外业务增厚利润。

图 5：公司 2016-2023 年分区域营收占比



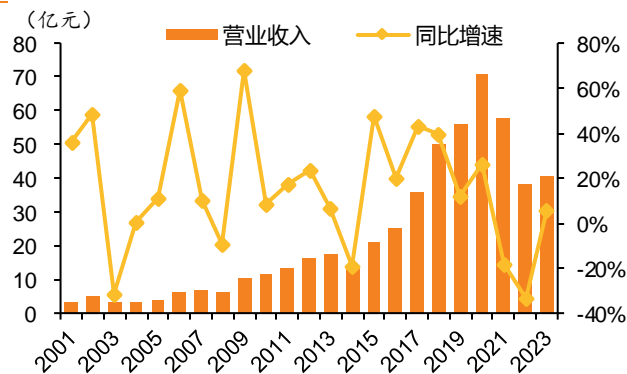
资料来源: Wind、天风证券研究所

**自上市至 18 年业绩基本实现稳定增长，毛利率处上行通道。**2001-2010 年间，受益于自治区基础设施建设规模的扩大，公司营收实现稳步增长，复合增速达 14.2%，盈利保持相对稳定。12 年出现小幅亏损，归母净利润为-0.42 亿，净利率跌至-1.16%，主要原因系建筑业受外部不确定因素影响，出现返工、工期拖延等情况，而建材业依旧实现了较快发展，公司可持续发展基础未受根本影响。2013-2018 年间，公司受益于建材业的主要利润贡献，业绩实现持续稳步增长，营收/归母净利润分别由 17.45/0.05 亿元增至 50.21/4.5 亿元，CAGR 分别达 23.5%/147.2%，毛利率/净利率均处上行通道，18 年达 32.6%/17.1% 峰值。

**19 年毛利率进入下行通道，21-22 年业绩承压。**19-20 年公司主要依托新投资业务维持短暂增长态势，归母净利润稳定于 4 亿元附近。19 年公司拓展沥青业务，增厚建筑业收入；区外项目进入施工高峰期，增厚建筑业收入。20 年增设商品贸易业务，贸易行业收入达 11 亿元。21 年建材业规模萎缩，贸易板块业绩持续性不再，营收/归母净利润明显下滑，分别达 57.8/0.4 亿元。22 年受疫情影响，除市政工程外，其余业务全线萎缩，同时建材业务生产成本趋高，此外公司计提了 1.8 亿元资产及信用减值损失，归母净利润大幅转亏至-5 亿元。

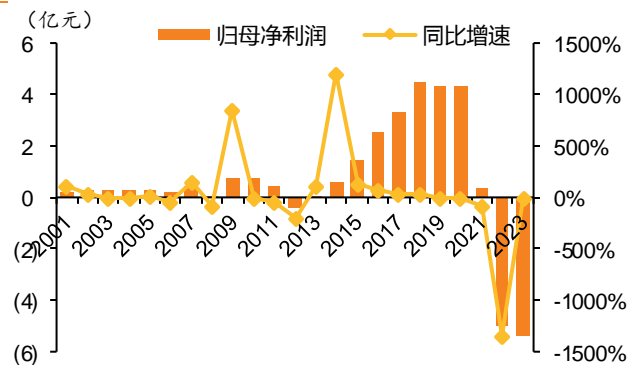
**当前负面拖累逐渐淡化，24-25 年建材业务有望带动盈利增长。**23 年公司建筑业务仍有一定承压，同时受公司持有的中国电建(等)股价下跌影响，产生 1.46 亿元浮亏。但占比较大的水泥业务收入和毛利同比均实现增长，且公司已将亏损的贸易业务暂停运行。24-25 年来看，若西藏重点项目开工逐步落实，需求有望得到大幅提振，公司销量将有所增长，建材业务具有较大向上弹性。同时公司减值损失已计提较多，预计建材业务有望带动盈利向上修复。

图 6: 公司 2001-2023 年营业收入及同比增速



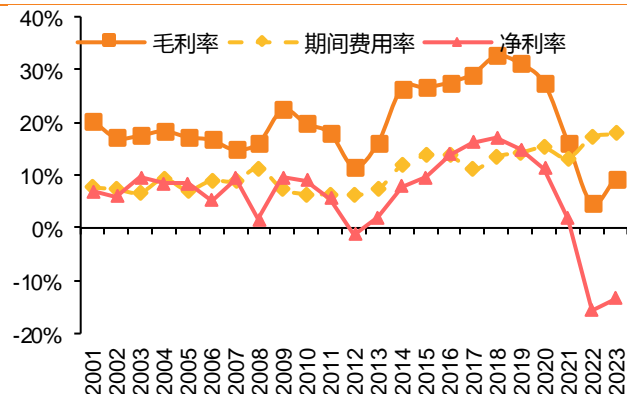
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 7: 公司 2001-2023 年归母净利润及同比增速



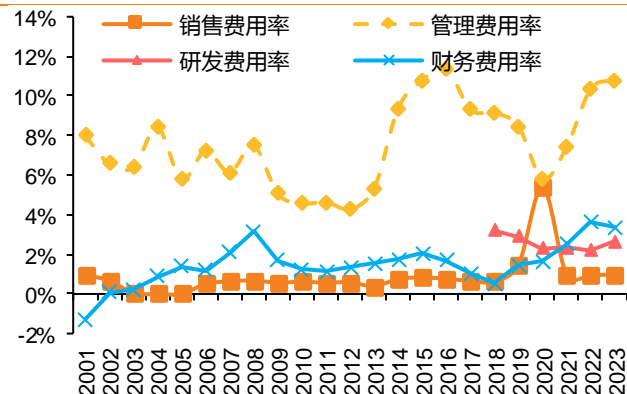
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 8: 公司 2001-2023 年毛利率、期间费用率和净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

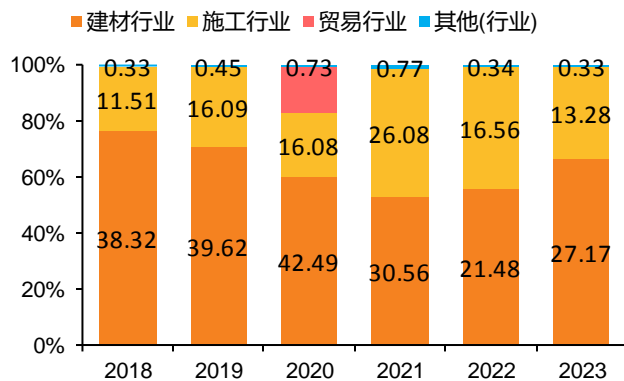
图 9: 公司 2001-2023 年各项费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所  
注: 2018 年前研发费用未单独披露

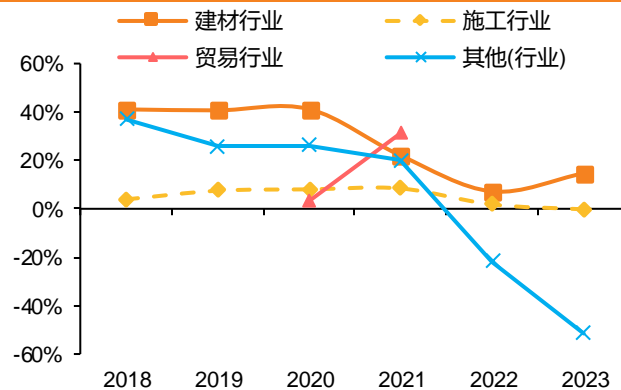


图 10：公司 2018-2023 年分行业营收（亿元）及占比（纵轴）



资料来源：Wind、天风证券研究所

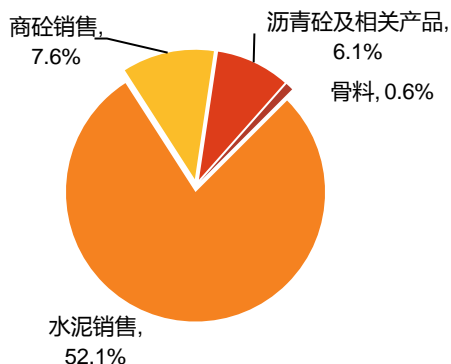
图 11：公司 2018-2023 年分行业毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

目前公司最大的主营业务为水泥生产与制造，23 年收入/毛利分别贡献 52.1%/90.1%。公司在建材和建筑领域均有布局，其中建材业务比重更大，23 年收入/毛利分别占 66.5%/104%。细分来看，建材业务主要包括水泥/沥青砼及制品/商砼/骨料，23 年收入占比分别为 52.1%/6.1%/7.6%/0.6%，毛利占比分别为 90.1%/5.4%/6.5%/1.9%；建筑业务主要包括公路/市政/房建/水利，23 年收入占比分别为 1.4%/15.3%/11%/-0.1%，毛利占比分别为-9.8%/9.4%/-3%/-1.8%。综合来看，水泥业务对公司的收入和毛利贡献最大，因此下文我们将侧重分析公司所处的水泥供需情况。

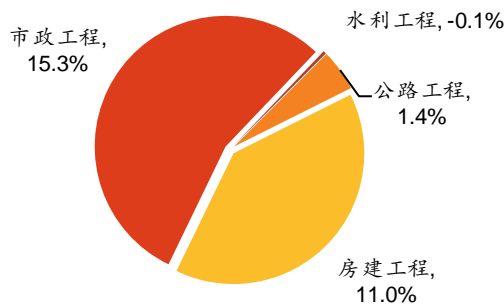
图 12：2023 年公司建材子行业占总收入比例



资料来源：Wind、天风证券研究所

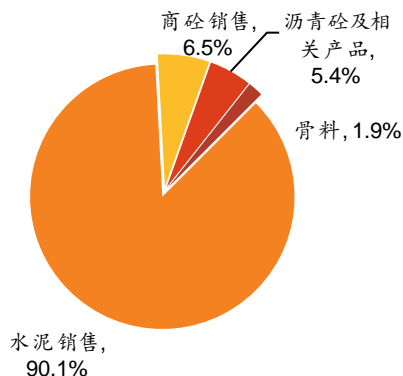
注：为表征整体业务结构情况，选取各子板块业务占总收入的比重数据，并非占建材板块收入比重，因此加和非 100%，下同

图 13：2023 年公司建筑子行业占总收入比例



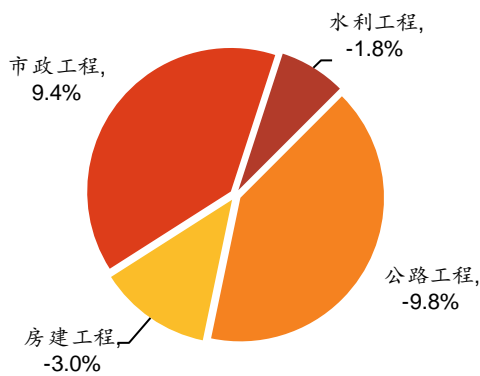
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：2023 年公司建材子行业占总毛利比例



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：2023 年公司建筑子行业占总毛利比例



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司目前拥有 5 条水泥熟料生产线，全部布局在西藏自治区内。产线分别位于昌都市的昌都高争（2 条）和拉萨市的高争建材（3 条），合计日产能达 14000 吨，我们计算权益产能达 8602 吨，占总产能的 61.44%。自 20 年公司熟料/商混产量及产能利用率逐年下滑，23 年有所回升，产量分别达 333 万吨/100 万方，同比+75 万吨/+19 万方，产能利用率分别为 79%/37%，同比+8pct/+6pct。若未来需求有所增长，产能利用率则具进一步提升空间。

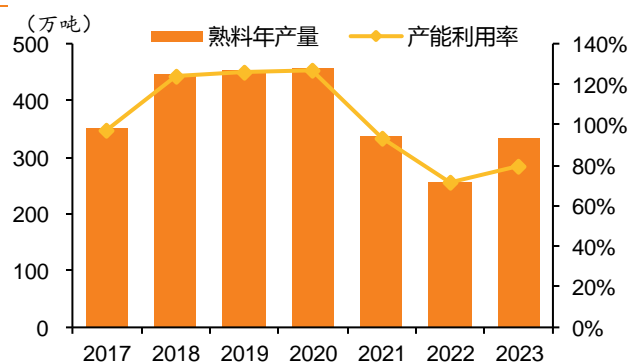
表 1：西藏天路水泥产能明细

省份	地市	企业名称	投产时间	熟料产能 (t/d)	西藏天路持股比	权益产能 (t/d)
西藏自治区	拉萨市	西藏高争建材股份有限公司	2004/1/1	2500	60.02%	1501
西藏自治区	拉萨市	西藏高争建材股份有限公司	2008/11/1	2500	60.02%	1501
西藏自治区	昌都市	西藏昌都高争建材股份有限公司	2014/12/30	2000	64.00%	1920
西藏自治区	拉萨市	西藏高争建材股份有限公司	2017/4/23	5000	60.02%	2401
西藏自治区	昌都市	西藏昌都高争建材股份有限公司	2020/11/27	2000	64.00%	1280
合计				14000	61.44%	8602

资料来源：西藏经济和信息化厅、卓创资讯、天风证券研究所

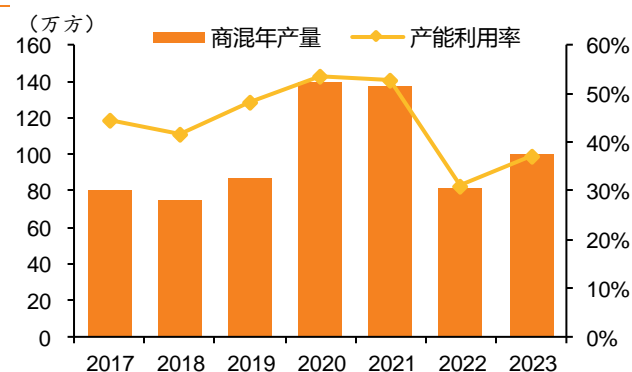
注：表内产能按照西藏经济和信息化厅披露数据

图 16：公司 2017-2023 年水泥年产量及产能利用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：公司 2017-2023 年商混年产量及产能利用率



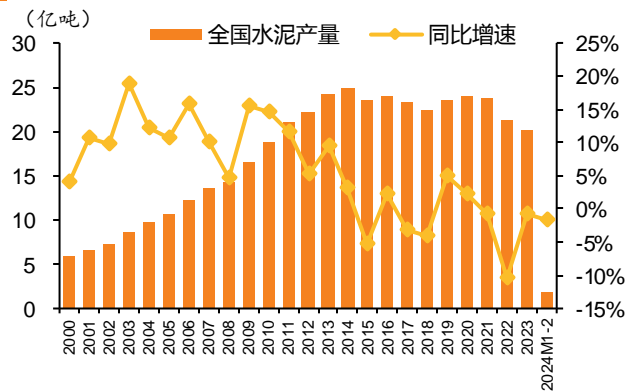
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 西藏水泥需求逆势增长，交通水利有望带动新增量

### 2.1. 存量时代西部需求逆势增长，基建相关度更高

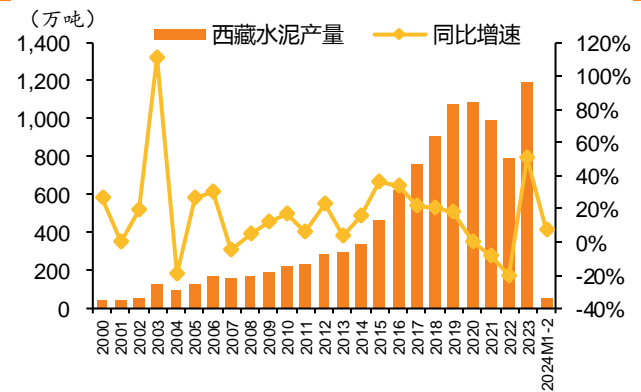
全国水泥需求受地产影响呈稳中略降趋势，西藏需求逆势增长。全国来看，受益地产行业的快速发展，我国水泥需求曾历经高速增长期，00-14 年间产量始终保持增长，CAGR 达 110.7%。但随着 12 年之后宏观经济步入高速增长后的结构调整期，地产开发投资逐渐脱离飞速发展期，增速趋于平缓。受此因素影响，全国水泥需求增速也逐渐趋缓，产量于 14 年见顶，达 24.92 亿吨，此后在小幅波动中略有下行趋势，未再超越 14 年峰值。西藏地区来看，受益于 12 年《西部大开发“十二五”规划》的推进以及 13 年“一带一路”战略规划的提出，西藏水泥产量于 14 年并未见顶，反而步入新一轮增长期，00-14 年/14-20 年间西藏地区水泥产量 CAGR 分别达 114.8%/121.2%。21-22 年受疫情影响，水泥产量有所下滑，但截止 23 年末，西藏水泥产量高达 1198.43 万吨，同比高增 51.2%，相较于全国需求实现逆势增长。24 年 M1-2 西藏水泥产量达 53.24 万吨，同比+7.5%，仍相对全国增速高出 9.2pct。

图 18：2000-2024M1-2 全国水泥产量及同比增速



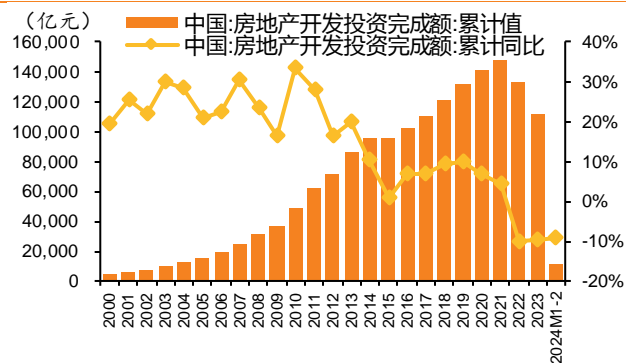
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：2000-2024M1-2 西藏水泥产量及同比增速



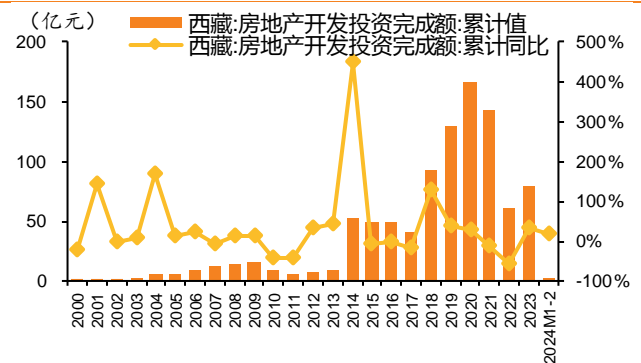
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：2000-2024M1-2 中国房地产开发投资及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：2000-2024M1-2 西藏房地产开发投资及同比增速

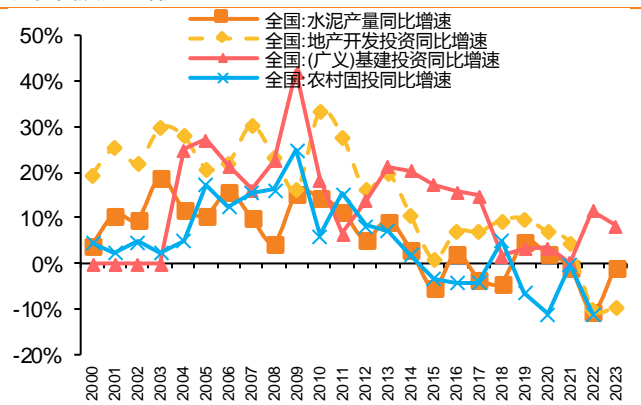


资料来源：Wind、天风证券研究所

全国水泥需求与地产相关性高于基建，西藏地区则相反。在验证西藏地区水泥需求存增量空间的前提下，我们通过观测下游地产/基建/农村固投三项指标与水泥产量同比增速的相关性来分析其需求逻辑与全国的差异，并据此跟踪短期需求变动情况。总体来看，我们发现全国水泥需求与地产相关性较强，与基建相关性较弱，R 方分别为 0.761/0.059，因此观测全国水泥需求的着力点更应在于地产；而西藏水泥需求与地产/基建 R 方系数分别为 0.024/0.057，基建相关性略高于地产，但总体来看与下游指标相关性并不高，可能与西藏地区前期发展缓慢，各项指标增速均较低且波动不大有关。

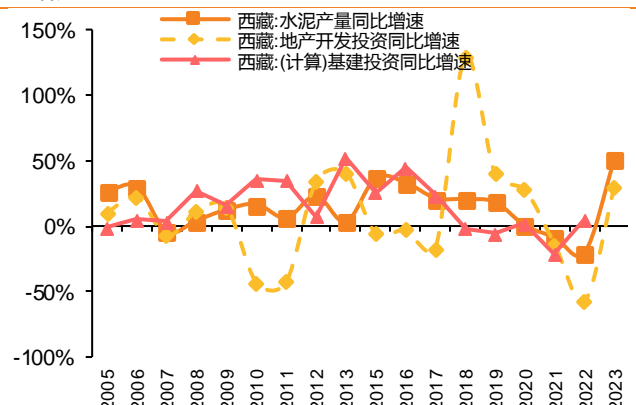
14 年后西藏水泥需求与下游相关性更显著，尤以基建为甚。前文我们交代过 2014 年全国水泥产量见顶后需求逻辑发生一定衍变的基本事实，在此我们做进一步分析，14 年后全国水泥需求增速仍与地产相关性较强，但相较于全时段的相关系数和回归系数均有小幅下滑，或主要受水泥需求趋稳影响；西藏地区来看，水泥需求与地产/基建相关系数分别为 0.122/0.435，地产和基建增速的相关性均有所提升，且基建提升幅度更大，因此我们认为观测西藏地区基建增速具有相对较优的解释与预测意义。

图 22：2000-2023 年全国水泥产量、地产开发投资、基建投资、农村固投同比增速



资料来源：Wind、国家统计局、天风证券研究所

图 23：2005-2023 年西藏水泥产量、地产开发投资、基建投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：1) 2014 年地产增速偏离正常值过多，影响观测，故此图不予列示；  
2) 基建数据根据水利、电热燃气、交运三大类投资额加总计算而得

表 2：全国和西藏水泥产量与地产、基建、农村的相关性系数

	水泥产量	地产投资增速	基建投资增速	农村固投增速
全国	决定系数 R2	0.761	0.059	0.397
	回归系数 $\beta$	1.26	0.40	0.77
西藏	相关系数	0.024	0.057	—
	回归系数	1.12	0.30	—

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：全国样本数据范围为 2000-2022 年；由于数据的可得性有限，西藏地区样本数据范围为 2005-2022 年

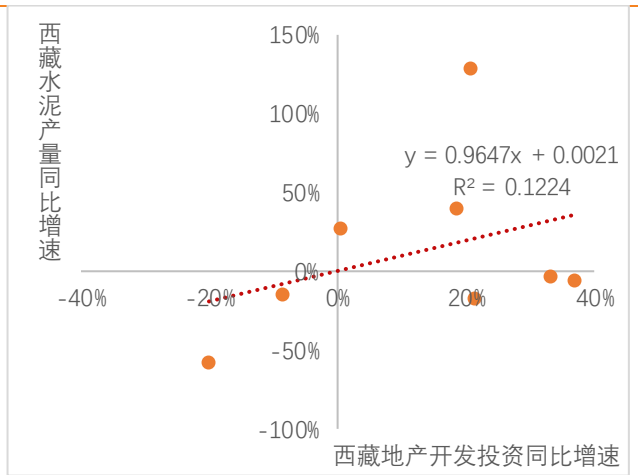
表 3：2014 年后全国和西藏水泥产量与地产、基建、农村的相关性系数

	水泥产量	地产投资增速	基建投资增速	农村固投增速
全国	决定系数 R2	0.625	0.126	0.000
	回归系数	1.04	-0.50	-0.02
西藏	决定系数 R2	0.122	0.435	—
	回归系数	0.96	0.68	—

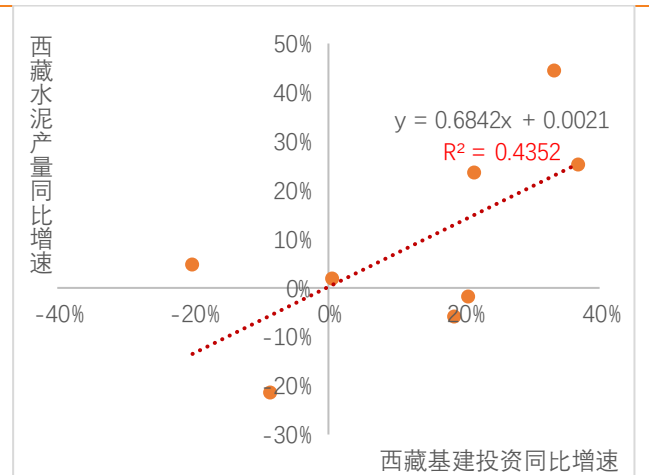
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：2015-2022 年西藏水泥产量与地产开发投资增速回归分析

图 25：2015-2022 年西藏水泥产量与基建投资增速回归分析



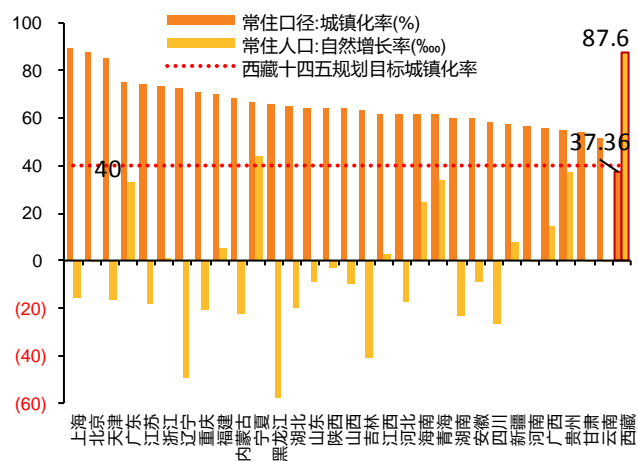
资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

**长期视角下西藏水泥需求具较大增长空间，24-25 年有望落实部分增量。**我们认为从中期视角来跟踪水泥需求的抓手在于地产或基建，而从长期视角来看，影响水泥需求的核心在于人口。同时受水泥产品的短腿属性影响，其需求存在一定的区域分化特征，我们认为其中两类地区水泥需求具有较强支持：一是城市化程度高且人口净增长较多的地区，二是城市化程度低且人口自然增长率稳定或增长的地区。我们通过观测各省市的城镇化率以及人口自然增长率，验证西藏属于其中二类地区的典范：22 年全国/西藏城镇化率分别为 65.22%/37.36%，人口自然增长率分别为-0.6%/8.76%。西藏城镇化率居全国末位，同时人口自然增长率居全国首位，具有显著的二类城市属性，未来需求增长空间较大。从产值角度亦可以辅助验证，22 年全国/西藏人均 GDP 分别为 8.57/5.84 万元，人均居民可支配收入分别为 3.69/2.67 万元，西藏地区具有较大的增长潜力。西藏自治区“十四五”规划中明确提出到“十四五”末城镇化率达到 40%以上，城乡居民人均可支配收入达到或接近全国平均水平，从 22 年末数据来看仍有一定缺口，我们认为未来西藏城市建设有望加速，24-25 年有望落实部分增量，区域泥需求或将得到进一步提振。

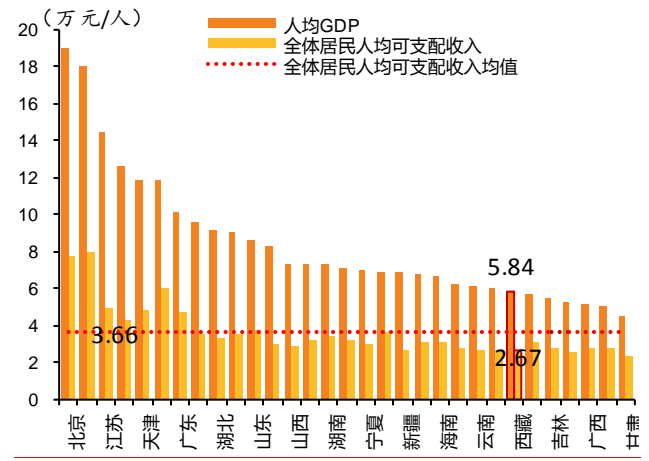
图 26：2022 年中国各省市城镇化率及人口自然增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：23 年部分省市数据暂未公布，故采取 22 年数据，下图同

图 27：2022 年中国各省市人均 GDP 及人均居民可支配收入

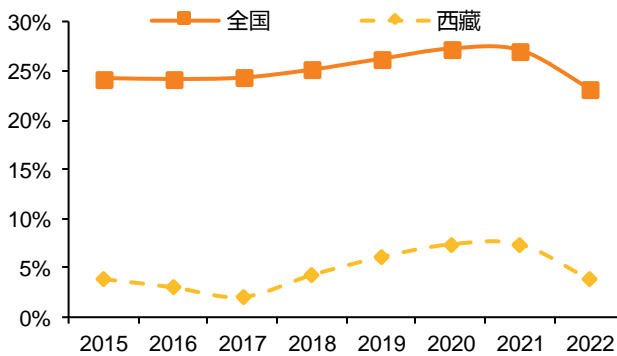


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.2. 交通增长潜力大，水利增势较强，投资有望维持高景气

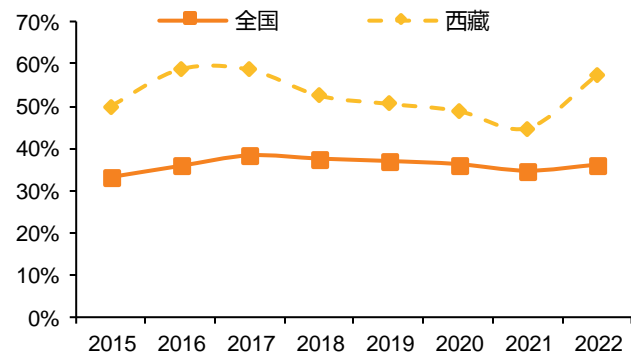
基础设施建设是西藏自治区投资的主要驱动力，24 年有望保持稳定增长。西藏固定资产投资以基建为主，2015-2022 年间（除 2020、2021 年外）西藏基建投资占固投比重基本保持在 50%以上，始终高于全国水平。22 年西藏地产开发/基建占固投比重分别为 4%/57%，较上年同比分别-3pct/+12pct，基础设施建设是西藏投资中的主要驱动力。23 年年初自治区政府工作报告中强调积极扩大有效投资，加快实施国家“十四五”支持西藏的 151 个项目，提出全年固投增长 13%左右的目标。今年是“十四五”规划关键之年，年初自治区政府工作报告再次提出全年固投增长 13%左右的目标，并强调落实中央政府投资 800 亿元，全年固投及基建均有望保持稳定增长。

图 28：2015-2022 年全国及西藏地产开发占固投比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

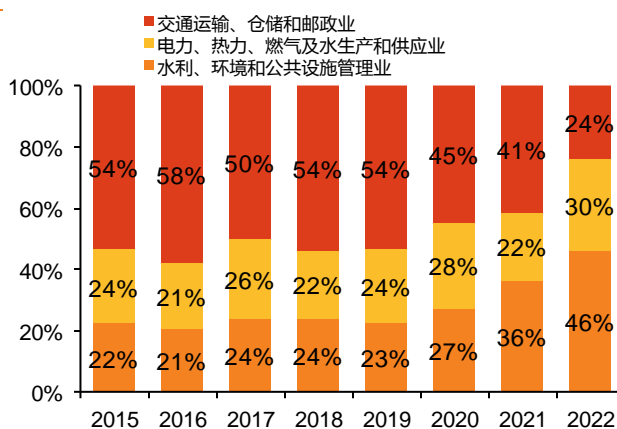
图 29：2015-2022 年全国及西藏基建占固投比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

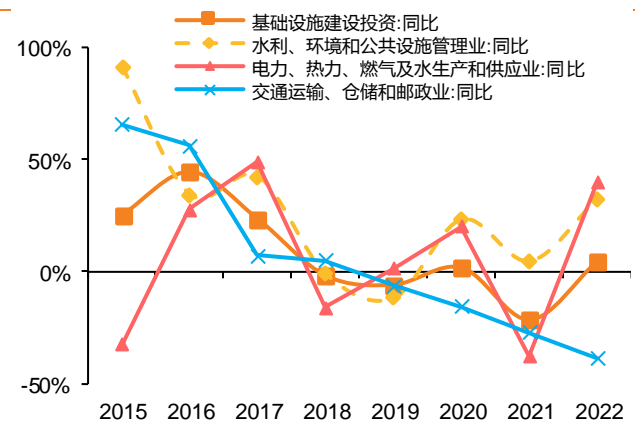
分领域来看，基建中水利占比近年呈增长趋势，交通投资亦具较大提升空间。2015-2019 年间，西藏城镇固投中交通运输、仓储和邮政业占比较高，始终保持在 50%以上的水平，20 年交通运输投资增速和份额分别同比下滑 15%/9pct，而水利和电力投资增速均实现 20%左右的增长，占比均提升 4pct 左右，我们认为主要原因或为交通运输类工程建设进度受当年疫情影响较大。22 年水利和电力投资增速均实现 40%左右增长，占比较 21 年提升 8-10pct 分别增至 46%/30%，均再次步入向上通道。近日自治区政府提出 24 年设立以专项债为主的清洁能源产业基金，确保建成电力装机增长 25%以上，我们认为今年自治区水电相关项目建设有望实现增长。交通领域来看，21-22 年城镇固投完成额的交通运输大类（含仓储和邮政业）投资占比及增速均继续下滑，但从全区交通固定资产投资额来看，23 年全区落实交通固定资产投资 263 亿元，同比增长 60%。从各省公路密度来看，2021 年西藏地区排在全国末位，我们认为西藏交通投资未来存在较大增长潜力。

图 30：2015-2022 年西藏城镇固投完成额中各类基建占比



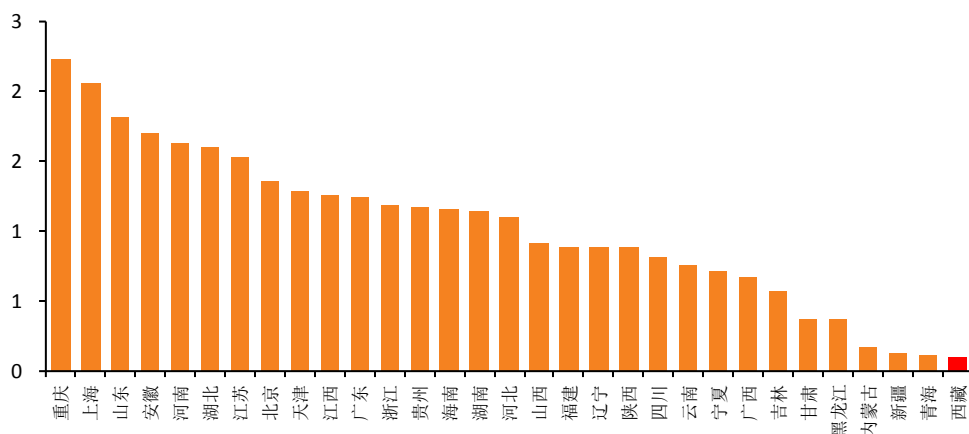
资料来源：Wind、西藏自治区人民政府官网、西藏自治区统计局官网、天风

图 31：2015-2022 年西藏城镇固投完成额中各类基建同比增速



资料来源：Wind、西藏自治区人民政府官网、西藏自治区统计局官网、天风

图 32：2021 年各省公路密度（公路里程/区域面积）



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：，单位为 1/km

**23 年基建项目计划投资保持增长态势，24 年交通类项目有望加速推进。**重点项目来看，22 年/23 年西藏区内重点项目分别有 181/191 个，计划投资 1404/1430 亿元，23 年较 22 年同比增长 2%。其中，23 年保障和改善民生类（包括公共卫生服务基础设施、学校等）计划投资 82 亿元，同比增长 23%；重大基础设施类（包括川藏铁路、拉萨贡嘎机场改造、城市道路和桥梁等）计划投资 547 亿，同比增长 19%，两大类基础设施建设投资均保持增长态势。近日，西藏自治区发展改革委印发《2024 年全区重点建设项目计划》，对全区重点建设项目按照“一月一调度、一季一盘点、半年一分析、年终一总结”的工作机制进行调度，制度建设相对完善。24 年全区共安排重点建设项目 187 个，计划投资 1618 亿元。其中一季度共安排重点建设项目 159 个，计划投资 211.8 亿元，1-2 月开复工率 66.9%，完成投资 124.9 亿元，占一季度计划的 58.9%，项目建设有序推进。

表 4：2022-2024 年西藏重点项目投资情况

	2022 年		2023 年		同比增速	2024 年	
	计划投资 (个)	项目内容	计划投资 (亿元)	项目内容		计划投资 (亿元)	同比增速
项目总个数 (个)	181		191		6%	187	-2%
计划总投资 (亿元)	1404		1430		2%	1618	13%
保障和改善民生	67	教育、医疗、文化、保障性安居工程、其他社会事业等	82.15	幼儿园、义务教育学校、公共卫生服务基础设施、西藏天文馆、智慧广电等	23%		
重大基础设施	461	铁路、公路、机场、水利、市政等	547.04	川藏铁路林芝至雅安段（西藏段）、拉萨贡嘎机场 T1/T2 航站楼改造、城市道路和桥梁工程、农牧区清洁能源推广利用等	19%		
强边固防	60		70.02	应急救援等	17%		
特色产业发展	765	清洁能源、绿色工业、旅游文化、高原生物、高新数字、边贸物流、房地产开发及商业等	718.41	清洁能源、绿色工业、旅游基础设施、高原农牧业及生物等；	-6%		

生态文明建设	51	重点生态区域生态保护和修复、国家公园建设、拉萨南北山绿化工程、城镇污水垃圾处理及收集等	12.4	重要生态系统保护和修复及支撑体系建设、城镇污水垃圾处理及收集系统等	-76%
--------	----	---	------	-----------------------------------	------

资料来源：中国政府网、人民政协网、央广网、天风证券研究所

未来两年需求有望受益于“十四五”规划得到提振，铁路和水利项目或更显著。2021年西藏发布《西藏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》（下文称《西藏十四五规划》），强调要加快基础设施建设，加强铁路、公路、航空、管道、信息、物流等基础设施网络建设，加快清洁能源规模化开发，推进水利基础设施发展等。其中，纲要对公路、铁路、水利方面提出具体指引：1) 公路方面：强调有序推进进出藏公路快速化等，加快推进现有进出藏和通口岸公路提质升级规划建设。2023年全区公路通车总里程增加1753公里达12.32万公里，公路建设稳步推进；2) 铁路方面：提出全力推进川藏铁路建设、有序推进滇藏、新藏铁路部分路段、加快中尼铁路日喀则至吉隆段前期工作等，铁路建设规划较为详尽；3) 水利方面：提出加快雅鲁藏布江中游、澜沧江上游西藏段水电开发，研究推动雅鲁藏布江下游水电规划建设并适时启动相关工程，加快推动金沙江上游（藏川段）清洁能源外送通道建设等，且要求水电建成和在装机容量突破1500万千瓦。我们认为“十四五”期间西藏自治区的铁路和水利相关工程建设规划或相对明确，24-25年收官之际有望加速推进。

表 5：西藏“十四五”规划中基建相关内容

类别	规划内容
公路	有序推进进出藏公路快速化，加快推进现有进出藏和通口岸公路提质升级规划建设
铁路	加强协调配合，全力推进川藏铁路建设
	有序推进滇藏、新藏铁路部分路段和拉林铁路二期前期工作
	加快中尼铁路日喀则至吉隆段前期工作
	协调推进青藏铁路格拉段和拉日延伸段电气化改造及外部配套供电工程规划建设
水利	加快雅鲁藏布江中游、澜沧江上游西藏段水电开发
	研究推动雅鲁藏布江下游水电规划建设并适时启动相关工程
	加快推动金沙江上游（藏川段）清洁能源外送通道建设
	优化水利设施空间布局，加快推进重点河流域综合规划编制和审批，统筹推进宗通卡、桑德、索朗嘎古、易贡湖、狮泉河等重点工程建设，加大跨境河流水资源战略储备与开发力度

资料来源：西藏组工公众号、天风证券研究所

### 2.2.1. 铁路项目建设节奏明晰，需求空间广阔

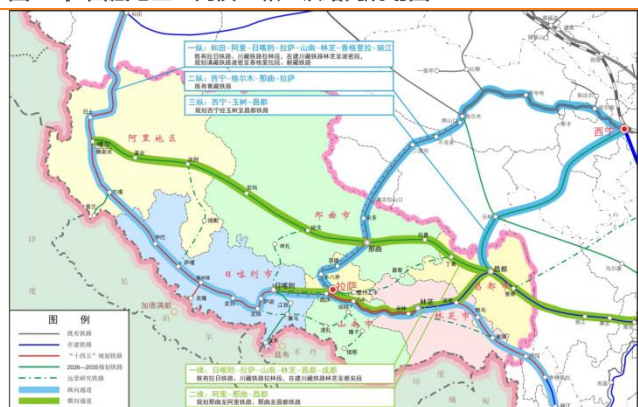
具体项目来看，川藏铁路持续推进，需求支撑性强。受限于自然环境和工程技术条件，西藏区内铁路建设起步较晚，06年青藏铁路通车后结束了区内不通火车的历史。党的十八大以后，区内铁路建设加快，拉日铁路、川藏铁路拉林段分别于14年、21年建成通车，与青藏铁路格拉段共同构成区内“丁”字形铁路网主骨架。西藏自治区对铁路建设较为重视，于21年初发布《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》（下文称《铁路规划》），就“十四五”期间、2035年前以及远景铁路建设做出详尽规划。《铁路规划》中列示，截至21年底，全区铁路营业里程1359公里，较12年的701公里增加近一倍，路网密度达到11.3公里/万平方公里。当前在建项目有川藏铁路雅安至林芝段，在建铁路建成后将新增区内规模540公里。此项目于2020年11月开工，计划于2030年底竣工，项目建设受到中央高度重视，预计投资达3198亿元，全部由国家出资，目前正持续推进。

“十四五”期间，新藏、滇藏、中尼铁路等项目推进有望加码需求，中长期铁路建设仍蕴含较大增长空间。“十四五”规划建设的铁路还包括新藏铁路和田至日喀则段、滇藏



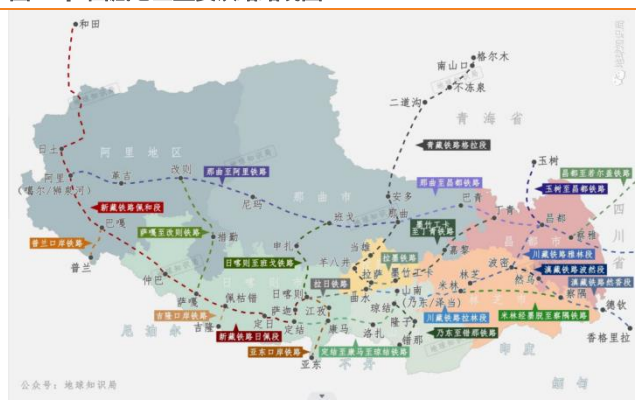
铁路波密至然乌段、滇藏铁路然乌至香格里拉段、吉隆口岸铁路，实施青藏铁路格拉段电气化改造、川藏铁路拉萨至林芝段复线改造，上述项目实施完成后，全区铁路网总规模将达到 4104 公里左右，较 21 年底增长 202%，路网密度将达到 34.2 公里/万平方公里。远期来看，2035 年中长期规划和远景研究规划分别另有 7/9 个铁路项目，建成后全区铁路网总规模分别达到 5198/6398 公里，路网密度分别达到 43.3/53.3 公里/万平方公里。全部建设完成后，西藏区内铁路网将呈现“两横三纵”分布，铁路运输能力将得到大幅提升，建设期间需求增量具有一定持续性。

图 33：西藏地区“两横三纵”铁路网规划图



资料来源：国家铁路局公众号、天风证券研究所

图 34：西藏地区重要铁路路线图



资料来源：地球知识局公众号、天风证券研究所

表 6：西藏地区建成、在建、规划及远景研究项目

项目名称	总里程 (公里)	区内新增规模(公里)			开工时期
		营业里程	复线里程	电化里程	
<b>建成项目</b>					
青藏铁路	1956				一期西宁至格尔木市 (845km) : 1958 年-1984 年; 二期格尔木至拉萨 (1142km) : 2001 年 6 月-2006 年 7 月
拉日铁路	253	253			2010 年 9 月-2014 年 8 月
川藏铁路拉萨至林芝段	435	435			2015 年 6 月-2021 年 6 月
<b>建成项目总计</b>	<b>2644</b>				
<b>在建项目</b>					
川藏铁路雅安至林芝段	1019	540	540	540	2020 年 11 月 8 日
<b>在建项目总计</b>	<b>1019</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	
<b>规划项目</b>					
<b>新建铁路干线</b>					
新藏铁路日喀则至佩枯错段	403	403		403	十四五
新藏铁路佩枯错至和田段	1660	1221		1221	十四五
滇藏铁路波密至然乌段	138	138		138	十四五
滇藏铁路然乌至香格里拉段	410	348		348	十四五
吉隆口岸铁路	95	95		95	十四五
<b>十四五小计</b>	<b>2706</b>	<b>2205</b>		<b>2205</b>	

玉树至昌都铁路	210	144		144	2026-2035 年
那曲至昌都铁路	595	595		595	2026-2035 年
那曲至阿里铁路	1200	1200		1200	2026-2035 年
亚东口岸铁路	261	261		261	2026-2035 年
普兰口岸铁路	94	94		94	2026-2035 年
2035 年前小计	2360	2294		2294	
新建铁路干线小计	5066	4499		4499	
<b>改建铁路干线</b>					
青藏铁路格尔木至拉萨段电气化改造				701	十四五
川藏铁路拉萨至林芝段复线改造			435		十四五
拉日铁路电气化改造				223	2026—2035 年
改建铁路干线小计	0	0	435	924	
<b>新建铁路支线</b>					
拉萨至墨竹工卡铁路	73	73	0	0	2026—2035 年
新建铁路支线小计	73	73	0	0	
<b>规划项目总计</b>	<b>5139</b>	<b>4572</b>	<b>435</b>	<b>5423</b>	
<b>远景研究项目</b>					
萨嘎至改则铁路	445	445		445	
日喀则至申扎至班戈铁路	427	427		427	
墨竹工卡至丁青铁路	463	463		463	
乃东至错那铁路	205	205		205	
定结至康马至琼结铁路	462	462		462	
米林至墨脱至察隅铁路	383	383		383	
昌都至若尔盖铁路	810	56		56	
拉日铁路复线改造			223		
拉墨铁路电气化改造				73	
<b>远景研究项目总计</b>	<b>3195</b>	<b>2441</b>	<b>223</b>	<b>2514</b>	

资料来源：国家铁路局公众号、中国政府网、光明网、中新网等，天风证券研究所

注：标红为对“十四五”期间需求产生影响的项目

### 基于上述项目规划，我们对铁路建设拉动的水泥需求量进行敏感性测算。

首先，我们对已建成的拉日铁路、川藏铁路拉林段的建设能力进行测算，二者营业里程分别为 253/435 公里，建设工期分别为 4/6 年，计算单个项目年建设里程数分别为 63/73 公里，录得中值为 68 公里/年，故我们假设区内单条铁路项目建设能力约为 70 公里/年。此外，铁路水泥需求系数方面，我们采用数字水泥网测算的 1.2 万吨/公里的数值。

其次，我们分别在不同情景假设下对 24-25 年新启动的项目做出假设，悲观和乐观情景下分别假设新项目全都不启动和全都启动。1) 悲观情景下，假设 24-25 年仅有目前在建的川藏铁路持续推进，新增铁路里程为 70 公里/年，带动水泥需求增量 84 万吨/年；2) 乐观情景下，假设 6 条铁路（不考虑与水泥需求相关性较小的电气化改造项目）全都开工建设，其中吉隆口岸铁路里程较短，我们不取 70 公里/年的建设进度，而将其建设里程

数粗略均摊至两年，叠加在建的川藏铁路，测算新增铁路里程数为 468 公里/年，带动水泥需求增量 561 万吨/年；3）**中性情景下**，我们根据《铁路规划》中对各条项目推进的不同定调做出假设，《铁路规划》指出要“先期启动”新藏铁路日喀则至佩枯错段、将“适时开工”建设佩枯错至吉隆口岸铁路（中尼铁路）、“加快启动实施”滇藏铁路波密至然乌段、“分段实施”新藏铁路佩枯错至和田段、“适时实施”滇藏铁路然乌至香格里拉段，以及“推动”川藏铁路拉萨至林芝段复线改造。因此我们假设 24 年启动新藏铁路日喀则至佩枯错段和吉隆口岸铁路建设，25 年再启动滇藏铁路波密至然乌段建设，**测算 24/25 年新增铁路里程数分别为 188/258 公里，带动水泥需求增量分别为 225/309 万吨，对应带动西藏地区年均水泥增量约 22.5%/30.9%**（参考过去几年西藏水泥产量，测算基数按 1000 万吨计）。**按公司 34%市占率计算，对应公司销量 77/105 万吨，占公司 23 年水泥销量比重 19%/26%。**

再次，我们对 2026-2035 年需求量进行测算，我们将此时段内需求空间分为两部分：一是“十四五”期间剩余的工程量，我们取中性情境下 25 年的剩余量，即 2675 公里；二是中长期规划中新增的 6 个项目（除电气化改造），此部分加总为 2367 公里。两类工程加总后总里程数为 5042 公里，我们假设悲观/中性/乐观情景下如期推进的比例分别在 20%/60%/100%，测算年均新增铁路里程分别约为 100/300/500 公里，年均带动水泥需求增量分别为 120/360/600 万吨。

最后，我们对 2035 年后远景规划建设目标带动的需求量进行粗略测算，暂且仅考虑其后十年的情况，我们采用 2026-2035 年期间同样的方法，测算悲观/中性/乐观情景下年均新增铁路里程数分别约为 94/282/470 公里，年均带动水泥需求增量分别为 113/338/564 万吨。

表 7：西藏地区铁路项目带动水泥行业需求量敏感性测算

情景假设	项目	2024E	2025E	2026-2035 年均	2035-2045 年均
悲观	铁路里程（公里）	70	70	100	94
	水泥需求（万吨）	84	84	120	113
中性	铁路里程（公里）	188	258	300	282
	水泥需求（万吨）	225	309	360	338
乐观	铁路里程（公里）	468	468	500	470
	水泥需求（万吨）	561	561	600	564

资料来源：中国政府网、数字水泥网、天风证券研究所

### 2.2.2. 水电项目规划如火如荼，重点关注墨脱水电站

西藏地区水电站建设规划如火如荼，在建及未开工项目较多，有望带来需求增量。水利项目来看，《西藏十四五规划》中提出加快雅鲁藏布江中游、澜沧江上游西藏段水电开发研究，加快推动金沙江上游（藏川段）清洁能源外送通道建设等，我们分别梳理了相关河段的部分水电站项目：

**1) 雅鲁藏布江中游：**在雅鲁藏布江干流中游靠后短短百千米的河段上，我国已经集中建设和规划了 8 座水电站，从上往下依次是巴玉、大古、街需、藏木和加查等 5 个梯级水电站，再往后是冷达、仲达和朗镇等 3 个梯级水电站。其中，藏木、加查、大古水电站已竣工，街需水电站处在建阶段，其余电站暂未开工。

**2) 澜沧江上游（西藏段）：**澜沧江上游西藏段干流规划有 8 个梯级，装机容量合计 961.8 万千瓦，由华能水电公司承建，多个电站项目均未开工建设，需求弹性空间较大。

**3) 金沙江上游（藏川段）：**金沙江上游川藏段共八个梯级电站，初步规划装机容量 898 万千瓦，苏洼龙水电站已投产发电，仍有多项在建项目等。

图 35：西藏地区重要江河分布图



资料来源：张建云、刘九夫等《青藏高原水资源演变与趋势分析》，天风证券研究所

图 36：西藏墨脱雅鲁藏布江大拐弯景观



资料来源：新华网、天风证券研究所

表 8：西藏地区内部分水电站项目

所在区域	项目	开工时间	建成时间	总投资 (亿元)	发电装机容量 (万千瓦)	混凝土用量 (万立方米)
雅鲁藏布江 中游	拉洛水电站	2015 年 5 月	2020 年 12 月	49.5	42	148.56
	藏木水电站	2010 年 9 月	2015 年 10 月	96	51	
	加查水电站	2015 年	2020 年 8 月	78.3	36	
	大古水电站	2015 年 12 月	2022 年 12 月	122	66	160
	街需水电站	2014 年	在建	95	56	
	巴玉水电站		未开工		80	
	冷达水电站		未开工		51	
	仲达水电站		未开工		32	
澜沧江上游 (西藏段)	朗镇水电站		未开工		34	
	如美水电站	2021 年 1 月	在建	553.3	260	
	班达水电站		未开工	266.7	150	
金沙江上游 (藏川段)	苏洼龙水电站	2016 年 4 月	2022 年 11 月	178.9	120	
	叶巴滩水电站	2017 年 6 月	在建	333.6	224	
	巴塘水电站	2018 年 9 月	在建	102.63	75	
	拉哇水电站	2017 年 3 月	在建	309.69	200	

资料来源：中新网、中国西藏网、中国水力发电工程学会等，天风证券研究所

墨脱水电站是雅鲁藏布江下游规划的重大工程，若开工将带来年均近 30%的需求弹性。值得关注的是，《十四五规划》中提出推动雅鲁藏布江下游水电规划建设并适时启动相关工程，墨脱水电站则位于此处，建成后装机容量可达 6000 万千瓦，是三峡水电站的 2 倍多，项目一旦开工将带来很大需求增量。目前项目仍在筹备阶段，建设难点在于地区交通不便、施工难度大，资金来源以及中印地缘政治风险等。我们参考西藏区内水电站建设及投资情况，测算西藏内水电站万千瓦对应投资额约 1.72 亿元，预计墨脱水电站动态总投资规模至少在 10000 亿以上。按照单位千瓦时建设对应 3 方混凝土用量计算，预计墨脱水电站带来 18000 万方混凝土需求（对应 5400 万吨水泥），按照 15 年工期计算，则预计年均带动水泥需求 360 万吨，按公司份额 34%计算，则对应销量 122.4 万吨，占公司 23 年水泥销量比重 30%。

表 9：墨脱水电站带来西藏地区水泥需求增量测算

项目	数量
装机容量（万千瓦）	6000
单位千瓦时对应混凝土用量（立方米）	3
对混凝土总用量（万方）	18000
对应水泥用量（万吨）	5400

建设工期（年）	15
年均带动水泥需求量（万吨）	360
西藏天路市场份额	34%
对应公司销量（万吨）	122.4
占 2023 年公司销量比重	30%

资料来源：公司公告、数字水泥网等、天风证券研究所

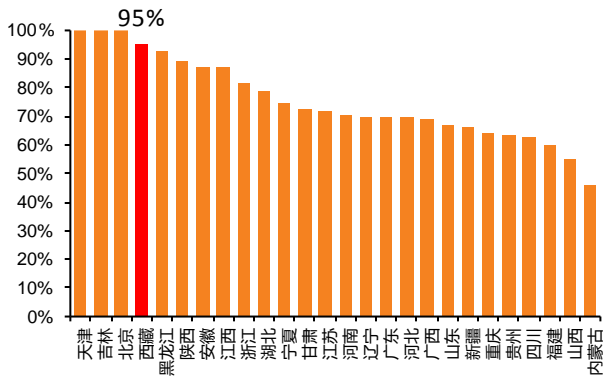
### 3. 供给端集中度高、管控趋严，产能利用率有望抬升

#### 3.1. 地理条件构筑天然护城河，西藏天路市占率居首

西藏地势高峻，且交通极其不便，致使外来熟料难以进入。西藏自治区位于青藏高原西南部，北邻新疆，东连四川，东北紧靠青海，东南连接云南，南与缅甸、印度、不丹、锡金、尼泊尔等国毗邻，地势由西北向东南倾斜，平均海拔在 4,000 米以上，地形复杂多样，区内交通运输建设不便利，导致外来熟料难以进入区内市场，形成有效的地理屏障。据卓创资讯数据，2023 年底西藏熟料日产能 4.13 万吨，折合年产能 1280 万吨，能够实现区内水泥熟料需求的全覆盖。

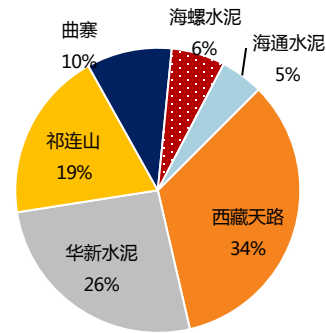
供给端呈双寡头格局，CR2 超 50%，CR6 达 100%。西藏地区主要水泥企业仅有 6 家，社会粉磨站非常少，竞合关系相对稳固。截止 2023 年末，西藏地区 CR5 达 95%，集中度居全国前列，两家龙头企业西藏天路/华新水泥市占率分别为 34%/26%，具有较高的议价权。其余上市企业包括祁连山和海螺水泥，市占率分别为 19%/6%。另有两家小企业曲寨和海通水泥，分别占 10%/5%，后者控股股东为西藏开发投资集团，23 年底将海通水泥 55% 股权挂牌出售，转让底价为 4.35 亿元，或反映出当地小企业经营空间受限，未来头部企业市占率有望进一步提升。

图 37：2023 年各省熟料产能前五企业市场占有率



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 38：2023 年末西藏各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

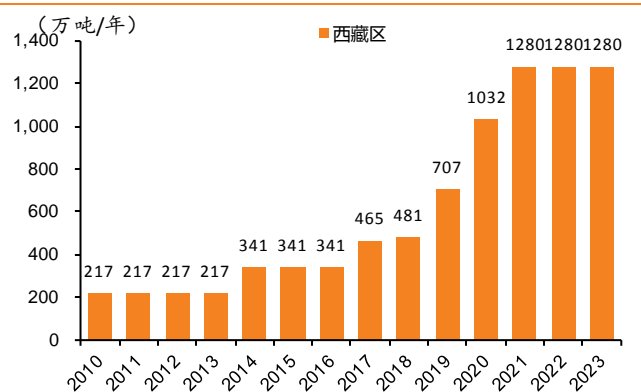
#### 3.2. 错峰生产执行良好，批小建大管控加强，产能利用率有望抬升

14 年以来西藏水泥产线投产加速，16 年后产能利用率持续下滑，23 年预计有所回升。前文我们分析过西藏水泥需求于 14 年开启新一轮增长期，在区内水泥需求向好、利润增厚的背景下，以西藏天路/华新水泥为主的水泥企业不断新建水泥熟料产线：14 年两家企业各新增 1 条产线，新增熟料日产能分别为 3000/2500 吨，17 年天路再新增一条 4000T/D 产线，18 年华新再新增两条 2500T/D 和 3000T/D 产线，20 年下半年海螺、祁连山以及海通水泥纷纷进入市场，天路再建昌都二线，四家企业合计新增日产能 1.05 万吨，21 年祁连山和曲寨水泥合计再新增产能 8000T/D。自 14 至 21 年西藏产能实现快速增长，CAGR 达 121%。受产能逐步释放影响，西藏地区产能利用率从 16 年的 141% 高位开始进入下行通道，20 年后需求受疫情拖累有所下滑，产能利用率进一步下滑至低于全国和西南平均水平，至 22 年已下滑至 43% 低位，23 年受益于西藏水泥供需基本面好转，产能利用率回升至 62%。

22 年开始执行错峰政策，23 年需求超预期致错峰天数减少。受 20-21 年新增产能过多以及 22 年中央环保组督察影响，西藏自治区水泥行业自 22 年开始执行错峰停窑政策，主要以企业自律错峰生产为主，灵活性较高。22 年全年计划执行错峰停窑 180 天，其中一季度 90 天，5 月 30 天，冬季各厂库满停窑，无统一错峰计划。23 年全年原计划执行错峰停窑 210 天，但受需求超预期影响，9 月底公布停窑天数变更为 165 天，停窑计划集中

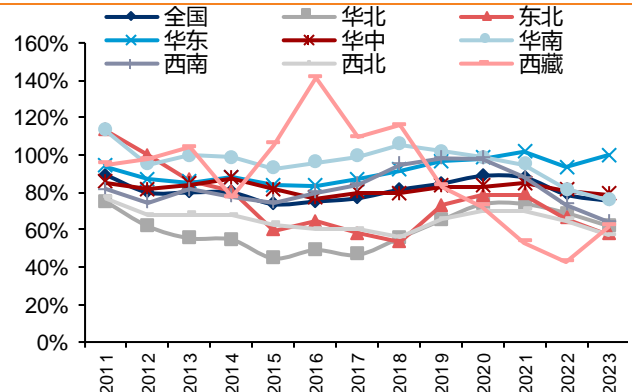
在 1-4 月份。据中国水泥网调研情况，西藏当地水泥行业执行错峰生产情况保持良好。

图 39：西藏地区熟料产能



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 40：西藏及各地区产能利用率情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

**产线“批小建大”管控力度加强，供给格局有望继续优化。**除错峰生产外，区内对批复产线的管控力度也逐步加强，22 年中央环保督察组指出西藏自治区“十三五”期间新上的 6 条水泥熟料生产线均批小建大，昌都市问题尤为突出，4 个水泥熟料项目实际建成产能超过批准产能的 41.2%。其后，自治区建立了昌都水泥行业问题整改包保机制，责成海通水泥、昌都高争、八宿海螺等企业严格落实水泥熟料产能调控方案。同时，昌都市还制定完善水泥企业数据报送承诺制度，每月对水泥生产运行情况进行调度并逐级上报，经济和信息化厅组织相关部门对高争建材二线项目进行现场查验核实，针对“批小建大”问题，责令企业制定整改方案。

**中长期来看，在能效环保要求下，供给端或将进一步优化。**西藏地区中小规模产能较多，2500T/D 及以下生产线数量有 9 条，产能占比 47%，据国家发改委等部门指导意见要求，到 2025 年水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例需超过 30%，我们认为西藏地区中小产线单位能耗偏高，未来区域水泥行业发展到相对成熟阶段时，技改或置换方面须投入较多费用，而自身资金受限的中小企业可能被迫出清，长期来看供给端或将继续优化。近日，按西藏自治区国资委有关要求，海通水泥将股权无偿划转给西藏建工建材集团，集团高质量发展有望推动区内供给格局进一步优化。

表 10：西藏地区水泥熟料产线明细

地市	企业名称	所属集团	所属上市公司	回转窑规格	熟料线产能 (t/d)	投产时间
<b>2500T/D 及以下产线</b>						
山南	华新水泥（西藏）有限公司	华新集团	华新水泥	Φ3.3×50m	1200	2005/6/28
山南	华新水泥（西藏）有限公司	华新集团	华新水泥	Φ3.6/4.0×50m	1600	2010/3/31
昌都	西藏昌都高争建材股份有限公司	高争	西藏天路	Φ4.0×60m	2000	2020/11/27
昌都	西藏开投海通水泥有限公司			Φ4.0×60m	2000	2020/9/19
昌都	八宿海螺水泥有限责任公司	安徽海螺	海螺水泥	Φ4.0×60m	2500	2020/8/8
拉萨	西藏高争建材股份有限公司	高争	西藏天路	Φ4.0×60m	2500	2004/1/1
拉萨	西藏高争建材股份有限公司	高争	西藏天路	Φ4.0×60m	2500	2008/11/1
日喀则	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	华新集团	华新水泥	Φ4.0×60m	2500	2014/12/31
日喀则	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	华新集团	华新水泥	Φ4.0×63m	2500	2018/12/31
小计					<b>19300</b>	
<b>3000T/D~5000T/D 产线</b>						
昌都	西藏昌都高争建材股份有限公司	高争	西藏天路	Φ4.3×64m	3000	2014/12/30
山南	华新水泥（西藏）有限公司	华新集团	华新水泥	Φ4.3×64m	3000	2018/8/18
拉萨	西藏藏中建材股份有限公司	高争	西藏天路	Φ4.6×74m	4000	2017/4/23
拉萨	拉萨城投祁连山水泥有限公司	中国建材集团	祁连山	Φ4.6×74m	4000	2020/7/28
日喀则	日喀则市雅曲新型建材有限公司	曲寨		Φ4.8*74m	4000	2021/9/12
山南	西藏中材祁连山水泥有限公司	中国建材集团	祁连山	Φ4.8*74m	4000	2021/5/18

小计  
合计

22000  
41300

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

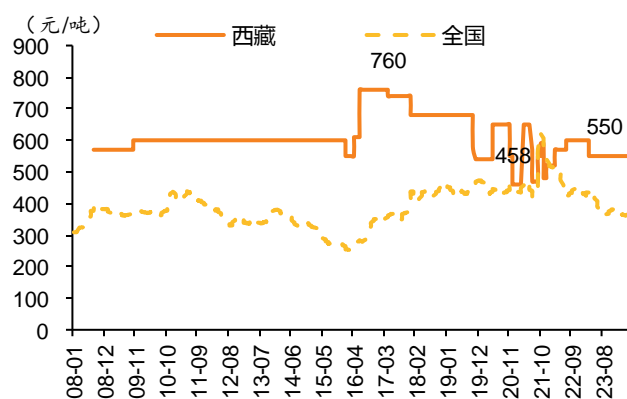
### 3.3. 价格优势显著且稳定性强，未来或仍有提升空间

22 年区内水泥价格逐步恢复，23 年至今保持坚挺，未来或有望进一步优化。从供需博弈结果来看：

- 16 年下半年开始，西藏地区水泥供不应求，实现价格推涨，16 年 6 月底价格推高至 760 元/吨，此后价格居相对高位。
- 17 年随着国家有关部门提出支持西藏适度发展水泥产业，且区内水泥盈利空间确为可观，水泥供给逐渐增多，价格有小幅回落。3) 20-21 年西藏水泥行业格局转为供过于求，价格于 20 年末滑落至过去十余年来约 460 元/吨的最低水平，并在低位震荡一年多，企业盈利空间受到大幅挤压。
- 进入 22 年，受供给端调控力度加大影响，区内水泥价格进行上升通道，年初价格恢复至 520 元/吨，Q2/Q3 吨均价分别再上调 50/30 元至 570/600 元。
- 23 年以来，区内水泥需求有所恢复，对价格产生刚性支撑，23 年中旬至今年 5 月价格始终保持在 550 元/吨。

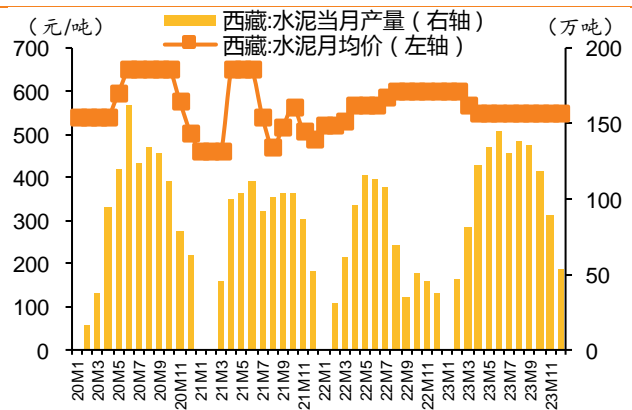
对比来看，西藏地区水泥供需格局相对占优，区内水泥价格高于全国。未来随着需求端的逐步放量，以及供给端管控趋严，区内水泥价格及盈利或有望进一步优化。

图 41：2008 年至今(2024.4.5)西藏及全国水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 42：2020-2023 年西藏水泥月均价及月度产量



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



## 4. 公司吨均价显著高于可比公司，成本费用有望优化

西藏天路吨均价和吨成本均高于可比公司，21-22 年吨毛利下滑较多，23 年有所修复，未来优化空间较大。我们选取在西藏设有厂址的华新水泥（西藏产能占 6%）以及在新疆（与西藏的水泥市场格局相似）市占率较高的青松建化、天山股份作为可比公司，可以发现，西藏天路（下称“公司”）的吨均价和吨成本均高于可比公司，吨毛利在 20 年及之前也显著高于可比公司。依次来看：

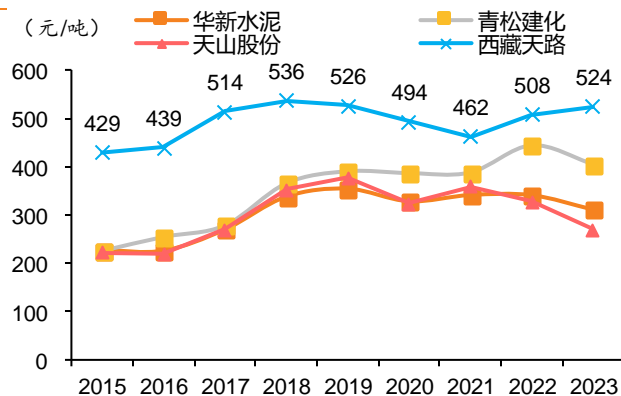
1) **价格方面**：受益于西藏地区占优的水泥格局，公司吨均价始终高于可比公司，行情好时可高出 200 多元，即使在 21 年区域格局相对恶化时亦高出约 100 元，至 23 年公司吨均价达 524 元。

2) **成本方面**：公司吨成本始终高于同行，在 21 年之前高出约 100 元，我们认为导致公司成本高企的原因主要或在原燃料，人工折旧方面也相对较高。**原材料方面**，公司对外采购的原材料以煤炭、石膏和页岩为主，还在销售淡季采购部分熟料，以备在旺季满足市场需求，而石灰石均来自公司自有矿山。一方面区内煤炭资源匮乏，高度依赖区外供应，煤炭价格可能相对较高，另一方面公司外采熟料可能进一步推高原材料成本，我们发现公司单吨存货显著高于同行，可以验证原燃料成本确有推高总成本。**人工和折旧方面**，公司可能因销量较小而摊得较高成本，我们发现公司的单吨生产人员成本、单吨折旧和摊销基本均显著高于可比公司（除青松建化）。

21 年和 22 年受销量下滑较多以及煤炭成本较高影响，公司吨成本进一步大幅上涨，逐年推高约 100 元。此外亦受会计政策变更影响，公司运费由销售费用重分类至营业成本，而西藏地区交通不便，运费较高，进而大幅推高成本，22 年受疫情影响推高程度更甚。此外，22 年昌都高争二期水泥产线受环保督察后未批复投产，公司外购高价熟料以保住川藏铁路等工程，亦对成本产生一定影响。23 年成本下降至 439 元/吨，我们认为主要原因在于以下三方面：**1) 规模效应**：疫情因素现已消除，藏区重点项目陆续复工，且“十四五”规划中仍有较多未开工项目，公司销量有望实现增长，成本通过规模效应得到较大优化。**2) 运输成本优化**：此前公司的运输费对成本拖累较大，23 年上半年公司通过公开招投标方式将水泥装卸业务和运输服务外包，有效降低了运输成本。**3) 行政处罚因素消除**：昌都二线处罚因素现已消除，公司自给能力提升，不必高价外采熟料以维持份额，原材料成本亦将有所优化。

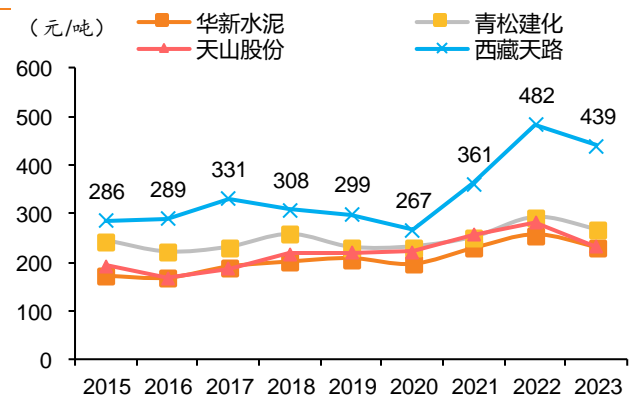
3) **利润方面**：21 年之前，公司吨毛利和吨净利均高于可比公司，分别高于约 100/70 元左右。21-22 年基本跌至可比公司中最低水平，23 年有所修复，公司吨毛利/吨净利分别达 85/-8 元，预计 24-25 年随着成本的逐渐优化，盈利有望回升至较高水平。

图 43：可比公司吨均价

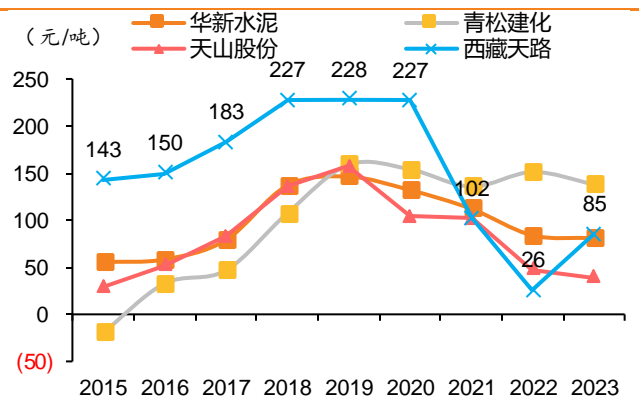


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

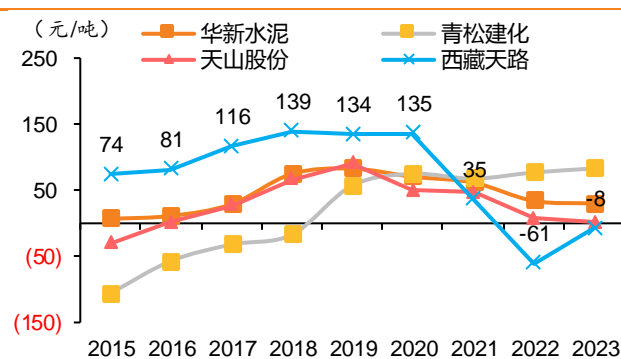
图 44：可比公司吨成本



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

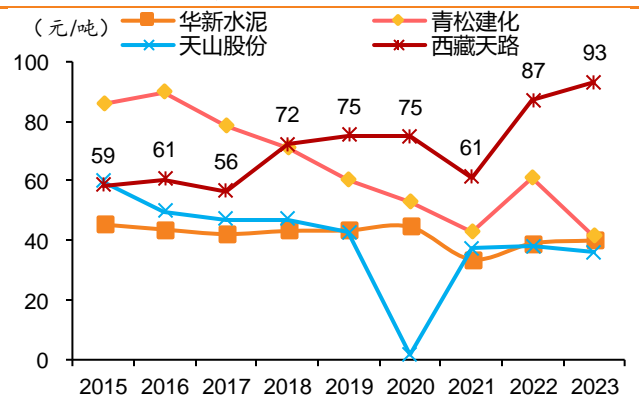
**图 45：可比公司吨毛利**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

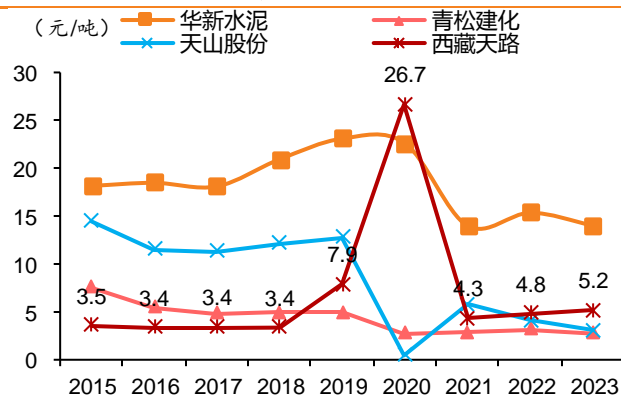
**图 46：可比公司吨净利**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

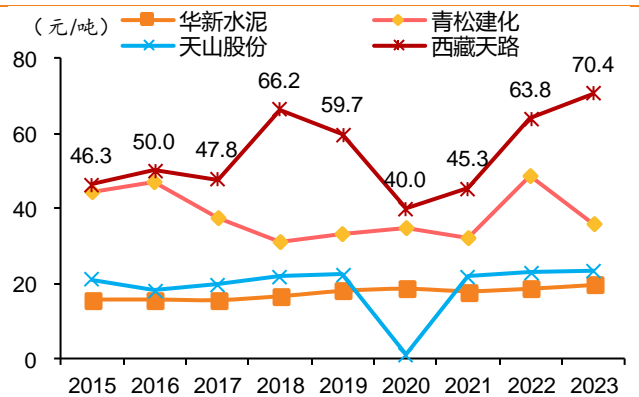
**公司吨费用高于可比公司，管理和财务费用具优化空间。**公司吨费用总体上高于可比公司，其中管理费用相对较高，我们认为主要系公司销售规模较小导致摊销费用较高所致，预计销量提升后或将得到优化。公司销售费用和财务费用在 20 年前具有相对优势，20 年销售合同模式由出厂价改为到岸价，运费被大幅推高，21 年之后运费转嫁到成本项中。吨财务费用自 19 年以来逐渐上升，主要系公司新增银行贷款、发行可转债等所致。

**图 47：可比公司吨费用**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

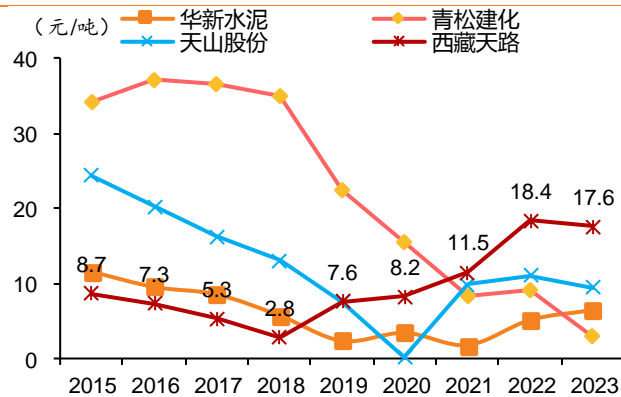
**图 48：可比公司吨销售费用**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

**图 49：可比公司吨管理费用**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

注：研发费用计入管理费用

**图 50：可比公司吨财务费用**


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们预计 24-26 年公司收入分别为 46.9/53.8/63.5 亿元，同比分别+15%/+15%/+18%，综合毛利率分别在 18%/25%/32%。根据前文分析，我们对公司收入进行拆分并作如下假设：

- 1) **建材板块：**公司最核心的业务为水泥生产与销售，我们将水泥板块业务单独拆分进行预测。销量方面，我们预计 24-26 年随着西藏重点工程的逐渐放量，参考前文对铁路等方面拉动的水泥需求空间范围，我们假设销量将分别增长 20%/15%/15%；价格方面，我们预计 24-26 年随着需求好转，价格有望持续抬升，给予 24-26 年增速 5%/4%/3%。成本方面，考虑到销量增长较多，且拖累成本的多项因素已逐步消除，我们假设 24-26 年吨成本分别为 400/375/333 元，同比分别-9%/-6%/-11%。综合来看，预计 24-26 年水泥业务收入分别为 26.8/32.1/38.0 亿元，同比分别+26%/+20%/+18%，毛利率分别达 27%/34%/44%。

表 11：水泥业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量 (万吨)	652	646	438	318	407	488	561	646
yoy	2%	-1%	-32%	-27%	28%	20%	15%	15%
价格 (元/吨)	526	494	462	508	524	550	572	589
yoy	-2%	-6%	-6%	10%	3%	5%	4%	3%
收入 (百万元)	3431.04	3188.15	2025.95	1616.46	2130.66	2684.64	3210.82	3803.22
yoy	0%	-7%	-36%	-20%	32%	26%	20%	18%
吨成本	299	267	361	482	439	400	375	333
yoy	-3%	-11%	35%	34%	-10%	-9%	-6%	-11%
成本 (百万元)	1946.34	1722.09	1580.17	1534.88	1784.82	1953.38	2104.86	2147.45
yoy	-2%	-12%	-8%	-3%	16%	9%	8%	2%
毛利润 (百万元)	1484.70	1466.05	445.79	81.58	345.84	731.25	1105.96	1655.78
yoy	2%	-1%	-70%	-82%	324%	111%	51%	50%
毛利率	43%	46%	22%	5%	16%	27%	34%	44%
费用 (百万元)	489.77	483.13	268.06	276.94	363.92	415.85	449.19	475.02
费用率	14%	15%	13%	17%	17%	15%	14%	12%
净利润 (百万元)	994.93	982.93	177.73	-195.36	-18.07	315.40	656.77	1180.75
yoy	0%	-1%	-82%	-210%	亏损减小	扭亏为盈	108%	80%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

除水泥之外，我们再对建材板块中其余业务做出预测：**1) 沥青及制品**：考虑到西南地区沥青产能较少，整体需求空间仍存，预计销量或有增长。但市场竞争十分剧烈，预计价格下滑较多，故预测 24-26 年收入或小幅下滑，毛利率约处于 10% 的近几年较低水平。**2) 商混**：商混与下游地产紧密度较高，由于西藏地区建设开发空间较大，参考历史数据，预计 24-26 年收入分别增长 25%/15%/15%，毛利率为 10%/12%/15%。**3) 骨料**：参考公司历史经营情况，预计 24-26 年预计骨料需求或受水泥需求拉动保持持续增长，毛利率在 30% 左右。综合来看，预计 24-26 年建材业务收入分别为 33.3/39.0/45.6 亿元，同比分别 +22.4%/+17.3%/+16.7%，毛利率分别在 24.1%/30.5%/38.7%。

表 12：建材业务盈利预测

收入拆分 (百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
水泥	3431.04	3188.15	2025.95	1616.46	2130.66	2684.64	3210.82	3803.22
YOY	-0.2%	-7.1%	-36.5%	-20.2%	31.8%	26.0%	19.6%	18.5%
毛利率	43.3%	46.0%	22.0%	5.0%	16.2%	27.2%	34.4%	43.5%
沥青及制品	79.49	387.45	395.03	298.88	249.19	236.73	224.89	213.65
YOY		387.4%	2.0%	-24.3%	-16.6%	-5%	-5%	-5%
毛利率	23.3%	28.3%	22.1%	14.0%	8.4%	10%	10%	10%
商混	353.18	650.93	615.92	218.26	311.15	373.38	429.39	493.80
YOY	29.7%	84.3%	-5.4%	-64.6%	42.6%	20%	15%	15%
毛利率	15.7%	24.8%	22.2%	12.9%	8.1%	10%	12%	15%
骨料	98.56	22.54	19.11	14.74	26.40	31.68	38.02	45.62
YOY	-18.7%	-77.1%	-15.2%	-22.8%	79.1%	20%	20%	20%
毛利率	53.3%	56.5%	8.1%	19.6%	28.1%	30%	30%	30%
<b>建材收入合计</b>	<b>3962.28</b>	<b>4249.07</b>	<b>3056.01</b>	<b>2148.34</b>	<b>2717.41</b>	<b>3326.43</b>	<b>3903.13</b>	<b>4556.29</b>
YOY	3.4%	7.2%	-28.1%	-29.7%	26.5%	22.4%	17.3%	16.7%
毛利率	40.7%	41.2%	22.0%	7.2%	14.7%	24.1%	30.5%	38.7%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2) **建筑板块**：公司建筑板块包括公路、房建、市政、水利/其他，分别来看：1) **公路**：考虑到西藏自治区交通厅领导层的人事变动可能影响公司的资质获取，预计 24-26 年公路项目收入或仍继续下滑。毛利率或亦受议价权降低影响而得到拖累，参考公司历史值，给予 24-26 年 0%/5%/5%的毛利率假设。2) **市政**：公司近年来市政业务收入逐年增长，发展趋势较好，22 年 4 月和 8 月，公司分别中标重庆高新区科学大道二期工程 EPC 三标段项目和重庆市潼南区中新食品产业园区项目，预计 24-25 年市政工程收入将有所增长，毛利率亦有所上升。3) **房建**：西藏建设空间较大，我们预计 24-26 年需求有小幅增长，但毛利率可能维持较低水平。4) **水利**：公司在 22 年前将水利工程单独列示，22 年由于工程合同收入审减，导致收入负增长。水利工程收入和毛利贡献均较小，我们不再对此做业绩预测。5) **其他**：公司自 22 年开始列示其他工程项目，23 年上半年增量主要由于 22 年 11 月承建新开工的拉萨南北山绿化园林工程贡献，我们对 24-26 年的收入和毛利率水平给予相对平稳的假设。综合来看，预计 24-26 年建筑业务收入分别为 13.2/14.3/15.6 亿元，同比分别-0.6%/+8.6%/+8.9%，毛利率分别在 4.8%/6.1%/6.8%。

表 13：建筑业务盈利预测

收入拆分(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公路	1357.79	639.44	1252.96	743.30	58.06	40.64	36.58	34.75
YOY	28.9%	-52.9%	95.9%	-40.7%	-92.2%	-30%	-10%	-5%
毛利率	6.4%	6.5%	11.5%	3.2%	-64.5%	0%	5%	5%
市政	39.79	126.48	410.33	574.77	623.40	685.75	754.32	829.75
YOY		217.9%	224.4%	40.1%	8.5%	10%	10%	10%
毛利率	40.2%	28.7%	8.9%	9.1%	5.8%	8%	8%	8%
房建	195.20	831.80	940.76	332.76	448.90	493.79	543.17	597.48
YOY	174.7%	326.1%	13.1%	-64.6%	34.9%	10%	10%	10%
毛利率	9.2%	8.0%	4.5%	-9.4%	-2.6%	0%	3%	5%
水利	16.27	10.68	4.39	-15.47	-4.33			
YOY	-38.6%	-34.4%	-58.9%	-452.1%	-72.0%			
毛利率	-7.0%	-143.2%	-64.7%	101.2%	158.9%			
其他				21.04	201.70	100.00	100.00	100.00
毛利率				4.2%	8.5%	9%	9%	9%
<b>建筑收入合计</b>	<b>1609.05</b>	<b>1608.40</b>	<b>2608.45</b>	<b>1656.40</b>	<b>1327.73</b>	<b>1320.17</b>	<b>1434.06</b>	<b>1561.98</b>
YOY	39.8%	0.0%	62.2%	-36.5%	-19.8%	-0.6%	8.6%	8.9%
毛利率	7.47%	8.03%	8.40%	1.76%	-0.22%	4.80%	6.07%	6.82%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

**估值方面：**考虑到公司建筑和建材领域业务估值水平有所差异，我们采取分取分部估值法进行估值。其中，建材板块选取前文所列示的华新水泥、天山股份、青松建化作为可比公司，考虑到公司所处西藏地区格局占优，给予 25 年 14xPE；建筑板块选取四川路桥、中国建筑、中国铁建作为可比公司，给予 25 年 5xPE。

**我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.12/4.38/9.25 亿元**，参考可比公司净利率，假设 25 年建材业务净利率为 12%，建筑业务净利率 3.5%，则 25 年公司建材/建筑归母净利润分别为 4.7/0.5 亿元（默认其他业务不产生相应市值）。参考可比公司估值，我们给予建材/建筑业务 25 年 PE 分别为 14 倍、5 倍，对应目标总市值为 68.08 亿元，对应目标价 5.28 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 亿元	当前 价格 元	EPS (元)					PE (倍)				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>建材</b>													
600801.SH	华新水泥	248	14.61	1.30	1.33	1.42	1.65	1.85	11.24	10.98	10.31	8.88	7.89
600425.SH	青松建化	53	3.30	0.30	0.29	0.36	0.46	0.53	11.00	11.38	9.18	7.21	6.27
000877.SZ	天山股份	479	5.53	0.53	0.23	0.23	0.28	0.34	10.52	24.38	24.24	19.44	16.21
	平均								10.92	15.58	14.58	11.84	10.12
<b>建筑</b>													
600039.SH	四川路桥	711	8.16	1.81	1.04	1.11	1.22	1.36	4.51	7.85	7.38	6.70	6.00
601668.SH	中国建筑	2,289	5.50	1.23	1.31	1.40	1.50	1.60	4.47	4.20	3.94	3.66	3.44
601186.SH	中国铁建	1,081	8.50	1.76	1.73	2.08	2.23	2.37	4.83	4.91	4.09	3.81	3.58
	平均								4.60	5.65	5.14	4.72	4.34
600326.SH	西藏天路	49	3.83	-0.56	-0.45	0.09	0.34	0.72	-6.84	-8.55	44.17	11.26	5.33

注：数据截至 20240611 收盘，除西藏天路为天风预测外，其余公司数据来自于 Wind 一致预期

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**重点项目建设进展不及预期：**重点项目工程受可行性研究、投资人行动、用地环评等要件办理进度影响，若未能如期推进建设，将对西藏地区及公司的实际需求产生负面拖累。

**区内水泥价格竞争加剧：**目前西藏地区水泥企业间协同良好，价格维持稳定水平，若未来出现企业间激烈竞争，打破现有格局，将会影响价格端的高位企稳现状。

**公司建筑业务中标情况不及预期：**公司在本土建筑行业比较优势明显，但随着区内建筑市场的全开放，致使行业竞争日益剧烈，行业环境变化多端，公司市场营销能力偏弱、份额偏小，拿项目能力保障性不强，仍有一定行业风险。

**公司经营管理风险：**公司管理层更迭频繁，且主营业务十分多元，在精细化管理方面仍有不足，经营能力有待改善。

**公司财务风险：**公司投资或承建的项目通常规模较大，资金支出量较大且资金回笼周期较长，对融资能力以及内部资金运用管理能力具有更高要求，公司近年来资产负债率攀升，不断对外拓展新业务，具有一定的财务风险。

**股价波动风险：**近期公司股价波动较大，二级市场关注度较高，具有一定资金面和情绪面的投资风险。

文中测算具有一定主观性。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,908.25	2,559.19	2,035.33	2,163.24	2,319.30	营业收入	3,845.31	4,086.45	4,686.61	5,377.19	6,158.27
应收票据及应收账款	1,804.90	1,702.42	2,191.19	2,670.79	2,652.54	营业成本	3,664.14	3,702.80	3,826.46	4,103.82	4,291.87
预付账款	107.05	59.27	129.80	77.56	129.67	营业税金及附加	22.11	26.08	29.92	34.32	39.31
存货	479.25	508.68	352.79	654.14	400.66	销售费用	36.41	40.28	46.40	53.23	60.97
其他	1,106.84	1,177.12	1,903.18	3,361.20	2,614.44	管理费用	398.57	441.51	421.79	430.18	431.08
<b>流动资产合计</b>	<b>6,406.29</b>	<b>6,006.67</b>	<b>6,612.29</b>	<b>8,926.93</b>	<b>8,116.62</b>	研发费用	84.39	108.60	117.17	134.43	153.96
长期股权投资	657.23	690.39	690.39	690.39	690.39	财务费用	139.42	137.07	122.45	127.22	130.90
固定资产	3,534.00	3,499.60	3,250.18	2,984.27	2,695.37	资产/信用减值损失	(163.07)	(36.03)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
在建工程	109.64	95.81	57.48	34.49	34.49	公允价值变动收益	42.73	(146.23)	20.00	20.00	20.00
无形资产	495.93	683.93	661.57	639.20	616.83	投资净收益	5.93	34.55	34.55	34.55	34.55
其他	1,130.46	1,101.29	1,036.12	1,078.67	1,066.70	其他	223.70	323.14	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,927.26</b>	<b>6,071.02</b>	<b>5,695.73</b>	<b>5,427.02</b>	<b>5,103.78</b>	<b>营业利润</b>	<b>(609.03)</b>	<b>(545.33)</b>	<b>116.98</b>	<b>488.54</b>	<b>1,044.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,688.17</b>	<b>13,712.37</b>	<b>12,308.02</b>	<b>14,353.95</b>	<b>13,220.40</b>	营业外收入	24.88	11.19	15.00	17.98	15.68
短期借款	1,000.34	1,335.51	1,300.00	1,000.00	800.00	营业外支出	7.44	10.29	5.00	8.54	8.91
应付票据及应付账款	2,194.27	2,708.62	1,341.81	3,465.51	1,619.01	<b>利润总额</b>	<b>(591.58)</b>	<b>(544.43)</b>	<b>126.98</b>	<b>497.98</b>	<b>1,051.52</b>
其他	1,936.54	1,226.77	1,639.45	1,677.36	1,634.12	所得税	(10.76)	2.05	15.24	59.76	126.18
<b>流动负债合计</b>	<b>5,131.15</b>	<b>5,270.90</b>	<b>4,281.26</b>	<b>6,142.87</b>	<b>4,053.13</b>	<b>净利润</b>	<b>(580.82)</b>	<b>(546.48)</b>	<b>111.74</b>	<b>438.22</b>	<b>925.34</b>
长期借款	1,060.83	1,126.62	800.00	500.00	500.00	少数股东损益	(82.93)	(10.21)	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,458.25	1,442.99	1,437.72	1,446.32	1,442.34	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(497.89)</b>	<b>(536.27)</b>	<b>111.74</b>	<b>438.22</b>	<b>925.34</b>
其他	33.34	217.14	93.62	114.70	141.82	每股收益(元)	(0.39)	(0.42)	0.09	0.34	0.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,552.43</b>	<b>2,786.75</b>	<b>2,331.34</b>	<b>2,061.02</b>	<b>2,084.16</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,766.00</b>	<b>8,132.11</b>	<b>6,612.60</b>	<b>8,203.89</b>	<b>6,137.29</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	2,050.99	2,037.95	2,037.95	2,037.95	2,037.95	<b>成长能力</b>					
股本	920.89	1,229.41	1,288.80	1,288.80	1,288.80	营业收入	-33.44%	6.27%	14.69%	14.74%	14.53%
资本公积	1,164.48	1,006.81	1,006.81	1,006.81	1,006.81	营业利润	-690.14%	-10.46%	-121.45%	317.62%	113.85%
留存收益	1,463.15	920.71	1,032.45	1,470.67	2,396.01	归属于母公司净利润	-1344.06%	7.71%	-120.84%	292.17%	111.16%
其他	322.67	385.39	329.41	345.82	353.54	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,922.17</b>	<b>5,580.26</b>	<b>5,695.42</b>	<b>6,150.06</b>	<b>7,083.11</b>	毛利率	4.71%	9.39%	18.35%	23.68%	30.31%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,688.17</b>	<b>13,712.37</b>	<b>12,308.02</b>	<b>14,353.95</b>	<b>13,220.40</b>	净利率	-12.95%	-13.12%	2.38%	8.15%	15.03%
						ROE	-12.86%	-15.14%	3.06%	10.66%	18.34%
						ROIC	-6.75%	-6.21%	3.41%	7.55%	14.70%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.74%	59.30%	53.73%	57.15%	46.42%
						净负债率	37.10%	40.25%	45.55%	32.12%	20.96%
						流动比率	1.49	1.43	1.54	1.45	2.00
						速动比率	1.40	1.33	1.46	1.35	1.90
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.95	2.33	2.41	2.21	2.31
						存货周转率	8.60	8.27	10.88	10.68	11.68
						总资产周转率	0.28	0.30	0.36	0.40	0.45
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-0.39	-0.42	0.09	0.34	0.72
						每股经营现金流	-0.04	0.17	-0.44	0.55	0.46
						每股净资产	3.00	2.75	2.84	3.19	3.91
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-10.12	-9.40	45.10	11.50	5.45
						市净率	1.30	1.42	1.38	1.23	1.00
						EV/EBITDA	34.05	124.20	13.60	7.91	4.80
						EV/EBIT	-62.92	-37.55	26.41	11.39	5.97

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com