

宁夏建材（600449）

证券研究报告
2024年09月08日

强国资背景护航发展，数字物流业务成长可期

强国资背景，长期整合预期仍存，当前估值处历史相对低位

宁夏建材作为宁夏地区水泥龙头，实际控制人为中国建材集团，具有较强的国资背景。公司主营业务主要包括水泥和数字物流，在2020年之前收入利润均以水泥熟料和商混为主，而后数字物流业务规模持续增长。当前水泥行业盈利或已触及周期底部，公司水泥业绩有望触底回升，同时数字物流业务有望逐渐带来业绩增长点。当前来看公司估值仍历史相对低位，PB(LF)分位数处近五年来0.08%（截止2024/9/6）。我们预计公司24-26年归母净利润为2.0/3.0/3.8亿元，同比分别-31%/+49%/+25%，对应24-26年22x/15x/12xPE，维持“买入”评级。

水泥：宁夏内蒙两地布局，主业规模有所收缩

公司当前共有熟料产能逾1200万吨/年，其中内蒙古/宁夏分别有4条/8条产线，23年子公司内蒙古赤峰厂亏损3836万，乌海赛马和西水各盈利千万，宁夏赛马、青铜峡水泥净利润分别有3亿、1亿左右，整体看宁夏水泥厂利润贡献占优。需求端来看，宁夏水泥需求相对承压，内蒙需求平稳。供给端来看，宁夏水泥行业集中度较高，宁夏建材占39%，议价权较强，内蒙古格局分散，CR5达53%。今年以来水泥行业供给端管控力度加强，宁夏和内蒙古地区亦进一步增加停窑天数。价格端来看，随着二季度全国掀起水泥涨价潮，内蒙古、宁夏地区亦先后在6月推涨水泥价格，至7月底宁夏/内蒙古水泥吨均价分别为440/415元，较提价前分别高50/20元，进入8月宁夏水泥价格小幅回落20元至420元/吨。公司水泥产品吨均价与可比公司基本持平，23年吨均价同比下降30元达256元/吨，吨毛利同比-19元至44元/吨，处同行中游水平。

数字物流：集团赋能收入高增，中长期有望逐步外延

公司数字物流业务由控股子公司赛马物联运营“我找车”数字物流平台运营，开展多元化增值服务。过去三年数字物流业务收入复合增速高达233%，毛利率有提升空间。2023年宁夏建材实现数字物流业务收入65.4亿元，同比大幅增长82.50%，其中运输业务收入63.4亿元（其中为中国建材集团所属企业提供的运输服务业务收入占比为69.5%，其他外部企业占比为30.5%），增值服务业务收入1.95亿元。智慧物流业务前期与上市公司体系内水泥业务的协同推动赛马物联构建了合理的商业模式和平台的核心能力，形成了较为完整的智慧物流解决方案。随着上市公司智慧物流业务的持续发展，平台能力和服务质量稳步提升，形成了完善的技术服务能力，该业务充分发挥了与中国建材集团的协同效应，我们认为未来公司有望持续扩展至中国建材集团内的其他成员企业以及外部的能源、建材行业客户，业务量有望迅速增长。

风险提示：公司数字物流业务盈利不及预期、需求下滑超预期、错峰执行不佳、价格上涨不及预期、文中测算具有一定主观性等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,657.63	10,410.06	12,166.68	13,619.90	15,338.06
增长率(%)	49.71	20.24	16.87	11.94	12.62
EBITDA(百万元)	1,088.80	636.61	602.42	748.62	853.66
归属母公司净利润(百万元)	528.95	297.40	204.03	303.94	380.97
增长率(%)	(33.98)	(43.78)	(31.40)	48.97	25.34
EPS(元/股)	1.11	0.62	0.43	0.64	0.80
市盈率(P/E)	8.49	15.10	22.01	14.77	11.79
市净率(P/B)	0.64	0.63	0.62	0.60	0.58
市销率(P/S)	0.52	0.43	0.37	0.33	0.29
EV/EBITDA	3.58	10.20	3.63	1.00	1.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.24元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	478.18
流通A股股本(百万股)	478.18
A股总市值(百万元)	4,418.39
流通A股市值(百万元)	4,418.39
每股净资产(元)	14.82
资产负债率(%)	34.97
一年内最高/最低(元)	22.88/8.93

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

- 《宁夏建材-半年报点评:水泥收入规模收缩，数字物流成长可期》 2024-08-25
- 《宁夏建材-年报点评报告:基础建材业绩有所承压，看好数字物流及协同发展》 2024-03-28
- 《宁夏建材-半年报点评:水泥盈利暂承压，数字化转型可期》 2023-08-24

内容目录

1. 再看宁夏建材：强国资背景，长期看整合预期仍存.....	4
2. 水泥：宁夏内蒙两地布局，主业规模有所收缩.....	6
2.1. 需求：宁夏需求承压，内蒙需求平稳.....	6
2.2. 供给：产能调控力度加大，宁夏议价权更高.....	8
2.3. 价格：6月以来随全国推涨，产能利用率提升空间大.....	10
2.4. 公司经营：水泥链业务收缩，盈利处同行中游水平.....	11
3. 数字物流：集团赋能收入高增，中长期有望逐步外延.....	13
4. 股价及估值：估值处历史相对低位.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

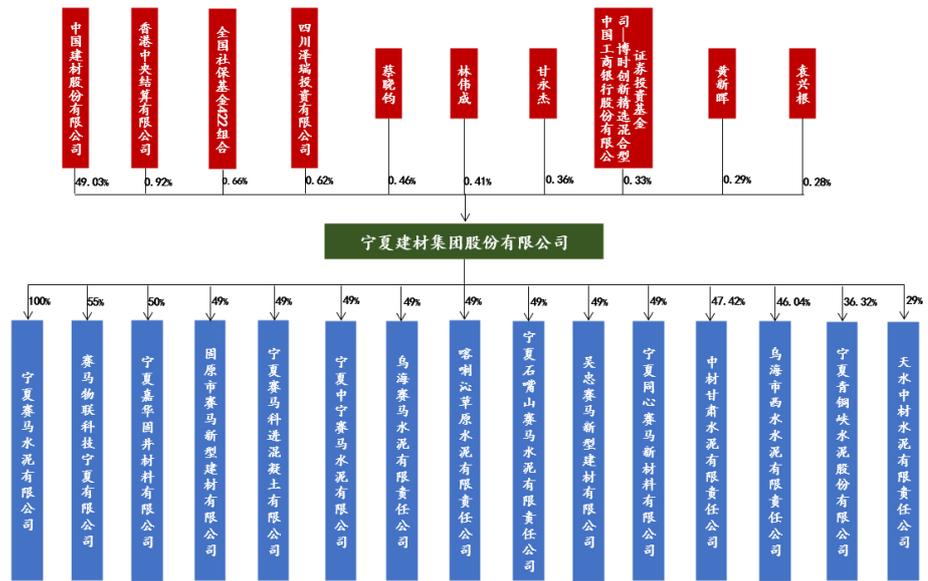
图 1：公司部分股权结构（截止 24 年 6 月底）.....	4
图 2：宁夏建材股东穿透（截止 24 年 6 月底）.....	4
图 3：天山股份股东穿透（截止 24 年 6 月底）.....	4
图 4：公司分产品营收占比.....	5
图 5：公司分产品毛利占比.....	5
图 6：公司营业收入及同比增速.....	5
图 7：公司归母净利润及同比增速.....	5
图 8：宁夏水泥产量及同比增速.....	6
图 9：内蒙古水泥产量及同比增速.....	6
图 10：宁夏固定资产投资、房地产开发投资、基建投资同比增速.....	7
图 11：内蒙古固定资产投资、房地产开发投资、基建投资同比增速.....	7
图 12：宁夏地区水泥熟料产能供给格局（截至 2022/12/31）.....	8
图 13：内蒙古地区水泥熟料产能供给格局（截至 2022/12/31）.....	8
图 14：宁夏地区水泥产能情况.....	9
图 15：内蒙古地区水泥产能情况.....	9
图 16：宁夏地区不同规模水泥产能占比（截止 2024 年 7 月）.....	10
图 17：内蒙古地区不同规模水泥产能占比（截止 2024 年 7 月）.....	10
图 18：全国各大区及宁夏、内蒙古产能利用率情况.....	10
图 19：全国、西北、宁夏地区水泥价格.....	11
图 20：全国、华北、内蒙古地区水泥价格.....	11
图 21：公司水泥熟料销量及同比增速.....	11
图 22：公司商混销量及同比增速.....	11
图 23：可比公司吨均价.....	12
图 24：可比公司吨成本.....	12
图 25：可比公司吨毛利.....	12

图 26: 2023 年可比公司吨成本拆分	12
图 27: 中国:公路货运量:累计值及同比增速	13
图 28: 智慧物流产业链结构	13
图 29: 中国数字货运线上交易总额	14
图 30: 宁夏建材物流业务收入及同比增速	15
图 31: 宁夏建材物流业务毛利率	15
图 32: 赛马物联科技(宁夏)有限公司收入情况	15
图 33: 赛马物联科技(宁夏)有限公司净利润	15
图 34: 来自中建材集团内运输服务业务收入	16
图 35: 公司历史 PE-Band	17
图 36: 公司历史 PB-Band	17
表 1: 宁夏建材水泥产能明细	6
表 2: 宁夏和内蒙古重点项目及投资情况	7
表 3: 2023 年和 2024 年宁夏和内蒙古水泥熟料线停窑计划及执行情况	9
表 4: 宁夏建材智慧物流业务的具体内容	15

1. 再看宁夏建材：强国资背景，长期看整合预期仍存

宁夏建材作为宁夏地区水泥龙头，旗下有 1 家全资子公司宁夏赛马水泥，14 家参股子公司，除赛马物联从事物流及网络平台业务之外，其余公司均从事水泥等产品的生产制造业务。股东层面来看，公司实际控制人为中国建材集团，具有较强的国资背景。中国建材集团下同业竞争企业还包含天山股份，中国建材集团通过中国建材股份有限公司对两家公司持股，截止 24 年 6 月底，中国建材股份分别直接持有宁夏建材/天山股份为 49.03%/81.14%，穿透到中国建材集团则分别持股 6.05%/10.01%。据公司公告，中建材集团未来将稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题，看好公司未来长期发展。

图 1：公司部分股权结构（截止 24 年 6 月底）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：宁夏建材股东穿透（截止 24 年 6 月底）

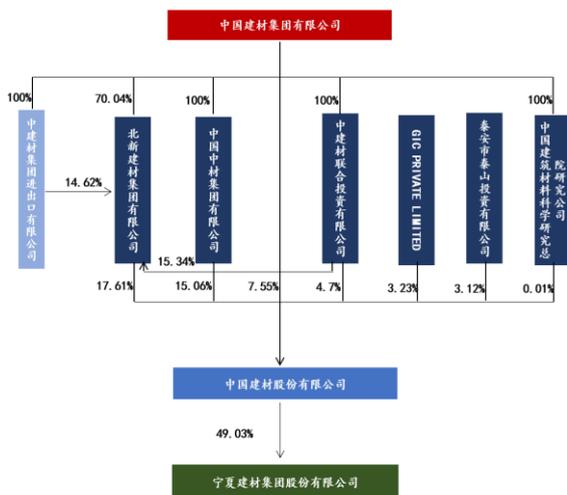
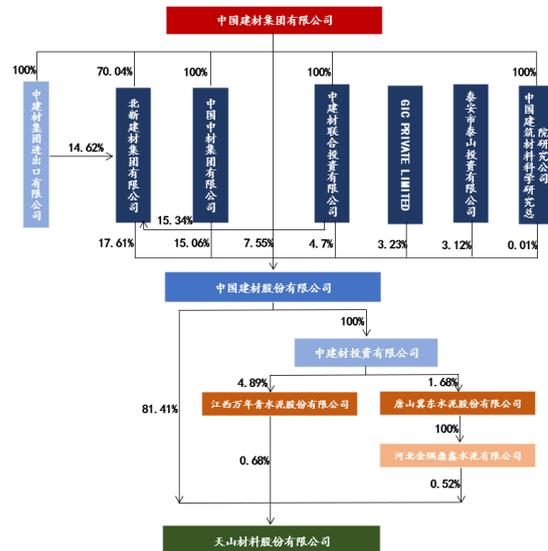


图 3：天山股份股东穿透（截止 24 年 6 月底）

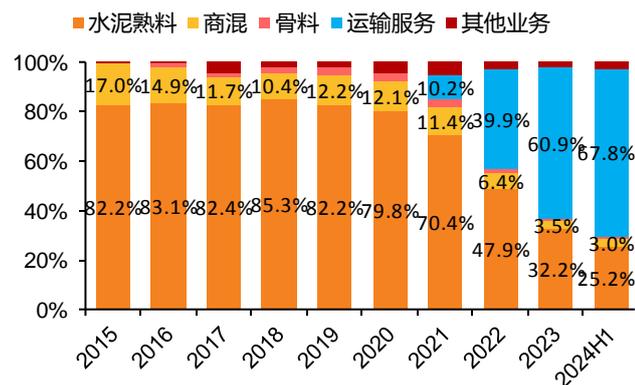


资料来源：Wind、天风证券研究所

资料来源：Wind、天风证券研究所

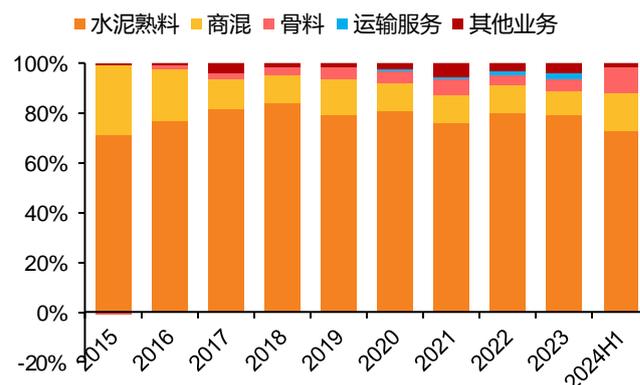
公司在 2020 年之前收入利润均以水泥熟料和商混为主，而后网络运输业务规模持续增长。收入端来看，20 年及之前水泥熟料占比始终在 8 成左右，商混在 1-2 成，21-23 年主业占比逐年降低，而运输服务业务持续增长，三年间收入占比分别为 10.2%/39.9%/60.9%。毛利端来看，运输业务贡献仍相对较小，主业占比始终为 8 成左右。

图 4：公司分产品营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司分产品毛利占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

业绩角度来看，公司自 19 年至今收入始终保持正增长，截止 2023 年末收入同比+20%达 104 亿元，24H1 同比+0.85%达 43.0 亿元。16-20 年公司归母净利润亦始终正增长，21-23 年逐年有下滑，至 23 年归母净利润同比-44%达 2.97 亿元。我们认为近三年公司收入和利润出现分化走势的原因主要系一方面建材主业受地产景气下行影响，收入和利润逐渐收窄，而另一方面数字物流业务规模持续扩张，但当前盈利性仍相对较弱，毛利率仅个位数水平。

图 6：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们测算当前公司共有熟料产能逾 1200 万吨/年，其中内蒙古 4 条产线（赤峰 1 条 5000t/d，乌海 3 条共 10000t/d）共计 465 万吨/年，宁夏 8 条产线（吴忠 4 条共 13000t/d，银川 4 条共 11500t/d）共计 760 万吨/年。其中，乌海西水水泥二线 2500t/d 产线计划关停，宁夏赛马水泥一线 2000t/d 产线计划于 25 年 6 月底关停，均置换到宁夏同心赛马 4000t/d 新线。从 23 年子公司分部盈利来看，内蒙古赤峰厂亏损 3836 万，乌海赛马和西水各盈利一

千多万，宁夏赛马、青铜峡水泥净利润分别达到 3 亿和 1 亿左右，整体来看宁夏水泥厂利润贡献占优。

表 1：宁夏建材水泥产能明细

省份	地市	企业名称	熟料线产能 (T/D)	持股比例	权益产能 (T/D)	投产时间
内蒙古	赤峰	喀喇沁草原水泥有限责任公司	5000	100%	5000	2014/9/2
内蒙古	乌海	乌海赛马水泥有限责任公司	2500	100%	2500	2010/6/18
内蒙古	乌海	乌海市西水水泥有限责任公司	2500	97%	2426	2009/1/1
内蒙古	乌海	乌海市西水水泥有限责任公司	5000	97%	4852	2005/4/1
内蒙古产能小计			15000	99%	14778	
宁夏	吴忠	宁夏青铜峡水泥股份有限公司太阳山分厂	2000	87%	1746	2010/8/1
宁夏	吴忠	宁夏青铜峡水泥股份有限公司太阳山分厂	2000	87%	1746	2011/1/1
宁夏	吴忠	宁夏青铜峡水泥股份有限公司	4000	87%	3493	2023/3/10
宁夏	吴忠	吴忠赛马新型建材有限公司	5000	100%	5000	2023/7/19
宁夏	银川	宁夏赛马水泥有限公司	2000	100%	2000	2002/12/1
宁夏	银川	宁夏赛马水泥有限公司	2500	100%	2500	2006/11/30
宁夏	银川	宁夏赛马水泥有限公司	2500	100%	2500	2009/12/1
宁夏	银川	宁夏赛马水泥有限公司	4500	100%	4500	2012/5/1
宁夏产能小计			24500	96%	23486	
合计			39500	97%	38264	

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

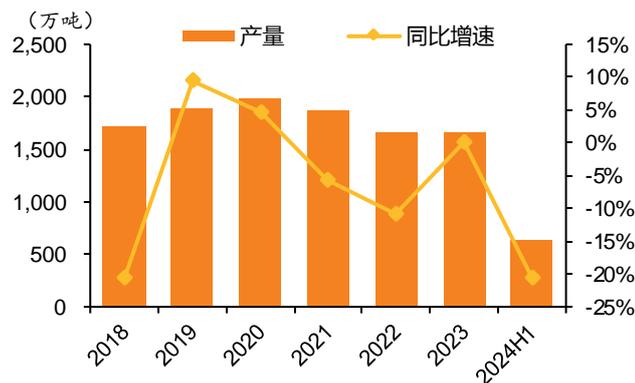
2. 水泥：宁夏内蒙两地布局，主业规模有所收缩

2.1. 需求：宁夏需求承压，内蒙需求平稳

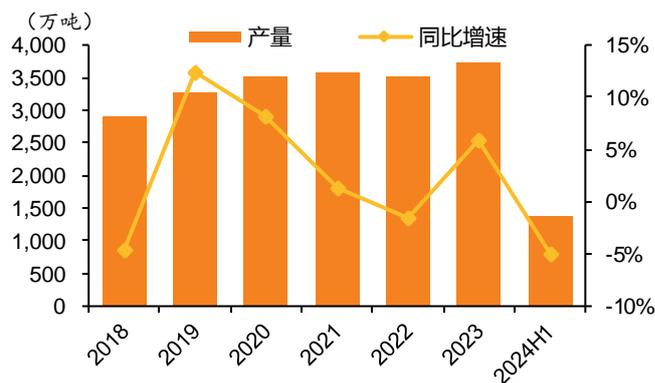
需求端来看，21-23 年宁夏地区固投增速在 10.5%以内波动，截止今年 6 月末，固投增速再次下滑至 1.8%，24H1 宁夏水泥产量同比-21%达 635 万吨，需求仍有承压。19-23 年内蒙古水泥产量始终保持在 3000-4000 万吨之间，固定资产投资增速在 21-23 年整体保持增长态势，24 年上半年内蒙古水泥产量同比-5%达 1391 万吨，固投增速达 12%。整体来看，宁夏地区水泥需求承压相对较大，与其土地面积较小、人口稀少有一定关系，而宁夏水泥企业亦在积极探寻出路，多销往周边甘肃、内蒙、陕西等地，年外销量占据总销售量的 30%-40%。

图 8：宁夏水泥产量及同比增速

图 9：内蒙古水泥产量及同比增速

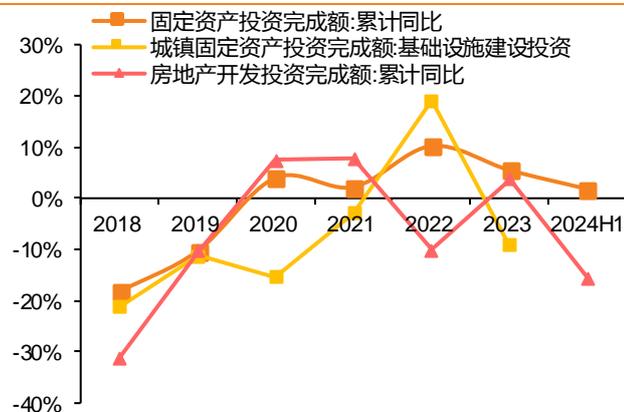


资料来源：国家统计局、天风证券研究所



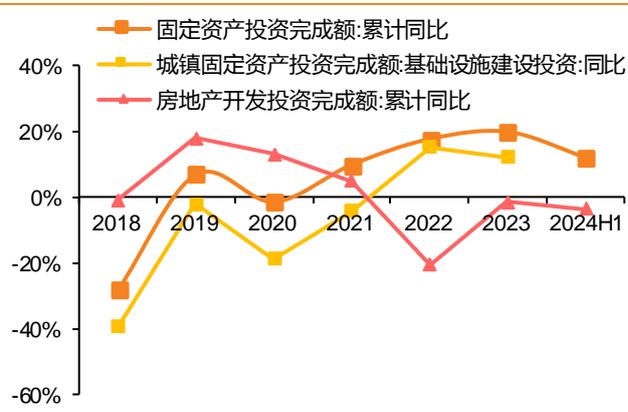
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 10: 宁夏固定资产投资、房地产开发投资、基建投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11: 内蒙古固定资产投资、房地产开发投资、基建投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

重点项目来看，宁夏和内蒙古地区建设正稳步推进。宁夏地区 23 年完成重点项目建设 99 个，累计投资额 929 亿，超出计划 262 亿元，24 年计划项目 100 个（包含产业项目 65 个，基础设施项目 20 个，社会事业项目 6 个，民生改善工程 9 个），涵盖水利工程、铁路、公路、机场等多个领域，计划总投资达 651 亿元。截止 24 年 6 月底，已开复工项目 92 个，开工率为 92%，累计完成投资 354.4 亿元，年度投资完成率为 54.5%。内蒙古地区 24 年计划实施重大建设项目 3103 个，计划投资额 9056 亿元，较 23 年实际完成额增长 9.7%。截至 24 年 6 月底，已开复工项目 3087 个，开复工率 99.5%，已完成建设投资 4780 亿元，同比增长 14.9%，完成年度投资计划的 52.8%，两地建设正稳步推进。

表 2: 宁夏和内蒙古重点项目及投资情况

宁夏							
投资额	2023 年				2024 年		
	计划规模		全年完成情况		计划规模		上半年完成情况
	计划重点建设项目	101 个	重点建设项目开复工	99 个	计划重点建设项目	100 个	重点建设项目开复工
年度计划投资额	667 亿元	年度完成投资额	929 亿元	年度计划投资额	651 亿元	累计完成投资额	354.4 亿元
重点建设项目:新建(部分)							
水利	固海扩灌扬水更新改造工程			黄河宁夏段河道治理工程			
	清水河流域城乡供水工程			红寺堡扬水支干渠支泵站改造工程			

工程	银川都市圈中线供水工程		沙坡头灌区七星渠灌域续建配套与现代化改造工程					
铁路	包头至银川铁路银川至惠农段		广汇宁夏煤炭储配有限责任公司宁东煤炭储运基地铁路专用线项目					
重点预备开工项目:新建(部分)								
铁路	中卫至平凉铁路扩能改造工程(宁夏境内)		宝中铁路中卫至平凉段复线改造工程(宁夏境内)					
	灵武临港产曼园铁路专用线(蒙牛支线)		包兰铁路银川至中卫段扩能改造工程					
	黄公铁路至石嘴山市惠农区铁路专用线项目		国能宁夏六盘山电厂 2~1000MW 机组扩建工程配套铁路专用线					
公路	省道 103 线同心至海原段		银川南线物流快速通道项目					
重点前期工作项目:新建(部分)								
铁路	银川至太原高铁		银川至太原高铁					
	银川城市轨道交通工程		定西经固原至平凉铁路					
公路	S20 线灵吴青公路		乌海至银川高速公路银川南绕城段					
	S50 寨科(宁甘界)至海兴公路		S35 线石空至恩和段公路项目					
	乌海至银川国家高速公路银川南绕城段		乌海至玛沁国家高速镇北堡至黄羊滩段改线工程					
	银川至昆明国家高速银川过境段		自治区普通国道项目					
机场	中卫沙坡头机场二期扩建项目		银川河东国际机场改扩建工程					
内蒙古								
投资额	2023 年				2024 年			
	计划规模		全年完成情况		计划规模		上半年完成情况	
	计划重点建设项目	3166 个	重点建设项目开复工	3155 个	计划重点建设项目	3103 个	重点建设项目开复工	3087 个
	年度计划投资额	7802 亿元	年度完成投资额	8259 亿元	年度计划投资额	9056 亿元	累计完成投资额	4780 亿元

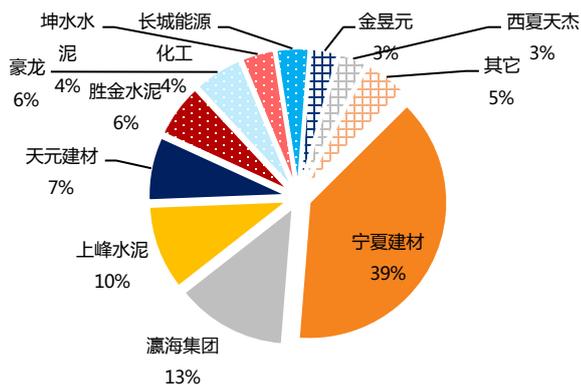
资料来源：宁夏发改委官网、内蒙古发改委官网、路桥网、新基建通公众号、中国混凝土与水泥制品协会、天风证券研究所

2.2. 供给：产能调控力度加大，宁夏议价权更高

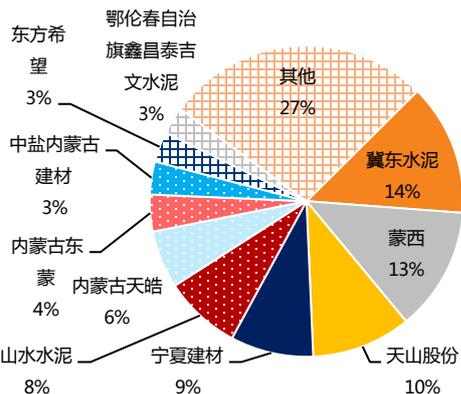
供给端来看，截至 2022 年 12 月 31 日，宁夏水泥行业集中度较高，宁夏建材/瀛海集团/上峰水泥产能占比分别为 39%/13%/10%，CR5 达 76%；内蒙古水泥格局相对分散，冀东水泥/蒙西/天山股份/宁夏建材分别占 14%/13%/10%/9%，CR5 达 53%。因此，公司在宁夏地区议价权相对较强，而在内蒙古地区属价格接受者。从产能来看，近五年来宁夏地区产能微增，内蒙古地区产能微降，截止 2023 年末宁夏/内蒙古熟料年产能分别为 2480/5431 万吨。

图 12：宁夏地区水泥熟料产能供给格局（截至 2022/12/31）

图 13：内蒙古地区水泥熟料产能供给格局（截至 2022/12/31）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 14：宁夏地区水泥产能情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 15：内蒙古地区水泥产能情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

今年以来水泥行业供给端管控力度加强，宁夏和内蒙古地区亦进一步增加停窑天数。宁夏地区在 23 年年初采暖季和夏季分别停窑 130 天和 30 天，而今年年初采暖季停窑 150 天，夏季 5-8 月分别停窑 10/15/15/15 天，超去年同期。内蒙古地区 23 年和 24 年年初采暖季均停窑 120 天，去年 4-7 月共停窑 60 天，而今年 5-11 月每个月停窑 15 天，共计 105 天。

表 3：2023 年和 2024 年宁夏和内蒙古水泥熟料线停窑计划及执行情况

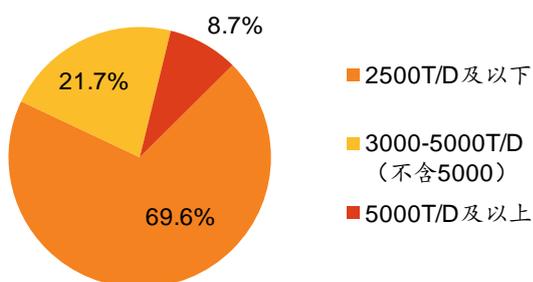
地区	时间	停窑天数	备注
宁夏	2022. 11. 1-2023. 3. 10	130	采暖季错峰 130 天
	2023. 5. 1-7. 31	30	夏季 30 天
	2023. 11. 1-2024. 3. 31	150	采暖季错峰 150 天
	2024. 5. 1-5. 10	10	错峰停窑
	2024. 6. 1-6. 15	15	错峰停窑
	2024. 7. 1-7. 15	15	错峰停窑
内蒙古	2022. 12. 1-2023. 3. 31	120	采暖季错峰
	2023. 4. 1-6. 30	30	错峰天数增加 30 天，电石渣熟料线等根据通过置换相应减少天数
	2023. 7. 1-30	30	中西部地区夏季错峰

2023. 12. 1-2024. 3. 31	120	采暖季错峰 5-11月每个月停窑15天，共计105天。
2024. 5. 1-11. 30	105	

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

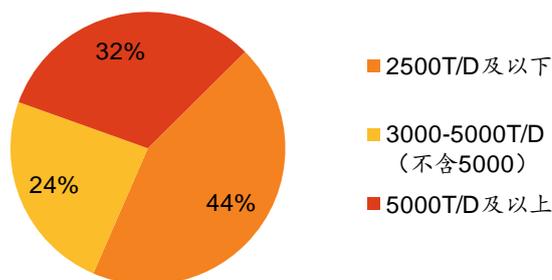
除错峰生产外，今年以来水泥行业亦逐渐通过加强能耗管控来调控产能。1月19日，生态环境部等印发《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》，意见指出到2025年底重点区域力争50%水泥熟料产能完成改造，到2028年底重点区域水泥熟料企业基本完成改造，全国力争80%水泥熟料产能完成改造。而后，宁夏和内蒙古各自印发自治区实施方案，均指出28年底前基本全部完成改造的目标。当前宁夏地区中小规模产能较多，16条2500T/D及以下产线的产能占比高达70%，宁夏《水泥行业超低排放改造实施方案（征求意见稿）》中指出新建企业自2024年5月4日起，现有企业自2025年1月1日起，执行地方标准规定的大气污染物排放控制要求。推进新改扩建（含搬迁）水泥项目按超低排放水平建设，未来产能出清或将进一步加速。内蒙古22条2500T/D及以下产线的产能占比达44%，亦有较大改造空间。

图 16：宁夏地区不同规模水泥产能占比（截止 2024 年 7 月）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 17：内蒙古地区不同规模水泥产能占比（截止 2024 年 7 月）

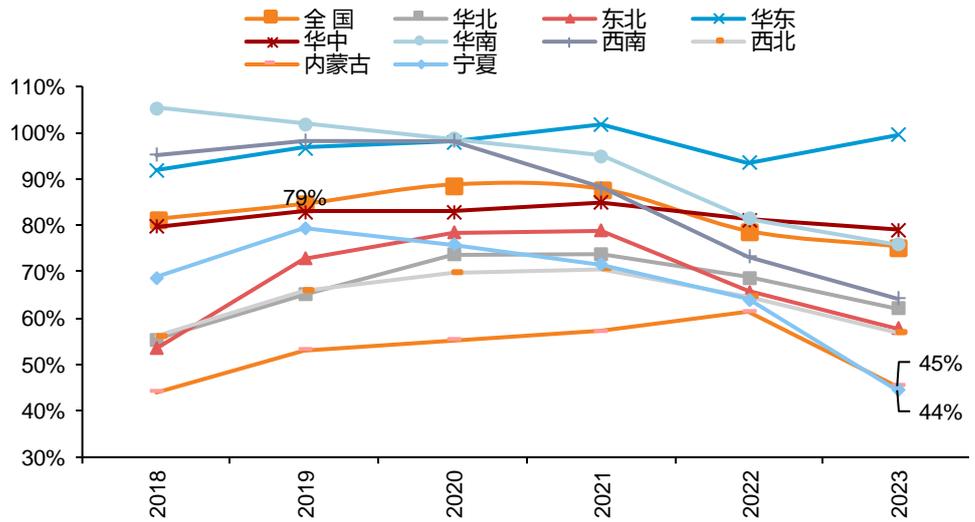


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.3. 价格：6 月以来随全国推涨，产能利用率提升空间大

产能利用率来看，宁夏地区自 20 年以来持续下滑，19 年产能利用率达 79%，接近全国水平，而后逐年下滑至 23 年仅 44%低位水平，主要系宁夏水泥需求较弱所致。内蒙古地区产能利用率始终低于全国和西北平均水平，20-22 年产能利用率逐年小幅上升，主要系产能降低所致，至 23 年末产能利用率再次回落至 45%低位水平。当前宁夏和内蒙古水泥产能压力仍存，我们测算截止 24H1 末宁夏/内蒙古地区熟料产能利用率分别为 41%/36%，过剩产能仍在 6 成左右。

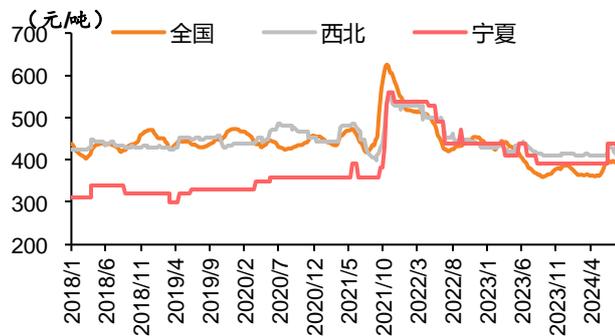
图 18：全国各大区及宁夏、内蒙产能利用率情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

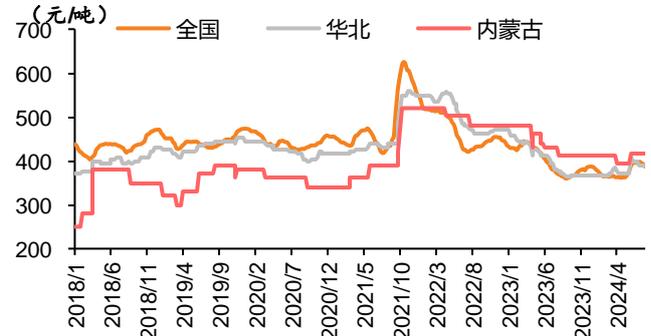
价格端来看，22 年之前宁夏和内蒙古地区水泥价格均始终低于全国和西北/华北平均价格较多，22 年后差距缩小，且内蒙古水泥价格逆势超过全国及华北水平。今年以来，随着二季度全国掀起水泥涨价潮，内蒙古、宁夏地区亦先后在 6 月推涨水泥价格，至 7 月底宁夏/内蒙古水泥吨均价分别为 440/415 元，较提价前分别高 50/20 元，进入 8 月宁夏水泥价格小幅回落 20 元至 420 元/吨。

图 19：全国、西北、宁夏地区水泥价格



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 20：全国、华北、内蒙古地区水泥价格



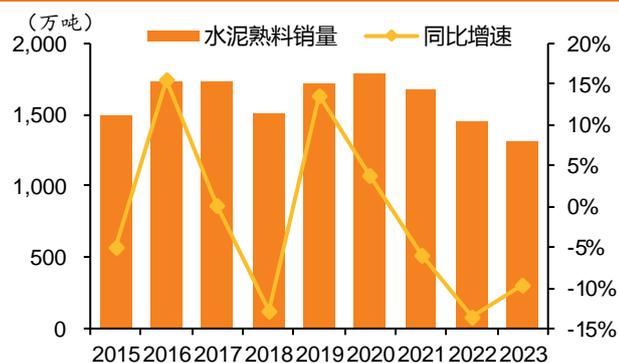
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.4. 公司经营：水泥链业务收缩，盈利处同行中游水平

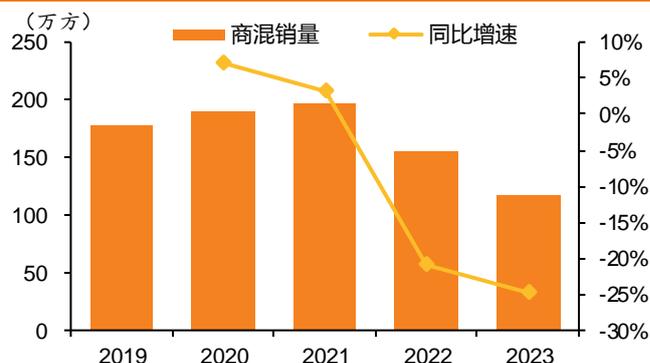
公司经营情况来看，15-20 年水泥熟料销量基本在 1500 万吨左右，21-23 年受行业景气下行影响，逐年下滑至 23 年的 1310 万吨。19-21 年间商混销量在 170-200 万吨区间内小幅上升，22/23 年分别下滑至 155/117 万吨，公司主业规模近几年有所萎缩。

图 21：公司水泥熟料销量及同比增速

图 22：公司商混销量及同比增速



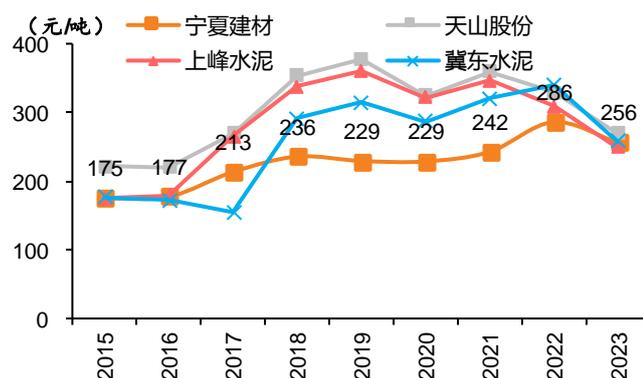
资料来源: 公司公告、天风证券研究所



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

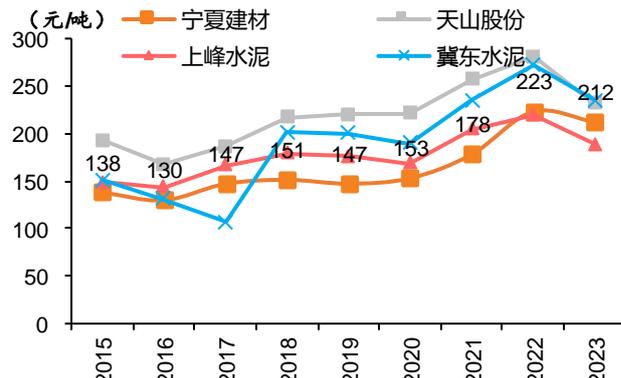
我们选取在宁夏或内蒙古有布局的天山股份、上峰水泥、冀东水泥作为可比公司, 从价格端来看, 宁夏建材与可比公司基本持平, 23 年吨均价同比下降 30 元达 256 元/吨。成本端来看, 宁夏建材吨成本高于上峰水泥 20 多元, 但较天山股份和冀东水泥均低 20 元左右, 控本能力处居中水平。23 年宁夏建材吨成本同比下降 11 元达 212 元/吨, 其中材料/燃料及动力成本分别约为 39/108 元/吨, 同样仅高于上峰水泥, 而低于天山和冀东。最终公司实现吨毛利 44 元/吨, 同比降低 19 元/吨。

图 23: 可比公司吨均价



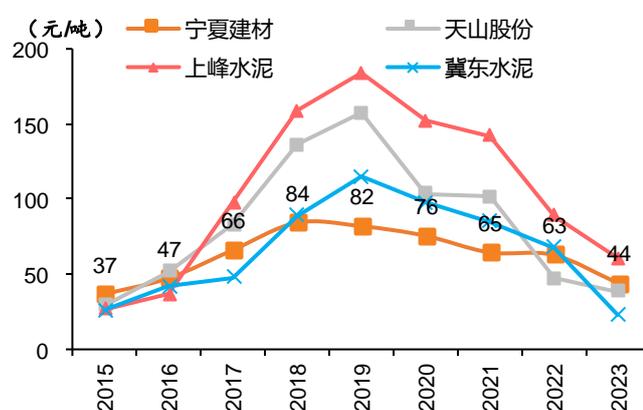
资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 24: 可比公司吨成本



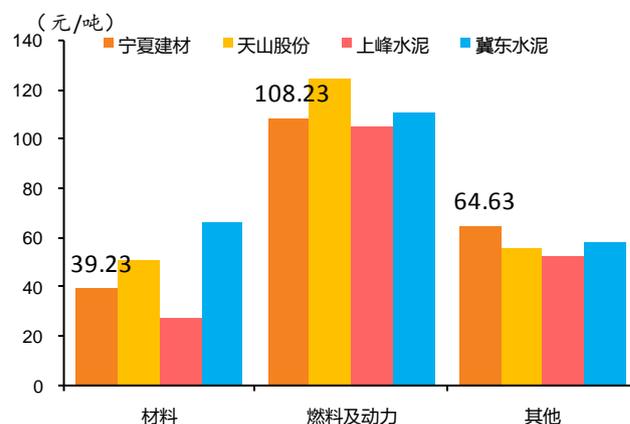
资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 25: 可比公司吨毛利



资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 26: 2023 年可比公司吨成本拆分

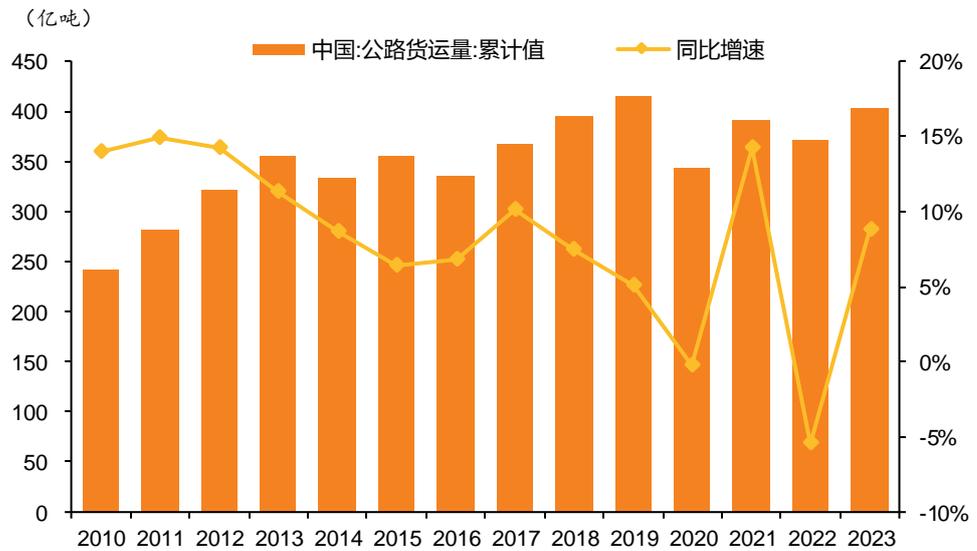


资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

3. 数字物流：集团赋能收入高增，中长期有望逐步外延

公路运输是我国货运的主要运输方式，占全国货运总量超过 7 成，其中以整车运输为主。2023 年我国公路货运量达到 403 亿吨，同比增长 8.7%，未来随着宏观经济的恢复，仍有望保持增长势头。而公路货运按照货物重量可以分为快递、零担和整车，其中整车是最重要的运输方式，占比在 60%以上（2019 年统计数据）。

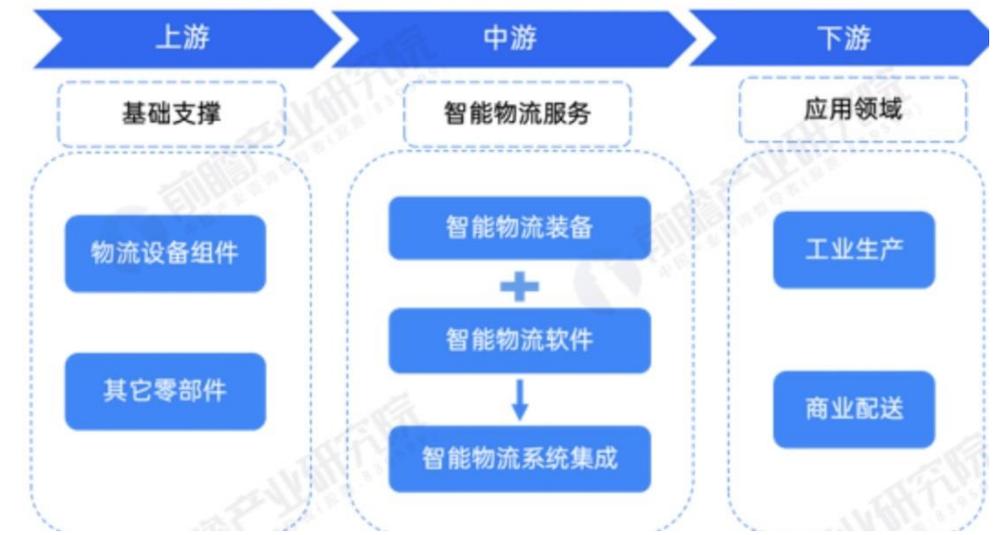
图 27：中国:公路货运量:累计值及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

近年来，以物联网、云计算、大数据、人工智能、5G、区块链等为代表的新一代信息技术与传统货运物流业融合，网络平台道路货物运输经营许可等政策措施陆续出台，货运物流数字化转型提速，数字货运亮点突出，成为物流业高质量发展的助推器。数字货运物流产业是以新一代信息技术为支撑、以数据资源为关键要素、以互联网平台为重要载体，通过数字技术与货运物流行业深度融合，推动货运物流数字化转型，重构产业发展模式的新型产业形态。

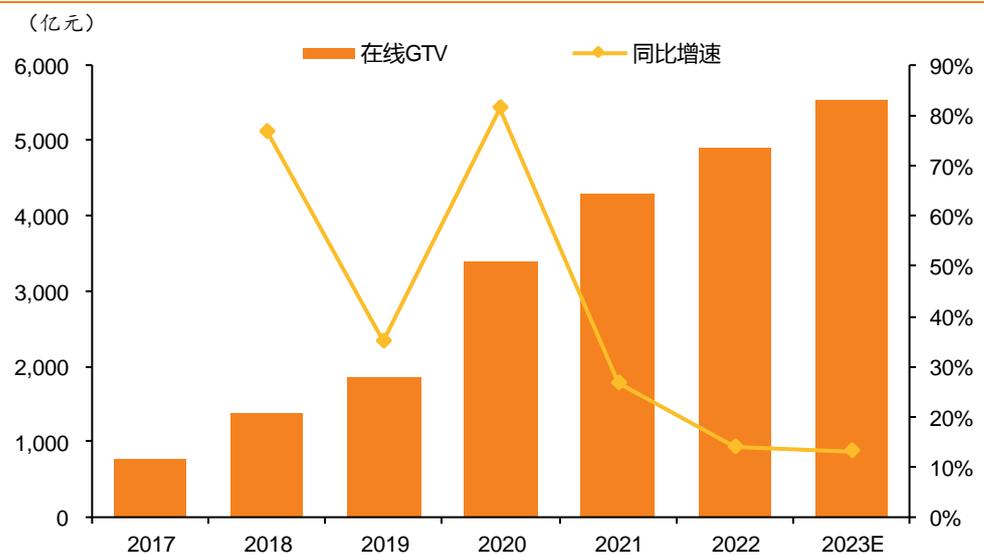
图 28：智慧物流产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

我国数字货运线上交易总额持续增长，渗透率仍有较大提升空间。根据《中国数字货运发展报告》，2022 年包括网络货运平台和撮合交易平台等在内的中国数字货运整体市场规模约为 7000 亿元，市场渗透率约 15%。其中，按线上交易总额计算，2022 年中国数字货运平台在线交易总额约为 4899 亿元，在整车运输市场中的渗透率约占 11%，预计 2023 年线上交易总额将继续扩大至 5538 亿元。

图 29：中国数字货运线上交易总额



资料来源：中商产业研究院、网经社、天风证券研究所

数字物流业务由宁夏建材控股子公司赛马物联运营“我找车”数字物流平台，锚定数字价值化提升方向，创新数字物流平台，聚焦建材、钢铁、矿山、煤化、港口五大场景，利用移动互联网、人工智能、大数据、物联网、云计算、区块链等创新技术创新物流组织模式，实现物流资源汇聚、共享与协同，打造对外数字化能力服务平台。“我找车”数字物流平台着力物流行业细分的制造业市场，主攻大宗整车运输、线路相对固定、多次往返的物流业务，为发货方、托运人、物流企业、车辆司机以及收货方提供物流服务交易、物流过程管理和车后市场服务。该平台具有与制造业企业的 DCS、MES、采购管理平台、智能仓储、电商系统、一卡通、ERP 等平台物流数据融通对接功能，利用移动互联网、人工智能、大数据、物联网、云计算、区块链等技术，为用户组合数字物流链，实现企业物流数字化、

物流产业数字化。

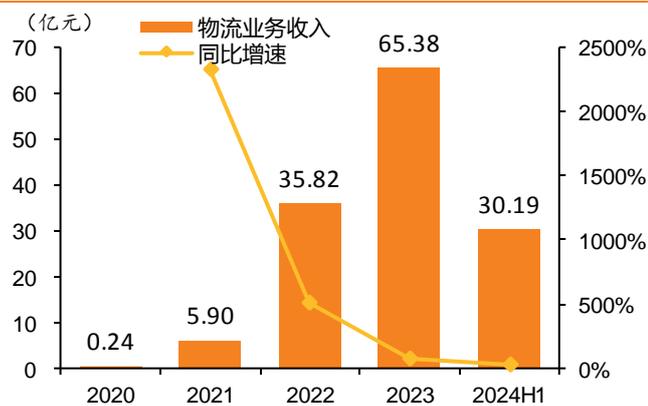
表 4：宁夏建材智慧物流业务的具体内容

时间节点	具体内容
事前	运输活动发生前，通过平台竞价等方式，帮助有承运需求的工业企业高效找到最具性价比的运输企业及运输服务，并设计最优运输服务方案。
事中	通过平台实现物流轨迹实时追踪与信息共享，制造企业、司机、门卫、收货人、生产车间等多方参与，辅以进行北斗数据、GPS、预设轨迹三重线路匹配验证，实现物流运输全过程线上化、可视化和数字化。
	与企业的地磅系统、ERP 系统、仓储系统等进行数据交互，打通厂内和厂外信息，使物流信息与管理信息融合，实现物流业务精细化管理。例如，可根据车辆在厂内滞留时间、厂门口排队情况、运输过程时效等实现智能调度，根据厂区生产物料的库存情况进行峰值预测，车辆可在约定时间内快进、快卸、快出等。
事后	作为工业互联网平台，全链条实现线上化，下单、派车、运输过程管控、现场收货、对账、结算支付均通过平台实现，提高物流运输效率，节约人员开支，降低整体物流运输成本。
	探索围绕车和司机开展车后服务，如基于乘用情况提供加油、轮胎更换等服务，打通物流运输整体商业链。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

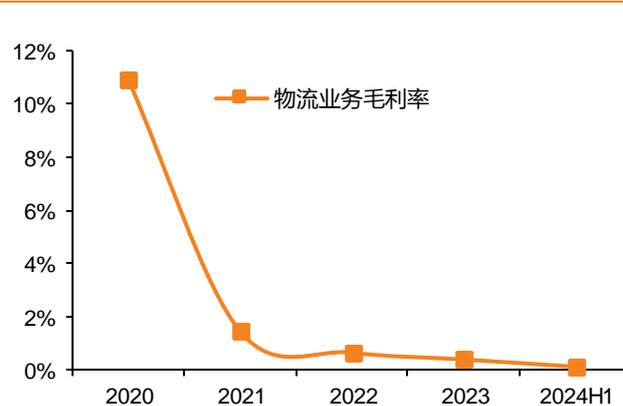
21-23 年数字物流业务收入复合增速高达 233%，毛利率有提升空间。2023 年宁夏建材实现数字物流业务收入 65.4 亿元，同比大幅增长 82.50%，其中运输业务收入 63.4 亿元（其中为中国建材集团所属企业提供的运输服务业务收入占比为 69.5%，其他外部企业占比为 30.5%），增值服务业务收入 1.95 亿元。由于该业务平台仍处于前期阶段，成本费用投入较多，因此利润贡献暂时有限，23 年数字业务毛利率为 0.38%，子公司赛马物联实现净利润 457 万元。

图 30：宁夏建材物流业务收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

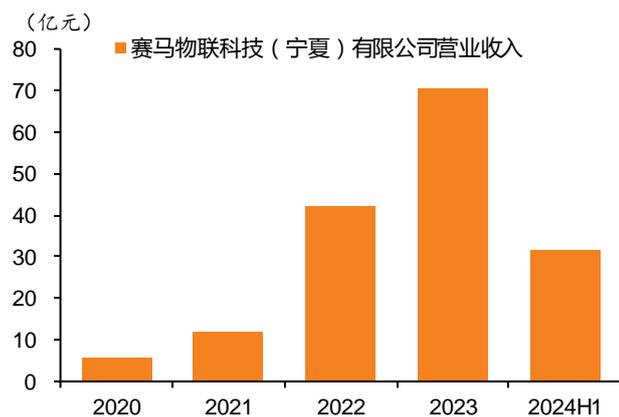
图 31：宁夏建材物流业务毛利率



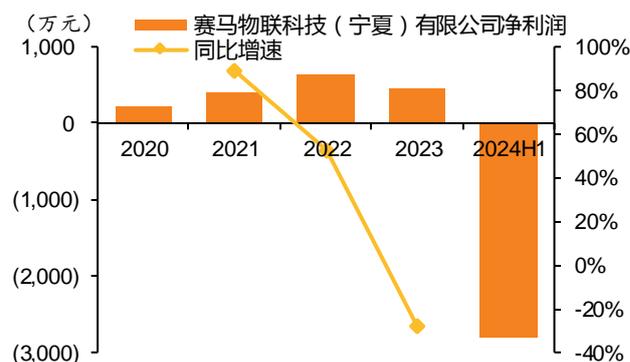
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：赛马物联科技（宁夏）有限公司收入情况

图 33：赛马物联科技（宁夏）有限公司净利润



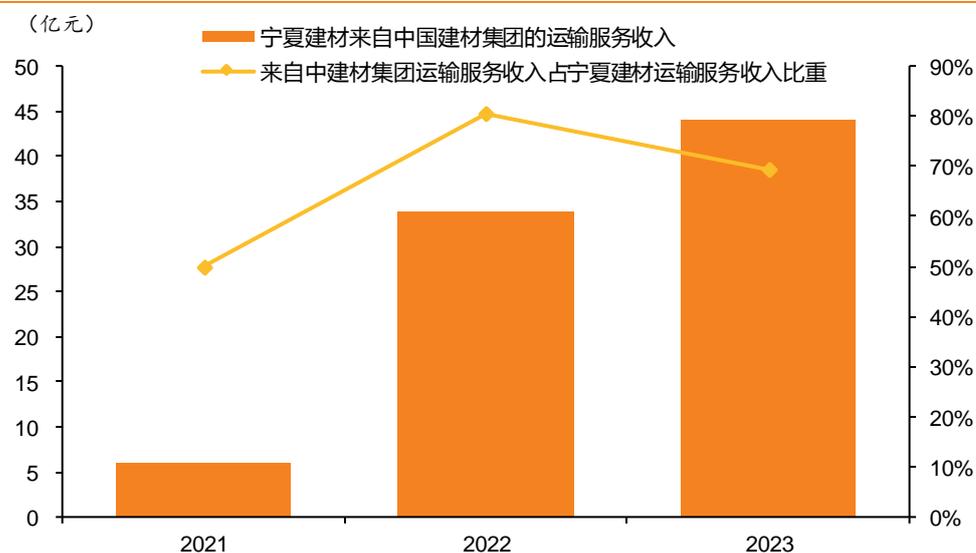
资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

短期中建材集团内部赋能增长，中长期有望逐步外延至其他市场。我们认为智慧物流业务前期主要服务于上市公司体系内主营业务为水泥、混凝土生产及销售的子公司。前期与上市公司体系内水泥业务的协同推动赛马物联构建了合理的商业模式和平台的核心能力，形成了较为完整的智慧物流解决方案。随着上市公司智慧物流业务的持续发展，平台能力和服务质量稳步提升，该业务充分发挥了与中国建材集团的协同效应，我们认为未来公司有望持续扩展至中国建材集团内的其他成员企业以及外部的能源、建材行业客户，业务量有望迅速增长。

图 34: 来自中建材集团内运输服务业务收入

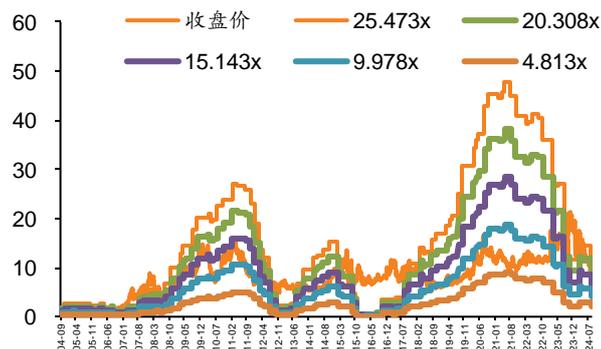


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4. 股价及估值：估值处历史相对低位

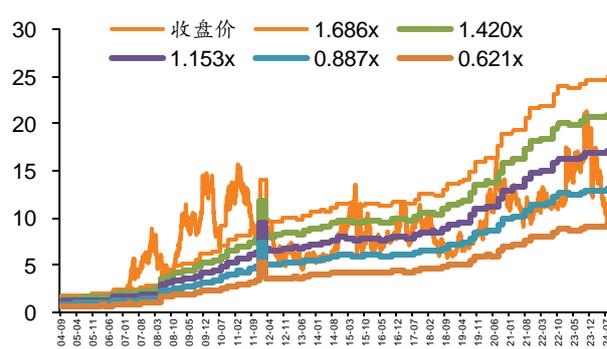
当前来看，我们认为公司估值处历史相对低位水平，PB(LF)分位数处近五年来 0.08% (截至 2024/9/6)。我们预计公司 24-26 年归母净利润预测 2.0/3.0/3.8 亿元，同比分别 -31%/+49%/+25%，对应 24-26 年 22x/15x/12xPE，维持“买入”评级。

图 35：公司历史 PE-Band



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：公司历史 PB-Band



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

公司数字物流业务盈利不及预期：公司数字物流业务收入规模虽然始终高增，但目前看盈利水平仍有较大提升空间，若未来盈利能力未能进一步得到提升，可能对公司业绩产生一定负面拖累。

需求下滑超预期：水泥价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，但若后续因天气、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥价格上涨持续性不及预期。

错峰执行不佳：今年各地错峰生产力度进一步加强，错峰提价已成常规手段。但错峰执行落实程度受龙头企业带头积极性、小企业配合度，以及行业协会监管力度等多方因素影响，若企业协同错峰意愿出现变数，则行业格局可能受到扰乱。

价格上涨不及预期：今年二季度以来各地水泥价格经历多轮推涨，主要受水泥企业盈利承压过大，从而对利润诉求有所提升，协同推涨价格意愿较强所致。若未来协同出现变数，或需求端支撑性不足导致下游接受度较低，可能出现价格上涨不及预期的情况。

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	1,433.03	1,123.43	1,227.24	2,450.01	2,275.61	营业收入	8,657.63	10,410.06	12,166.68	13,619.90	15,338.06
应收票据及应收账款	1,694.71	1,974.09	1,405.54	1,621.10	1,787.35	营业成本	7,517.78	9,684.04	11,399.02	12,646.01	14,185.97
预付账款	70.77	72.57	70.39	95.79	95.64	营业税金及附加	124.41	92.52	108.13	121.04	136.31
存货	404.45	276.49	990.07	415.04	1,161.18	销售费用	57.24	72.08	79.08	87.17	96.63
其他	1,029.16	2,301.18	2,252.88	2,294.94	2,315.31	管理费用	257.82	278.26	322.42	358.20	400.32
流动资产合计	4,632.11	5,747.77	5,946.12	6,876.89	7,635.10	研发费用	17.56	33.21	38.81	43.45	48.93
长期股权投资	2.90	1.70	1.70	1.70	1.70	财务费用	(4.60)	(4.93)	(4.68)	15.91	32.53
固定资产	3,902.05	4,332.84	4,054.31	3,771.75	3,437.05	资产/信用减值损失	(2.12)	31.38	17.16	23.89	24.14
在建工程	451.35	53.90	80.34	78.20	78.20	公允价值变动收益	11.06	12.57	17.62	17.79	17.97
无形资产	572.90	613.81	594.15	573.89	553.02	投资净收益	15.17	28.11	21.64	24.88	23.26
其他	513.89	499.66	530.76	509.22	507.52	其他	(126.85)	(197.32)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,443.09	5,501.91	5,261.27	4,934.77	4,577.50	营业利润	790.15	380.15	280.32	414.68	502.74
资产总计	10,075.20	11,249.68	11,207.39	11,811.66	12,212.60	营业外收入	6.91	8.64	7.75	7.77	8.05
短期借款	380.27	400.21	600.00	400.00	400.00	营业外支出	65.32	4.77	27.08	32.39	21.41
应付票据及应付账款	1,420.25	2,124.85	1,653.53	2,554.60	2,317.36	利润总额	731.74	384.03	260.98	390.05	489.37
其他	512.60	445.63	830.03	584.24	959.63	所得税	153.35	55.88	37.98	56.76	71.21
流动负债合计	2,313.12	2,970.69	3,083.56	3,538.84	3,677.00	净利润	578.39	328.14	223.01	333.29	418.16
长期借款	0.00	442.48	200.00	150.00	150.00	少数股东损益	49.44	30.74	18.97	29.36	37.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	528.95	297.40	204.03	303.94	380.97
其他	223.29	233.62	245.88	234.26	237.92	每股收益(元)	1.11	0.62	0.43	0.64	0.80
非流动负债合计	223.29	676.09	445.88	384.26	387.92						
负债合计	2,640.07	3,716.38	3,529.44	3,923.10	4,064.92	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	394.36	388.08	400.24	418.70	441.86	成长能力					
股本	478.18	478.18	478.18	478.18	478.18	营业收入	49.71%	20.24%	16.87%	11.94%	12.62%
资本公积	1,985.02	1,985.02	1,985.02	1,985.02	1,985.02	营业利润	-23.75%	-51.89%	-26.26%	47.93%	21.24%
留存收益	4,541.67	4,652.56	4,783.36	4,974.49	5,211.69	归属于母公司净利润	-33.98%	-43.78%	-31.40%	48.97%	25.34%
其他	35.91	29.45	31.14	32.17	30.92	获利能力					
股东权益合计	7,435.13	7,533.29	7,677.95	7,888.56	8,147.68	毛利率	13.17%	6.97%	6.31%	7.15%	7.51%
负债和股东权益总计	10,075.20	11,249.68	11,207.39	11,811.66	12,212.60	净利率	6.11%	2.86%	1.68%	2.23%	2.48%
						ROE	7.51%	4.16%	2.80%	4.07%	4.94%
						ROIC	12.74%	6.09%	4.65%	7.39%	12.27%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	26.20%	33.04%	31.49%	33.21%	33.28%
净利润	578.39	328.14	204.03	303.94	380.97	净负债率	-13.86%	-2.85%	-5.17%	-23.58%	-20.62%
折旧摊销	364.47	346.24	363.94	367.16	367.77	流动比率	1.92	1.89	1.93	1.94	2.08
财务费用	31.27	23.29	(4.68)	15.91	32.53	速动比率	1.75	1.80	1.61	1.83	1.76
投资损失	(15.17)	(28.11)	(21.64)	(24.88)	(23.26)	营运能力					
营运资金变动	(30.45)	(24.40)	(215.97)	965.44	(776.86)	应收账款周转率	6.74	5.67	7.20	9.00	9.00
其它	(141.03)	146.54	36.59	47.15	55.17	存货周转率	21.78	30.58	19.21	19.39	19.46
经营活动现金流	787.47	791.70	362.27	1,674.72	36.32	总资产周转率	0.90	0.98	1.08	1.18	1.28
资本支出	690.46	405.96	79.93	73.82	8.54	每股指标(元)					
长期投资	0.17	(1.20)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.11	0.62	0.43	0.64	0.80
其他	(984.06)	(1,806.30)	(185.73)	(146.73)	(33.43)	每股经营现金流	1.65	1.66	0.76	3.50	0.08
投资活动现金流	(293.43)	(1,401.54)	(105.79)	(72.91)	(24.88)	每股净资产	14.72	14.94	15.22	15.62	16.11
债权融资	15.51	511.32	(74.32)	(256.35)	(26.80)	估值比率					
股权融资	(175.69)	(126.00)	(78.35)	(122.68)	(159.04)	市盈率	8.49	15.10	22.01	14.77	11.79
其他	(251.67)	(122.38)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	0.64	0.63	0.62	0.60	0.58
筹资活动现金流	(411.85)	262.95	(152.67)	(379.03)	(185.84)	EV/EBITDA	3.58	10.20	3.63	1.00	1.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.37	22.13	9.18	1.96	1.92
现金净增加额	82.19	(346.89)	103.81	1,222.77	(174.40)						

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