

证券研究报告—深度报告

建材

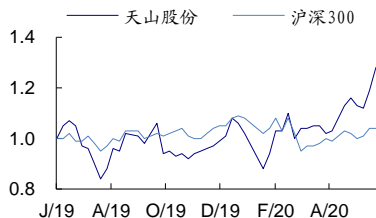
水泥 II

天山股份(000877)
买入

合理估值: 元 昨收盘 13.86 元 (维持评级)

2020 年 06 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,049/880
总市值/流通(百万元)	14,535/12,198
上证综指/深圳成指	2,890/11,192
12 个月最高/最低(元)	14.20/9.03

相关研究报告:

《天山股份-000877-2019 年财报点评: 业绩实现高速增长, 未来潜力可期》——2020-03-24
 《天山股份-000877-2019 年中报点评: 业绩大幅增长, 继续关注基建落地》——2019-08-20
 《天山股份-000877-2018 年年报点评: 业绩超预期, 关注区域基建》——2019-03-25
 《天山股份-000877-2018 半年报点评: 盈利创新高, 关注下半年区域基建》——2018-08-14
 《天山股份-000877-2017 年年报点评: 盈利大幅提升, 关注区域供需结构改善》——2018-03-26

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

东风起楼兰, 花开满天山

● 天山脚下的水泥龙头企业

公司上市以来, 通过并购整合市场资源、新建扩建等方式, 成功实现新疆地区水泥龙头地位, 目前公司全国产能约 2800 万吨, 其中疆内产能占比约 78%, 占新疆地区社会总产能的 33%, 大本营乌鲁木齐地区产能占比高达 51%, 公司其余生产线位于传统需求大省江苏。2019 年公司实现营收 96.88 亿, 同比增长 22.1%, 创历史新高。

● 敢为人先, 出手抑制产能“组合拳”

经过 2010 年后的急速扩张后, 新疆地区面临严重产能过剩问题。随着 2015 年供给侧改革的提出, 新疆地区政府与企业积极响应国家号召, 相继出台多份去产能政策方案, 并率先全国推出了包括错峰生产、取消 32.5 等级水泥、电石渣水泥熟料产能置换等一系列供给侧改革实施措施, 帮助改善区域行业格局。在一系列抑制产能“组合拳”措施下, 新疆地区化解产能过剩工作取得明显成效, 2016-19 年区域熟料产能减少 513 万吨, 产能利用率实现约 39%, 较前期低点提高 5.7 个百分点, 若剔除错峰生产因素, 则可达到约 77%。区域内水泥行业景气度提升明显, 2017 年价格稳步上升, 库容比中枢下行明显。

● 疆内建设正在发力, 水泥需求有支撑

受新冠疫情影响, 国内宏观经济短期面临较大压力, 稳投资再次成为应对经济下行的重要手段, 新疆地区本身受疫情影响相对较小, 开年以来在政府牵头下, 加紧规划重点项目, 加大区域投资力度, 全区固定资产投资大幅回升, 基础设施投资明显好转, 同时, 去年至今区域房地产市场表现亮眼。随着“西部大开发”、“一带一路”、“西部陆海新通道”等国家级战略的推进, 有望对区域中长期水泥需求拉动作用。

● 投资建议: 高景气有望持续, 维持“买入”评级

今年以来新疆地区水泥行业运行良好, 在基建和地产推动下, 高景气仍有望持续, 公司近年来经营质量改善显著, 成本端仍有改善空间, 未来中建材旗下西北水泥存在整合预期, 我们预计 2020-22 年 EPS 分别为 1.93/2.27/2.51 元, 对应 PE 为 7.2/6.1/5.5x, 维持“买入评级”。

风险提示: 项目落实不及预期、资金落实不到位、错峰置换协商反复;

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,932	9,688	10,773	11,646	12,193
(+/-%)	12.0%	22.1%	11.2%	8.1%	4.7%
净利润(百万元)	1241	1636	2027	2384	2637
(+/-%)	368.5%	31.8%	23.9%	17.6%	10.7%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.56	1.93	2.27	2.51
EBIT Margin	24.7%	26.1%	29.4%	31.7%	33.2%
净资产收益率(ROE)	14.8%	17.0%	20.2%	22.7%	24.0%
市盈率(PE)	11.7	8.9	7.2	6.1	5.5
EV/EBITDA	7.8	5.9	5.3	4.4	3.9
市净率(PB)	1.73	1.51	1.45	1.39	1.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司作为新疆水泥龙头，拥有熟料产能 2800 万吨，水泥产能 3866 万吨，区域熟料产能占比达 33%，生产基地覆盖新疆全区以及江苏南京、常州和无锡，其中新疆地区在经过错峰生产、取消 32.5 等级水泥、电石渣水泥企业错峰置换等一系列供给侧改革措施推行下，产能过剩情况得到有效缓解，格局明显改善，同时区域内需求在基建和房地产支撑下保持良好势头；江苏地区属于传统水泥需求大省，行业运行稳定。近期来看，在政府支持下，新建基建项目全面复工，房地产表现超预期，同时，区域内电石渣熟料置换事项及博尔塔拉博乐方向产销过剩导致低价竞争问题达成统一解决已经，价格回升 100 元/吨至高位水平，库存下行并低于全国平均，出货率同比大幅提高，预计行业高景气仍有望延续。中长期来看，新疆地区是“西部大开发”、“一带一路”等重要国际战略的核心区域，未来区域发展建设步伐有望持续。同时，公司本身经营不断改善，未来中建材旗下西北地区水泥企业存在整合预期，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 20.27/23.84/26.37 亿元，同比增速 23.9%/17.6%/10.7%，对应的 PE 分别为 7.2/6.1/5.5x，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

- (1)销售量假设:2020/2021/2022 年水泥和熟料销量增速分别为 20%/8%/2%;
- (2)基于我们对水泥板块的供求判断及区域供求关系的分析，假设新疆和江苏区域水泥价格整体保持温和上涨态势;
- (2)新疆地区基建项目进展不会出现显著放缓;

与市场的差异之处

- 1)市场认为新疆地区重大项目建设的落地和推进可能不及预期。我们认为，今年疫情发生以来，国家积极推进稳投资、基建补短板等逆周期调节手段，支持各地重大项目建设。新疆位于我国西北地区，本身受疫情影响相对较小，自 3 月份以来，各大重点项目已经全面复工，同时政府在资金上给予大力支持，今年一季度，全区投资项目（计划总投资 5000 万以上项目）实际到位资金增长 14.2%，增速较去年同期提高 15 个百分点，其中国家预算内资金增长 82.2%，债券增长 97%，将会对区域重大项目建设起到重要支持作用。
- 2)市场普遍将新疆地区水泥需求的关注重点聚焦于基建。我们认为，基建是拉动新疆地区投资端增长的主要动力，但对近两年来新疆地区房地产的发展不容忽视，去年至今，区域房地产投资保持稳步增长，其中住宅方面 1-4 月累计投资增速实现 27.2%，超市场预期。新疆地区房地产市场主要集中于乌鲁木齐及周边，水泥价格相对更高，良好的地产市场表现对区域水泥需求起到一定的拉动作用。

股价变化的催化因素

- (1)基建投资明显回升拉动板块行情;
- (2)区域水泥价格表现超预期，公司业绩增速提升;
- (3)公司成本和管理方面改善明显。

核心假设或逻辑的主要风险

- (1) 区域重大项目落实不及预期;
- (2) 项目资金落实不到位;
- (3) 电石渣错峰置换协商反复;

内容目录

投资摘要	2
股价变化的催化因素	2
核心假设或逻辑的主要风险	3
天山脚下的水泥龙头企业	7
跨越天山南北，打造新疆水泥龙头	7
规模引领新疆，产能占有率高	8
营收接近百亿，财务指标健康	10
敢为人先，出手抑制产能“组合拳”	12
急速扩张后，行业运行面临明显压力	12
开辟错峰生产之路，化解产能过剩危机	14
率先淘汰 32.5 等级产品，推动行业高质量发展	15
开启电石渣水泥企业错峰置换，巩固去产能成果	15
供给格局改善，产能利用率提高	17
疆内建设正在发力，水泥需求有支撑	19
经济发展相对较弱，发展潜力巨大	19
迎政策春风，助基建发力	20
地产表现超预期，提振区域产业链需求	22
国家级战略聚集，中长期区域建设动力足	23
高景气有望持续，维持“买入”评级	27
疫情影响较小，行业运行良好	27
经营改善显著，未来存在整合预期，维持“买入”评级	28
估值与投资建议	30
绝对估值：22.70-24.54 元	30
绝对估值的敏感性分析	31
相对法估值：16.90-19.88 元	31
投资建议	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 公司股权结构图.....	7
图 2: 公司发展历程	8
图 3: 2019 年公司水泥产能分布	9
图 4: 新疆地区水泥熟料产能占比.....	9
图 5: 公司在新疆地区产能和生产基地布局.....	9
图 6: 天山股份在新疆各区域产能占比 (%)	10
图 7: 2010-2019 年公司收入及增速情况	10
图 8: 2012-2019 年公司归母净利润及增速情况.....	10
图 9: 近 5 年公司主营业务收入构成.....	11
图 10: 2019 年公司收入地区分布.....	11
图 11: 2010-2019 年公司毛利率及净利率 (%)	11
图 12: 2010-2019 年公司三项费用率 (%)	11
图 13: 2010-2019 年公司资产负债率 (%)	11
图 14: 2010-2019 年公司总资产周转率 (倍)	11
图 15: 2010-2019 年公司 ROE 水平 (%)	12
图 16: 2006-2019 年新疆熟料产能及增速	12
图 17: 2006-2019 年新疆熟料产能净增加	12
图 18: 新疆水泥熟料产能利用率.....	13
图 19: 新疆历史水泥价格于 2011 年见顶	13
图 20: 新疆地区每年通过错峰生产压缩熟料产能	15
图 21: 2018 年全国 PVC 产能分布	16
图 22: 2018 年全国 PVC 产能占比 (%)	16
图 23: 新疆区域内电石渣水泥熟料生产线位置	17
图 24: 新疆电石渣熟料产能分地区情况	17
图 25: 新疆电石渣熟料产能分企业情况	17
图 26: 2016 年后新疆水泥熟料产能规模减少	18
图 27: 2016 年后新疆水泥熟料产能每年无新增或减少	18
图 28: 新疆水泥行业 CR5 产能集中度.....	18
图 29: 新疆水泥价格在 2017 年底后开始上涨.....	18
图 30: 新疆水泥价格在 2017 年底后开始上涨.....	18
图 31: 新疆水泥库容比在 2017 年后明显回落.....	18
图 32: 2019 年全国各省市/直辖市/自治区人均 GDP (万元)	19
图 33: 新疆地区人均 GDP 低于全国平均水平.....	19
图 34: 全国及新疆地区城镇居民人均可支配收入	19
图 35: 2019 年全国各省市城镇化率.....	20
图 36: 全国与新疆铁路密度对比.....	20
图 37: 全国与新疆公路密度对比.....	20
图 38: 全国固定资产投资规模及增速	21
图 39: 全国广义基建投资规模及增速	21
图 40: 新疆固定资产投资规模及增速	22

图 41: 新疆基建投资增速.....	22
图 42: 新疆房地产开发投资与全国情况对比.....	23
图 43: 新疆购置土地面积与全国情况对比.....	23
图 44: 新疆商品房销售面积增速与全国情况.....	23
图 45: 新疆房屋新开工面积增速与全国情况.....	23
图 46: 新疆房屋施工面积增速与全国情况.....	23
图 47: 新疆房屋竣工面积增速与全国情况.....	23
图 48: 中国西部地区示意图.....	25
图 49: 新疆位于亚欧第二大陆桥我国西部桥头堡位置.....	25
图 50: “一带一路”整体示意图.....	25
图 51: “丝绸之路经济带”北中南三条通道在新疆汇集.....	25
图 52: 2013-2018 年新疆外商直接投资情况.....	26
图 53: 2014-2018 年新疆西行国际货运班列数量.....	26
图 54: 西部陆海新通道空间布局示意图（全国）.....	27
图 55: “一带一路”西部陆海新通道海铁联运示意图.....	27
图 56: 新疆地区水泥价格.....	28
图 57: 新疆地区水泥库容比.....	28
图 58: 公司 2012-2018 年吨收入和吨成本情况.....	28
图 59: 公司 2012-2018 年吨毛利情况.....	28
图 60: 公司 2015 年后吨费用持续降低.....	29
图 61: 2019 年公司吨毛利处于行业靠前水平.....	29
图 62: 2019 年公司吨成本处于行业较高水平.....	29
图 63: 2019 年公司吨费用处于行业中游水平.....	29
图 64: 西北三家水泥企业吨价格情况比较（元/吨）.....	29
图 65: 西北三家水泥企业吨毛利情况比较（元/吨）.....	29
图 66: 公司历史分红率保持稳定.....	30
表 1: 新疆针对水泥行业去产能相关政策方案和措施.....	13
表 2: 新疆各地区 2014 年以来错峰生产安排.....	14
表 3: 新疆电石渣水泥企业生产线情况.....	16
表 4: 2020 年新疆重点项目建设规划.....	21
表 5: 西部大开发推进及相关政策.....	24
表 6: “一带一路”中“丝绸之路经济带核心区”的推进时间表.....	26
表 7: 《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设行动计划（2014-2020 年）》的行动目标.....	26
表 8: 公司盈利预测假设条件（%）.....	30
表 9: 资本成本假设.....	31
表 10: 绝对估值 FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	31
表 11: 绝对估值 FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	31
表 12: 同类公司估值比较.....	32

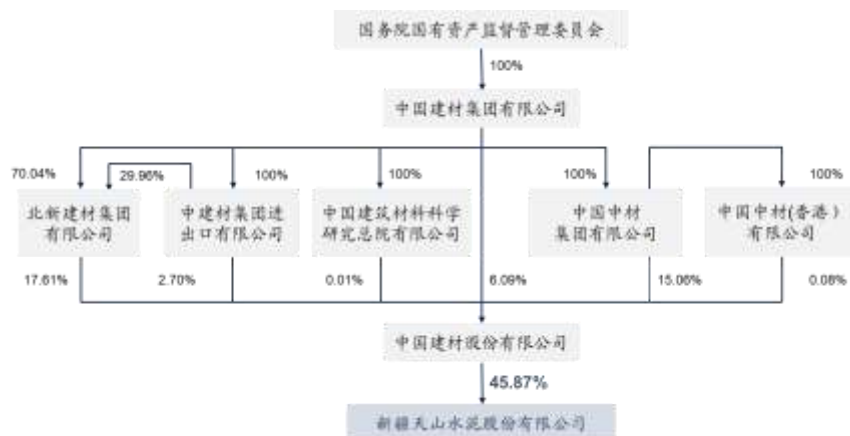
天山脚下的水泥龙头企业

跨越天山南北，打造新疆水泥龙头

新疆天山水泥股份有限公司前身为新疆水泥厂，始建于1956年，1998年改制募集设立股份有限公司，1999年成功在深交所上市。经过上市后二十余年的发展，公司目前拥有水泥和商混两大产业，现拥有熟料产能2799.6万吨，水泥产能3866万吨，余热发电能力153MW，商品混凝土产能1475万方，是新疆最大的水泥企业、第二大商品混凝土生产企业。

公司上市初期控股股东为新疆水泥厂（后改制为新疆天山建材集团有限责任公司），2003年7月，公司第一大股东变更为新疆屯河投资股份有限公司，2005年中材集团重组并入主公司。2016年，中国中材集团和中国建筑材料集团实施重组，中国建筑材料集团更名为中国建材集团，中国中材集团有限公司无偿划转进入中国建材集团，公司成为重组后中国建材集团有限公司旗下上市公司，实际控制人仍为国资委。

图 1: 公司股权结构图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司上市以来，通过并购整合市场资源、新建扩建等方式，实现公司规模、业务版图和产业链布局，成功跻身国家重点支持结构调整的 12 家大型水泥企业行列。

1999-2004 整合疆内市场，实现跨地区发展：公司上市初期，水泥产能为 45 万吨，2001 年在新疆水泥市场控制力为 46%，其高标号水泥对新疆重点工程覆盖率约 92%，特种水泥市场占有率为 85%。在此优势下，公司推进新一轮的并购和投资，整合疆内水泥市场，收购完成了包括原巴州水泥厂、原库尔勒市水泥厂、原阿克苏多浪水泥厂、原黑孜苇水泥厂等水泥资产。

除新疆区域产能布局外，2002 年 12 月，公司成立江苏天山水泥，业务触角延伸至华东部分地区，2004 年，公司在江苏溧阳新建一条日产 5000 吨新型干法熟料生产线，实现市场腹地从西部到东部的跨越，而后几年通过收购与新建完成了“苏锡常”区域的战略布局，新疆和江苏两大区域产能合计达到 1090 万吨。

2005-2010 完成重组，再次出发：受 2004 年“德隆事件”等影响，公司经营面临一定压力，2005 年，中材集团对公司实行重组并正式入主，为公司发展带来新的活力。在经过一系列强化管理和提升发展，2010 年，公司熟料产能实现

1700 万吨，水泥产能超过 1900 万吨，商混产能超 320 万方。

2010-2014 跨越天山南北，加快主业和上下游布局：公司大规模投资扩张，推进伊犁、喀什、叶城、吐鲁番、克州、洛浦、达坂城等生产线项目的建设，对水泥业务进行新一轮结构调整和布局，基本完成覆盖区域的经济热点和战略核心区，形成全疆区域“网络式”布局，提高市场占有率和规模效益。同时，公司加强自身资源储备和配置能力，增加矿权、石灰岩、水泥配料、骨料资源，为公司可持续发展提供充分的资源支持。

2015 至今 优化水泥业务，强化销售和管理能力：经过多年扩张，公司区域战略布局已基本完成，为缓解区域内产能过剩的矛盾，公司通过对现有生产线进行技改升级、淘汰落后产能、产能置换的方式，整合、优化存量产能，提高运营效率；同时改变传统经营思维模式，运用电子商务实现了水泥供应链上下游的互通，助推了水泥行业传统销售的升级，给企业运营带来了全新活力。在商混领域，2016 年完成对控股子公司天山筑友增资，依托天山筑友实现商混产业与水泥产业的管理分离，形成统一的商混管理平台；依托新疆天山建材检测有限责任公司整合商混产业技术资源，提升研发、检测和技术服务能力，打造商混产业技术平台和产业发展平台。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

规模引领新疆，产能占有率高

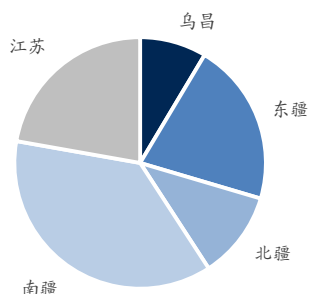
经过多年的战略布局，公司水泥生产线主要集中在新疆和江苏，其中新疆 13 个地州中，除博州以外的 12 个地州均有公司的水泥子企业和生产线，疆内水泥熟料产能约 2388 万吨，全国合计约 2800 万吨，水泥产能 3866 万吨。

从具体区域分布来看，天山股份在乌昌（乌鲁木齐、昌吉）、东疆（吐鲁番、哈密）、南疆（巴州、阿克苏、克州、喀什、和田）、北疆（克拉玛依、伊犁、塔城、博州、阿勒泰）和江苏地区的熟料产能分别占公司总产能的 8.57%、21%、11.25%、36.96% 和 22.21%，疆内产能合计占比约 78%。

从区域产能内产能情况来看，天山股份是疆内第一大水泥企业，产能占有率约 33%，较第二名青松建化高 14 个百分点。各细分区域方面，乌昌地区为公司的

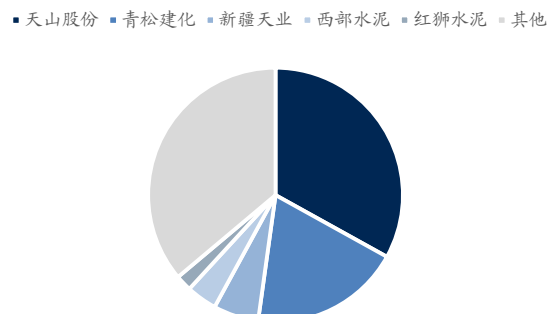
大本营，也是新疆经济最为发达区域，公司产能占有率为 51%，东疆、南疆和北疆地区分别为 37.6%、34.6%和 15.2%。

图 3：2019 年公司水泥产能分布



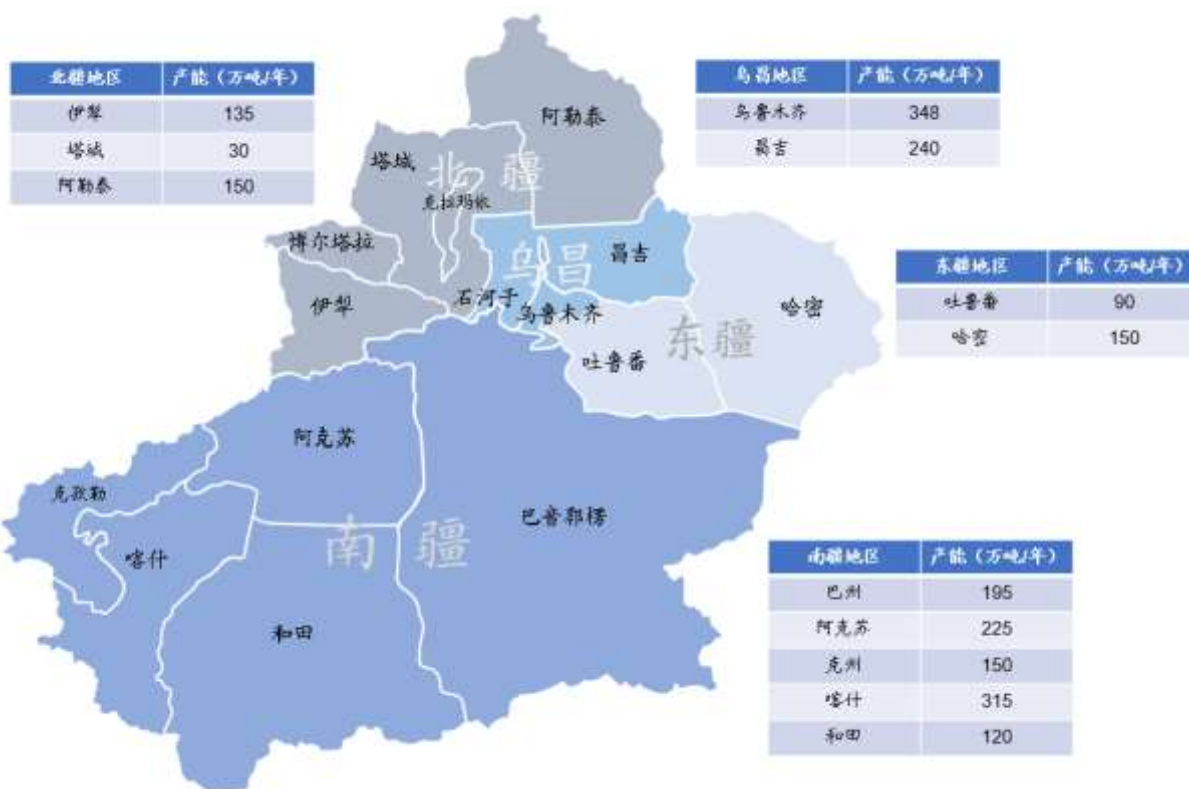
资料来源：新疆工信厅、江苏工信厅、国信证券经济研究所整理

图 4：新疆地区水泥熟料产能占比



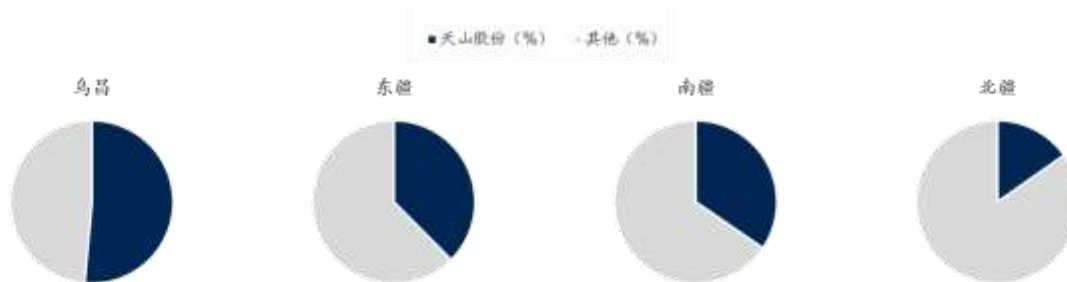
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 5：公司在新疆地区产能和生产基地布局



资料来源：新疆工信厅、国信证券经济研究所整理

图 6: 天山股份在新疆各区域产能占比 (%)



资料来源: 新疆工信厅、国信证券经济研究所整理

营收接近百亿, 财务指标健康

2019 年, 公司实现营业收入 96.88 亿元, 同比增速达 22.1%, 达到历史新高, 归母净利润为 16.36 亿元, 同比大幅增长 31.8%。过去十年间, 公司营业收入和归母净利润复合增速分别实现 5.44% 和 12.64%。

图 7: 2010-2019 年公司收入及增速情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 2012-2019 年公司归母净利润及增速情况

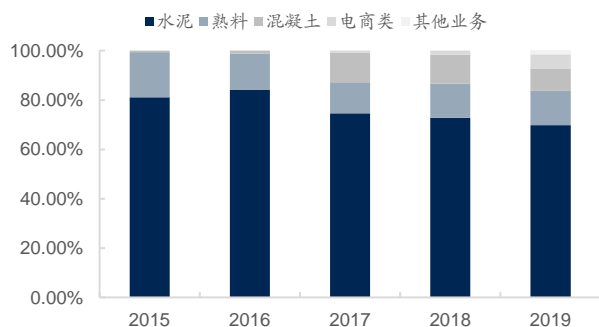


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从收入结构来看, 水泥和熟料仍是公司收入主要来源, 收入占比始终保持在 80% 以上, 2019 年公司水泥熟料业务占公司营业收入 83.71%, 商品混凝土占比约 9.06%。

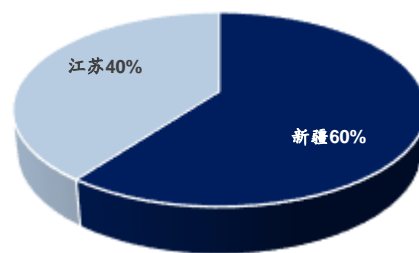
从收入地区分布来看, 新疆和江苏省“苏锡常”地区是主要的销售市场, 两大区域市场环境不同, 形成互补。2019 年新疆区域收入实现 58.35 亿, 同比增加 35.6%, 收入占比约 60%, 江苏省实现收入 39.77 亿, 同比增加 10.2%。

图 9：近 5 年公司主营业务收入构成



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

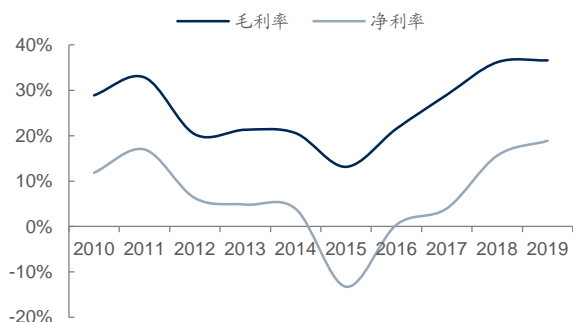
图 10：2019 年公司收入地区分布



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

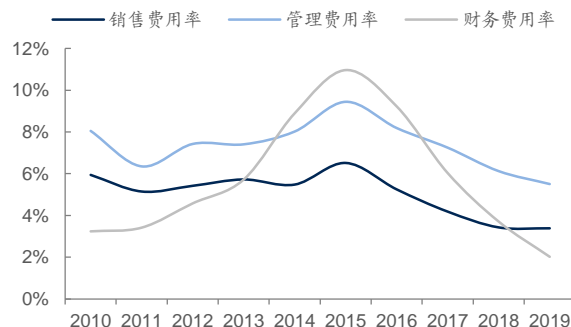
受益于供给侧改革带来的行业景气度提升，以及公司本身良好的费用控制能力，公司盈利能力 2015 年以来实现明显增长。2019 年公司毛利率达到 36.6% 的历史峰值，三项费用率实现 11.33%，实现历史最低点，其中销售、管理和财务费用率分别为 3.38%、5.50% 和 2.02%，分别同比降低 0.04、0.62 和 1.68 个百分点。

图 11：2010-2019 年公司毛利率及净利率（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

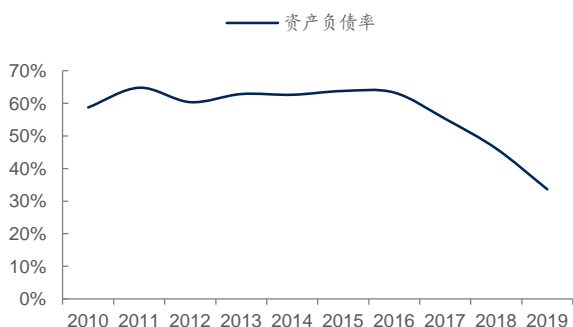
图 12：2010-2019 年公司三项费用率（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

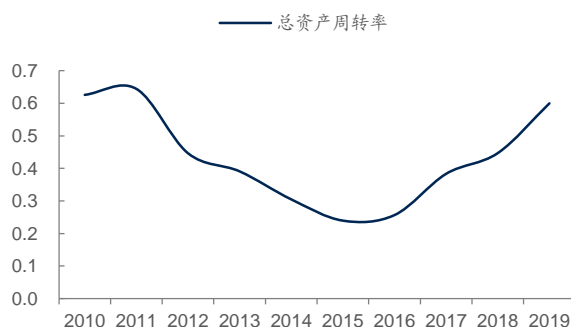
公司在过去几年中偿债能力逐年提高，资产负债率从 2010 年的 58.74% 持续下降到 2019 年的 33.64%，同时经营效率提升明显，2019 年总资产周转率达到 0.60，实现近年来高位水平。受益于各项财务指标改善，公司 ROE 水平达到 18.19%，为近几年的高位水平，盈利能力表现亮眼。

图 13：2010-2019 年公司资产负债率（%）



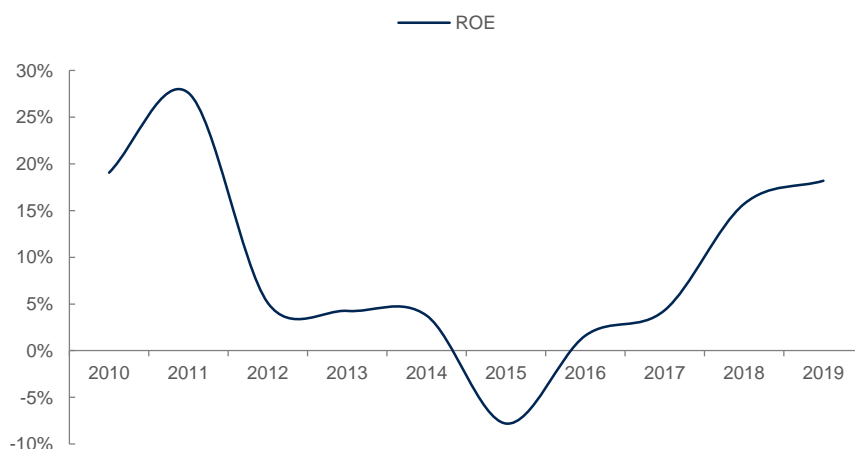
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 14：2010-2019 年公司总资产周转率（倍）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 15: 2010-2019 年公司 ROE 水平 (%)



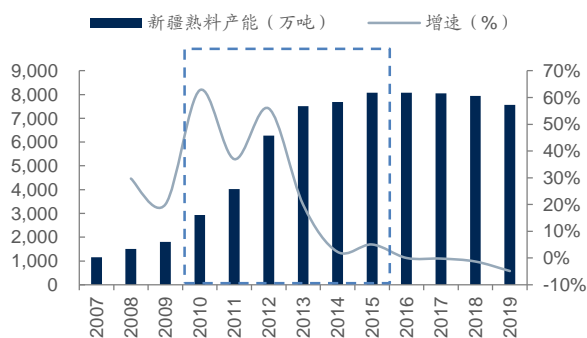
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

敢为人先，出手抑制产能“组合拳”

急速扩张后，行业运行面临明显压力

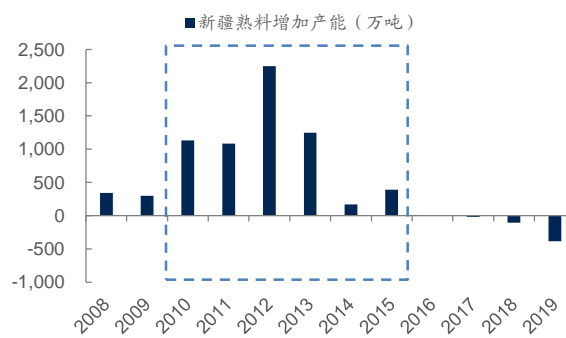
2010 年后，受“四万亿”、“对口援疆”、“西部大开发”等因素影响，新疆地区水泥行业发展驶入急速扩张的“快车道”，大批水泥项目进驻新疆，产能规模大幅增长，并于 2015 年达到规模峰值，2010-2015 期间合计增加熟料产能约 6300 万吨/年，增长约 2.5 倍，而有效需求不足，产能利用率下降至 35% 的历史低位水平，新进入企业为开拓市场，不惜低成本引发区域“价格战”，水泥价格中枢持续下行。根据自治区建材行办统计数据，2014 年和 2015 年新疆水泥行业分别亏损 2.95 亿元和 15 亿元，产能过剩成为新疆水泥行业发展面临的最大难题。

图 16: 2006-2019 年新疆熟料产能及增速



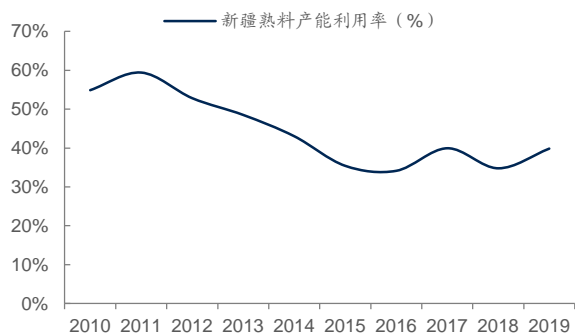
资料来源: 数字水泥网、水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 17: 2006-2019 年新疆熟料产能净增加



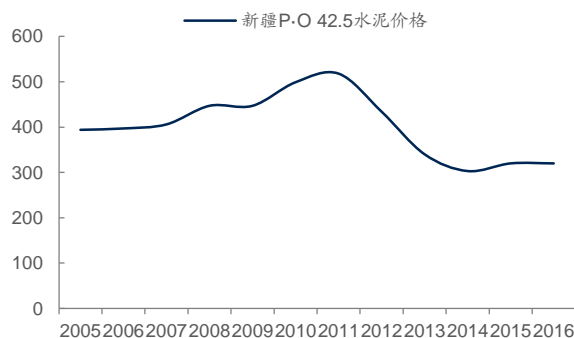
资料来源: 数字水泥网、水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 18: 新疆水泥熟料产能利用率



资料来源: 数字水泥网、水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 19: 新疆历史水泥价格于 2011 年见顶



资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

2015 年,为解决行业产能过剩问题,加快行业转型升级,国家正式提出供给侧改革,新疆地区积极响应国家号召,分析行业现状和问题,政府与企业研究商讨如何确保新疆水泥行业健康发展,相继出台多份去产能政策方案,并陆续推出了包括错峰生产、取消 32.5 等级水泥、电石渣水泥熟料产能置换等一系列供给侧改革实施措施,帮助改善区域行业格局。

表 1: 新疆针对水泥行业去产能相关政策方案和措施

时间	政策	部分	主要内容
2014 年 3 月	《关于印发化解产能严重过剩矛盾实施方案的通知》	新疆维吾尔自治区人民政府	通过 5 年努力,钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等行业产能总量与环境承载力、市场需求、资源保障相适应,空间布局与区域经济发展相协调,产能利用率达到合理水平;
2014 年 9 月	《关于实行水泥错峰生产有关要求的通知》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	新疆 2014 年冬季在全区范围内实行水泥“错峰生产”。所有生产水泥熟料的企业(用电石渣生产水泥熟料企业除外),于 2014 年 11 月 1 日~2015 年 3 月 1 日全部停窑,停止熟料煅烧。
2015 年 11 月	《关于做好 2015-2016 年度水泥行业错峰生产有关要求的通知》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	全疆各水泥熟料生产企业于 2015 年 11 月 1 日至 2016 年 4 月 1 日暂停熟料煅烧窑炉运行,停窑时间由 2014 年的 3 个月延长至 4 个月,较 2014 年时长增加 1 个月。此次水泥行业错峰生产,将有效压缩产能 1600 万吨。
2016 年 1 月	坚决制止钢铁水泥等行业新增产能	新疆维吾尔自治区党委经济工作会议	2016 年新疆坚决制止钢铁、水泥等行业新增产能,即使是先进产能也要严格控制。要落实水泥等行业错峰生产措施,共渡难关。
2016 年 9 月	《关于 2016 年冬季水泥错峰生产的通知》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	新疆各地错峰生产时间统一从 2016 年 11 月 1 日零时开始。用部分电石渣代替石灰石生产水泥的企业,必须按时参加错峰生产,并在 11 月 10 日前向自治区建材行办提出电石渣掺加比例核查申请。
2016 年 11 月	《新疆水泥行业稳增长调结构增效益的指导意见》	新疆自治区经信委	2017 年 5 月 1 日起,新疆将取消全部 32.5 等级水泥。2020 年底前,新疆将严禁新增水泥产能,同时,力争挤压退出水泥产能 3000 万吨。
2017 年 9 月	《新疆电石渣水泥企业错峰生产协调会议纪要》	自治区建材行办	新疆在全国率先提出电石渣水泥实施“错峰置换”
2017 年 11 月	《乌鲁木齐昌吉石河子吐鲁番区域电石渣水泥企业错峰生产置换方案》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	2017-2018 年冬季乌鲁木齐吐鲁番区域传统水泥熟料生产企业(含塔城地区沙湾天山和乌苏青松,下同)与电石渣水泥企业实行“错峰置换”,即电石渣水泥企业在采暖季错峰生产期间不停窑,由区域内传统水泥熟料生产企业增加停窑时间予以置换补偿。
2017 年 11 月	《关于 2017-2018 年冬季错峰生产的通知》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	全疆所有水泥生产企业(含兵团)都要参与错峰生产。根据各地冬季采暖期和水泥市场需求情况,各地错峰时间有所差异。
2018 年 11 月	《关于 2018-2019 年冬季水泥错峰生产的通知》	新疆经信委、环保厅和兵团工信委、环保局	全疆所有水泥生产企业(含兵团)都要参与错峰生产。根据各地冬季采暖期、产能过剩和水泥市场需求情况,各地错峰生产时间有所差异。为实现市场动态平衡,保证市场供应,全疆各区域在去年错峰停窑的基础上再增加一至一个半月错峰停窑时间,错峰停窑分两个时间段执行。
2019 年 4 月	《新疆维吾尔自治区工业和信息化厅坚决打好工业污染防治攻坚战实施方案》	新疆维吾尔自治区工业和信息化厅	将推动实施一批城市建成区内涉及重污染的水泥、平板玻璃、焦化、化工等企业搬迁和退出。严禁钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等行业新增产能,确实有必要新建的严格执行国家产能置换实施办法实施等量或减量置换。指导和督促地方政府积极推动钢铁、水泥、平板玻璃等行业过剩产能有序退出和产能置换工作。
2019 年 11 月	《2019-2020 年水泥行业错峰生产的通知》	新疆建材行业协会	全疆所有水泥生产企业(含兵团)按文件要求执行错峰停窑。除和田地区从 2019 年 12 月 1 日零时起,其他各地州(市)从 2019 年 11 月 1 日零时起执行冬季采暖期错峰生产,停窑时间少于采暖期时间应予顺延或补齐。
2020 年 4 月	《兵团工业炉窑大气污染综合治理实施方案》	新疆建设兵团	重点区域严格控制涉工业炉窑建设项目,严禁新增钢铁、焦化、电解铝、铸造、水泥和平板玻璃等产能;

资料来源: 政府网站、国信证券经济研究所整理

开辟错峰生产之路，化解产能过剩危机

新疆是行业内最早提出“错峰生产”概念的省份。早在 2003 年，新疆乌鲁木齐地区水泥企业已提出过“错峰减产”的概念，以应对当时区域市场供需矛盾突出的问题，但最终因企业思想相对保守而未能实施。2013 年，天山股份与自治区经信委、建材行办等政府部门积极联系、沟通，提出“错峰生产”化解部分过剩产能。2014 年 10 月，区经信委、环保厅等部门联合印发《关于实行水泥错峰生产有关要求的通知》，宣布新疆 2014 年冬季在全区范围内实行水泥“错峰生产”，要求所有生产水泥熟料的企业（用电石渣生产水泥熟料企业除外）11 月 1 日至 2015 年 3 月 1 日全部停窑，当年压减储备水泥产能 2500 万吨。

受益于 2014-2015 年新疆地区错峰生产的良好执行，工信部和环保部 2015 年 11 月发布《关于在北方采暖地区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，决定在北方地区全面试行水泥错峰生产；2016 年 10 月，工信部和环保部发文《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，要求除 15 个北方省份（自治区、直辖市）从 11 月开始先后进行 3-5 个月的错峰生产外，其他地区也应参照北方地区做法，结合当地情况，在春节、酷暑伏天和雨季开展错峰生产，错峰市场全国有序铺开，并逐步常态化。

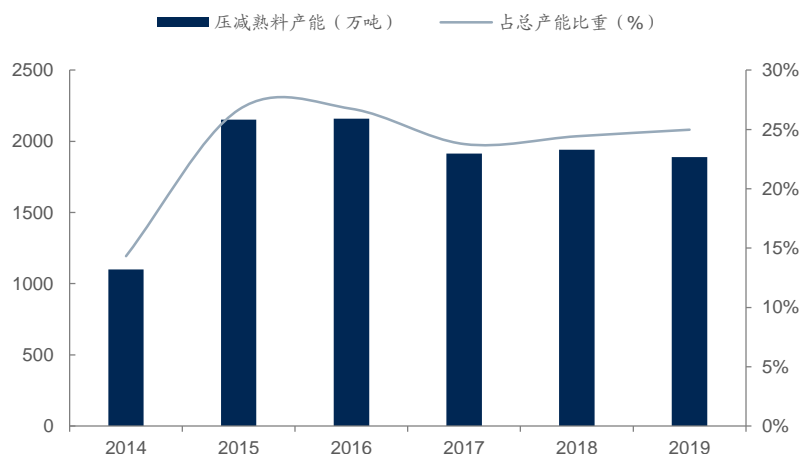
新疆地区省水泥行业自 2014 年错峰生产以来，成为全国执行的典范，目前错峰生产已经常态化、制度化，区域内龙头企业带头执行、积极配合，每年熟料产能约 2000 万吨，水泥产能 2500-3000 万吨，有效地改善了区域供需矛盾，助推行业健康发展。

表 2：新疆各地区 2014 年以来错峰生产安排

地区	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
和田	11/1/-3/1/	11/1/-4/1/	11/1/-3/31/	12/1/-3/1/	12/1/-3/1/ 4/1-5/1/	12/1/-3/1/
喀什 克州	11/1/-3/1/	11/1/-4/1/	11/1/-3/31/	11/16/-3/16/	11/1/-3/1/ 4/1-5/1/	11/1/-3/1/
阿克苏 巴州	11/1/-3/1/	11/1/-4/1/	11/1/-3/31/	11/1/-4/1/	11/1/-4/1/ 5/1-6/1/	11/1/-4/1/ 5/1-6/1/
乌鲁木齐/昌吉 吐鲁番/石河子	11/1/-3/1/	11/1/-4/1/	11/1/-3/31/	11/1/-5/16/	11/1/-5/1/ 6/1-7/1/	11/1/-5/1/ 6/1-7/1/
其他	11/1/-3/1/	11/1/-4/1/	11/1/-3/31/	11/1/-4/16/	11/1/-5/1/ 6/1-7/1/	11/1/-5/1/ 6/1-7/1/
平均天数	121 天	153 天	151 天	144 天	174 天	163 天

资料来源：新疆工信厅、国信证券经济研究所整理

图 20: 新疆地区每年通过错峰生产压缩熟料产能



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

率先淘汰 32.5 等级产品，推动行业高质量发展

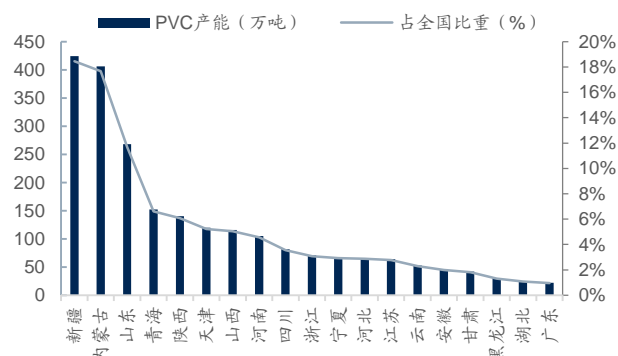
经过大量调研论证和广泛宣传后，2015 年 10 月，新疆维吾尔自治区政府下发新疆经信委《关于进一步促进水泥行业健康发展的指导意见》，提出在按期淘汰 32.5 复合水泥基础上，自 2016 年 7 月 1 日起，淘汰 32.5R 复合水泥。2016 年 11 月，自治区经信委制定《新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案》，其中明确提出，2017 年 5 月 1 日起，取消包括 32.5 火山灰水泥、32.5 矿渣水泥等在内的所有 32.5 等级水泥，相当于压减水泥产能 500 万吨，成为全国第一个全面推行高标号水泥生产的地区。作为全国第一家全面取消 32.5 等级水泥省区，新疆得到中国建材联合会的肯定，在全国水泥行业推进去产能强自律增效益暨中国水泥协会七届六次理事大会上介绍经验及效果。

通过全面取消 32.5 低等级水泥，新疆地区不仅压缩了产能，缓解供给端产能过剩压力，在前期供给侧改革和错峰生产的基础上进一步巩固成果，同时调整和优化了区域水泥产品结构，促进区域内水泥企业向更加稳定、高质量的长远发展迈进。

开启电石渣水泥企业错峰置换，巩固去产能成果

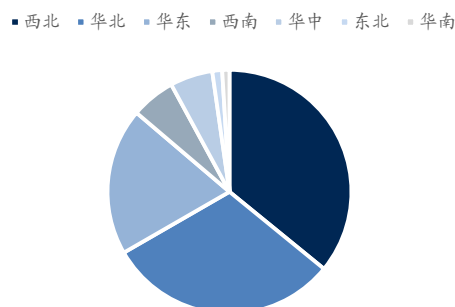
新疆是我国 PVC 生产大省，在 2014 年执行错峰生产时，并未要求电石渣生产水泥熟料企业参与，主要由于 PVC 生产的连续性，停产易引起 PVC 生产的安全隐患，执行错峰生产存在较大难度。事实上，2016 年国办发[2016]34 号文中要求电石渣水泥企业参与错峰生产，但从实际情况来看，基本没有企业按要求执行，电石渣水泥企业参与错峰生产成为全国性难题。此外，由于电石渣生产水泥可大幅降低原料费和能源消耗，在成本上还具有明显优势，吨熟料成本较传统水泥熟料企业可降低 70-80 元/吨，同时销售半径更远，给传统水泥企业带来更大的冲击和压力。

图 21: 2018 年全国 PVC 产能分布



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 22: 2018 年全国 PVC 产能占比 (%)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

新疆共有电石渣水泥企业 4 家，13 条生产线，合计水泥产能 1400 万吨，熟料产能超过 1000 万吨，产能基本集中在乌鲁木齐-昌吉-石河子区域内，占全区总产能的 14%，占此区域熟料产能的 42%，而区域内水泥消费量大约在 1500 万吨左右，产能明显过剩。

2017 年 9 月，新疆建材行业管理办公室召开新疆电石渣水泥企业错峰生产协调会议，在全国率先提出电石渣水泥实施“错峰置换”，即电石渣水泥企业冬季不停窑，由传统水泥企业增加错峰停窑时间予以置换，整体不增加区域水泥总产量和污染物排放总量。传统水泥企业（含掺加少量电石渣的传统水泥企业）除了执行错峰生产以外，还要继续增加错峰停窑时间，为电石渣企业错峰生产期间多生产的水泥熟料腾出市场空间，承担化解产能过剩和污染物减排的责任。电石渣水泥企业错峰生产期间生产的合格水泥熟料，由区域内传统水泥企业统筹消化处理，熟料的价格参考接收熟料的传统水泥企业的变动成本制定，同时给予运输费用补贴。同年 10 月，《乌鲁木齐昌吉石河子吐鲁番区域电石渣水泥企业错峰生产置换方案》发布，作为区域水泥龙头，天山股份、青松建化表示大企业愿意带头示范、坚决执行，共同维护市场公平竞争，为区域市场压缩过剩产能、提升行业效益到积极推动作用。

表 3: 新疆电石渣水泥企业生产线情况

序号	企业	地点	建设规模 (t/d)
1	新疆米东天山水泥有限责任公司	乌鲁木齐市	1600
2	新疆米东天山水泥有限责任公司	乌鲁木齐市	2000
3	新疆米东天山水泥有限责任公司	乌鲁木齐市	2000
4	新疆圣雄能源开发有限公司（中泰）	吐鲁番地区	5000
5	新疆宜化化工有限公司	昌吉州	3000
6	新疆阜康天山水泥有限责任公司	昌吉州	2500
7	新疆阜康天山水泥有限责任公司	昌吉州	2500
8	库尔勒鲁岳三川水泥公司（中泰）	巴音州	2500
9	新疆兴悦化工水泥有限公司	阿克苏地区	3200
10	新疆天业天能水泥有限公司	石河子	2500
11	新疆天业天能水泥有限公司	石河子	2500
12	新疆天业天伟水泥有限公司	石河子	2500
13	新疆天业天伟水泥有限公司	石河子	2500
合计			34300

资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

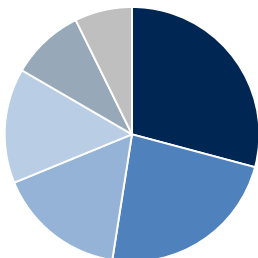
图 23：新疆区域内电石渣水泥熟料生产线位置



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 24：新疆电石渣熟料产能分地区情况

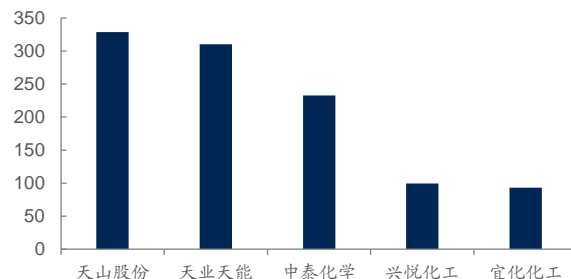
■ 石河子 ■ 昌吉 ■ 乌鲁木齐 ■ 吐鲁番 ■ 阿克苏 ■ 巴音



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 25：新疆电石渣熟料产能分企业情况

■ 电石渣熟料产能（万吨/年）



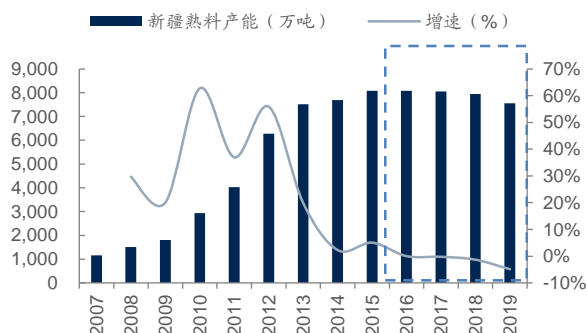
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

供给格局改善，产能利用率提高

在严控新增产能、淘汰落后产能等一系列行规行约和自律管理办法的“组合拳”措施下，新疆地区化解产能过剩的工作取得了明显的成效。2016 年末，新疆不符合产业政策的落后水泥产能已经全部退出，表现为先进产能过剩；2016-2019 年，区域熟料产能减少 513 万吨，目前区域内熟料产能为 7561 万吨，前五大水泥企业产能占比为 64%，较 2015 年提高 3.2 个百分点。受益于错峰生产、电石渣水泥错峰置换等措施的良好执行，区域水泥熟料产能利用率得到改善，2019 年产能利用率实现约 39%，较前期低点提高 5.7 个百分点，若剔除错峰生产因素，则可达到约 77%；同时，区域内水泥行业景气度得到提升，水泥价格自 2017 年后持续回升，库容比中枢明显下降，行业运行稳步向好，

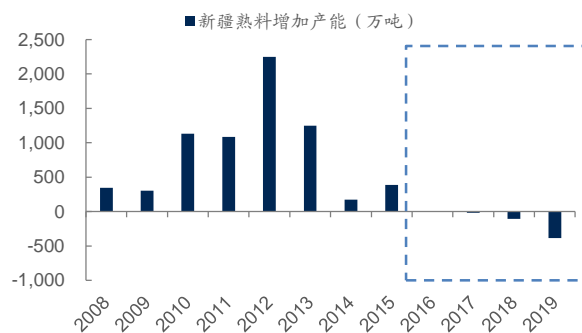
扭转了此前行业的低迷状态。

图 26: 2016 年后新疆水泥熟料产能规模减少



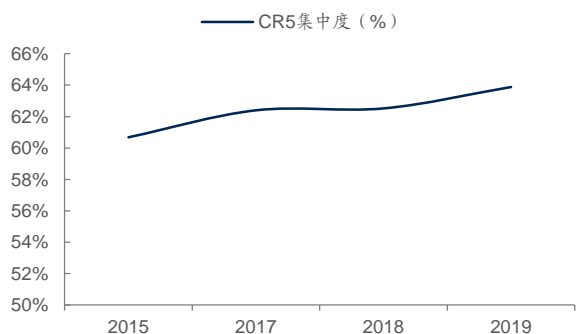
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 27: 2016 年后新疆水泥熟料产能每年无新增或减少



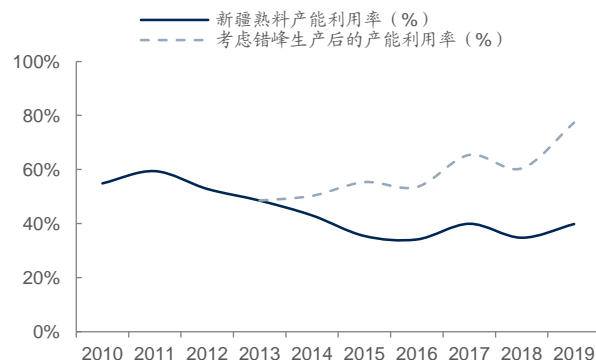
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 28: 新疆水泥行业 CR5 产能集中度



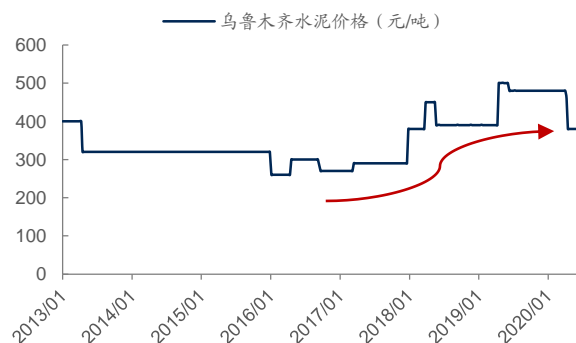
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 29: 新疆水泥价格在 2017 年底后开始上涨



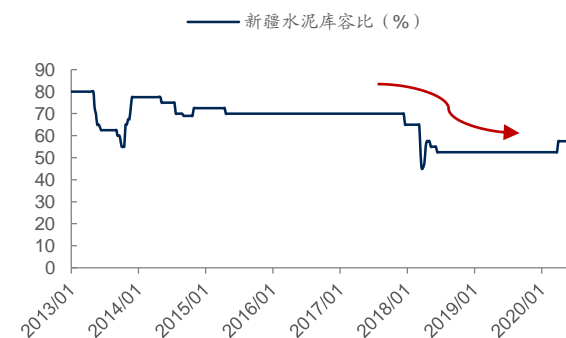
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 30: 新疆水泥价格在 2017 年底后开始上涨



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 31: 新疆水泥库容比在 2017 年后明显回落



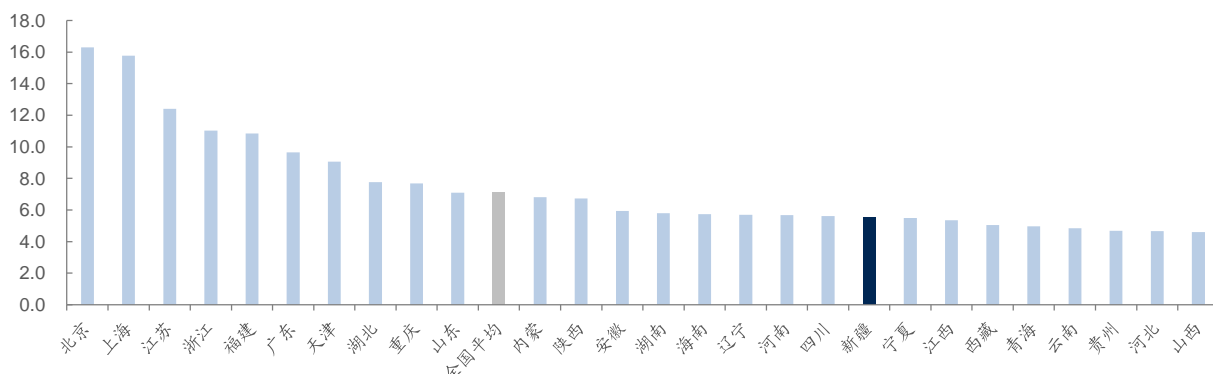
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

疆内建设正在发力，水泥需求有支撑

经济发展相对较弱，发展潜力巨大

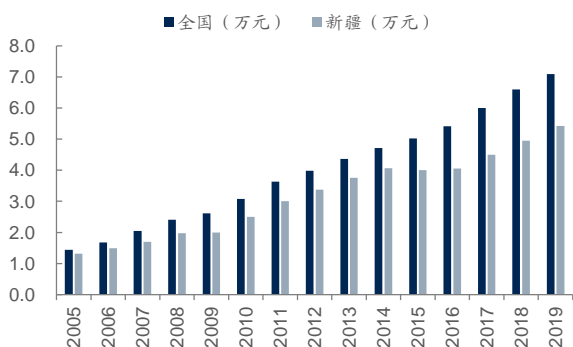
新疆地区在经济发展水平上整体处于全国偏弱区间。新疆 2019 全年 GDP 为 13597.11 亿元，人均 GDP 约 5.56 万元，均处于全国相对靠后水平；从城镇居民人均可支配收入上来看，新疆地区 2018 年为 3.47 万元，弱于全国平均水平（3.93 万元），整体经济实力还有进一步提升空间。

图 32：2019 年全国各省市/直辖市/自治区人均 GDP（万元）



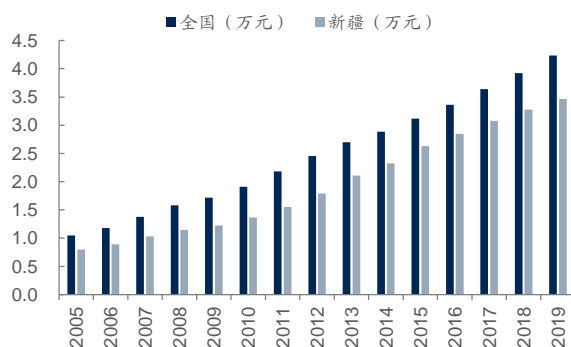
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 33：新疆地区人均 GDP 低于全国平均水平



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

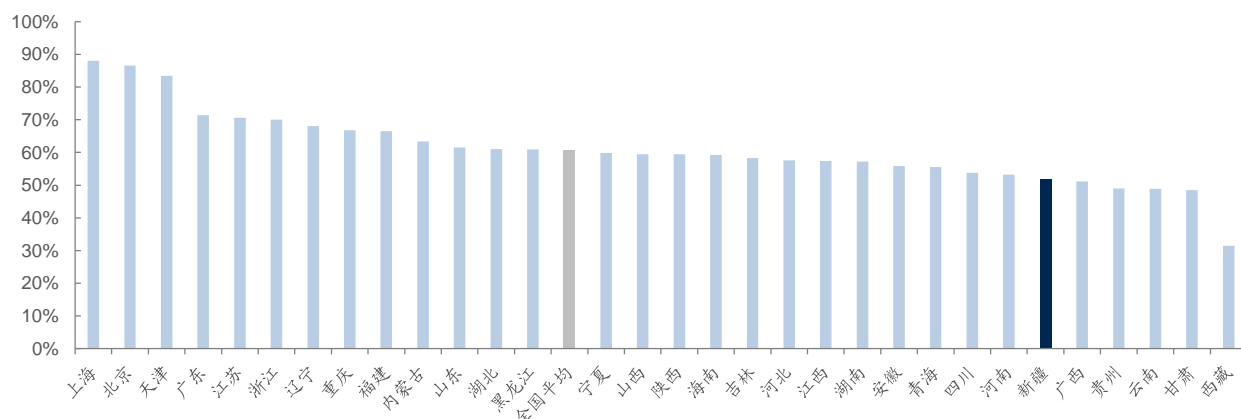
图 34：全国及新疆地区城镇居民人均可支配收入



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

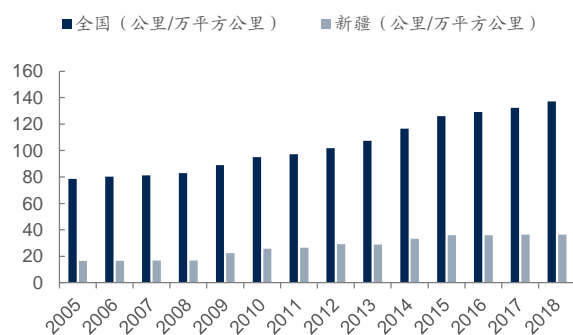
从城市建设角度来看，西北地处边陲，人口吸附能力较弱，经济发展水平相对滞后，城镇化水平偏低，是近年我国重点开发建设的区域之一。2019 年，新疆城镇化率仅 51.87%，明显低于全国均值 60.6%。基础设施滞后是制约新疆经济发展最大的短板，也是最大的潜力。新疆国土面积 160 多万平方公里，占全国的六分之一，基础设施建设有着巨大的空间。

图 35: 2019 年全国各省市城镇化率



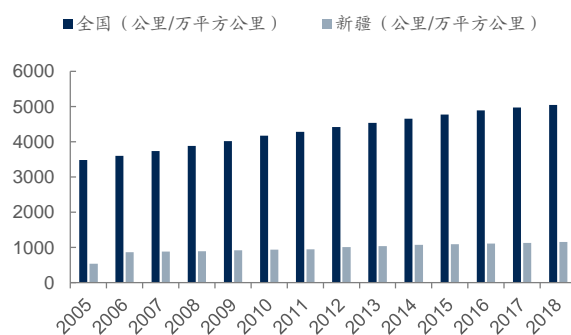
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 全国与新疆铁路密度对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

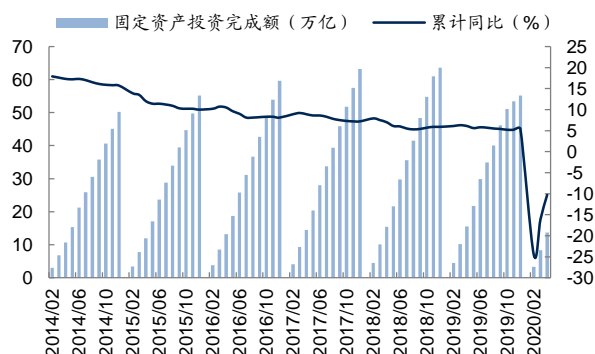
图 37: 全国与新疆公路密度对比



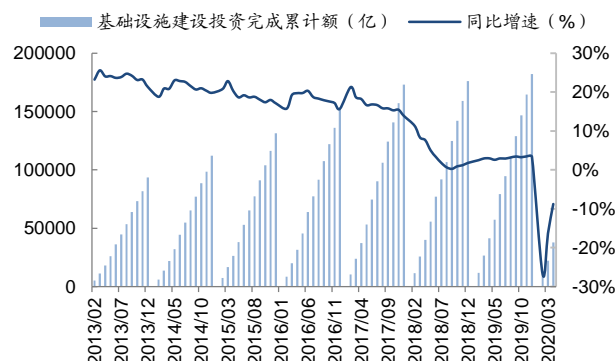
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

迎政策春风，助基建发力

2018 年下半年以来，宏观政策持续边际改善，维稳信号明确，在稳增长背景下，逆周期调节成为了政策层面的重点之一。2019 年以来，政府相关会议多次强调基建补短板，相关政策相继发布，如允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金、加快地方政府专项债发行使用节奏、提前下达 2020 年专项债部分新增额度并扩大使用范围、降低部分基础设施项目最低资本金比例、推出基础设施 REITs 试点等，国内固定资产投资整体增长保持平稳，基建投资呈现逐步回暖趋势。

图 38: 全国固定资产投资规模及增速


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 全国广义基建投资规模及增速


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

受今年新冠疫情影响,国内宏观经济短期面临较大压力,稳投资再次成为应对经济下行、实现经济稳定增长的重要手段,新疆地区本身受疫情影响相对较小,开年以来在政府大力支持下,新疆地区加紧规划重点项目建设。今年新疆地区共安排重点项目 390 个,主要涵盖交通、水利、能源、产业、民生领域,总投资 16788 亿元,2020 年计划完成 2604 亿;所有项目中,交通类项目投资 6887 亿,占总投资额 41%,今年计划投资 625 亿,从数量和投资额来看,均居首位。今年 4 月,国家发改委下达新疆保障性安居工程(老旧小区改造)配套基础设施建设工程 2020 年中央预算内投资计划 8.47 亿元,较去年增加 45.5%,进一步加强区域投资力度。截至一季度,全区投资项目(计划总投资 5000 万以上项目)实际到位资金增长 14.2%,增速较去年同期提高 15 个百分点,其中国家预算内资金增长 82.2%,债券增长 97%。4 月份,自治区发改委同财政厅、地方金融监管局,与国开行新疆分行等 6 家银行设立促投资稳增长专项贷款,融资总量 3000 亿元,为项目建设提供充足的资金保障。

表 4: 2020 年新疆重点项目建设规划

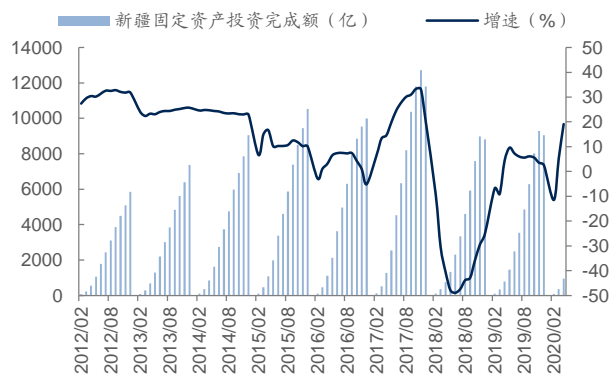
项目类别	续建项目	新开工项目	预备项目	小计
交通项目(个)	35	19	40	94
公路	25	10	29	64
铁路	3	4	7	14
民航	7	5	4	16
水利项目(个)	29	8	14	51
能源项目(个)	42	15	9	66
产业项目(个)	41	18	15	74
民生项目(个)	43	20	25	88
总计(个)	190	80	103	373
总投资额(亿)	7925	1340	7523	16788
2020 年计划完成(亿)	2216	388		2604

资料来源:新疆发改委、国信证券经济研究所整理

完成前期规划后,区内各地加大新项目开工力度,加快续建项目建设进度。一季度,在各项目单位通过“点对点”包车、错峰返程、联程运输等方式协助返疆后,全区施工项目数量实现 2000 个,较上年同期增长 6.4% (+120 个)。截至 3 月底,新疆 2020 年续建的 190 个项目全部复工,其中一季度交通投资累计完成 14.73 亿元,同比增长 90.3%;规划的 80 项新开工项目中,已经有 23 项实现开工建设,根据自治区发改委预测,上半年新开工项目可开工建设 66 项,开工率可达 80%以上。

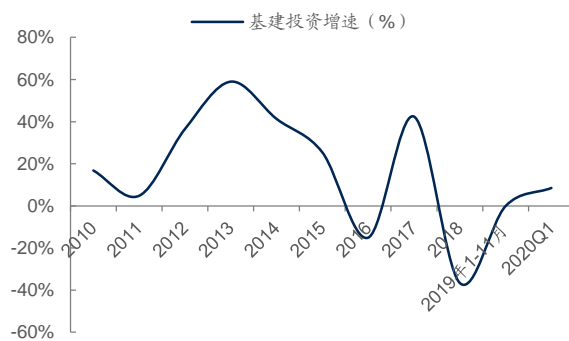
在政府牵头带领、加大区域投资力度的背景下，全区固定资产投资大幅回升，基础设施投资明显好转。根据统计局数据，今年 1-4 月，新疆地区固定资产投资增速快速回升至 19.1%，达到 2018 年以来最高水平，较全国水平高 29.4 个百分点；作为投资端最重要的组成部分，一季度基础设施投资增长 8.5%，扭转 2018 年以来的负增长，增速同比提高 30.2 个百分点。整体来看，基建补短板步入快车道，随着存量项目和新增项目推动需求，区域景气有望回升，预计将对水泥需求形成重要的支撑。

图 40：新疆固定资产投资规模及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 41：新疆基建投资增速



资料来源：新疆统计局、国信证券经济研究所整理

地产表现超预期，提振区域产业链需求

除基建外，去年至今新疆地区房地产市场表现亮眼。2018 年 6 月，乌鲁木齐市前后召开两次房地产项目投资工作推进会，并取得了一定成效，推动房地产走出低迷状态。通过加大拿地力度，全区房地产开发投资增速降幅逐渐收窄，并在去年中期由负转正，延续至年底。今年 1-4 月，新疆房地产开发投资增速实现 9.8%，较全国平均水平高 13.1 个百分点，其中住宅投资增速实现 27.2%。

在投资端的拉动下，新疆地区商品房销售情况自 2018 年下半年后复苏，销售面积增速自底部-17.5%持续回升，去年末实现 18.73% 的高位水平。今年年初受疫情影响，增速出现较明显回落，但目前已经得到明显修复，1-4 月实现累计增速-16%，较全国水平高 3.3 个百分点。在销售持续好转的背景下，新疆房屋新开工面积 2019 年表现良好，2019 年全年增长 8.5%，今年 1-4 月实现同比增速 5%，大幅高于全国水平 23.4 个百分点。施工方面，去年以来同样呈现逐步向好趋势，去年全年实现增速 12.1%，今年在疫情影响下，1-4 月同比增长-2.8%；竣工端复苏进度相对滞后，今年前四个月同比下降 3.6%，但仍优于全国情况 10.9 个百分点。

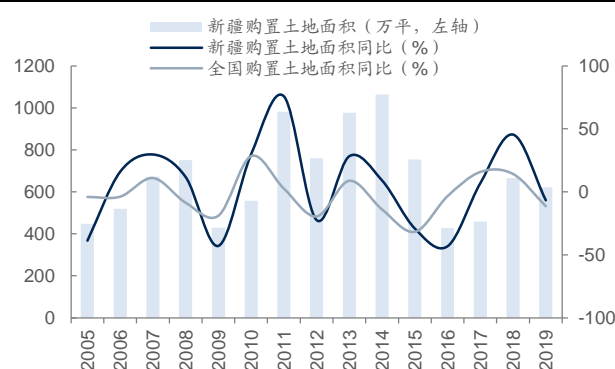
我们预计，受益于区域投资端超预期的增长势头，以及过去两年的土地购置情况，今年新疆区域的房地产销售和开工、施工情况将有望良好趋势。尽管房地产在新疆区域中的投资端占比仅 12% 左右，超预期的地产市场表现仍将对产业链需求产生一定的拉动作用。

图 42: 新疆房地产开发投资与全国情况对比



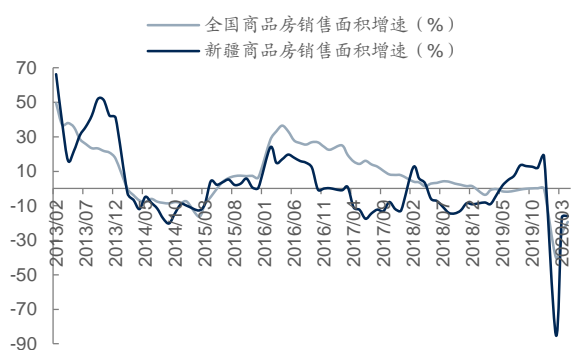
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 43: 新疆购置土地面积与全国情况对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 44: 新疆商品房销售面积增速与全国情况



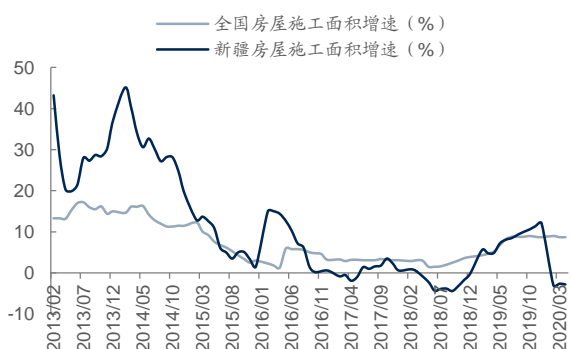
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 45: 新疆房屋新开工面积增速与全国情况



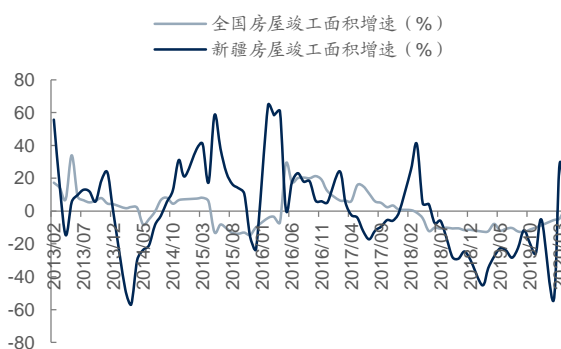
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 46: 新疆房屋施工面积增速与全国情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 47: 新疆房屋竣工面积增速与全国情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国家级战略聚集，中长期区域建设动力足

新疆，面积 166 万平方公里，占我国国土面积的 1/6，地处我国西北部，同时也是亚欧大陆的中心，与俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、蒙古等八国接壤，陆地边境线长达 5600 多公里，是我国毗邻国家最多的省区，在历史上是古丝绸之路的重要通道，现在是亚欧第二大陆桥的必经之地，其战

略位置十分重要。随着“西部大开发”、“一带一路”、“西部陆海新通道”等国家级战略推进，有望对区域中长期建设和发展起到持续的拉动作用。下文将对三大国家战略进行简要分析：

（1）西部大开发

1999年，中共十五届四中全会正式提出，把加快开发西部地区作为党和国家的一项重大战略任务；2000年1月，国务院成立西部地区开发领导小组，并于3月正式开始运作；2001年3月，九届全国人大四次会议对实施西部大开发战略再次进行了具体部署，按50年划分为奠定基础、加速发展和全面推进现代化三个阶段。从战略实施至今20年中，国家多次出台相关的政策和规划，领导人屡次亲临西部地区，深入考察、指导工作。

表 5：西部大开发推进及相关政策

时间	文件/会议	机构/领导	主要内容
1999年9月	《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	中共十五届四中全会	明确提出“国家要实施西部大开发战略”
2000年1月	西部地区开发会议	国务院西部地区开发领导小组	研究加快西部地区发展的基本思路和战略任务，部署实施西部大开发的重点工作；
2004年3月	《国务院关于进一步推进西部大开发的若干意见》	国务院	扎实推进生态建设和环境保护，实现生态改善和农民增收；继续加快基础设施重点工程建设，为西部地区加快发展打好基础；进一步加强农业和农村基础设施建设，加快改善农民生产生活条件；拓宽资金渠道，为西部大开发提供资金保障
2006年12月	《西部大开发“十一五”规划》	发展改革委	努力实现西部地区经济又好又快发展，人民生活水平持续稳定提高，基础设施和生态环境建设取得新突破，重点区域和重点产业的发展达到新水平；
2009年10月	《09年西部大开发新开工18项重点工程》	发展改革委	为深入推进西部大开发，积极扩大内需，促进西部地区平稳较快发展，国家计划2009年西部大开发新开工18项重点工程，投资总规模为4689亿元；
2011年5月	《深入实施西部大开发战略公路水路交通运输发展规划纲要（2011-2020年）》	交通运输部	到2020年，西部地区公路水路基础设施将更加完善，运输服务水平将显著提升，交通科技现代化水平将大幅提高，“两型”交通建设取得明显成效，交通安全和应急保障能力将进一步增强，建成连通内外、通江达海的公路水路干线网络，形成联结城乡、覆盖村镇的运输服务体系，公路水路交通运输发展将能够适应经济社会发展的需要；
2012年2月	《西部大开发“十二五”规划》	发展改革委	明确指出“十二五”时期，是深化改革开放和加快转变经济发展方式的攻坚时期，是深入实施西部大开发战略和全面建设小康社会的关键时期，必须深刻认识并准确把握国内外形势新变化新特点，紧紧抓住和用好重要战略机遇期，推动西部大开发再上一个新台阶；
2013年10月	《国务院关于深入实施西部大开发战略情况的报告》	国务院	进一步完善落实西部大开发政策；抓紧启动实施一批基础设施等重大项目，重点基础设施建设将更多向西部地区倾斜；加强生态文明建设；积极引导产业转移和扶持发展特色产业；努力提高基本公共服务水平；全面提升西部地区对内对外开放水平；
2016年12月	《西部大开发“十三五”规划》	发展改革委	基础设施进一步完善；建成现代化交通网络和比较发达的城乡支干交通网络；民航、水运、通信、环保、管网等设施保障能力全面提升；水利基础设施明显加强，工程性缺水问题得到缓解；
2017年4月	《2017年深入推进西部大开发工作要点》	发展改革委	从全面深化改革开放、推动基础设施建设取得新成效、努力迈入产业发展新阶段、切实巩固生态建设新成果、推进城乡统筹协调发展、加快提高基本公共服务供给水平、强化组织保障和政策支持等七个方面提出了27项重点工作；
2020年5月	《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	中共中央、国务院、发展改革委	强化基础设施规划建设；提高基础设施通达度、通畅性和均等化水平，推动绿色集约发展；加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设，拓展区域开发轴线；强化资源能源开发地干线通道规划建设；加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西（宁）成（都）铁路等重大工程规划建设；注重高速铁路和普通铁路协同发展，继续开好多站点、低票价的“慢火车”；打通断头路、瓶颈路，加强出海、扶贫通道和旅游交通基础设施建设；加强综合客运枢纽、货运枢纽（物流园区）建设；

资料来源：发改委等政府网站、国信证券经济研究所整理

加大新疆地区开发又具备有重要的经济和政治意义。新疆土地面积大，经济较全国其他省区相对欠发达，属于西部待开发的重点区域，加大新疆开发力度有助于促进全国区域经济协调发展，缩小地区发展差异。另外，新疆属于多民族聚居的边境省份，加快新疆地区发展具备重大的政治意义，一方面，通过开发促进民族地区经济文化发展和社会进步，增强民族凝聚力，保持社会政治稳定和边防巩固，另一方面，作为亚欧第二大陆桥我国西部的桥头堡，新疆地区的开发可以充分发挥地理位置优势，参与国际分工和开拓国际市场，提升国际形象和地位。按照西部大开发50年规划路径，预计中长期内将对新疆地区的发展起到持续的拉动作用。

图 48: 中国西部地区示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 49: 新疆位于亚欧第二大陆桥我国西部桥头堡位置



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

(3) 一带一路

新疆处于“一带一路”上的关键位置。2013 年 9 月, 习近平总书记出访哈萨克斯坦发表《弘扬人民友谊 共创美好未来》的演讲, 提出共同建设“丝绸之路经济带”, 10 月出访印尼时提出“21 世纪海上丝绸之路”, 两者共同形成“一带一路”顶层框架。“丝绸之路经济带”整体分为三大走向, 北中南三条通道在新疆汇集, 新疆段在其布局上将以三条通道为发展主轴, 辐射周边, 形成全境通过全面覆盖全线连通的开放新格局, 并成为“丝绸之路经济带”中的重要一环。

图 50: “一带一路”整体示意图



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 51: “丝绸之路经济带”北中南三条通道在新疆汇集



资料来源: CHINAGOABROAD、国信证券经济研究所整理

“一带一路”建设不断推进, 新疆核心区地位得到凸显。2014 年 9 月, 新疆审议通过《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设的实施意见》和《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设行动计划(2014-2020 年)》, 其中新疆被正式定为“丝绸之路经济带核心区”, 并提出其建设规划近期、中期(5-10 年)以及远期目标(10-20 年)。今年 4 月, 新疆推进实施“一带一路”建设领导小组办公室印发《2020 年自治区推进丝绸之路经济带核心区建设工作要点》, 对全年工作进行安排部署, 包括加快推进乌鲁木齐国际陆港区建设、推动霍尔果斯、喀什经济开发区升级发展、全力推进包括交通枢纽中心等在内的“五大中心”建设等内容。目前, 中国与 168 个国家和国际组织签署了 200 份共建“一带一路”合作文件。

表 6：“一带一路”中“丝绸之路经济带核心区”的推进时间表

时间	主要内容
2013-9-7	习近平总书记出访哈萨克斯坦，首提共建丝绸之路经济带。
2013-9-18	新疆成立专门课题研究小组，以研究提出新疆在“一带一路”建设中路径方案。
2013-11-16	新疆八届六次全委（扩大）会议，新疆要打造丝绸之路经济带核心区，建设“五中心三基地一通道”。
2014-5-29	第二次中央新疆座谈会，明确表示要以通道建设为依托扩大新疆对内对外开放，把新疆建设成丝绸之路经济带核心区。
2014-9-4	新疆常委（扩大）会审议通过《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设的实施意见》和《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设行动计划（2014—2020 年）》，全面部署核心区建设。
2014-11-17	新疆人民政府成立推进丝绸之路经济带核心区建设工作小组。
2015-2-11	领导小组召开第一次会议专题研究《新疆关于贯彻落实国家<丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路建设战略规划>，加快推进新疆丝绸之路经济带核心区建设的实施方案》和《2015 年新疆丝绸之路经济带核心区建设工作要点》，对 2015 年推进核心区建设进行安排部署。
2015-3-28	经国务院授权，国家发改委等三部委联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路愿景与行动》，明确新疆丝绸之路经济带核心区的定位。
2017-11-1	出台《贯彻落实习近平总书记重要讲话精神加快推进丝绸之路经济带核心区建设的意见》《关于推进丝绸之路经济带创新驱动发展试验区建设的若干政策意见》
2017-10-13	新疆自治区推进丝绸之路经济带核心区建设工作领导小组办公室印发《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设的实施意见》
2019-1-14	新疆政府工作报告提出，要抓好丝绸之路经济带核心区建设。坚持“走出去”和“引进来”相结合，着力推进“一港”“两区”“五大中心”“口岸经济带”建设，加快对内对外开放。
2020-4-23	新疆推进实施“一带一路”建设领导小组印发《2020 年自治区推进丝绸之路经济带核心区建设工作要点》

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

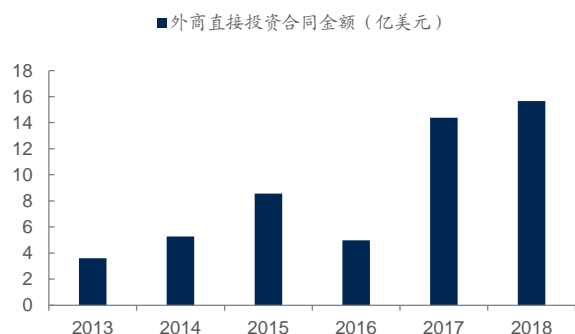
表 7：《推进新疆丝绸之路经济带核心区建设行动计划（2014-2020 年）》的行动目标

近期目标	5 年内，编制完成“五大中心”专项规划，明确核心区建设思路和重点任务；启动医疗服务中心、交通枢纽中心、商贸物流中心和文化科教中心建设。
中期目标	基本建成中巴经济走廊；基本畅通通往印度洋大通道，形成与周边国家运输体系；拓展与南亚、西亚和东欧等国贸易合作，推进区域贸易投资自由化和便利化；基本建成区域国际金融中心，扩大人民币结算规模、范围；初步完成国家重要能源基地、能源资源大通道和十大进出口产业集聚区建设。
远期目标	全面建成三通道、三基地、五大中心和十大进出口产业集聚区，区域合作向纵深发展，全面建成安全高效的现代综合交通网络。

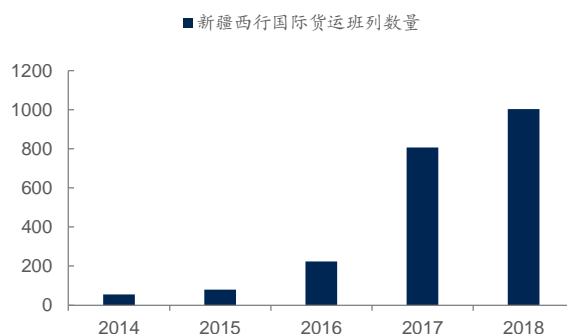
资料来源：新疆政府、国信证券经济研究所整理

配合“一带一路”的全面部署建设，以及政策的不断推进，新疆作为“丝绸之路经济带”的核心区，已经取得了较明显的成果。2018 年，新疆外商直接投资合同金额达到 15.65 亿美元，较 2013 年增长 3.3 倍，新疆西行国际货运班列熟料达到 1002 次，较 2014 年增长 14 倍。

核心区建设推进下，交通基础设施先行。2014 年中国-亚欧博览会上，国务院副总理汪洋在开幕致辞中说到，“丝绸之路首先是贸易之路”，新疆作为“丝绸之路经济带”上的交通枢纽中心，基础设施互联互通对于推进沿线各国之间的商贸交流具有重要作用。2019 年 12 月，新疆入选我国首批交通强国建设试点地区，表示将进一步提升“一带一路”交通枢纽中心互联互通水平，促进向西开放。目前，核心区建设仍然不断推进，区交通运输厅正在编制《新疆维吾尔自治区综合立体交通网规划（2021-2050 年）》、《自治区交通运输“十四五”发展规划》等重点规划，区域交通建设有望迎来新的契机。

图 52：2013-2018 年新疆外商直接投资情况


资料来源：中国一带一路网、国信证券经济研究所整理

图 53：2014-2018 年新疆西行国际货运班列数量


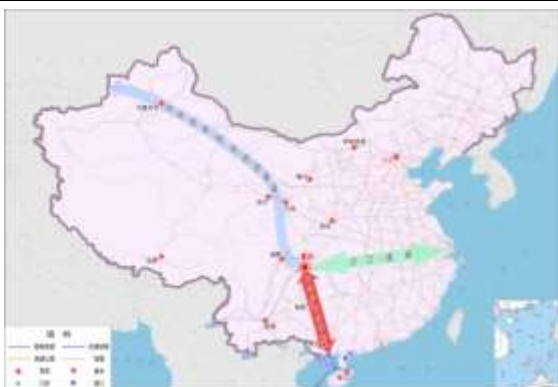
资料来源：中国一带一路网、国信证券经济研究所整理

（3）西部陆海新通道

2019年8月15日,《西部陆海新通道总体规划》正式发布,西部陆海新通道位于我国西部地区腹地,北接丝绸之路经济带,南连21世纪海上丝绸之路,协同衔接长江经济带,在区域协调发展格局中具有重要战略地位。规划要求进一步强化西部地区交通基础设施建设,扩大既有通道能力,发挥铁路运输的骨干作用和港口在海上运输中的门户作用,提升物流发展质量和效率,推进西部大开发形成新格局战略通道。

新疆主要从三个方面推进西部陆海新通道的建设:一是以商贸物流建设为中心,推动核心区建设,把核心区建设和西部陆海新通道对接起来,加强“丝绸之路经济带”与西部陆海新通道的综合运输通道衔接;二是围绕新疆内部交通快起来的目标,加快公路、铁路、国际枢纽的建设,提升运输能力,使新疆的陆港优势发挥出来;三是进一步创新完善“一带一路”沿线国家的沟通合作机制,进一步加强新疆与内地及国际之间的经贸合作。

图 54: 西部陆海新通道空间布局示意图(全国)



资料来源:发改委、国信证券经济研究所整理

图 55: “一带一路”西部陆海新通道海铁联运示意图



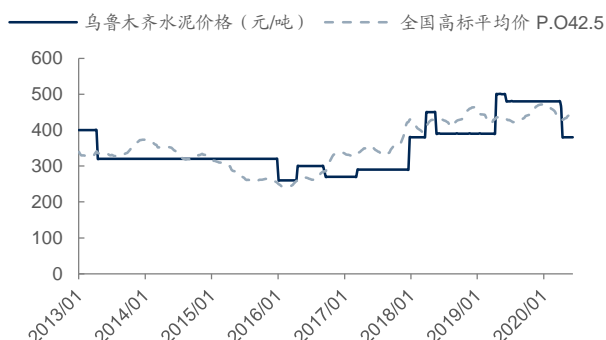
资料来源:四川日报、国信证券经济研究所整理

高景气有望持续,维持“买入”评级

疫情影响较小,行业运行良好

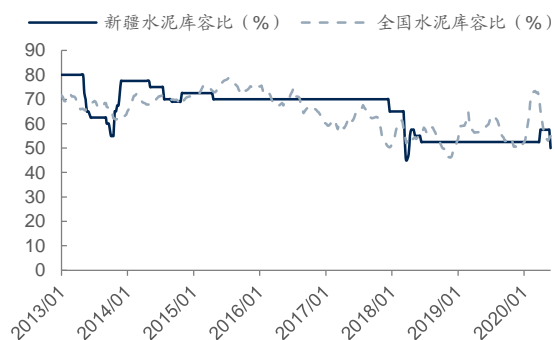
今年一季度,新疆地区由于疫情影响较小,本身错峰生产时间长,开工时间晚,水泥行业运行并未受到明显冲击。随着3月份以来,区域内各地陆续结束错峰生产和下游复工复产,区域需求在基建和房地产的共同推动下,水泥行业运行保持稳定。6月份,经过多方协商,区域内电石渣熟料置换事项及博尔塔拉博乐方向产销过剩导致低价竞争问题达成统一解决已经,公司上调42.5级水泥出厂价格100元/吨,价格恢复至前期高位,其余企业预计在本周跟进,目前新疆地区水泥库容比已经下降至50%的低位水平,平均出货率约40%,较去年同期提高17.5个百分点。

图 56: 新疆地区水泥价格



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 57: 新疆地区水泥库容比



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

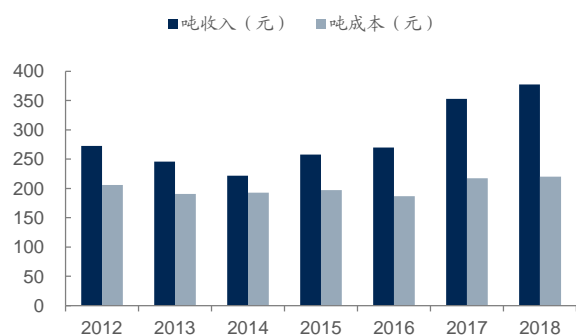
经营改善显著, 未来存在整合预期, 维持“买入”评级

如上文所述, 受益于区域供给格局改善, 产能过剩矛盾得到一定缓解, 水泥价格中枢持续上升, 盈利水平不断提高, 并实现历史高位, 行业运行改善下促进公司经营向好。此外, 公司积极加应对原煤、运费等价格上涨, 专业化精耕细作, 控制成本上升, 通过“三精管理”, 强化内部管理。2019 年, 公司实现吨收入 377 元, 同比提高 24 元, 吨成本 220 元, 同比增加 2.8 元; 单位水泥熟料的毛利实现 157 元/吨, 较去年提高 22 元/吨; 吨费用自 2015 年后持续保持下降趋势, 2019 年实现 41 元, 同比降低 5.6 元。

从行业内可比公司情况来看, 公司目前盈利水平仅次于海螺水泥, 费用管控能力处于行业中游水平, 吨成本处于行业较高水平, 主要由于原材料和折旧占比较高, 但整体成本保持相对平稳, 考虑到未来需求带来的产能利用率提升和销量增长, 成本水平具备一定的下降空间。

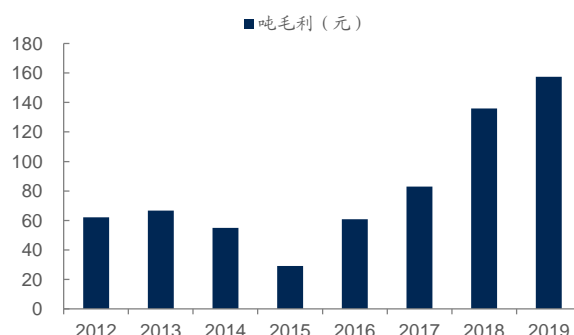
总体来看, 新疆地区供给格局改善明显, 需求方面具备多方面的有力支撑, 江苏地区属于传统水泥需求大省, 行业运行稳定。在较高景气度的行业运行背景下, 公司经营状况持续改善并有望延续, 近年来公司分红保持稳定, 未来建材旗下西北水泥存在整合预期, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 20.27/23.84/26.37 亿元, 同比增速 23.9%/17.6%/10.7%, 对应的 PE 分别为 7.2/6.1/5.5x, 维持“买入”评级。

图 58: 公司 2012-2018 年吨收入和吨成本情况



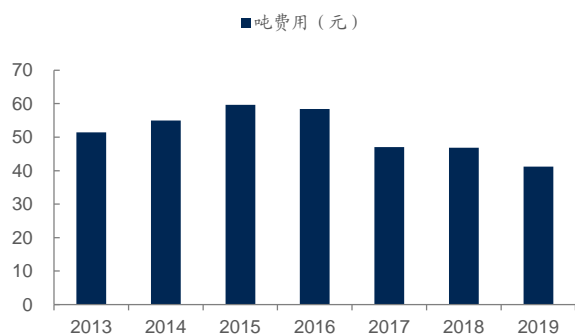
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 公司 2012-2018 年吨毛利情况



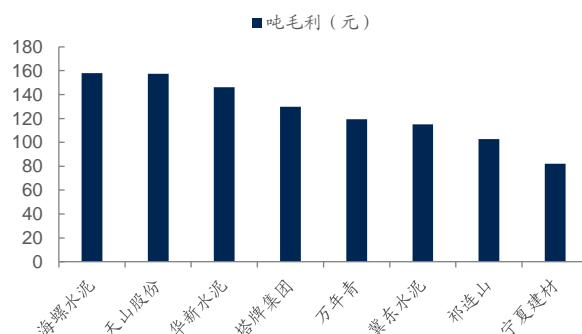
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 60: 公司 2015 年后吨费用持续降低



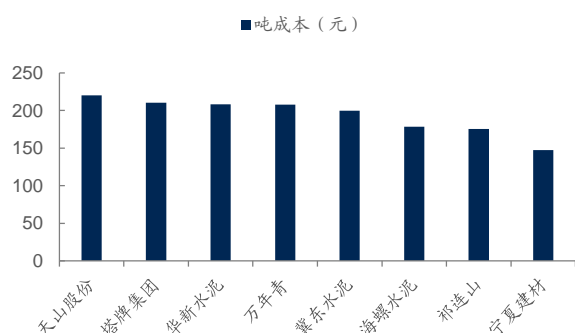
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 2019 年公司吨毛利处于行业靠前水平



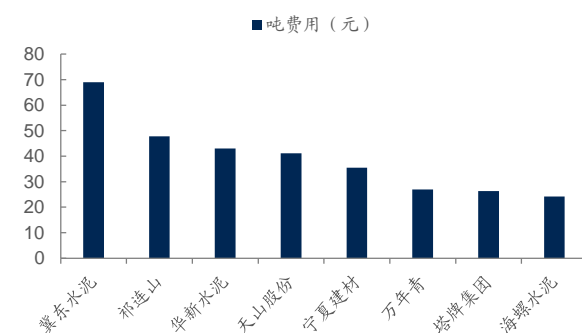
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 2019 年公司吨成本处于行业较高水平



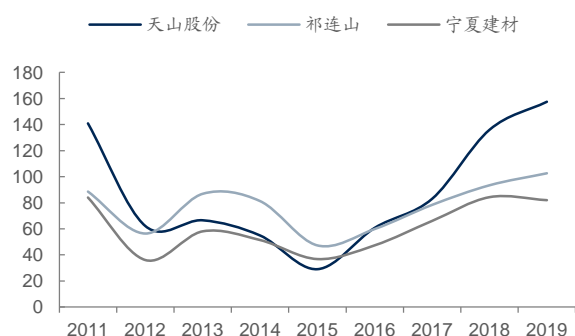
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 2019 年公司吨费用处于行业中游水平



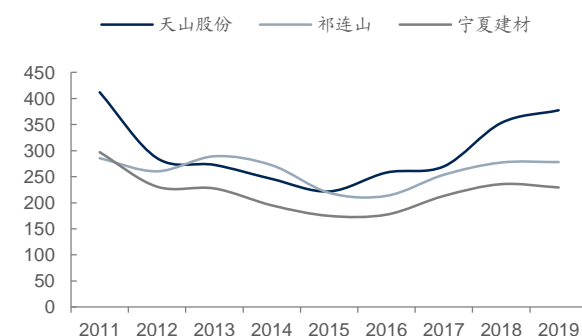
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (不包括研发)

图 64: 西北三家水泥企业吨价格情况比较 (元/吨)

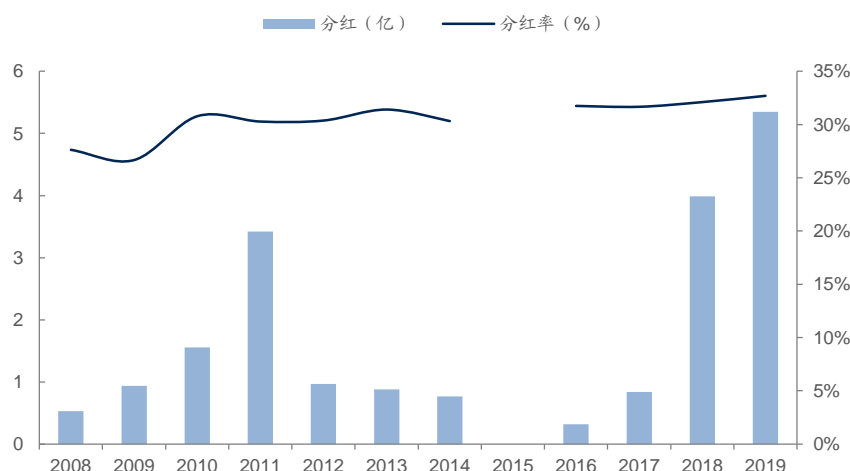


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 65: 西北三家水泥企业吨毛利情况比较 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (不包括研发)

图 66：公司历史分红率保持稳定


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2015 年因亏损未分红)

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法估算公司的合理价值区间。

绝对估值：22.70-24.54 元

公司作为新疆水泥龙头，拥有熟料产能 2800 万吨，水泥产能 3866 万吨，区域熟料产能占比达 33%，生产基地覆盖新疆全区以及江苏南京、常州和无锡，其中新疆地区在经过错峰生产、取消 32.5 等级水泥、电石渣水泥企业错峰置换等一系列供给侧改革措施推行下，产能过剩情况得到有效缓解，格局明显改善，同时区域内需求在基建和房地产支撑下保持良好势头；江苏地区属于传统水泥需求大省，行业运行稳定。近期来看，在政府支持下，新建基建项目全面复工，房地产表现超预期，同时，区域内电石渣熟料置换事项及博尔塔拉博乐方向产销过剩导致低价竞争问题达成统一解决已经，价格回升 100 元/吨至高位水平，库存下行并低于全国平均，出货率同比大幅提高，预计行业高景气仍有望延续。

综合考虑行业运行情况和公司未来自身改善，我们预计公司 2020-2022 年收入增速将分别达到 11.2%、8.1%和 4.7%。我们对公司业务做出如下假设和预测：

表 8：公司盈利预测假设条件 (%)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	41.56%	12.03%	22.14%	11.20%	8.10%	4.70%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
营业成本/营业收入	71.00%	63.82%	63.40%	60.53%	58.39%	57.10%	57.10%	57.10%	57.10%	57.10%
管理费用/营业收入	6.74%	5.64%	5.12%	5.10%	5.09%	4.89%	4.89%	4.89%	4.89%	4.89%
销售费用/销售收入	4.18%	3.43%	3.38%	3.11%	3.02%	2.95%	2.95%	2.95%	2.95%	2.95%
营业税及附加/营业收入	1.54%	1.91%	1.59%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税税率	24.00%	25.54%	21.42%	23.00%	22.21%	22.60%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	23.00%
无风险利率	3.50%	Ka	11.87%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价（元）	13.59	Ke	12.93%
发行在外股数（百万）	1049	E/(D+E)	85.83%
股票市值(E, 百万元)	14252	D/(D+E)	14.17%
债务总额(D, 百万元)	2354	WACC	11.76%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	0.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用权益 FCFF 和 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 22.70-24.54 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 10 和表 11 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 10：绝对估值 FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		24.54	10.8%	11.3%	11.76%	12.3%
永续 增 长 率 变 化	1.5%	29.16	27.54	26.08	24.76	23.55
	1.0%	28.42	26.90	25.52	24.27	23.12
	0.5%	27.75	26.31	25.01	23.82	22.72
	0.0%	27.14	25.78	24.54	23.40	22.36
	-0.5%	26.58	25.29	24.11	23.02	22.02
	-1.0%	26.07	24.84	23.71	22.67	21.70
	-1.5%	25.61	24.43	23.35	22.34	21.41

资料来源：国信证券经济研究所分析

表 11：绝对估值 FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		22.70	11.9%	12.4%	12.93%	13.4%
永续 增 长 率 变 化	1.5%	26.31	25.03	23.86	22.79	21.81
	1.0%	25.77	24.55	23.44	22.42	21.48
	0.5%	25.27	24.12	23.06	22.08	21.18
	0.0%	24.82	23.72	22.70	21.77	20.90
	-0.5%	24.41	23.35	22.38	21.48	20.64
	-1.0%	24.02	23.01	22.07	21.20	20.39
	-1.5%	23.67	22.69	21.79	20.95	20.17

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：16.90-19.88 元

我们选取水泥行业龙头公司做比较，采用 PB 法和 PE 法估值。（1）综合比较各公司的当前 PB 值以及业绩增速，我们认为给予公司 1.7-2 倍 PB 是合理的，2020 年的合理价格区间为 16.90-19.88 元。（2）根据我们的盈利预测，我们预计公司 2021 年的 PE 为 6.1 倍，考虑到公司所在新疆地区基建和房地产建设目前均强于全国其他区域，多个中长期国家战略规划持续推进，需求端增长有望保持持续性，同时，公司本身经营仍有一定改善空间，未来中建材旗下西北水泥具备整合预期，我们认为在行业平均估值水平的基础上给予 15%-25% 的估值溢价是合理的，即对应合理 PE 估值区间为 7.8-8.5 倍。我们预计 2020-2022

年公司归母净利润分别为 20.27/23.84/26.37 亿元，同比增速 23.9%/17.6%/10.7%，对应的 PE 分别为 7.2/6.1/5.5x，对应 2020 年合理价格区间为 17.73-19.27 元。

结合 PB 法和 PE 法，公司 2019 年的合理价格区间为 16.90-19.88 元。

表 12：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (6月15日)	市值(亿)	EPS (元)			PE			PB (LF)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000877.SZ	天山股份	13.86	145.35	1.56	1.93	2.27	8.88	7.18	6.11	1.60
非金属建材行业同类公司：										
600585.SH	海螺水泥	55.60	2851.59	6.34	6.69	6.93	8.77	8.31	8.02	2.07
600720.SH	祁连山	16.65	129.25	1.59	2.07	2.26	10.47	8.04	8.04	1.75
600449.SH	宁夏建材	12.25	58.58	1.61	2.23	2.51	7.61	5.50	5.50	0.99
600801.SH	华新水泥	23.71	415.37	3.03	3.07	3.35	7.83	7.72	7.09	2.31
000401.SZ	冀东水泥	16.95	228.41	1.85	2.52	2.86	9.15	6.73	5.93	1.59
000789.SZ	万年青	12.87	102.62	1.72	1.99	2.12	7.50	6.46	6.08	2.16
002233.SZ	塔牌集团	11.90	141.88	1.46	1.74	1.87	8.17	6.84	6.84	1.28
均值							8.50	7.08	6.79	1.74

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述两种估值方法，我们认为公司股票价值在 16.90-24.54 元之间，相对于公司目前股价有 21.92-77.06%的溢价空间。

2015 年以来，在供给侧改革实施下，新疆地区供给格局改善明显，产能过剩问题得到一定缓解，产能利用率逐步提高。今年春节以来，受疫情影响，全国经济面临短期冲击，国家加大基建补短板投资力度。新疆本身受疫情影响较小，在政府支持下，区域加大基建项目投入，同时房地产市场表现超预期，拉动区域水泥需求。公司是新疆地区水泥龙头企业，区域产能占比第一，受益于区域格局优化，公司经营得到明显改善，未来中建材旗下西北地区水泥企业存在整合预期，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 20.27/23.84/26.37 亿元，同比增速 23.9%/17.6%/10.7%，对应的 PE 分别为 7.2/6.1/5.5x，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 16.90-24.54 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、股票风险溢价 9%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了行业龙头公司的估值作为参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高或行业龙头公司估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、公司核心销售区域为新疆，基于我们对水泥板块的供求判断及区域供求关系的分析，假设华北区域水泥价格整体保持上涨态势，但是区域水泥价格受到市场供给和需求的共同作用，若区域错峰生产或电石渣水泥企业错峰置换再次协商破裂，秩序出现超预期放松，可能导致水泥价格出现下降。
- 2、我们假设公司 2020/2021/2022 年水泥和熟料销量增速分别为 20%/8%/2%，但是区域需求可能受到资金、政策等相关宏观调控措施影响，导致重大项目推进不及预期，可能存在未来销量增速低于预期的风险。
- 3、疫情可能存在反复风险，新疆地区接壤八国，若存在境外输入病例，可能导致区域项目建设放缓，存在业绩增长不及预期的风险。

其他不可控风险

宏观政策、宏观需求、资金来源等不可控风险

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	689	1289	1319	1524	营业收入	9688	10773	11646	12193
应收款项	595	1595	1220	1541	营业成本	6143	6521	6800	6962
存货净额	351	449	439	466	营业税金及附加	154	172	186	195
其他流动资产	1249	754	1158	1033	销售费用	328	335	352	360
流动资产合计	3036	4238	4288	4715	管理费用	533	576	620	623
固定资产	11060	10502	9933	9402	财务费用	196	78	58	36
无形资产及其他	674	647	620	593	投资收益	6	10	0	0
投资性房地产	397	397	397	397	资产减值及公允价值变动	(219)	(200)	(250)	(250)
长期股权投资	111	157	190	229	其他收入	275	0	0	0
资产总计	15278	15942	15428	15338	营业利润	2397	2900	3380	3767
短期借款及交易性金融负债	1202	1000	500	0	营业外净收支	(70)	50	50	50
应付款项	1140	1465	1429	1517	利润总额	2327	2950	3430	3817
其他流动负债	1059	1446	1373	1478	所得税费用	498	678	762	863
流动负债合计	3401	3911	3303	2996	少数股东损益	193	245	285	317
长期借款及应付债券	1354	1354	1354	1354	归属于母公司净利润	1636	2027	2384	2637
其他长期负债	385	108	(302)	(646)					
长期负债合计	1739	1462	1051	707	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5140	5373	4354	3703		2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	491	538	592	652	净利润	1636	2027	2384	2637
股东权益	9647	10031	10483	10983	资产减值准备	45	(10)	(12)	(12)
负债和股东权益总计	15278	15942	15428	15338	折旧摊销	831	595	608	620
					公允价值变动损失	(285)	200	250	250
					财务费用	196	78	58	36
					营运资本变动	(348)	(178)	(550)	(386)
					其它	79	56	66	72
					经营活动现金流	1958	2690	2745	3181
					资本开支	(270)	(200)	(250)	(300)
					其它投资现金流	(152)	0	0	0
					投资活动现金流	(441)	(246)	(283)	(339)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	842	0	0	0
					支付股利、利息	(583)	(1642)	(1932)	(2138)
					其它融资现金流	(2793)	(202)	(500)	(500)
					融资活动现金流	(2274)	(1845)	(2432)	(2638)
					现金净变动	(756)	600	31	205
					货币资金的期初余额	1445	689	1289	1319
					货币资金的期末余额	689	1289	1319	1524
					企业自由现金流	2202	2657	2677	3071
					权益自由现金流	252	2395	2132	2543

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032