

2020 年 05 月 21 日

水泥

水泥深度报告之二：新疆水泥景气回升，基建持续加码可期

■西部大开发进入深化阶段，基础设施建设是重要任务之一，新疆基建投资增速有望进入快车道：近日，国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，明确近、中期西部大开发目标，高铁、普铁、公路、机场等基础设施建设将是西部大开发的重点任务，西部大开发战略进入深化阶段。新疆作为丝绸之路经济带三大通道交汇点，在基建投资领域尤其是交通领域的投资力度有望持续加强。受疫情影响，政府已出台系列措施提振国内经济，加大基础设施投资。截至 3 月底，新疆已安排重点项目 390 个，总投资 1.7 万亿元，2020 年计划完成投资 2600 亿元以上。截至 5 月 6 日，新疆重点项目开工率 87%，开工进度强于预期，项目储备力度也在不断加强。在新一轮政策刺激下，西部地区重点投资项目落地速度有望加快，新疆落地的重点项目也有望在前期发布的重点项目规划的基础上，进一步加码。

■受益于供给侧改革，新疆水泥盈利底部回升：新疆水泥供需格局较好，受外来冲击较小，天山股份和青松建化合计市占率为 51%，集中度高。在水泥供给侧改革的背景下，新疆积极落实错峰停产、全面取消 32.5 等级水泥及推动异地产能置换等系列政策，进一步优化水泥供需格局。随着供给侧改革和环保限产不断深化，2019 年新疆水泥产销率提升至 102%，季节性特征明显平抑。2015 年至今，新疆无新投产熟料生产线，目前仅改扩建项目。2019 年新疆熟料产能利用率约 77%（剔除错峰生产影响），水泥价格底部回升可期，水泥企业盈利有望持续改善。

■新疆水泥需求高度依赖基建投资，2020 年新疆固定资产投资呈高增态势，有效拉动水泥需求。根据新疆统计局数据，2019 年基建和房地产开发投资额分别占城镇固定资产投资额的 45% 和 10% 左右，水泥需求主要取决于固定资产投资规模。随着新疆维稳工作顺利推进，防疫工作扎实，加之受益于西部大开发和一带一路战略实施，新疆有望逐步释放红利。根据各省公共资源交易网站披露的工程中标数据，受疫情影响，2020 年前 4 个月，全国累计中标项目金额显著下滑，但新疆中标金额增速位居前列，呈现高增态势。近期新疆地区钢材价格领涨全国，也从侧面体现了新疆投资加码力度远高于全国平均水平，固定资产投资呈现高增态势。展望 2020 年，新疆基建加码确定性强，融资环境趋于宽松，重点项目落地速度有望加快，有效拉动水泥需求。

■新疆水泥景气向上，看好水泥旺季行情，推荐天山股份和青松建化。在基建投资加码的刺激下，新疆水泥需求大幅回升，库存逐步降至合理水平。近期阿克苏地区已启动第一轮涨价，幅度为 40-50 元/吨。根据数字水泥网数据，截至 5 月 15 日，新疆乌鲁木齐和阿克苏水泥出货

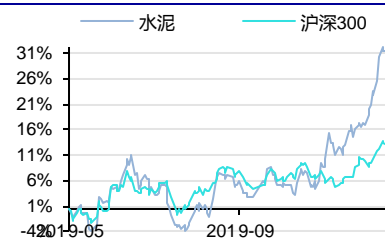
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.75	-7.98	-26.01
绝对收益	-2.41	-13.14	-18.69

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

马丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040001
mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

水泥行业深度分析 2020-04-19

率分别为 27%和 35%，去年同期为 20%和 25%，发货率显著好于去年同期。新疆地区水泥旺季持续时间长，看好旺季水泥量价齐升行情。在供给侧改革和环保限产等因素影响下，新疆水泥企业盈利向好，或迎 ROE、PB 戴维斯双击。重点推荐受益于两材重组、区域协同效应显现的【天山股份】和业绩高弹性标的【青松建化】。

■**风险提示：**新冠疫情不确定性、基建投资和房地产投资不及预期、环保政策出台不及预期。

内容目录

1. 基建是西部大开发的重要主线	6
1.1. 西部大开发战略进入深化阶段	6
1.2. “一带一路”战略助力西部大开发	7
1.3. 西部大开发战略取得显著成效	7
1.4. 西部大开发有望进入快车道	9
2. 新疆水泥行业竞争格局	10
2.1. 新疆地理环境特殊，水泥受外来冲击小	10
2.2. 天山股份和青松建化寡头垄断，集中度高	11
2.3. 新疆积极推动供给侧改革	12
2.3.1. 实施错峰停产 5-7 个月	12
2.3.2. 全面取消 32.5 等级水泥	12
2.3.3. 积极推动异地产能置换	12
2.4. 电石渣熟料与传统水泥熟料置换	13
2.4.1. 2017 年开始，新疆大范围推动熟料产能置换	13
2.4.2. 今年的低价电石渣问题有望在旺季得到缓解	14
2.5. 受益于供需格局改善，新疆水泥盈利底部回升	14
2.5.1. 剔除错峰生产因素，水泥产能利用率高达 77%	14
2.5.2. 受益于供给侧改革，水泥价格及盈利触底回升	14
3. 新疆水泥需求高度依赖基建投资，过去两年基数较低	16
3.1. 过去十年，新疆水泥产销量增速前高后低	16
3.2. 固定资产投资及房地产投资稳步增长	16
3.3. 2020 年及十四五期间新疆水泥需求预测	17
4. 新疆水泥复盘及投资策略	17
4.1. 受益于需求端大幅改善，2006-2011 年新疆水泥表现亮眼	17
4.2. 低估值、高分红，有望受益于资产整合的天山股份	19
4.2.1. 公司基本情况	19
4.2.2. 集团推进内部整合，公司有望受益	21
4.2.3. 盈利稳定高分红，配置价值凸显	22
4.3. 业绩底部，南疆市占率高的青松建化	23
4.3.1. 公司基本情况	23
4.3.2. 重点布局南疆地区，业绩弹性大	23
4.4. 投资建议与风险提示	25
4.4.1. 投资建议	25
4.4.2. 风险提示	26

图表目录

图 1: 新疆作为丝绸之路经济带核心区，区位优势显著	7
图 2: 丝绸之路经济带核心区的提出时间表	7
图 3: 2008-2019 年西部地区 GDP 占比稳步提升	8
图 4: 2010-2018 年西部地区 GDP 年均增速	8
图 5: 2011-2018 年全区公路总里程及增速	9
图 6: 全区路面状况基本情况（公里）	9
图 7: 2000-2018 年全区公路客运量及增速	9

图 8: 新疆“四纵四横”铁路骨架.....	9
图 9: 2018 年新疆公路等级结构图.....	9
图 10: 2018 年新疆公路行政等级结构图.....	9
图 11: 新疆地形“三山夹两盆”.....	10
图 12: 新疆主要交通运输线路图.....	10
图 13: 2019 新疆水泥熟料产能格局.....	11
图 14: 2015-2019 年新疆水泥龙头产量占比.....	11
图 15: 电石渣制水泥流程图.....	13
图 16: 新疆地区水泥产能利用率 (%)	14
图 17: 新疆乌鲁木齐水泥市场价 (元/吨)	15
图 18: 2018-2020 年新疆水泥发货率和库容比 (%)	15
图 19: 2019 年新疆分区域水泥价格 (元/吨)	15
图 20: 青松建化和天山股份连续两年利润总额高增长.....	15
图 21: 新疆水泥产销量及增速 (万吨, %)	16
图 22: 2014-2020 年新疆水泥月度产量 (万吨)	16
图 23: 2002-2019 年新疆及全国固定资产投资增速.....	16
图 24: 2002-2019 年新疆及全国房地产投资增速.....	16
图 25: 2005-2019 年新疆固定资产投资完成额对水泥需求的拉动系数.....	17
图 26: 天山股份、青松建化 ROE 及新疆水泥均价.....	18
图 27: 2003-2019 年天山股份、青松建化 PB 对比.....	18
图 28: 2016 年至今天山股份 PB 及 ROE.....	18
图 29: 2016 年至今青松建化 PB 及 ROE.....	18
图 30: 2006-2011 年天山股份和青松建化超额收益率.....	18
图 31: 公司股权结构.....	19
图 32: 公司营收情况 (亿元、%)	19
图 33: 公司扣非归母净利润情况 (亿元、%)	19
图 34: 公司各项业务营收占比.....	20
图 35: 公司主要业务毛利率.....	20
图 36: 2012-2019 天山股份成本费用率.....	20
图 37: 2012-2019 天山股份应收账款、总资产周转率.....	20
图 38: 中国建材旗下八大水泥企业.....	21
图 39: 中国建材与中材股份关于同业竞争问题历史梳理.....	22
图 40: 天山股份历年 ROE 和 ROIC (%)	22
图 41: 公司历年分红比例及对应静态股息率 (%)	22
图 42: 青松建化的股权结构 (截至 2020 年 3 月底)	23
图 43: 2014-2019 年青松建化产能、产量及产能利用率.....	23
图 44: 2014-2019 青松建化营业收入及增速.....	23
图 45: 2014-2019 年青松建化归母净利润及增速.....	23
图 46: 2014-2019 青松建化 ROE 及 ROA 变化.....	24
图 47: 2014-2019 年青松建化毛利率及净利率变化.....	24
图 48: 2015-2019 青松建化成本费用率.....	24
图 49: 2015-2019 年青松建化应收账款、总资产周转率.....	24
表 1: 西部大开发战略发展规划.....	6
表 2: 西部大开发主要政策.....	6

表 3: “十三五”期间, 新疆在西部大开发方面取得显著成效.....	8
表 4: 2020 年新疆重点建设项目	10
表 5: 2020 年新疆基建及相关政策.....	10
表 6: 2013-2020 年新疆水泥熟料投产项目	11
表 7: 2017-2020 年新疆水泥行业错峰计划	12
表 8: 2019-2020 年新疆实施异地产能置换项目 (截至 5 月 20 日)	13
表 9: 新疆水泥拉动系数和水泥产量预测值 (中性假设)	17
表 10: 2015-2019 天山股份吨指标对比	20
表 11: 天山股份共有 27 条熟料生产线 (剔除进入产能置换名单的项目)	21
表 12: 2015-2019 青松建化吨指标对比	24
表 13: 截至 2019 年底, 青松建化的熟料生产线.....	25
表 14: 主要水泥标的盈利预测 (截至 5 月 20 日)	26

1. 基建是西部大开发的重要主线

1.1. 西部大开发战略进入深化阶段

实施西部大开发战略，是关系社会稳定、民族团结和区域协调发展的重大举措。西部地区战略位置重要，资源丰富，市场潜力大。西部大开发的范围包括新疆、甘肃、青海、宁夏、西藏、内蒙古、陕西、四川、重庆、云南、贵州、广西等 12 个省市自治区。西部大开发的重点任务之一是加快基础设施建设。2000 年 1 月，国务院研究加快西部地区发展的基本思路 and 战略任务，部署西部大开发的重点工作。2001 年 3 月，《国家经济和社会发展十五计划纲要》对实施西部大开发战略再次进行具体部署。2002 年 2 月，国家计委、国务院西部开发办印发《“十五”西部开发总体规划的通知》。2017 年 1 月，国家发改委发布《西部大开发“十三五”规划》，这是第四个西部大开发五年规划。2020 年 5 月，国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，提出要进一步推进西部大开发，西部大开发战略进入深化阶段。

表 1：西部大开发战略发展规划

时间	阶段	主要内容
2001-2010	奠定基础阶段	调整结构，搞好基础设施、生态环境、科技教育建设，增速达全国平均水平
2011-2030	加速发展阶段	培育特色产业，实施经济产业化、市场化、生态化和专业区域布局的全面升级
2030-2050	现代化阶段	融入国内国际现代化经济体系，普遍提高西部人民的生产、生活水平

资料来源：政府网站，安信证券研究中心

国务院发文明确近、中期西部大开发目标。在国内宏观经济受疫情影响的背景下，政府已出台系列措施提振国内经济，加大基础设施投资。《指导意见》把西部大开发摆在重要位置，并着重强调加大西部基础设施建设力度。根据《指导意见》，高铁、普铁、公路、机场等交通类基础设施建设将是西部大开发的重点任务。在新一轮政策刺激下，西部地区重点投资项目落地速度有望加快，今年落地的重点项目也有望在一季度各地发布的投资规划基础上，进一步加码。

表 2：西部大开发主要政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2020 年 5 月	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	新时代要继续做好西部大开发工作，强化举措推进西部大开发形成新格局，推动西部 12 个省市自治区高质量发展。近期目标是，确保到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境明显改善，与全国一道全面建成小康社会
2019 年 8 月	国家发改委	西部陆海新通道总体规划	2025 年将基本建成西部陆海新通道
2019 年 3 月	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	推进西部大开发形成新格局，把生态环境保护放到重要位置，发挥共建“一带一路”的引领带动作用，加快建设内外通道和区域性枢纽，完善基础设施网络，提高对外开放和外向型经济发展水平
2017 年 4 月	国家发改委	2017 年深入推进西部大开发工作要点	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 27 项重点工作
2017 年 1 月	国务院	西部大开发“十三五”规划	依靠改革开放创新增强内生动力，结合本地实际，将《规划》确定的重大工程、重大项目、重大政策、重要改革任务与本地区经济社会发展“十三五”规划做好衔接，确保目标任务如期完成，努力开创西部发展新局面
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	一是进一步完善落实西部大开发政策，二是抓紧启动实施一批基础设施等重大项目，三是加强生态文明建设，四是积极引导产业转移和扶持发展特色优势产业，五是努力提高基本公共服务水平，六是全面提升西部地区对内对外开放水平
2012 年 2 月	国家发改委	西部大开发“十二五”规划	更加注重基础设施建设、生态建设和环境保护、社会事业发展、经济结构调整和自主创新、优化区域布局、体制机制创新
2010 年 6 月	国家工商总局	关于支持服务新疆跨越式发展和长治久安的若干意见	放宽条件支持设立企业集团，困难群体可将家庭住址作为创业经营场所

资料来源：政府网站，安信证券研究中心

1.2. “一带一路”战略助力西部大开发

“十二五”期间，中国政府正式提出“一带一路”战略。2013年9月，习近平主席提出共建丝绸之路经济带重大倡议，指出要加强道路联通，打通从太平洋到波罗的海的运输大通道，逐步形成连接东亚、西亚、南亚的交通运输网络。2013年10月，习近平主席提出共建21世纪海上丝绸之路重大倡议，将“一带一路”建设定位为世纪工程。新疆作为“丝绸之路经济带”三大通道交汇点，将着力打造成为丝绸之路经济带核心区和交通枢纽中心。2014年，中发（2014）5号文提出，要打造新疆丝绸之路经济带核心区，自治区也提出打造“丝绸之路经济带交通枢纽中心”的重大战略部署。

图1：新疆作为丝绸之路经济带核心区，区位优势显著



资料来源：政府网站，安信证券研究中心

“一带一路”为西部大开发创造新机遇。自实施西部大开发战略以来，中西部地区经济社会发展实现较大层次的跨越，但与东部地区相比，存在一定差距。借助“一带一路”倡议，将西部地区置于对外开放的前沿，将西部地区建成富有活力的沿边开放新经济带，为西部大开发战略注入更多资源和资本，有助于解决中国经济发展区域不平衡问题。大力实施“一带一路”倡议，有利于充分挖掘西部发展潜能，特别是发挥区位优势，提高自身发展水平，从而进一步推动经济结构调整步伐，转变发展方式，提高西部地区核心竞争力。

图2：丝绸之路经济带核心区的提出时间表

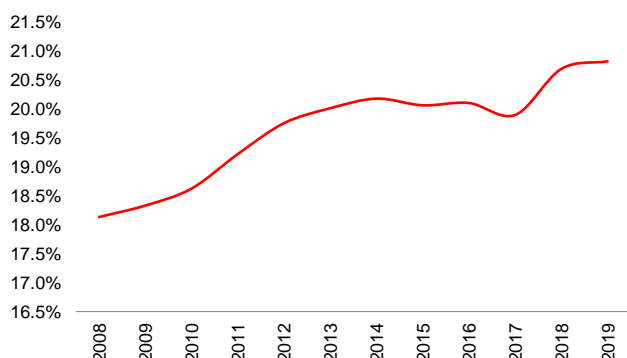
丝绸之路经济带核心区 提出时间表

2013年	2014年		2015年	2016年		2017年	2018年
9月7日	5月29日	9月4日	11月17日	4月21日	10月18日	11月8日	3月
习近平总书记出访哈萨克斯坦，首提共建丝绸之路经济带	第二次中央新疆工作座谈会，明确表示把新疆建设成丝绸之路经济带核心区	新疆常委（扩大）会，审议通过《实施意见》和《行动计划》，部署核心区建设	新疆人民政府成立推进丝绸之路经济带核心区建设工作领导小组	新华社发布“一带一路”规划，明确新疆丝绸之路经济带核心区定位	新疆联合科技部、中科院和深圳市共同启动“丝绸之路经济带创新驱动发展试验区”建设	自治区出台《意见》，明确了2017年至2020年28项重点工作任务	新疆试验区办公室出台《实施方案》，为“五地七园”的具体实施提供重要指导

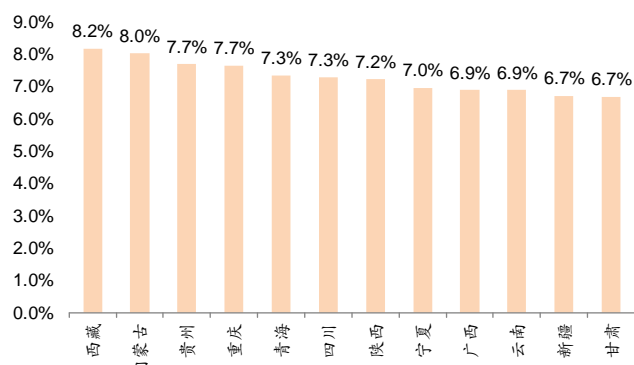
资料来源：政府网站，安信证券研究中心

1.3. 西部大开发战略取得显著成效

西部大开发战略实施20周年，成效显著。根据国家统计局数据，2008年至今，西部12个省市自治区GDP占全国的比重稳步提升，从2008年的18%增至2019年的21%。在年均GDP增速方面，2010-2018年间，12个地区的年均增速在6.7%-8.2%之间，增速较为显著。

图 3：2008-2019 年西部地区 GDP 占比稳步提升


资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 4：2010-2018 年西部地区 GDP 年均增速


资料来源：WIND，安信证券研究中心

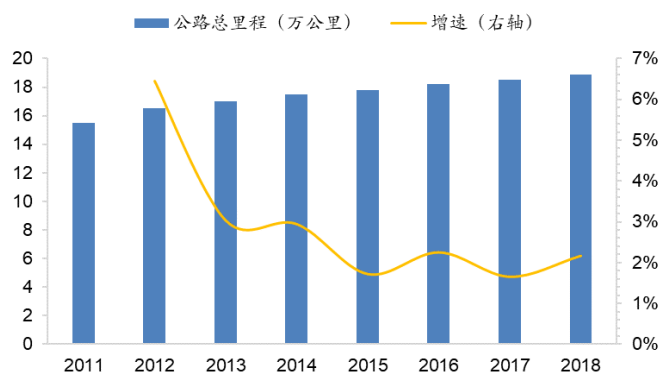
表 3：“十三五”期间，新疆在西部大开发方面取得显著成效

类别	具体分类	主要内容
水利建设	水利	引额济乌工程、叶尔羌河防洪工程、阿尔塔什水利枢纽工程、大石门水利枢纽工程、艾比湖流域生态环境保护等项目开工建设或建成，水资源保障经济社会可持续发展的能力日渐增强 2019 年，阿克肖、阿克加孜克等水库工程建成投入使用。大石峡、楼庄子等一批大中型水库工程加快建设。和硕县伯斯阿木水库、伽师县城乡饮水安全工程等项目开工建设。玉龙喀什水利枢纽工程可研报告获国家发改委批复。持续实施 13 个大型灌区、9 个中型灌区续建配套节水改造工程建设
	公路	截至 2018 年底，全区公路通车总里程 18.9 万公里，密度按土地面积计算为 11.4 公里/百平方公里，同比提高 0.23 公里/百平方公里。全区有国际道路运输经营企业 121 户，在全区 13 个已开放公路口岸中，9 个口岸年过货量超 10 万吨 2019 年，G3012 喀什至叶城至墨玉、G30 吐鲁番至小草湖高速公路、G30 乌鲁木齐至奎屯、G7 大黄山至乌鲁木齐高速公路改扩建，G216 线五彩湾至富蕴、G218 线墩麻扎至那拉提一级公路等一批干线公路项目建成通车。G7 伊吾至巴里坤、巴里坤至木垒、G0711 乌鲁木齐至尉犁高速公路等一批干线公路项目加快实施
交通建设	铁路	2014 年 12 月，兰新高铁开通运营，缩短新疆与其他省市距离，提高新疆经济集聚力和辐射力，也为旅游注入强劲动力 2019 年 5 月 30 日克拉玛依至塔城铁路建成运营，9 月 30 日博尔塔拉蒙古自治州支线铁路建成运营；库尔勒至格尔木铁路、阿勒泰至富蕴至准东铁路、和田至若羌铁路、南疆铁路库尔勒至阿克苏至喀什提速扩能改造加快实施，全疆 14 个地（州、市）实现铁路互联互通，南北疆铁路环线初步显现 到 2020 年，新疆将实现构筑“四纵四横”的铁路主骨架，形成新疆对外运输的四大通道、六个口岸站、完善配套四个铁路枢纽的宏伟蓝图
	民航	新疆已建成投入使用的飞机场有 21 个。2018 年新疆地区航空运输旅客吞吐量累计完成 3367.99 万人，同比增长 11.68%；飞行起降 38.8 万架次，同比增长 8.12% 截至 2019 年 5 月底，运营在飞航线 264 条，16 个国家、20 个国际城市 “十三五”期间，新疆民航规划新建和改扩建 16 个运输机场，逐步形成“枢纽—支线—通用”三级机场体系，目前，新疆 16 个机场建设项目进展顺利
	电力	积极开展“电气化新疆”、“疆电外送”工作，已建成一直两交的三条外送通道，准东-皖南±1100 千伏特高压直流输电工程于 2019 年 9 月正式投运，成为世界电压等级最高、容量最大、距离最远、技术最先进的特高压直流输电工程 2019 年建成喀什—莎车、巴楚—莎车、莎车—和田等 750 千伏输变电工程。开工建设南疆四地州煤改电（一期）项目、吐—巴—库 II 回 750 千伏输变电工程等

资料来源：政府网站，网上公开资料，安信证券研究中心

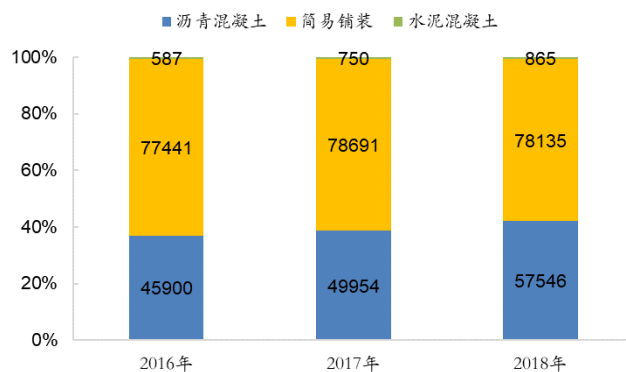
受益于西部大开发战略，新疆在交通领域投资力度持续加强，交通设施建设取得显著成效。根据新疆维吾尔自治区统计局数据，2018 年全区公路基础设施建设完成投资 428 亿元，公路里程从 2011 年的 15.5 万公里增至 2018 年的 18.9 万公里（含新疆生产建设兵团 3.6 万公里），年均增长 3%。公路技术等级有所提高，公路里程持续增长。截至 2018 年底，全区等级公路里程为 15.5 万公里（含新疆生产建设兵团 2.4 万公里），同比增 6000 公里，占全区公路总里程的 82%，比上年提高 1.5 个百分点；全区高速公路达到 4803 公里，同比增长 4.9%；全区国道和省道里程分别为 18315 公里和 15354 公里，同比增 654 公里和 4184 公里。

图 5：2011-2018 年全区公路总里程及增速



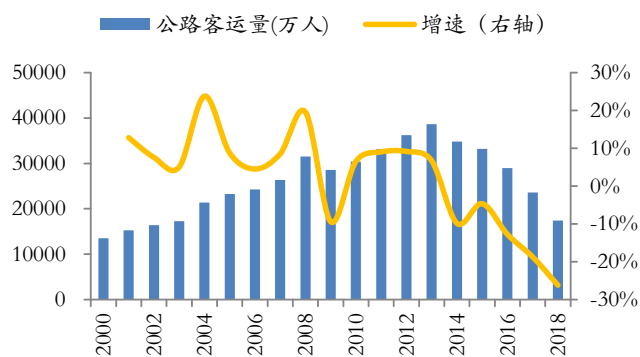
资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

图 6：全区路面状况基本情况（公里）



资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

图 7：2000-2018 年全区公路客运量及增速



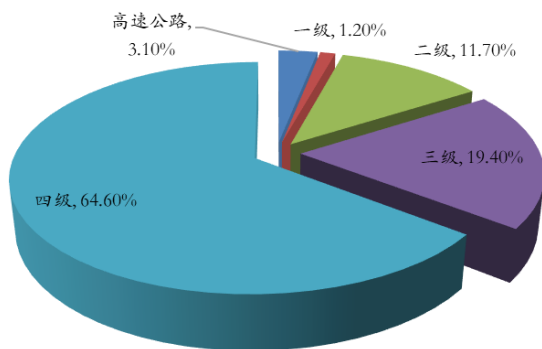
资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

图 8：新疆“四纵四横”铁路骨架



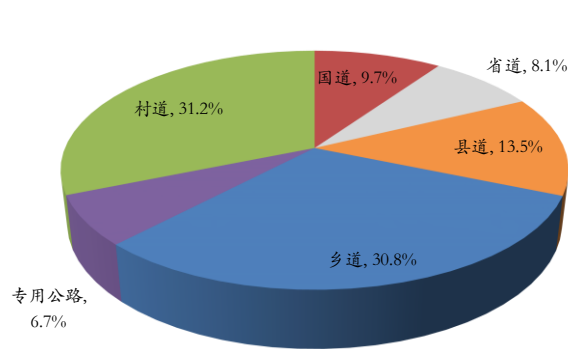
资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

图 9：2018 年新疆公路等级结构图



资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

图 10：2018 年新疆公路行政等级结构图



资料来源：新疆交运厅，安信证券研究中心

1.4. 西部大开发有望进入快车道

疫情后基建加码确定性强，新疆基建有望重回快车道。根据自治区政府数据，2020 年安排重点项目 390 个，总投资 1.7 万亿元，其中：续建项目 190 个，总投资近 8000 亿元；新开工项目 80 个，总投资 1346 亿元；预备项目 120 个，估算总投资 7523 亿元。2020 年计划完成投资 2600 亿元以上，续建项目、新开工项目分别完成 2216 亿元和 388 亿元。190 个续建项目于 3 月底前实现全面复工建设，比往年提前一个半月。80 项新开工项目开工进度好于预期。截至 5 月 6 日，全区 4536 个总投资 500 万元以上新建项目已累计实现新开工 3935 个，开工率 87%。同时，自治区各部门用足用好投资项目政策，加大项目储备力度。截至目前，自治区政府共梳理 2020-2021 年储备项目共 1.1 万个，总投资超 3 万亿元。

表 4：2020 年新疆重点建设项目

	续建项目	新建项目	预备项目
水利项目 (个)	29	8	14
交通项目 (个)	35	19	40
能源项目 (个)	42	15	26
产业项目 (个)	41	18	15
民生项目 (个)	43	20	25
总计 (个)	190	80	120
总投资 (亿元)	7924	1340	7524
2020 计划完成投资 (亿元)	2216	388	

资料来源：政府网站，安信证券研究中心

表 5：2020 年新疆基建及相关政策

时间	部门	主要内容
2020/4/21	兵团办公厅	积极推进铁路、公路、机场等重大基础设施项目建设。用好水利援疆机遇，加快建设一批水利工程。合理扩大有效投资，适当降低部分基础设施等项目资本金比例，加快发行使用地方政府专项债券，确保精准投入补短板重点项目。
2020/4/3	新疆发改委	新疆发改委会同财政厅、地方金融监管局，与国开行、农发行等 6 家金融机构合作设立促投资稳增长专项贷款 3000 亿元，重点支持重大项目建设。
2020/2/25	新疆交运厅	继续加大交通运输建设力度，力争超额完成交通运输固定资产投资 542 亿元，实施普通国省干线项目共 49 个（新建 14 个、续建 35 个），完成新建改建国省干线 1482 公里。
2020/3/25	新疆发改委	2020 年新疆共安排重点项目 390 项，总投资 16788 亿元，计划完成投资 2600 亿元以上。其中：续建项目 190 项，总投资 7924 亿元，2020 年计划完成投资 2216 亿元；新开工项目 80 项，总投资 1340 亿元，2020 年计划完成投资 388 亿元。

资料来源：政府网站，安信证券研究中心

2. 新疆水泥行业竞争格局

2.1. 新疆地理环境特殊，水泥受外来冲击小

新疆市场区域分化。新疆维吾尔自治区地处西北，是我国陆地面积最大的省级行政区，与西藏、甘肃、青海 3 省接壤，下辖 14 个地级行政区，包括 4 个地级市、5 个自治州和 5 个地区。新疆地广人稀，常住人口约 2500 万人，主要分布在山麓和盆地边缘区域。新疆地形轮廓是“三山夹两盆”，天山横亘中央，天山以南为南疆，以北为北疆。由于特殊的地理环境，各城镇间距离较远，交通运输以公路和铁路等陆运为主，呈明显的分隔性。

图 11：新疆地形“三山夹两盆”



资料来源：网上公开资料，安信证券研究中心

图 12：新疆主要交通运输线路图



资料来源：网上公开资料，安信证券研究中心

新疆水泥分布不均衡，受外来冲击较小。新疆熟料产能主要临近市场布局，各区域产能利用率差异较大。南疆的和田、喀什、克州等地是高价水泥区，北疆属于低价水泥区。新疆水泥市场具备区域性特点，较高的进入成本使其具有较强的封闭性，外部水泥对其干扰较小。

2.2. 天山股份和青松建化寡头垄断，集中度高

2015 年至今，新疆没有新的水泥生产线投产，仅天山股份有 1 条技改扩容项目。根据新疆工信厅数据，截至 2019 年底，新疆共 85 条熟料生产线，主要集中在北疆和新疆西部，熟料总产能约 7400 万吨。产能在 75 万吨及以下产线共 50 条，合计产能 3075 万吨；产能在 120 万吨及以上产线共 22 条，合计产能 3135 万吨。若扣除已公示的产能置换项目，新疆熟料总产能约 7000 万吨。2015 年至今，新疆没有新的水泥生产线投产，只有天山股份的一条技改扩容项目，该项目计划将熟料产能从 3200t/d 变更为 4500t/d，预计在 2020 年底完工。

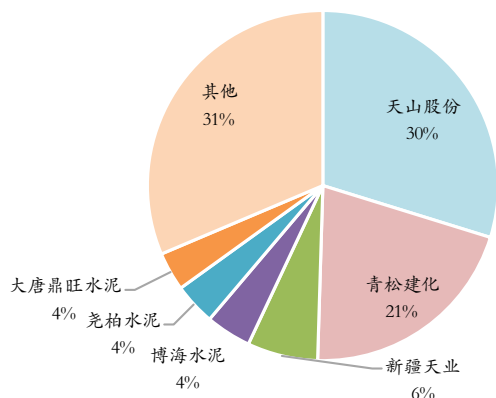
表 6：2013-2020 年新疆水泥熟料投产项目

类型	投产时间	州市	区域	企业名称	产能(t/d)
2013 年投产	2013 年 1 月	和田	南疆	洛浦天山水泥	3200
	2013 年 2 月	昌吉	北疆	天山股份昌吉天山公司	4000
	2013 年 4 月	阿勒泰	北疆	富蕴天山水泥有限责任公司	3000
	2013 年 6 月	昌吉	北疆	天山股份阜康公司	2500
	2013 年 8 月	乌鲁木齐	北疆	青松建化股份有限公司	2x7500
	2013 年 9 月	乌鲁木齐	北疆	天山股份有限公司	6800
	2013 年	昌吉	北疆	博乐市上峰水泥有限公司	4000
	2013 年	巴州	南疆	若羌天山水泥有限公司	3000
	2013 年	阿克苏	南疆	新疆库车红狮水泥有限公司	4500
	2013 年	塔城	北疆	和丰全荣水泥有限责任公司	2500
	2013 年 3 月	克州	南疆	克州天山水泥有限责任公司	5000
2014 年投产	2013 年 12 月	石河子	北疆	新疆石河子天业集团	5000
	2014 年 3 月	伊犁地区	北疆	新正泰矿业有限公司	4000
	2014 年 5 月	石河子	北疆	新疆石河子天业集团	5000
	2014 年 6 月	伊犁地区	北疆	伊犁尧柏水泥有限公司	3000
	2014 年	石河子	北疆	天业天伟水泥公司	2x2500
	2014 年 8 月	昌吉	北疆	天宇华鑫水泥开发有限公司	3000
2015-2020 年	2014 年	阿克苏	南疆	新疆兴悦化工有限公司	3000
	2020 年 12 月	和田	南疆	洛浦天山水泥有限责任公司	4500

资料来源：中国水泥网，数字水泥网，安信证券研究中心

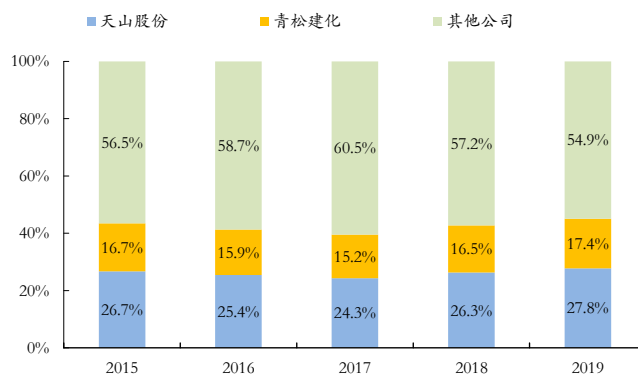
竞争格局方面，新疆水泥市场由双寡头主导。截至 2019 年底，天山股份和青松建化的熟料产能分别为 2200 万吨和 1500 万吨，市占率分别为 30%和 21%，合计控制新疆约 50%产能，整体呈双寡头主导、中小企业跟随的竞争格局。新疆 CR4 为 61%，在全国处于中游水平，其余中小企业对两大巨头区域控制权的稀释较小，龙头地位凸显。

图 13：2019 新疆水泥熟料产能格局



资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

图 14：2015-2019 年新疆水泥龙头产量占比



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.3. 新疆积极推动供给侧改革

2.3.1. 实施错峰停产 5-7 个月

2014 年开始，新疆率先实施错峰生产，平均停产 5-6 个月，停产时间高于全国平均水平。2019 年 11 月，新疆建材行业协会发布《2019-2020 年水泥行业错峰生产的通知》，要求所有水泥生产企业（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。

表 7：2017-2020 年新疆水泥行业错峰计划

	地市	起始日	结束日	时长	时长
2019-2020 年	和田	2019 年 12 月 1 日	2020 年 3 月 1 日	3 个月	3 个月
	喀什、克州	2019 年 11 月 1 日	2020 年 3 月 1 日	4 个月	4 个月
	阿克苏、巴州	2019 年 11 月 1 日	2020 年 4 月 1 日	5 个月	6 个月
		2020 年 5 月 1 日	2020 年 6 月 1 日	1 个月	
	其他州市	2019 年 11 月 1 日	2020 年 5 月 1 日	6 个月	7 个月
		2020 年 6 月 1 日	2020 年 7 月 1 日	1 个月	
2018-2019 年	和田	2018 年 12 月 1 日	2019 年 3 月 1 日	3 个月	4 个月
		2019 年 4 月 1 日	2019 年 5 月 1 日	1 个月	
	喀什、克州	2018 年 11 月 1 日	2019 年 3 月 1 日	4 个月	5 个月
		2019 年 4 月 1 日	2019 年 5 月 1 日	1 个月	
	阿克苏、巴州	2018 年 11 月 1 日	2019 年 4 月 1 日	5 个月	6 个月
		2019 年 5 月 1 日	2019 年 6 月 1 日	1 个月	
	其他州市	2018 年 11 月 1 日	2019 年 5 月 1 日	6 个月	7 个月
		2019 年 6 月 1 日	2019 年 7 月 1 日	1 个月	
2017-2018 年	和田	2017 年 12 月 1 日	2018 年 3 月 1 日	3 个月	3 个月
	喀什、克州	2017 年 11 月 16 日	2018 年 3 月 16 日	4 个月	4 个月
	阿克苏、巴州	2017 年 11 月 1 日	2018 年 4 月 1 日	5 个月	5 个月
	乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子	2017 年 11 月 1 日	2018 年 5 月 16 日	6.5 个月	6.5 个月
	其它州市	2017 年 11 月 1 日	2018 年 4 月 16 日	5.5 个月	5.5 个月

资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

2.3.2. 全面取消 32.5 等级水泥

全面取消 32.5 等级水泥，大幅缓解新疆水泥产能过剩问题。根据数字水泥网数据，2015-2016 年，新疆水泥的产能利用率在 40% 左右，企业大面积亏损。为缓解水泥供需矛盾，新疆从 2017 年开始率先出台“全面取消 32.5 等级水泥”政策，压减产能 500 万吨，42.5 等级水泥逐渐成为新疆市场主产品。一方面，42.5 等级水泥单价更高，水泥企业吨收入和吨毛利得到明显提升。另一方面，商混企业使用 32.5 水泥时，单方混凝土水泥用量在 240 千克左右；使用 42.5 水泥后，单方水泥用量降至 160-180 千克，商混企业成本并无明显上升。此外，全面取消低标水泥，有助于加强建筑强度，确保大型工程项目质量。总体而言，全面取消 32.5 等级水泥对于改善新疆水泥供需结构、提升企业经营效益具有重要意义。

2.3.3. 积极推动异地产能置换

2020 年 1 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，对水泥异地产能置换政策进行细化和完善，置换指标的认定标准大幅提高。根据《操作问答》，自 2021 年初开始，已停产 2 年或 3 年内累计生产不超过 1 年产能的熟料生产线不能用于产能置换。对新疆水泥行业而言，由于今年（2020 年）是异地产能置换窗口期，产能置换规模有望在今年出现攀升。新疆熟料生产线主要以产能置出为主，此举有望加快落后产能出清，进一步优化自治区水泥供需格局。

表 8: 2019-2020 年新疆实施异地产能置换项目（截至 5 月 20 日）

公示时间	项目名称	置换区域	产能 (t/d)	新建区域	公司	产能 (t/d)
2020 年 4 月	新疆大唐鼎旺水泥有限公司	昌吉	3000	广西来宾	广西义来建材有限公司	5000
2020 年 3 月	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司 新疆天山水泥股份有限公司 塔里木分公司	阿克苏、巴州	800+1500	新疆和田	洛浦天山水泥有限责任公司	4500
2019 年 12 月	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司喀什分公司	喀什	2000			
2019 年 12 月	哈密天山水泥有限责任公司	哈密	2500	广西河池	广西都安上峰水泥有限公司	5000
2019 年 12 月	吐鲁番天山水泥有限责任公司	吐鲁番	2000			

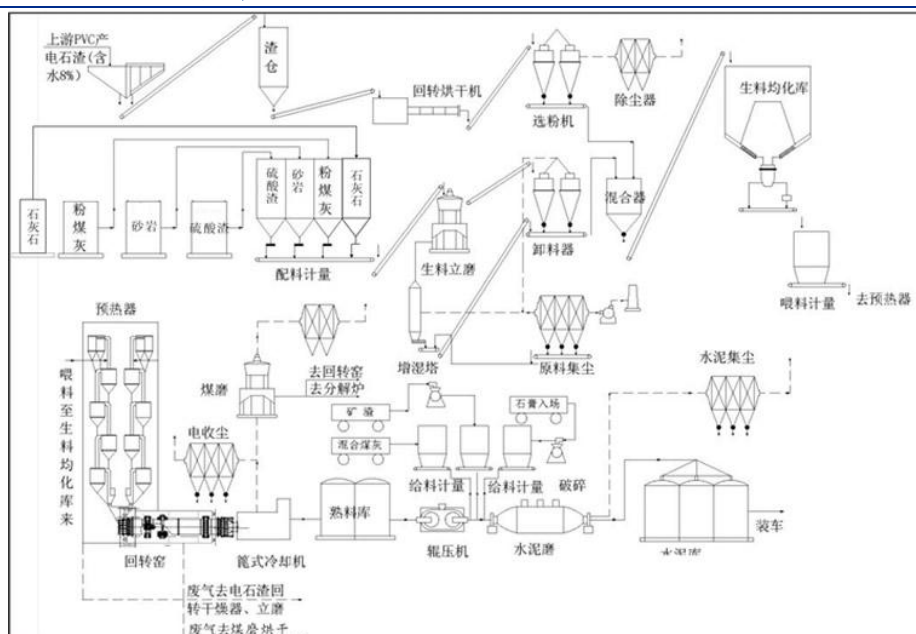
资料来源：政府网站，安信证券研究中心

2.4. 电石渣熟料与传统水泥熟料置换

2.4.1. 2017 年开始，新疆大范围推动熟料产能置换

电石渣是电石法 PVC 生产过程中产生的废渣，主要成分是氢氧化钙，具有碱性强、难处置等特点。电石渣制熟料是保障电石法 PVC 生产装置连续运转，实现综合利用的最佳途径。电石渣制熟料具有多种优势，一是减少石灰石资源消耗和碳排放；二是降低原料购置费用并降低能源消耗，节约燃料成本。据估算，电石渣熟料吨成本较传统工艺下降 70-80 元/吨。2007 年 4 月，新疆首个电石渣制水泥项目在米东新区开工，由中泰化学和天山股份共同出资建设，年产水泥熟料 48 万吨。按照设计方案，1 吨电石渣可以生产 1 吨水泥熟料。

图 15: 电石渣制水泥流程图



资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

2008 年，国家发改委发布《关于鼓励利用电石渣生产水泥有关问题的通知》，通知要求，新建、改扩建电石法 PVC 项目配套建设的电石渣生产水泥装置，单套生产规模必须达到 2000 吨/日及以上。利用电石渣生产水泥的企业，经政府部门认定后，可享受相关税收优惠。2016 年以来，随着 PVC 行业的复苏，西北地区配套建设的电石渣水泥规模逐年提升。根据中国水泥协会数据，截至 2017 年底，新疆共有 4 家电石渣水泥企业，共 13 条生产线，产能约 1100 万吨。虽然根据国办发 34 号文件，电石渣水泥企业要参与错峰生产，但由于电石法 PVC 涉及多种危险化学品，若关停产线易引起安全隐患，因此企业未参与错峰生产。

为维护新疆 PVC 行业平稳运行和水泥行业健康发展，落实错峰生产政策，新疆于 2017 年率先提出“错峰置换”方案。根据方案，在政府要求的水泥企业错峰生产期间，电石渣水泥企业可以不停窑，其生产熟料和多排放的污染物由传统水泥企业在非错峰生产期间，增加停窑时间予以置换补偿。同时，在传统水泥企业错峰生产期间，电石渣水泥企业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，其熟料价格按传统水泥企业的变动成本制定。通过实施“错峰置换”，不仅攻克了电石渣水泥企业难以参加错峰生产这一难题，使国办发 34 号文得以贯彻落实，更对新疆水泥行业健康发展意义重大。

2.4.2. 今年的低价电石渣问题有望在旺季得到缓解

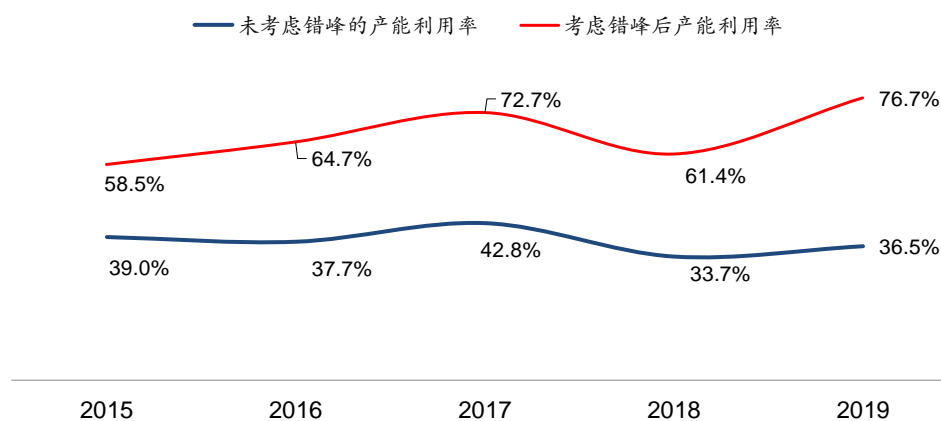
今年新疆爆发电石渣水泥之争，熟料价格承压。2020 年 4 月，新疆地区部分电石渣水泥企业没有按照约定，关停部分电石渣水泥产线，导致部分低价熟料进入市场，出现熟料供过于求和熟料价格下跌等问题。据了解，本次电石渣熟料置换受挫的主要原因包括，一方面电石渣熟料企业对参与置换的熟料数量意见不统一；另一方面，相关企业对置换价格存在异议。进入水泥旺季，电石渣水泥之争有望得到缓解。传统水泥企业与电石渣企业开展错峰置换是大势所趋，有利于区域内水泥行业的良性竞争。过去三年，新疆有序推进电石渣熟料产能置换，乌鲁木齐及周边水泥市场环境得到有效改善，供需矛盾得到有效缓解，PVC 行业与水泥行业均取得良好经营效果。部分电石渣熟料项目是水泥企业和 PVC 企业合资建设，妥善解决电石渣熟料问题，符合双方共同的利益。预计在自治区政府和行业协会的协调下，双方企业有望得到和解。若电石渣问题得到妥善解决，预计新疆水泥价格有望大幅回升。

2.5. 受益于供需格局改善，新疆水泥盈利底部回升

2.5.1. 剔除错峰生产因素，水泥产能利用率高达 77%

由于前期的产能过度扩张，新疆是全国水泥产能过剩最严重的地区之一，产能利用率基本在 35-40% 左右。2014 年起连续三年全行业亏损。为摆脱行业困境，新疆启动供给侧结构性改革，通过实施错峰生产、淘汰低标水泥、区域协同等多项措施，有效缓解供需矛盾，水泥熟料产能利用率显著提升。根据数字水泥网统计数据，2019 年新疆地区熟料产能利用率约为 36.5%，若考虑错峰生产的影响，熟料产能利用率约 77%，产能过剩问题得到大幅缓解。

图 16：新疆地区水泥产能利用率（%）

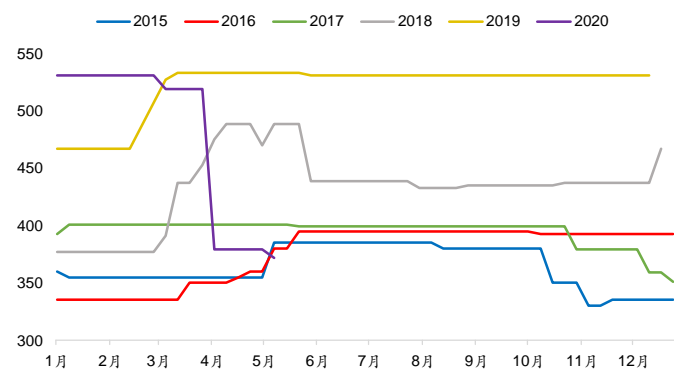


资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

2.5.2. 受益于供给侧改革，水泥价格及盈利触底回升

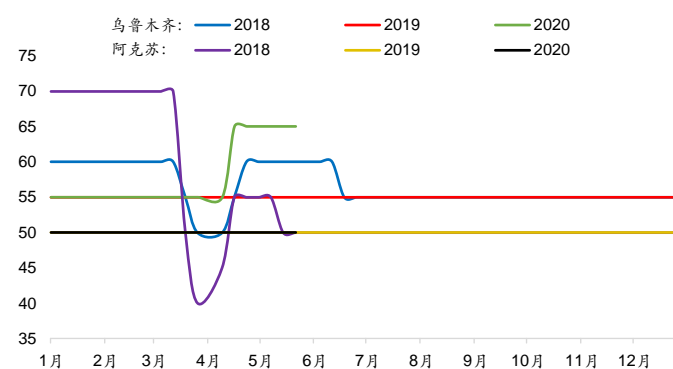
“十三五”期间，由于供给侧不断改善，水泥价格底部回升，带来新疆水泥企业盈利的底部反转。2016 年下半年以来，错峰生产力度和实施范围更大，效果更为显著，新疆水泥的供需矛盾缓解，价格维持高位。2019 年，受宏观经济逆周期调节及固定资产投资对水泥需求拉动的影响，新疆区域水泥销量约 3900 万吨，同比上升 10.1%。随着新疆水泥市场供需格局改善，水泥价格得到较大回升，单位水泥盈利攀升，水泥行业的盈利能力有望持续增强。

图 17: 新疆乌鲁木齐水泥市场价 (元/吨)



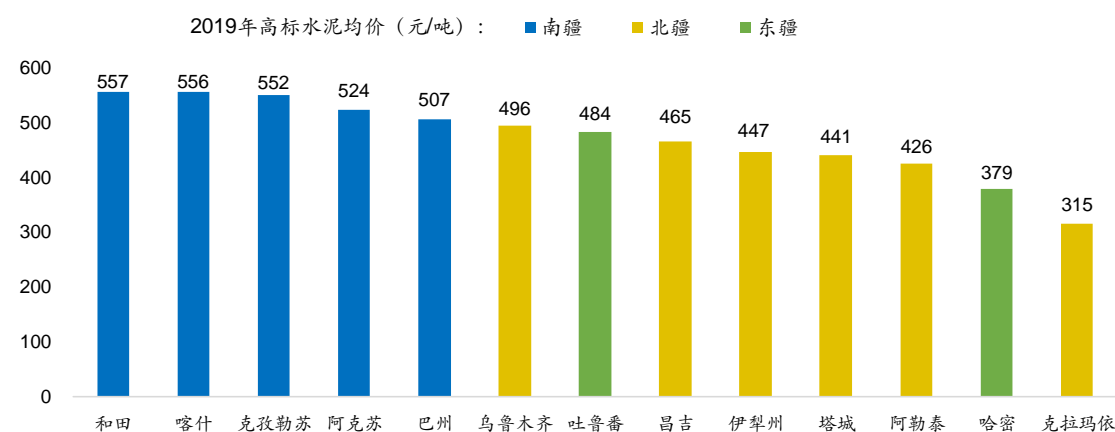
资料来源: 中国水泥网, 安信证券研究中心

图 18: 2018-2020 年新疆水泥发货率和库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网, 安信证券研究中心

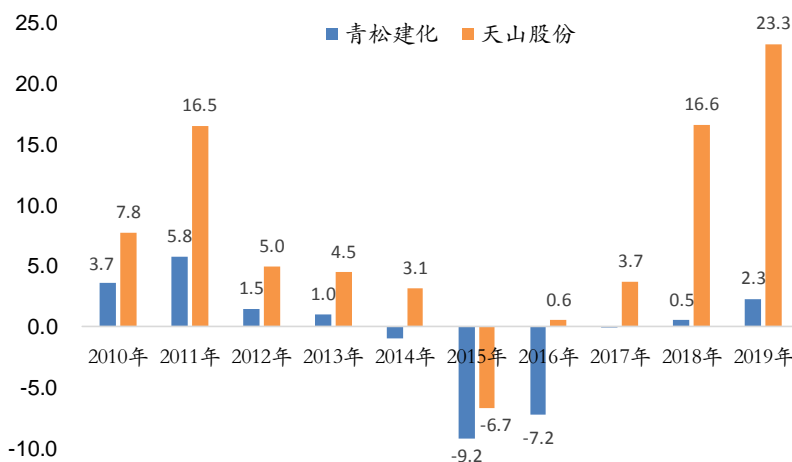
图 19: 2019 年新疆分区域水泥价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

“十三五”期间, 新疆水泥盈利底部反转。受益于供给侧改革叠加需求超预期, 新疆水泥从 2017 年开始扭亏为盈。根据中国水泥协会数据, 新疆水泥行业在 2017 年规模以上企业共实现利润 13 亿元以上, 彻底扭转过去三年亏损局面。根据 WIND 数据, 2019 年天山股份和青松建化分别实现利润总额 23.3 亿元和 2.3 亿元。2016-2019 年, 新疆固定资产投资完成额同比增速分别为-5.1%/20.0%/-25.2%/2.5%, 低于全国平均水平。虽然需求增速一般, 但是供给侧改善非常明显, 2016-2019 年新疆地区水泥产量增速为-5.7%/10.4%/-20.3%/6.5%。供需关系改善带来水泥价格持续上行, 新疆水泥龙头实现连续两年利润总额高增长。

图 20: 青松建化和天山股份连续两年利润总额高增长



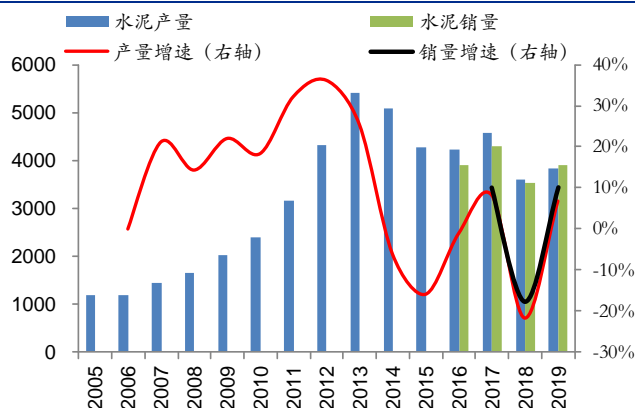
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 新疆水泥需求高度依赖基建投资，过去两年基数较低

3.1. 过去十年，新疆水泥产销量增速前高后低

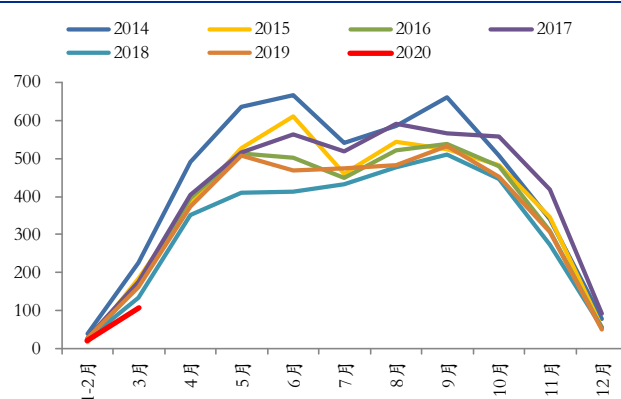
2007-2013 年，新疆水泥产量增速中枢保持在 20% 的水平。2013 年受需求下滑影响，新疆水泥产量有所下滑。新疆外来水泥较少，本地地产销量增长趋势基本一致。随着供给侧改革和环保限产不断深化，2019 年新疆水泥销量超过产量，产销率由 2016 年的 92% 提升至 102%。新疆水泥产量具有季节性特征，但近年来夏季季节性波动明显平抑，2019 年 5-9 月新疆水泥产量基本平稳。考虑到新疆的地理位置，淡季（11 月-次年 4 月）往往是由于天气寒冷，基建、地产项目动工暂停，企业实行错峰生产；4 月市场逐渐启动进入旺季（5-10 月）。

图 21：新疆水泥产销量及增速（万吨，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：2014-2020 年新疆水泥月度产量（万吨）



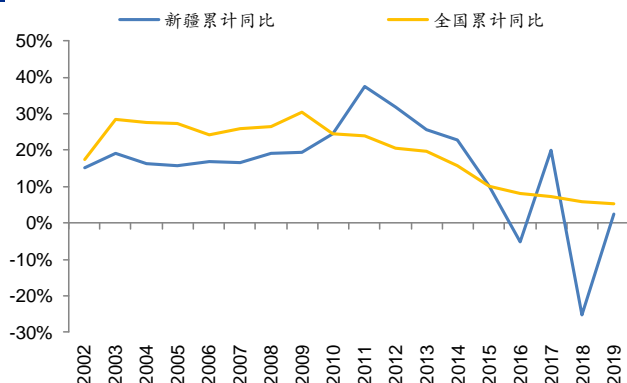
资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

3.2. 固定资产投资及房地产投资稳步增长

新疆地区经济发展不均衡，南北经济分化。以乌鲁木齐、伊犁州和昌吉州为代表的北疆是自治区经济发展中心，南疆受自然环境、区位、人口等因素限制，产业结构转型较慢，经济发展相对落后。近年来，新疆全面贯彻党中央治疆方略，坚定不移落实社会稳定和长治久安总目标，反恐维稳斗争取得重大阶段性成果。新疆已连续 4 年未发生暴力恐怖案件，总体呈现出大局稳定、形势可控、趋势向好的态势。

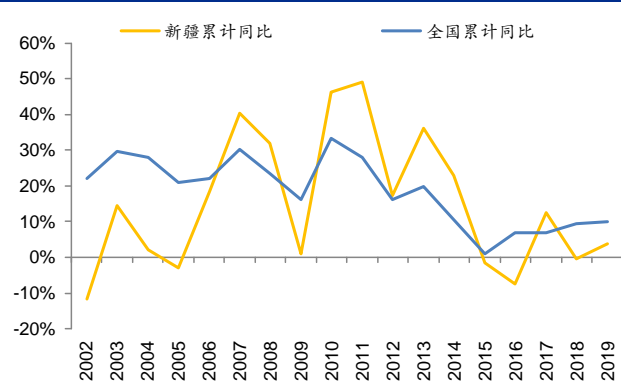
2020 年新疆固定资产投资或呈高增态势。2010 年开始，全国对口援疆工作、中央新疆座谈会相继召开，新疆迎来“大建设、大开发、大发展”的高潮，2011-2014 年新疆固定资产投资增速超过全国增速，年均增速达 30% 左右。2015 年后，受疆内形势影响，投资增速波动下行。2020 年固定资产投资大幅好转。根据各省公共资源交易网站披露的工程中标数据，受疫情影响，2020 年前 4 个月，全国累计中标项目金额同比下滑近 20%，新疆中标金额增速位居前列，意味着今年新疆投资加码力度高于全国平均水平，固定资产投资呈高增态势。

图 23：2002-2019 年新疆及全国固定资产投资增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：2002-2019 年新疆及全国房地产投资增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

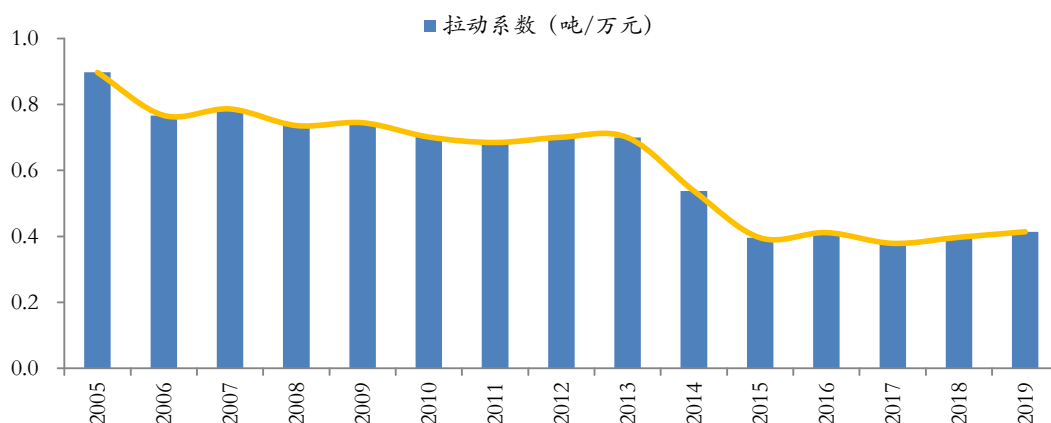
3.3. 2020 年及十四五期间新疆水泥需求预测

新疆水泥需求主要来自基建投资和房地产投资等方面，其中基建占绝大多数。根据新疆统计局数据，基建和房地产开发投资额分别占城镇固定资产投资额的 45%和 10%左右。维稳工作推进、防疫工作扎实让新疆逐渐释放红利。考虑到新疆水泥需求以基建需求为主，可以采用固定资产投资完成额对水泥需求的拉动作用，对新疆水泥需求进行测算。

拉动系数=水泥需求量/固定资产投资完成额

通过对历年拉动系数的观察可以发现，虽然个别年份出现小幅反弹，但整体呈现较为稳定的下降趋势，但 2018 年以来开始小幅反弹。

图 25：2005-2019 年新疆固定资产投资完成额对水泥需求的拉动系数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

对新疆水泥拉动系数和水泥产量进行敏感性预测，研究结果如下：在中性假设（拉动系数小幅反弹）条件下，2020 年、2025 年需求为 3914 万吨、4220 万吨；在乐观假设（拉动系数延续 2019 年反弹趋势，每年增长 0.02）条件下，2020 年、2025 年需求为 4105 万吨、4338 万吨；在悲观假设（拉动系数维持下降趋势，每年下降 0.02）条件下，2020 年、2025 年需求为 3819 万吨、3869 万吨。

表 9：新疆水泥拉动系数和水泥产量预测值（中性假设）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2025E
拉动系数(吨/万元)	0.54	0.40	0.41	0.38	0.40	0.41	0.41	0.36
水泥产量(万吨)	5081.66	4278.53	4233.48	4581.04	3592.6	3836.76	3914.18	4220.49

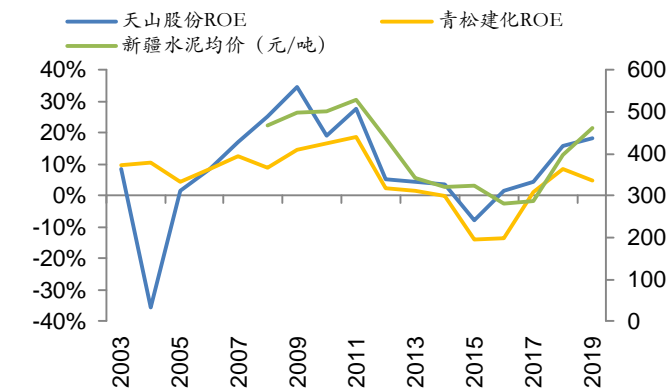
资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 新疆水泥复盘及投资策略

4.1. 受益于需求端大幅改善，2006-2011 年新疆水泥表现亮眼

以新疆区域振兴为重点的西部大开发及 2008 年“4 万亿”投资项目等措施陆续出台，有效提振新疆水泥需求。2006-2011 年间，新疆水泥表现亮眼，主要得益于基建投资加码带来需求高速增长，水泥企业的 ROE 伴随水泥价格稳步提升，加之新增产能存在一定的滞后性，水泥企业盈利水平持续高位，带动区域水泥龙头 PB 值的抬升，股价出现 ROE、PB 的戴维斯双击。在此期间，天山股份和青松建化的股价均有明显上涨，实现了较高的超额收益率。

图 26：天山股份、青松建化 ROE 及新疆水泥均价



资料来源：Wind，数字水泥网，安信证券研究中心

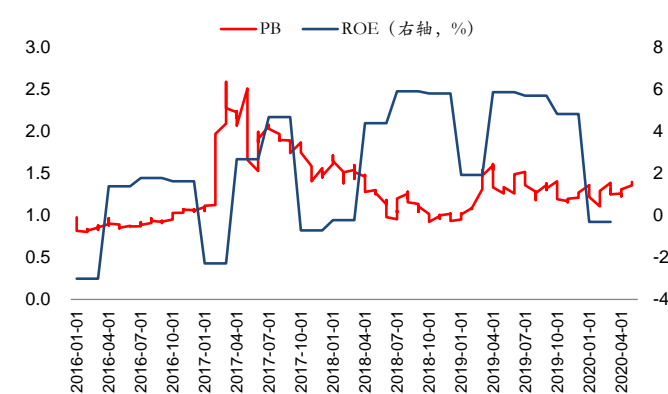
图 27：2003-2019 年天山股份、青松建化 PB 对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

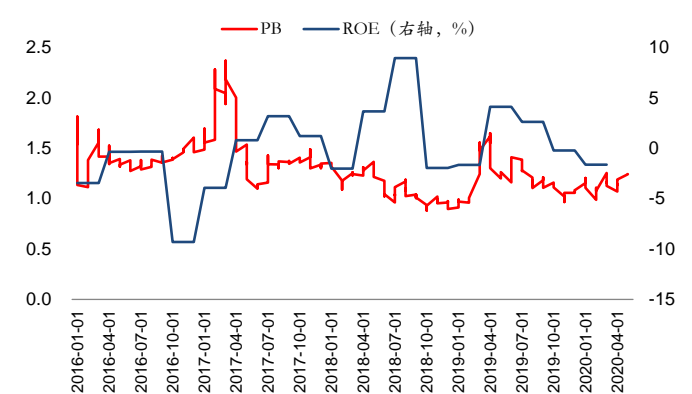
“十三五”期间，新疆水泥需求一般，价格的主要影响因素是供给。从 2016 年下半年以来，新疆水泥供给端正持续改善，新疆水泥龙头天山股份和青松建化股价表现优异，股价上涨更多是 ROE 驱动，PB 提升不明显。

图 28：2016 年至今天山股份 PB 及 ROE



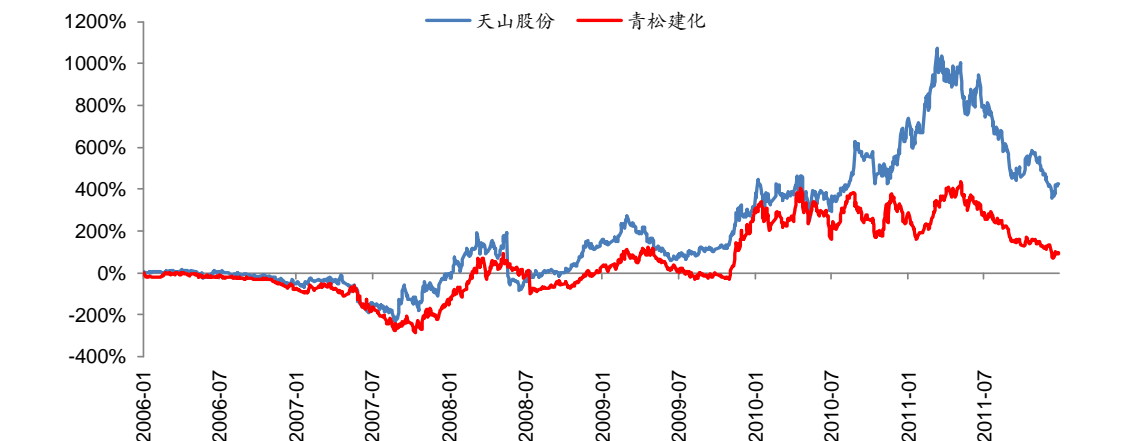
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：2016 年至今青松建化 PB 及 ROE



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：2006-2011 年天山股份和青松建化超额收益率



资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：相对于沪深 300 指数）

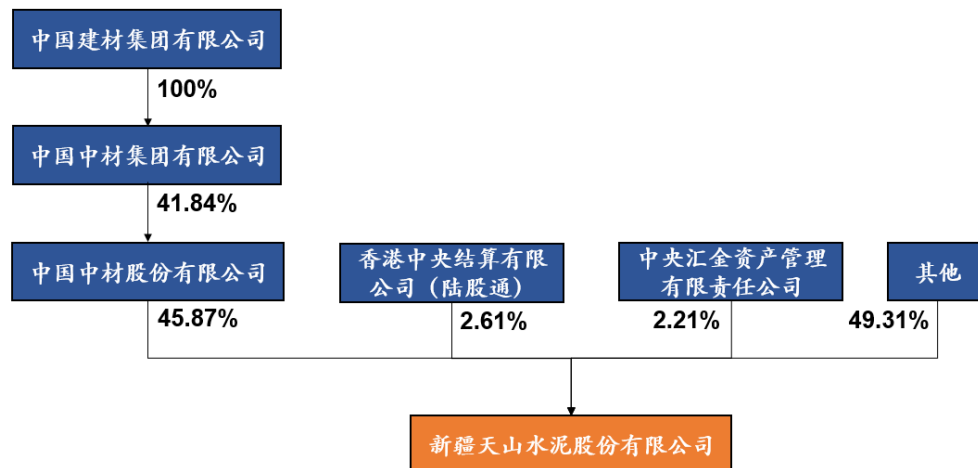
展望 2020 年，在自治区维稳工作取得显著进展的背景下，新疆基建加码确定性强。融资环境趋于宽松，重点项目落地速度有望加快，有效拉动水泥需求。新疆水泥供给端持续改善，随着实施异地产能置换的项目陆续关停，存量项目的产能利用率有望持续修复，新疆水泥基本面改善的持续性更强，水泥龙头有望迎来新一轮 PB、ROE 的戴维斯双击。

4.2. 低估值、高分红，有望受益于资产整合的天山股份

4.2.1. 公司基本情况

天山股份于 1998 年在原新疆水泥厂的基础上改制设立，1999 年公司在深交所上市。自成立以来，公司通过新建、收购等方式，完成新疆水泥市场的整合，成为新疆最大的水泥企业和第二大商品混凝土生产企业。截至 2020 年 3 月底，中国建材集团是公司实控人，通过中材股份持有公司 45.87% 的股权。

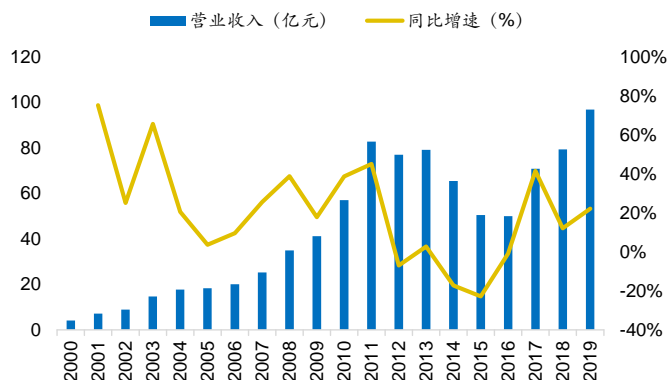
图 31：公司股权结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

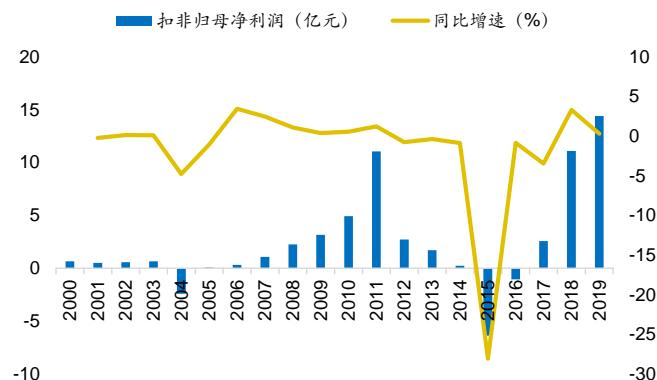
公司主营业务包括水泥、熟料、商品混凝土的生产及销售。公司在新疆 12 个地州分布有 30 余家水泥商混生产企业，其中在 7 个地州有商混企业、在 2 个地州有电石渣制水泥生产线；在江苏无锡、苏州、宜兴、溧阳、溧水等 5 个地市布局水泥和商混企业。根据 2019 年年报，截止 2019 年底，公司熟料产能约 2800 万吨，水泥产能 3866 万吨，余热发电 15.3 万千瓦，商品混凝土产能 1475 万方。2015 年开始，公司业绩触底反弹，经营状况大幅好转。2019 年公司水泥业务量价齐升，实现营业收入 96.9 亿元，同比增长 22.1%，实现扣非归母净利润 14.4 亿元，同比增长 29.9%。

图 32：公司营收情况（亿元、%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

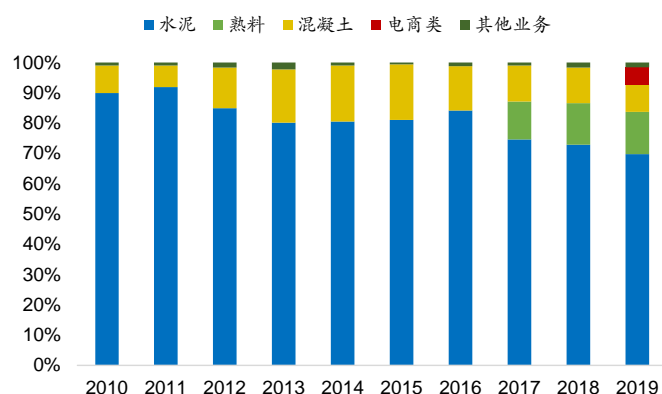
图 33：公司扣非归母净利润情况（亿元、%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

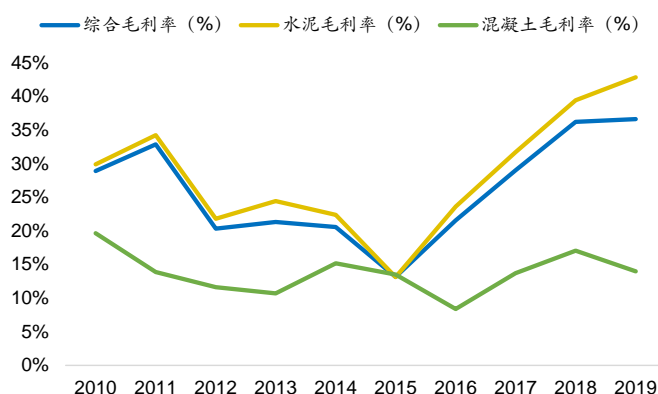
水泥和熟料销售是公司主要的营收和盈利来源。根据年报，2019 年公司水泥销售收入 67.6 亿元，同比增长 17.6%；毛利率 42.8%，同比增长 3.4pct；吨收入 406.2 元，同比增加 31.8 元；吨成本 232.4 元，同比增加 5.39 元。2015 年以来，公司吨收入上升较同业尤为明显，由 2015 年的 221.7 元上涨至 2019 年的 406.2 元，CAGR 达 16.3%。2019 年江苏地区营业收入占比 40.0%，长三角地区地产基建需求旺盛，有望持续贡献稳定营收。

图 34：公司各项业务营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：公司主要业务毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

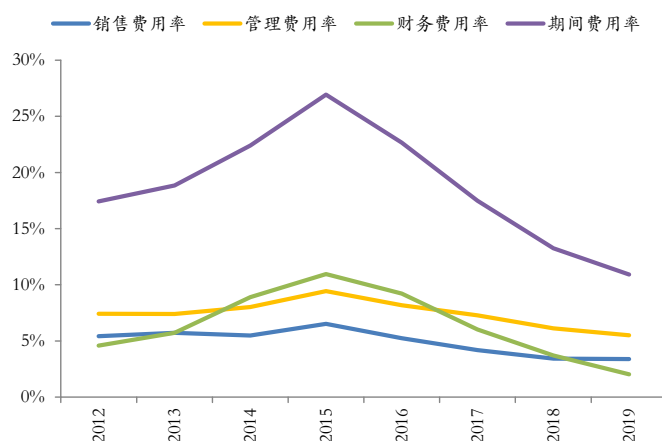
表 10：2015-2019 天山股份吨指标对比

水泥	2015	2016	2017	2018	2019
销量：万吨	1845	1632	1899	1543	1664
吨收入：元/吨	222	258	278	374	406
吨成本：元/吨	193	197	190	227	232
吨毛利：元/吨	29	61	88	147	174
吨销售费用：元/吨	18	16	16	18	20
吨管理费用：元/吨	26	25	27	31	32
吨财务费用：元/吨	30	28	22	19	12
吨费用：元/吨	74	69	65	68	64
吨净利：元/吨	-27	-17	21	51	103

资料来源：Wind，安信证券研究中心

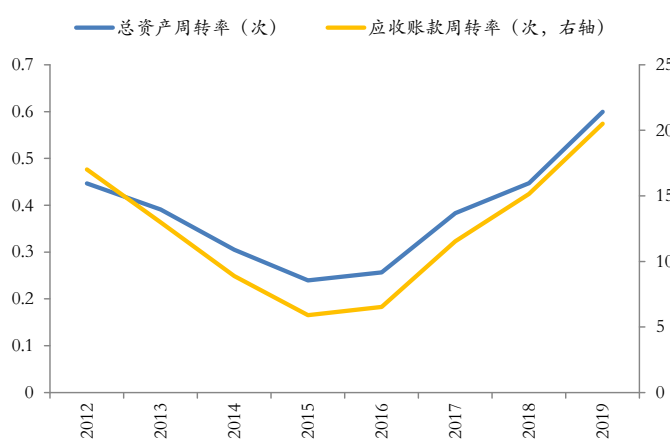
2015 年以来，公司成本管控能力逐年加强，资产运营情况逐年好转。2019 年公司期间费用率降至 10.9%，同比下降 2.4pct，销售/管理/财务费用率分别为 3.4%/5.5%/2.0%，同比下降 0.04/0.62/1.68pct。总资产周转率增至 0.6 次，同比增加 0.15 次，应收账款周转率增至 20.5 次，同比增加 5.4 次。

图 36：2012-2019 天山股份成本费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：2012-2019 天山股份应收账款、总资产周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

产能布局方面，若剔除进入产能置换目录的项目，公司目前有 27 条熟料生产线，其中 23 条在新疆，基本覆盖了新疆的经济热点和战略核心区，江苏地区共 4 条生产线，在省内熟料产能排名第 4。

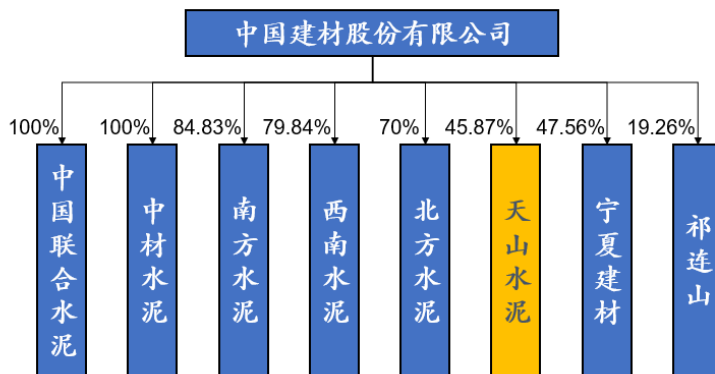
表 11：天山股份共有 27 条熟料生产线（剔除进入产能置换名单的项目）

序号	地区	公司名称	熟料产能 (万吨/年)	投产时间	区域
新疆维吾尔自治区					
1	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	48	2008 年	北疆
2	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	60	2010 年	北疆
3	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	60	2010 年	北疆
4	乌鲁木齐市	新疆达坂城天山水泥有限公司	180	2013 年 6 月	北疆
5	吐鲁番市	吐鲁番天山水泥有限责任公司	90	2012 年 6 月	东疆
6	哈密市	哈密天山水泥有限责任公司	150	2012 年 4 月	东疆
7	昌吉回族自治州	阜康天山水泥有限责任公司	60	2012 年 9 月	北疆
8	昌吉回族自治州	阜康天山水泥有限责任公司	60	2013 年	北疆
9	昌吉回族自治州	昌吉天山水泥有限责任公司	120	2013 年 5 月	北疆
10	巴音郭楞蒙古自治州	塔什店天山水泥有限责任公司	75	2009 年	南疆
11	巴音郭楞蒙古自治州	新疆和静天山水泥有限责任公司	30	2001 年 12 月	南疆
12	巴音郭楞蒙古自治州	若羌天山水泥有限公司	90	2013 年	南疆
13	阿克苏地区	库车天山水泥有限责任公司	150	2012 年 5 月	南疆
14	阿克苏地区	阿克苏天山水泥多浪水泥有限责任公司	120	2011 年	南疆
15	克孜勒苏柯尔克孜自治州	克州天山水泥有限责任公司	150	2013 年 3 月	南疆
16	喀什地区	喀什天山水泥有限责任公司	75	2008 年	南疆
17	喀什地区	喀什天山水泥有限责任公司	120	2011 年	南疆
18	喀什地区	叶城天山水泥有限责任公司	120	2011 年	南疆
19	和田地区	洛浦天山水泥有限责任公司	120	2013 年	南疆
20	伊犁哈萨克自治州	伊犁天山水泥有限责任公司	135	2011 年	北疆
21	塔城地区	新疆沙湾天山水泥有限责任公司	30	2005 年 3 月	北疆
22	阿勒泰地区	布尔津天山水泥有限责任公司	75	2010 年	北疆
23	阿勒泰地区	富蕴天山水泥有限责任公司	75	2013 年 4 月	北疆
江苏省					
24	南京市	溧水天山水泥有限公司	155	2009 年 10 月	
25	宜兴市	宜兴市天山水泥有限公司	77.5	2003 年	
26	宜兴市	宜兴市天山水泥有限公司	155	2005 年	
27	溧阳市	溧阳天山水泥有限公司	155	2004 年 6 月	

资料来源：新疆工信厅，数字水泥网，安信证券研究中心

4.2.2. 集团推进内部整合，公司有望受益

公司是中国建材股份有限公司旗下八大水泥企业之一，实控人是中国建材集团。中国建材旗下有 3 家水泥上市公司（天山股份、宁夏建材、祁连山）位于西北地区，三者的水泥业务在地域分布方面存在一定的重合，构成潜在的同业竞争关系。

图 38：中国建材旗下八大水泥企业


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

三家公司核心布局分属西北三地，与多地政府沟通以妥善完成合并难度较大，因此关于同业竞争的整合问题曾两度推迟。2005-2009 年，中材集团（天山股份原实控人）陆续合并天山股份、宁夏建材、祁连山，2010 年第一次对于潜在的同业竞争做出承诺，于 2015 年到期前

中材股份提出延期一年，2016 年由于中材集团与原中国建材合并，公司公告区域整合事宜待重组完成后交由中国建材集团完成。2017 年 11 月，公司实控人中国建材集团作出承诺，3 年内推进相关业务整合以解决同业竞争问题。2020 年该承诺即将到期，西北水泥业务整合在即。若西部水泥得到顺利整合，西北水泥供给格局将进一步优化，公司作为龙头有望受益。

图 39：中国建材与中材股份关于同业竞争问题历史梳理

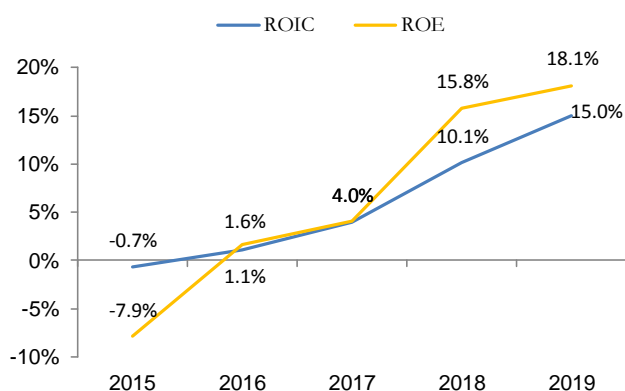


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2.3. 盈利稳定高分红，配置价值凸显

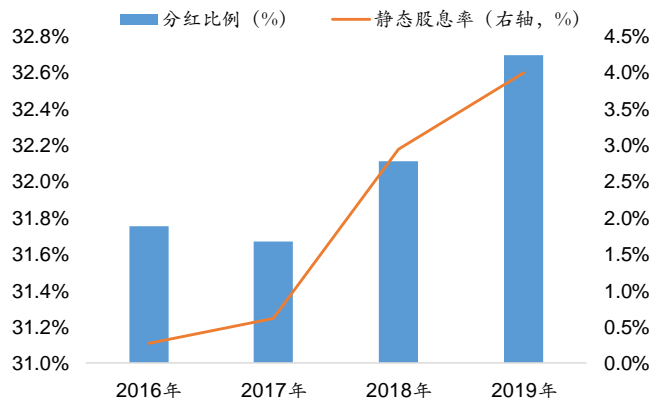
公司自 2015 年以来业绩触底反弹，2017 年开始扭亏为盈，股利支付率维持在 30%以上，按照 5 月 20 日收盘价计算，公司静态股息率为 3.9%。盈利指标方面，公司 ROE 与 ROIC 逐年上升，2019 年分别达到 18.1%和 15.0%。随公司区域供需格局进一步改善，看好公司未来盈利能力进一步增强。

图 40：天山股份历年 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：公司历年分红比例及对应静态股息率 (%)



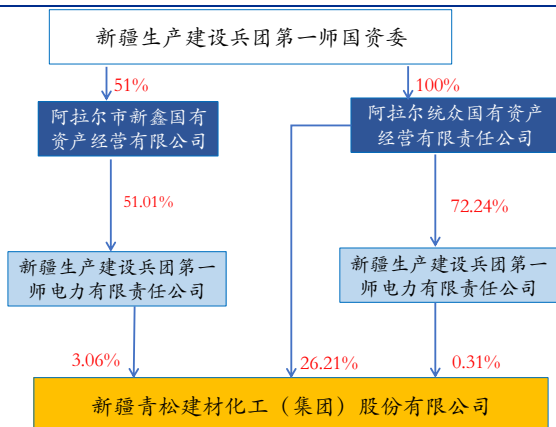
资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.3. 业绩底部，南疆市占率高的青松建化

4.3.1. 公司基本情况

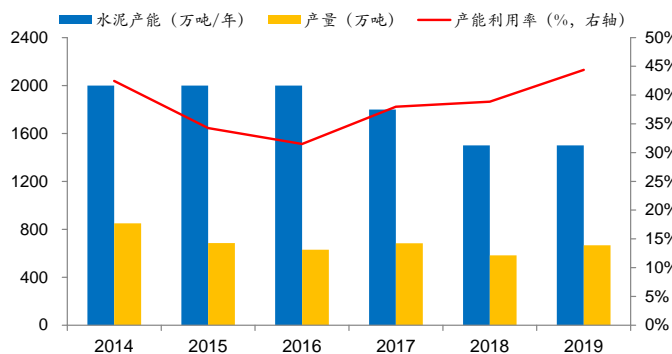
青松建化大股东是阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司，实控人是新疆生产建设兵团第一师国资委。公司作为新疆发展历程最久的水泥企业之一，主营业务包括水泥、化工产品的生产和销售。截至 2019 年末，公司拥有新型干法水泥产能超过 1500 万吨，全部产能都在自治区，对区域内的水泥价格有较大影响力。从资源端看，公司拥有丰富的石灰石资源，原料自给率高。从政策端看，公司是国家重点支持的水泥工业结构调整区域性重点企业之一、新疆生产建设兵团最大的水泥生产企业，在开展项目投资、兼并重组等方面获得当地政府的优先支持，并且享有兵团特殊体制和经济结构调整所赋予的产业政策扶持优势和优惠政策优势。

图 42：青松建化的股权结构（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 43：2014-2019 年青松建化产能、产量及产能利用率



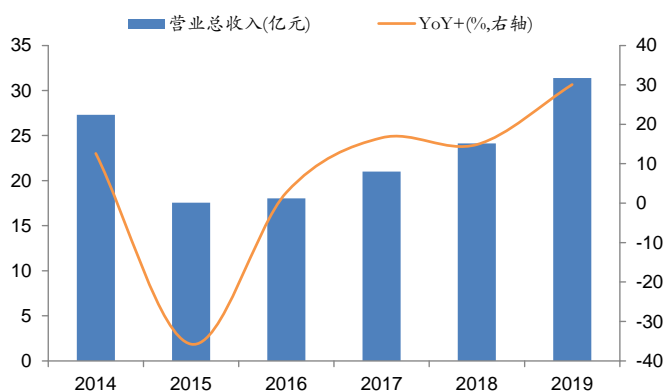
资料来源：Wind，安信证券研究中心

随着新疆地区水泥供给侧改革的推进，2017 年起公司的产能利用率稳步提升。2019 年公司水泥熟料产能利用率达到 44.4%，同比增长 5.5pct，高于新疆水泥企业的平均水平。公司作为南疆龙头、国家重点支持的水泥工业调整大型企业集团，采取“北疆收缩、保留战略节点、南疆支撑、紧盯一带一路”战略，积极响应水泥行业产业结构调整、淘汰落后产能的号召，抢占新疆固定资产投资、新疆生产建设兵团建设投资及对口援疆建设的市场份额。

4.3.2. 重点布局南疆地区，业绩弹性大

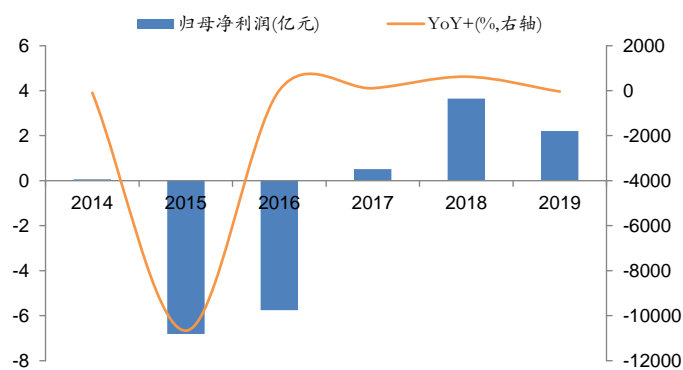
近年来新疆制定和实施了错峰生产、区域协同、取消 32.5 等级水泥等多项措施，有效缓解新疆水泥的供需矛盾，公司盈利能力持续增强。根据年报，2019 年公司水泥销量同比增加 89.5 万吨，实现营业总收入 31.4 亿元，同比增长 30.1%；归母净利润 2.2 亿元，同比下降 39.6%，主要系计提四个破产子公司资产减值。

图 44：2014-2019 青松建化营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

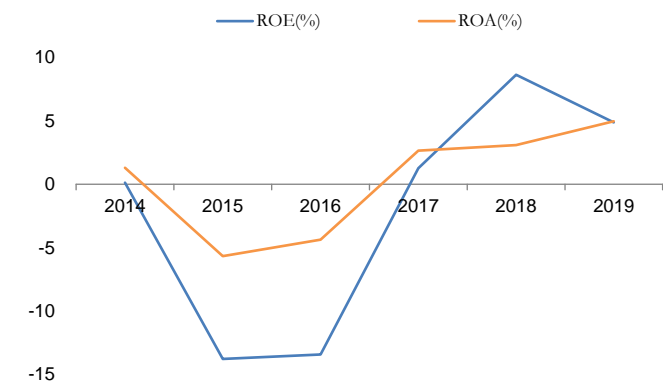
图 45：2014-2019 年青松建化归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

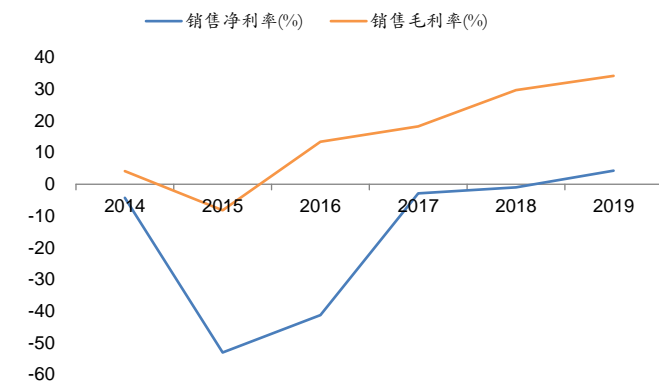
公司盈利能力持续改善。2015-2016 年由于新疆整个水泥行业产能严重过剩，公司 ROE、ROA、净利率等处于低位。2017 年开始，受益于新疆地区基建加码，供给端实施错峰限产和熟料产能置换，公司盈利能力开始改善。2017/2018/2019 的 ROE 分别 1.3%/8.6%/4.9%，扭转 2015-2016 年的亏损局面。2016-2019 年，公司的销售毛利率逐年提高。2019 年公司的毛利率达到 34.2%，比肩新疆水泥龙头天山股份。

图 46：2014-2019 青松建化 ROE 及 ROA 变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

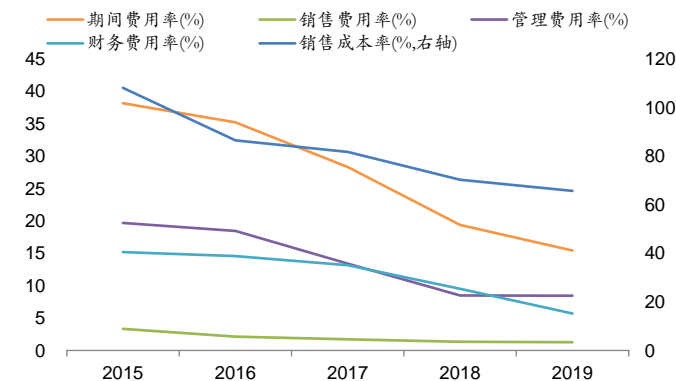
图 47：2014-2019 年青松建化毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

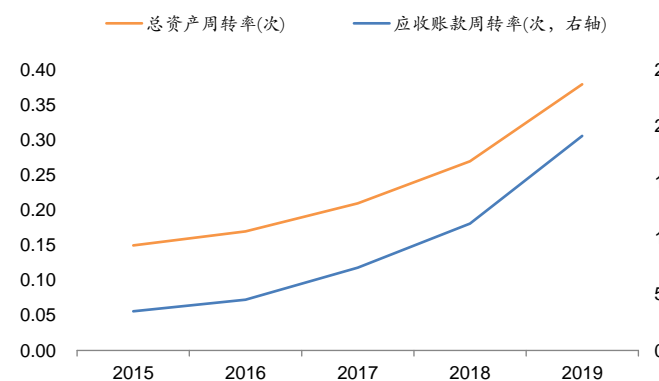
成本管控能力不断增强，费用率下降。根据年报，2019 年公司期间费用率为 15.6%，同比下降 3.9pct，销售/管理/财务费用率分别为 1.3%/8.5%/5.7%，同比下降 0.08pct/0.03pct/3.8pct，销售成本率为 65.8%，同比下降 4.5pct。公司营运能力改善，周转率稳步提高。截至 2019 年末，公司应收账款余额较上年期末减少 4026 万元，应收账款余额连年下降，加快资金回笼。2019 年公司总资产周转率为 0.4 次，同比提高 0.1 次，营运能力显著改善。

图 48：2015-2019 青松建化成本费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 49：2015-2019 年青松建化应收账款、总资产周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 12：2015-2019 青松建化吨指标对比

指标	2015	2016	2017	2018	2019
水泥销量: 万吨	681	639	687	596	686
吨收入: 元/吨	258	282	306	405	458
吨成本: 元/吨	279	244	250	285	301
吨毛利: 元/吨	-21	38	56	120	157
吨销售费用: 元/吨	9	6	5	5	6
吨管理费用: 元/吨	51	52	41	34	39
吨财务费用: 元/吨	39	41	40	39	26
吨费用: 元/吨	98	99	87	78	71
吨净利: 元/吨	-100	-90	7	61	32

资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司是南疆地区的水泥龙头企业，2019 年水泥熟料产能占新疆地区的比重为 18.2%，与天山股份形成双寡头市场。产能分布上，公司所有生产线均分布在新疆地区，南疆、北疆、东疆分别占比 52%、42%和 6%，在南疆熟料产能占比更高。公司南疆水泥生产线沿库尔勒、阿克苏、和田等重点城市布局，由于南疆地区拥有丰富的石油天然气、煤炭、矿产等资源优势，公司能优先获取较高品位的石灰石矿产资源，降低资源采购运输成本，并在各水泥消费地区占据先发优势。

表 13：截至 2019 年底，青松建化的熟料生产线

地区	公司名称	生产线规格	熟料产能	投产日期	备注
乌鲁木齐市	新疆青松建材有限责任公司	Φ5.4/5.6/6×78m	225	2013 年 6 月	兵团系统
博尔塔拉蒙古自治州	博乐市青松南岗建材有限责任公司	Φ3.54×56m	60	2008 年	兵团系统，60 万吨已转出，正在拆除
巴音郭楞蒙古自治州	巴州青松绿原建材有限责任公司	Φ4.0×58m	75	2010 年	兵团系统
阿克苏	新疆青松建材化工股份有限公司	Φ4.3×64m	90	2008 年	兵团系统
		Φ4.0×60m	75	2011 年	兵团系统
	库车青松水泥有限责任公司	Φ4.8×74m	150	2012 年 4 月	兵团系统
		Φ3.34×52m	30	2005 年 3 月	兵团系统，30 万吨已转出，正在拆除
克孜勒苏柯尔克孜自治州	克州青松水泥有限责任公司	Φ5.2×76m	180	2012 年 7 月	兵团系统
		Φ4.0×58m	75	2010 年	兵团系统
和田地区	和田青松建材有限责任公司	Φ4.0×58m	60	2007 年 12 月	兵团系统
伊犁哈萨克自治州	伊犁青松南岗建材有限责任公司伊犁水泥厂	Φ3.24×50m	30	2001 年 12 月	兵团系统，转出，30 万吨，正在拆除
		Φ4.0×60m	75	2009 年	兵团系统
	伊犁青松南岗建材有限责任公司霍城水泥厂	Φ3.2×50m	48	2006 年 8 月	兵团系统
塔城地区	塔城青松南岗建材有限责任公司	Φ4.3×70m	96	2012 年 9 月	兵团系统
	乌苏青松建材有限责任公司	Φ4.3×64m	90	2011 年	兵团系统

资料来源：新疆区政府官网，安信证券研究中心

近两年，新疆地区经济发展开始提到与维稳相当的重要地位。新疆基础设施相对落后，尤其是南疆经济水平较低。经过内地多年来的对口支援和中央转移支付（大多用于南疆），南疆财政资金充裕。受限于前几年严峻的维稳形势，很多重点项目无法开工建设，导致基建投资落地情况低于预期。今年以来，政府要求北疆相对发达的城市和兵团等大规模向南疆投资，南疆有望在未来几年成为新疆基建投资的重心。公司作为南疆地区水泥龙头，直接受益于新疆基建加码和兵团及自治区“向南发展”的战略。

4.4. 投资建议与风险提示

4.4.1. 投资建议

新疆水泥景气向上，看好水泥旺季行情，推荐天山股份和青松建化。在基建投资加码的刺激下，新疆水泥需求大幅回升，库存降至合理水平。近期阿克苏地区已启动第一轮涨价，幅度为 40-50 元/吨。根据数字水泥网数据，截至 5 月 15 日，新疆乌鲁木齐和阿克苏水泥出货率分别为 27%和 35%，去年同期为 20%和 25%，发货率显著好于去年同期。新疆地区水泥旺季持续时间长，看好旺季水泥量价齐升行情。在供给侧改革和环保限产等因素影响下，新疆水泥企业盈利向好，或迎 ROE、PB 戴维斯双击。重点推荐受益于两材重组、区域协同效应显现的【天山股份】和业绩高弹性标的【青松建化】。

表 14：主要水泥标的盈利预测（截至 5 月 20 日）

代码	公司	净利润（亿元）			P/E			股息率			PB
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
000877.SZ	天山股份	19.0	21.0	22.0	7.1	6.4	6.1	4.3%	4.8%	5.1%	1.4
600425.SH	青松建化	5.6	6.5	6.9	10.5	8.9	8.4	-	-	-	1.3
600449.SH	宁夏建材	10.6	12	12.8	6.5	5.8	5.4	5.1%	5.8%	6.2%	1.2
600720.SH	祁连山	15.7	17.2	18.8	8.4	7.7	7.0	4.2%	4.6%	5.0%	1.9
000401.SZ	冀东水泥	33.9	38.4	42.7	8.1	7.1	6.4	2.6%	3.0%	3.3%	2.3
600585.SH	海螺水泥	353.6	364	370.4	8.9	8.7	8.5	5.1%	5.2%	5.3%	2.2
600801.SH	华新水泥	65.8	70.1	75.6	8.8	8.3	7.7	5.3%	5.7%	6.1%	2.7

资料来源：WIND，安信证券研究中心（假设未来分红比例与 2019 年持平，华新水泥、宁夏建材、祁连山盈利预测来自 WIND 一致预期）

4.4.2. 风险提示

风险提示：新冠疫情不确定性、基建投资和房地产投资不及预期、环保政策出台不及预期

（1）新冠疫情不确定性，可能导致下游需求低迷，进而造成库存高企、价格下跌，甚至造成水泥产线停产。2020 年一季度受新冠疫情影响，国内水泥行业产销量低于同期；

（2）若基建投资增速及房地产投资增速不及预期，将直接影响下游需求，进而导致水泥供过于求，水泥价格下跌，影响公司营收和利润；

（3）环保政策出台不及预期。2020 年是“蓝天保卫战三年行动”收官之年，预计年内环保政策存在趋严可能。若政策出台力度不及预期，对供给端的改善程度会受到影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、马丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034