

西部开发新时代，西部水泥新格局

华西两会前瞻系列

► **指导意见彰显国家西部开发及基建托底经济决心。**在 2019 年 3 月审批通过 14 个月，2020 年 5 月 17 日，中共中央、国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，要求加快西部地区建设，重点包括：1) 加快包括川藏铁路、沿江高铁等工程在内的基础设施建设，2) 深入实施生态工程，加速西部地区绿色发展，3) 强化开放大通道建设，提高经济开放水平，4) 加强相关金融、财税等政策的落实，更好支持大开发战略。我们认为此份意见超市场预期，主要地方在于鼓励西部地区（特别是广西）积极对接长三角、粤港澳等其他国家战略，而国家此时发布意见，既体现了开发西部的意志，也体现了疫情后国家基建托底经济的决心。

► **重点工程提振需求，可持续性较强。**根据我们测算，西部地区目前城镇化率 52.9%，低于全国平均 8 个百分点左右，高速公路、铁路密度均不足全国平均的 60%，基建发展空间大。2019 年以来，国家批复西部地区重点项目力度加速，2019/2020 年前 4 月批复重点项目投资额 5423/2213 亿元，相较于 2017-2018 年明显加速，而其中大多数项目为 2019H2 后新开工或规划阶段，测算仅 2019 年后批复（包括此次意见中直接提及的重点项目）每年带来水泥需求 4310 万吨左右（5.4%），能够在未来 3-5 年内较好支撑西部地区需求增长。同时，2020 年以来，西部地区专项债发行加速，2020 年前五月发行额同比翻倍，因此我们认为资金确定性需求可持续性较强。

► **供给侧好转，供需迎双击。**我们认为 2020 年以来，西部地区重点水泥市场供给端同样出现好转：1) 宁夏、蒙西地区效仿新疆推动电石渣水泥错峰置换，执行效果显著，当地库存保持 50% 左右低位，3 月底率先实现涨价，2) 贵州地区 2020 年首次从政府层面推动错峰生产，执行较为严格，3 月底以来价格累计上涨 40 元/吨，3) 2020 年 4 月广西地区暂停产能置换，有利于中长期内优化供给格局。判断 2020 年，西部地区水泥行业将迎来供需双击，而如果云南地区能够逐步推进错峰生产执行，则供给边际改善的力度将更大。

► **投资建议。**预计天山股份 2020-2022 年归母净利润 18.39/20.59/23.02 亿元，同比增长 12.4%/12.0%/11.8%。给予公司基于市盈率估值法的目标价 15.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。根据测算，西部地区水泥不含税价格相对我们基准假设每上升 10 元/吨，则天山股份、祁连山、宁夏建材归母净利润相比于我们的基准预测提升 4.8%/8.8%/9.3%，弹性较大。

► **风险提示。**疫情反弹，环保限产弱于预期，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郁暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. 西部开发战略强化	4
2. 需求反转可持续性, 两会政策或进一步升级	5
2.1. 基建及城镇化水平相对落后, 发展空间大	5
2.2. 项目批复加速	6
2.3. 金融支持力度加大, 资金确定性强	9
2.4. 两会展望: 政策支持有望进一步升级	10
3. 供给侧逐步好转, 供需双击可期	10
3.1. 西北及蒙西: 电石渣错峰置换普及, 供给边际改善效果大	10
3.2. 贵州: 2020 年政府开始推动错峰生产	13
3.3. 广西: 4 月叫停产能置换新项目, 有利长期供给格局	13
4. 天山股份、祁连山、宁夏建材核心受益	14
5. 风险提示	18

图表目录

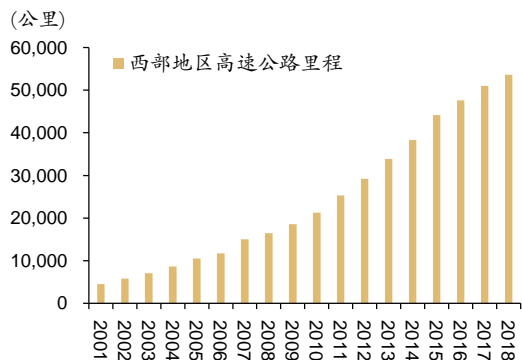
图 1 西部地区高速公路里程	4
图 2 西部地区铁路里程	4
图 3 西部地区高速公路密度低于全国平均	6
图 4 西部地区铁路密度低于全国平均	6
图 5 西部地区轨道交通密度低于全国平均	6
图 6 西部地区城镇化率低于全国平均	6
图 7 2017 年至今发改委批复西部地区重点项目列表	7
图 8 川藏铁路示意图	8
图 9 沿江高铁示意图	8
图 10 渝昆高铁示意图	8
图 11 西宁成都铁路示意图	8
图 12 蒙西地区电石渣水泥企业产能占比	10
图 13 宁夏地区电石渣水泥企业产能占比	10
图 14 新疆高标水泥价格 2018 年以来大幅上涨	11
图 15 天山股份归母净利润连创新高	11
图 16 宁夏地区高标水泥价格 3 月底上涨	12
图 17 宁夏地区水泥库存 2020 年下降明显	12
图 18 贵州地区价格 3 月底以来上涨	13
图 19 贵州地区水泥库存目前已降至 50% 低位	13
图 20 公司熟料产能	14
图 21 公司水泥产能	14
图 22 公司商混产能	14
图 23 公司股权结构	15
图 24 新疆水泥熟料产量比	15
图 25 新疆地区市场份额	15
图 26 天山股份盈利预测	17

表 1 《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》主要内容总结	5
表 2 2019 年以来已公布重点工程对西部地区水泥需求提振作用测算	9
表 3 地方政府融资监管力度是西部水泥实际需求良好的风向标	9
表 4 内蒙古电石渣水泥与石灰石水泥企业错峰置换方案（涉及石灰石水泥部分）	11
表 5 内蒙古地区参与错峰置换电石渣水泥企业列表	12
表 6 宁夏地区电石渣水泥企业列表	12
表 7 广西地区产能置换项目列表	13
表 8 天山股份盈利预测	16
表 9 可比公司估值	16
表 10 重点企业弹性测算	18

1. 西部开发战略强化

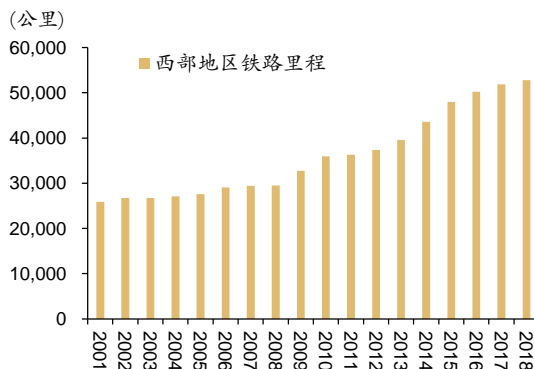
我国于 1999 年正式提出西部大开发，经过 20 余年的努力，西部大开发取得了辉煌成就，综合实力显著提升。其中单就基础设施而言，西部地区高速公路/铁路运营里程分别由 2001 年的 4518/25873 公里提升至 2018 年的 53624/52797 公里，极大提高当地交通便捷程度。

图 1 西部地区高速公路里程



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 西部地区铁路里程



资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》（后文简称 2020 年意见），主要内容包括：

范围：包括为青海、重庆、四川、陕西、甘肃、云南、贵州、广西、内蒙、宁夏、新疆、西藏、恩施及湘西土家族苗族地区。

总体要求：打好三大攻坚战，推动现代化产业体系并提升创新能力，优化能源结构，促进城乡融合发展，强化基础设施建设，加快包括川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西宁成都铁路等重大工程规划建设，到 2035 年，基本实现社会主义现代化。

一带一路建设：强化开放大通道建设，完善北部湾港口建设，加快铁路、公路与港口、园区连接线建设，强化沿江铁路通道运输能力和港口集疏运体系建设，同时提高经济开放水平。

生态建设：深入实施重点生态工程，稳步开展重点区域综合治理，加快推进西部地区绿色发展。

改革举措：深化市场配置、科技体制改革，推进信用体系建设，努力营造良好营商环境。

其他：坚持以人民为中心，增强人民群众获得感、幸福感，加强财税、金融、产业等相关政策支持和组织保障。

表 1 《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》主要内容总结

项目	内容
总体要求	打好三大攻坚战，推动现代化产业体系并提升创新能力，优化能源结构，促进城乡融合发展，强化基础设施建设，加快包括川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西宁成都铁路等重大工程规划建设，到 2035 年，基本实现社会主义现代化。
一带一路	强化开放大通道建设，完善北部湾港口建设，加快铁路、公路与港口、园区连接线建设，强化沿江铁路通道运输能力和港口集疏运体系建设，同时提高经济开放水平。
生态建设	深入实施重点生态工程，稳步开展重点区域综合治理，加快推进西部地区绿色发展。
改革举措	深化市场配置、科技体制改革，推进信用体系建设，努力营造良好营商环境。
其他	坚持以人民为中心，增强人民群众获得感、幸福感，加强财税、金融、产业等相关政策支持和组织保障。

资料来源：政府网站，华西证券研究所

2019 年 3 月西部大开发 20 周年之际，中央深改委在会议上通过了这份意见，时隔 14 个月后，2020 年意见正式下发。我们认为这份意见超市场预期主要地方在于拓展区际合作，鼓励西部地区积极对接京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等重大战略建设，支持跨区域产业园区建设，特别是鼓励广西积极参与粤港澳及海南地区建设；同时，我们认为，国家于此时发布 2020 年意见，不仅是重申对于西部开发战略的强化，同时也体现了国家在疫情及贸易争端下，完成脱贫攻坚战及 2020 年基建托底经济的决心。

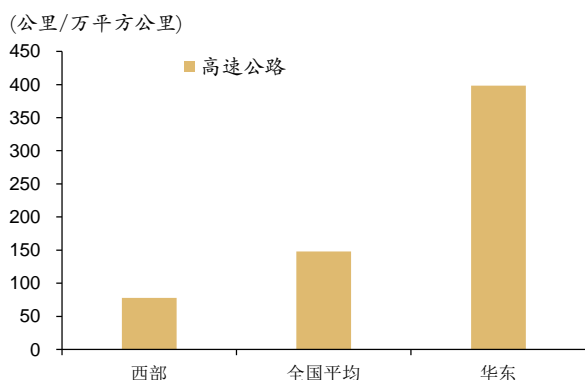
2. 需求反转可持续性强，两会政策或进一步升级

我们认为在 1) 城镇化率及基建强度仍然较低，2) 项目批复加速，3) 金融支持力度加大的背景下，西部地区 2019 年的水泥需求反弹并非昙花一现，相反可以在未来 3-5 年内保持稳定增长，而金融政策支持力度的加大将进一步增强确定性。同时，我们认为两会对于西部大开发的政策或进一步升级。

2.1. 基建及城镇化水平相对落后，发展空间大

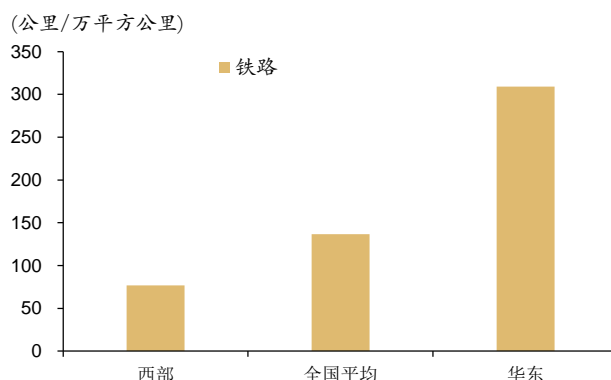
若以胡焕庸线为分界线，则中国东部地区以 35%的土地面积供养全国 95%的人口，而西部地区以全国 65%的土地面积供养 5%的人口，其城镇化率及基础设施建设水平均低于全国平均水平。根据我们统计，截止到 2019 年，西部地区（后文中我们统计中的西部地区包括西北五省、西南五省、广西及内蒙）平均城镇化率约为 52.9%，低于全国平均的 60.6%，而铁路，高速公路平均强度为 76.8/78.0 公里/万平方公里，同样低于全国平均，中长期而言基建及扶贫的空间仍然较大。

图3 西部地区高速公路密度低于全国平均



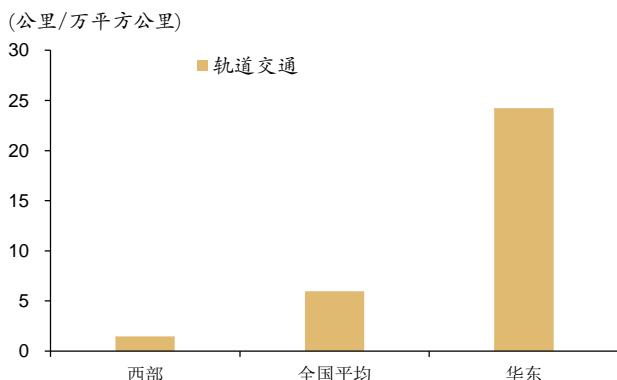
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 西部地区铁路密度低于全国平均



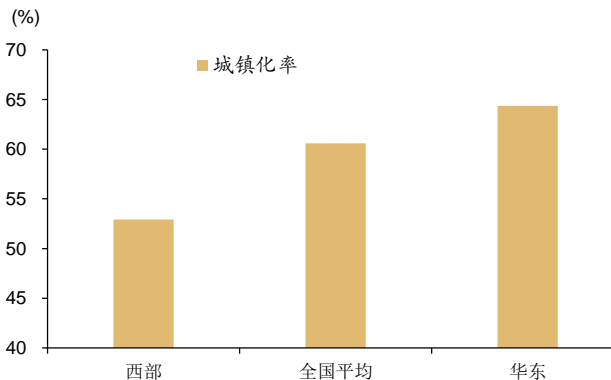
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 西部地区轨道交通密度低于全国平均



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 西部地区城镇化率低于全国平均



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2. 项目批复加速

2019 年（西部大开发 20 周年）以来，国家西部地区重点项目批复加速。根据我们统计，2019 年及 2020 年前 4 月，发改委累计批复包括西安至十堰铁路、西宁至成都铁路、西安咸阳国际机场三期扩建等西部地区（按照 2020 意见中个省市划分）重点项目，合计投资额 5423/2213 亿元，相较于 2017 年及 2018 年明显加速；其中多数项目为 2019H2 后开工（或仍未正式开工）。而由于一个基建项目的周期通常为 2-4 年，我们认为未来 3-5 年西部地区基建将保持较高水平，带动水泥需求稳定增长。

图 7 2017 年至今发改委批复西部地区重点项目列表

项目名称	批复时间	总投资（亿元）	类型	状态
宁夏自治区东至甜水堡（宁甘界）公路	2017/01	69	公路	已开工
克什克腾至承德公路内蒙古自治区段	2017/02	62	公路	已开工
贵州威宁民用机场项目	2017/07	18	机场	已开工
乌鲁木齐机场改扩建工程项目	2017/08	411	机场	已开工
广西玉林民用机场项目	2017/08	15	机场	已开工
2017年合计		574		
新建弥勒至蒙自铁路	2018/01	136	铁路	已开工
新建和田至若羌铁路	2018/04	222	铁路	已开工
新建包头至银川铁路银川至惠农段	2018/07	129	铁路	
新建重庆至黔江铁路	2018/10	535	铁路	已开工
乌鲁木齐机场改扩建	2018/11	421	机场	已开工
重庆轨道交通第三期建设规划（2018-2023）	2018/11	456	轨道交通	已开工
广西北部湾经济区城际铁路规划2019-2023	2018/12	517	铁路	
新建西安至延安铁路	2018/12	556	铁路	
2018年合计		2,971		
呼和浩特新机场	2019/01	224	机场	
陕西西安咸阳机场三期扩建	2019/01	471	机场	
甘肃兰州中川国际机场三期扩建工程项	2019/02	317	机场	
新建新疆昭苏机场工程	2019/03	7	机场	
青海省西宁曹家堡机场三期扩建工程	2019/05	107	机场	
西安市城市轨道交通第三期	2019/06	969	轨道交通	已开工
成都市城市轨道交通 第四期建设规划（2019-2024年）	2019/06	1,318	轨道交通	
新建新疆于田机场工程	2019/06	8	机场	已开工
四川阆中民用机场项目	2019/07	11	机场	已开工
重庆至昆明高速铁路	2019/09	1,416	铁路	已开工
长江上游朝天门至涪陵河段航道整治工程	2019/09	13	环境治理	已开工
新建新疆塔什库尔干机场	2019/09	16	机场	已开工
包头至银川高铁包头至惠农段（含银川至巴彦浩特支线）	2019/12	546	铁路	
2019年合计		5,423		
西安咸阳国际机场三期扩建工程	2020/01	476	机场	
西宁至成都铁路	2020/01	815	铁路	
兰州中川机场三期扩建	2020/02	336	机场	
西宁曹家堡机场三期扩建工程	2020/03	105	机场	
西安至十堰铁路	2020/04	477	铁路	
长江上游羊石盘至白沙水道航道整治工程	2020/04	5	环境治理	
2020年前4月合计		2,213		

资料来源：发改委，华西证券研究所

我们判断 2019 年批复的重点项目，目前绝大多数仍处于施工前期，未来将有 2-3 年水泥消费高峰。同时，此次意见中直接提及的川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西宁成都铁路均为大型工程，以及众多的公路、铁路、高铁、机场等新项目有望推出，预计对于西部地区水泥需求提振作用较大，且持续时间较长，我们预计三季度有望全面进入开工阶段，对水泥等建材形成实质性的拉动。

川藏铁路：中国第二条进藏铁路，西南地区规划主干线之一，东起成都西至拉萨，全场 1838 公里，设计时速 160-200 公里每小时。截止到 2020 年 4 月，该铁路拉萨至林芝端隧道完成贯通，预计 2026 年全线完工。

沿江高铁：国家出于长江经济带发展需要建设的，连接上海市与成都市的高铁，全场 1900 公里，铁路设计时速 350 公里，预计 2020 年开始开工建设，通车后上海到成都时间缩短至 7 小时。

图 8 川藏铁路示意图



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 9 沿江高铁示意图



资料来源：百度图片，华西证券研究所

渝昆高铁：途经重庆、四川、贵州、云南四省市，全场 698.96 公里，设计时速 350 公里/小时。建成后，将与沿江高铁共同成为串联九华山、黄山、三峡、丽江古城、玉龙雪山等长江经济、旅游景点的大通道。该项目 2019 年开工，预计 2025 年完工。

西宁成都铁路：连接青海西宁与四川成都的便捷通道，全长 837 公里，设计时速 200 公里/小时，是一条以客运为主、兼顾沿线轻快货物交流的区际快速铁路干线。该项目于 2020 年 3 月四川段开工。

图 10 渝昆高铁示意图



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 11 西宁成都铁路示意图



资料来源：百度图片，华西证券研究所

我们假设西部地区 1) 每公里铁路、公路需要使用水泥 12000 吨，2) 每公里轨道交通需要使用水泥 30000 吨，3) 机场、港口等项目每 1 亿元投资带来 2 万吨水泥需求，4) 单个重点项目建设周期为 3 年，则我们测算仅 1) 已公布的 2019 年以来发改委批复及 2) 此次意见中提及的重点项目两项内容每年带来水泥需求 4310 万吨，按照 2019 年数据相当于提振西部地区水泥需求 5.4%。如考虑到其他重点工程，则当地新开工重点工程对于水泥需求的提振作用更大。

表 2 2019 年以来已公布重点工程对西部地区水泥需求提振作用测算

	里程 (公里)	每公里使用水泥量 (吨)	总水泥使用量 (万吨)
铁路、公路	6,648	12,000	7,978
轨交	325	30,000	975
	投资额 (亿元)	单位投资水泥用量 (吨/亿元)	总水泥使用量 (万吨)
机场、港口等项目	1,988	20,000	3,976
估算 2019 年以来重点项目水泥用量 (万吨)			12,929
公布重点项目年水泥用量 (万吨)			4,310
西部地区水泥产量 (万吨)			79,120
需求提振			5.4%

资料来源：发改委，数字水泥，华西证券研究所

2.3. 金融支持力度加大，资金确定性强

由于人口密度低于东部地区，西部地区水泥需求更加依赖重点工程，而由于西部地区政府财政实力总体弱于东部地区，因此融资条件及资金到位情况是西部实际水泥需求的重要决定因素，从历史数据而言，如果以城投债净融资额作为中央对于地方政府融资监管力度的风向标，则 2016 年后西南、西北地区水泥需求增速基本决定于融资环境和资金到位程度。

表 3 地方政府融资监管力度是西部水泥实际需求良好的风向标

	全国城投债融资 (亿元)	西南水泥增速 (%)	西北水泥增速 (%)
2016	14,610	7.8	(4.6)
2017	5,021	1.6	(0.7)
2018	6,176	6.4	(8.2)
2019	11,323	4.0	7.4

资料来源：Wind，数字水泥，

2020 年以来，国家加大专项债发行力度，进一步扩充资金来源。根据我们统计，2020 年 1-5 月，西部地区累计发行专项债券 4521 亿元，相较于 2019 年同期同比增长 99.4%，体现金融支持力度加大，因此我们认为上述储备项目能够较好的转化为实际水泥需求，支撑当地水泥行业成长。

2.4. 两会展望：政策支持有望进一步升级

展望两会，我们认为西部开发相关政策支持有望进一步升级，具体可能包括两个层面：1) 类似于此前的长三角及粤港澳大湾区，两会上国家或进一步明确西部开发是国家级战略，2) 进一步扩大新增专项债限额，且新增限额向西部地区倾斜。

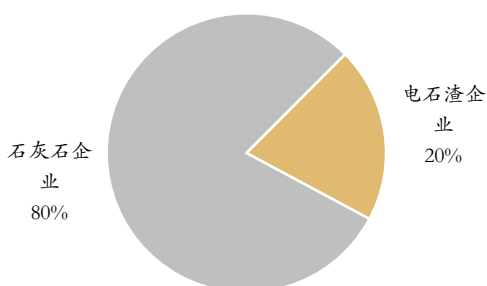
3. 供给侧逐步好转，供需双击可期

随着 1) 宁夏蒙西推进错峰置换、2) 贵州首次从政府层面推进错峰生产及 3) 广西叫停产能置换，我们认为西部地区供给侧同样有望好转，2020 年西部地区供需双击可期，而如果云南地区未来能够逐渐执行错峰生产，则西部地区水泥供给将出现更大改善。

3.1. 西北及蒙西：电石渣错峰置换普及，供给边际改善效果大

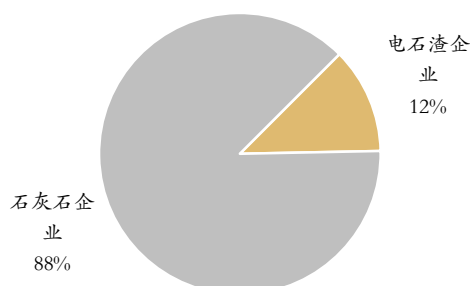
电石渣水泥企业是指以电石渣（而非熟料）作为主要原料生产水泥熟料的企业，在西北及蒙西地区较为普遍，根据数字水泥相关数据测算，电石渣水泥企业分别占宁夏、蒙西产能的 12.5%/20% 左右。由于承担废物处理任务，电石渣水泥过往基本不配合错峰生产，增大有效供给及区域间互相冲击，并造成石灰石水泥企业担心市场份额流失、加大生产力度，从而直接并间接恶化供给，对于西北地区水泥行业供需格局造成较大压力。

图 12 蒙西地区电石渣水泥企业产能占比



资料来源：数字水泥，水泥地理，华西证券研究所

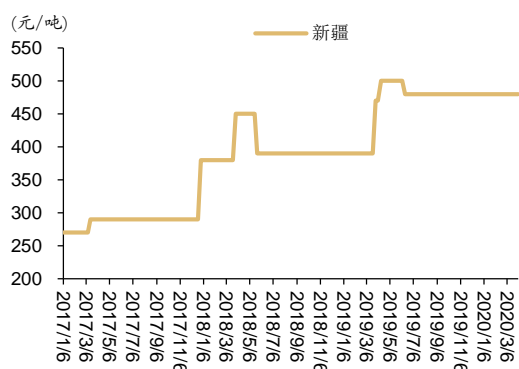
图 13 宁夏地区电石渣水泥企业产能占比



资料来源：数字水泥，水泥地理，华西证券研究所

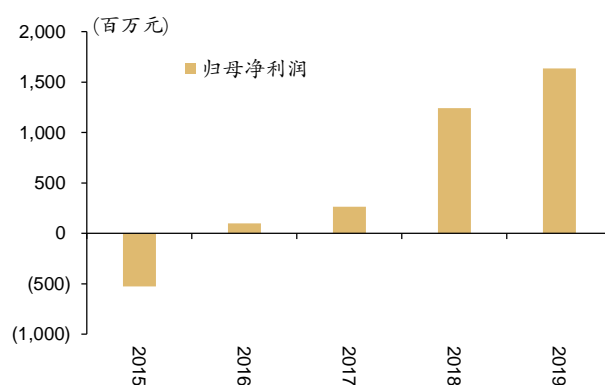
2018 年起，新疆开始推行电石渣水泥错峰置换，具体操作方式为：石灰石水泥企业增加停产时间控制供给，但电石渣水泥企业所生产熟料只能外售给增加停产时间的石灰石水泥企业，避免其市场份额流失。相关政策效果显著，当地高标水泥价格由 2017 年底的 290 元/吨大幅上升至目前的 480 元/吨，当地主要企业天山股份归母净利润连创新高。2020 年，宁夏及蒙西开始效仿新疆，其中蒙西操作方式基本类似于新疆，而宁夏则要求电石渣企业非采暖季补足停产时间。相关政策执行良好，目前宁夏地区库存位于 50% 低位，3 月成为全国 2020 年率先涨价地区，目前高标水泥价格 350 元/吨，同比高出 30 元/吨左右。

图 14 新疆高标水泥价格 2018 年以来大幅上涨



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 15 天山股份归母净利润连创新高



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 4 内蒙古电石渣水泥与石灰石水泥企业错峰置换方案（涉及石灰石水泥部分）

所属集团	产能置换生产线	规模 (吨/日)	停窑时长 (月)	停窑期限
金隅冀东	内蒙古冀东水泥	5,000	2	6月5日-8月5日
金隅冀东	伊东冀东水泥	2,500	4	3月16日-7月15日
蒙西水泥	鄂尔多斯蒙西水泥	5,000	3	4月16日-7月15日
中国建材	巴彦淖尔中联	5,000	1	3月16日-4月15日
中国建材	乌海西水水泥	2,500	4	3月16日-7月15日
合计		20,000	14	

资料来源：内蒙古工信厅，华西证券研究所

表 5 内蒙古地区参与错峰置换电石渣水泥企业列表

企业	所属集团	地级市	日产能 (吨)	年产能 (万吨)
内蒙古亿利冀东水泥有限公司 (PVC)	冀东水泥	鄂尔多斯市	2,500	78
内蒙古君正能源化工有限责任公司水泥分公司 (PVC)	君正化工	乌海市	2,500	78
内蒙古君正能源化工有限责任公司水泥分公司 (PVC)	君正化工	鄂尔多斯市	2,500	78
鄂尔多斯电力冶金 (PVC)	鄂绒集团	鄂尔多斯市	2,500	78
乌海化工股份有限公司 (PVC)	乌海化工 (西部环保)	乌海市	2,500	78
合计			12,500	388

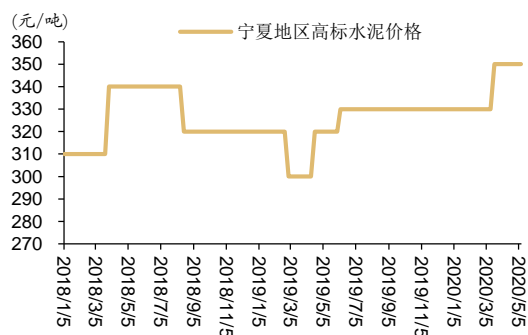
资料来源：内蒙古工信厅，华西证券研究所

表 6 宁夏地区电石渣水泥企业列表

生产线	所属集团	地级市	规模 (吨/日)	产能 (万吨/年)
宁夏金昱元化工集团有限公司 (PVC)	金昱元化工	吴忠市	1,500	47
英特利化工有限公司 (PVC)	中石化	银川市	2,500	78
宁夏大地化工有限公司 (PVC)	大地化工	石嘴山市	2,500	78
宁夏金昱元广拓能源有限公司 (PVC)	金昱元化工	固原市	2,500	78
合计			9,000	279

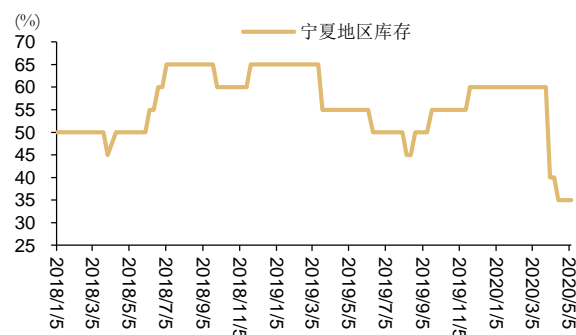
资料来源：数字水泥，水泥地理，华西证券研究所

图 16 宁夏地区高标水泥价格 3 月底上涨



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 17 宁夏地区水泥库存 2020 年下降明显

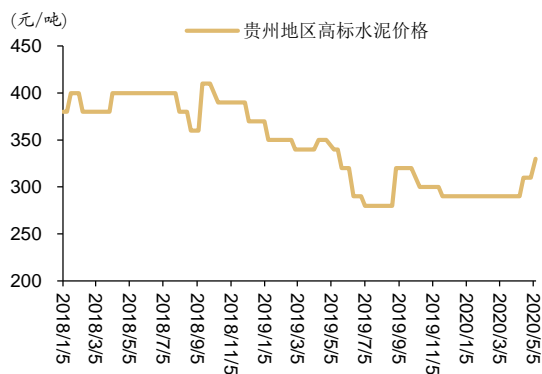


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

3.2. 贵州：2020 年政府开始推动错峰生产

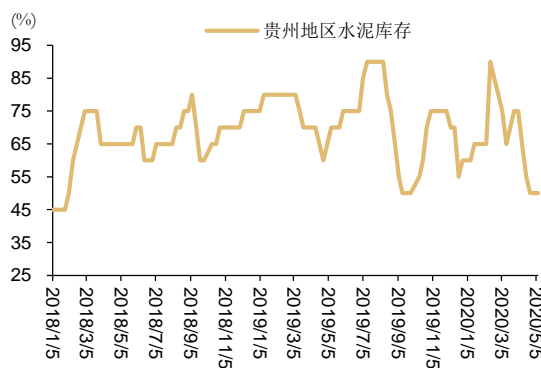
2020 年，贵州工信厅发布文件，要求 2020 年贵州 85 条硅酸盐水泥生产线全部参加错峰生产，全年不少于 100 天，其中一季度 45 天，二三季度各 20 天，四季度 15 天，是近年来省内第一次政府层面推动的错峰生产（此前多为企业和协会推动，执行效果十分有限）。目前，该政策执行良好，当地库存保持 50%左右（去年同期是 65-70%），3 月以来当地高标水泥价格累计上涨 40 元/吨，目前价格 330 元/吨，已反超去年同期 10 元/吨。

图 18 贵州地区价格 3 月底以来上涨



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 19 贵州地区水泥库存目前已降至 50%低位



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

3.3. 广西：4 月叫停产能置换新项目，有利长期供给格局

由于石灰石资源丰富，省内需求良好，且能够通过西江直接辐射华南核心市场珠三角，广西是产能置换企业“必争之地”，根据我们的不完全统计，目前已有上峰、红狮、合山虎鹰等企业通过淘汰新疆等地产能异地置换进入广西地区。2020 年 4 月，广西工信厅发出正式通知，从印发通知日起正式暂停当地水泥产能置换工作。我们认为广西叫停产能置换有望在中长期内优化当地供需格局，避免恶性竞争及产能过剩，而后续不排除当地进一步通过限制异地置换、提升环保标准等手段控制产能。

表 7 广西地区产能置换项目列表

新产能地点	拆除产能地点	新建产能（吨/日）	理论淘汰产能（吨/日）
合山虎鹰建材有限公司水泥熟料生产线项目 广西	内蒙古及新疆	5,000	6,500
广西南宁红狮水泥项目 广西	浙江、四川	5,000	6,250
广西上峰水泥置换项目 广西	新疆	5,000	6,500

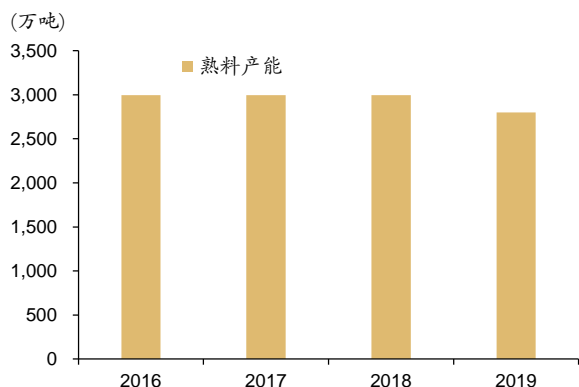
资料来源：数字水泥，广西工信厅，华西证券研究所

4. 天山股份、祁连山、宁夏建材核心受益

西北的三家水泥企业天山股份、祁连山、宁夏建材由于产能较为集中于西部，是西部水泥景气度提升的最大受益者。

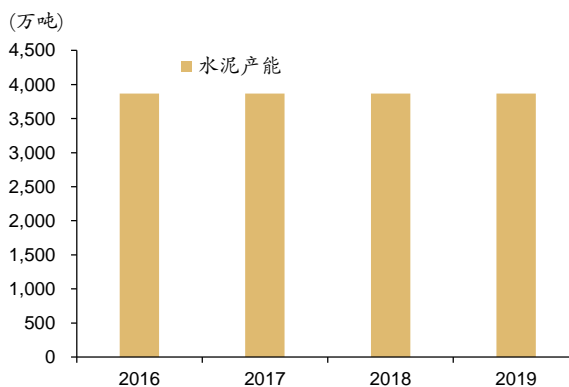
天山股份是以新疆水泥厂为主体进行改组，国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一，是西北地区最大的水泥生产企业及重点混凝土生产企业。根据公司年报披露数据，截止到 2019 年底，公司熟料产能 2800 万吨，水泥产能 3866 万吨，商品混凝土产能 1475 万方，再新疆 12 个地区拥有 30 余家水泥商混生产企业，同时在江苏苏锡常地区布局水泥和商混企业。

图 20 公司熟料产能



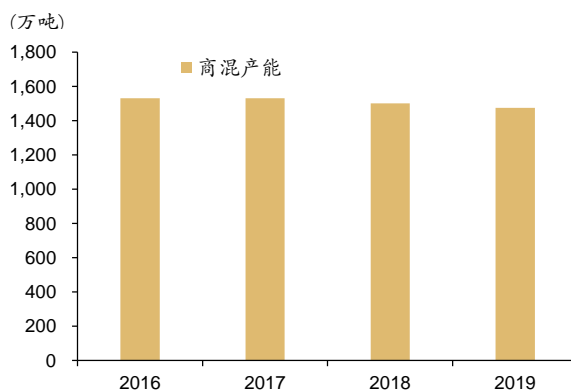
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 21 公司水泥产能



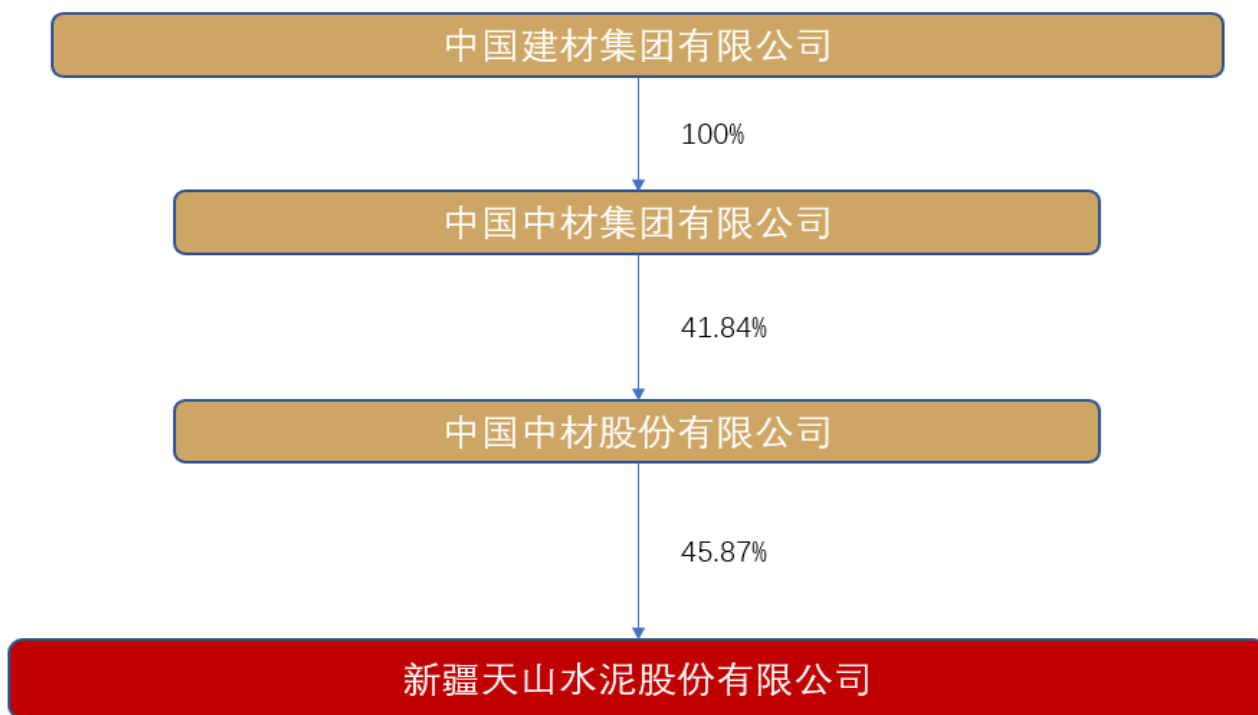
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 22 公司商混产能



资料来源：公司年报，华西证券研究所

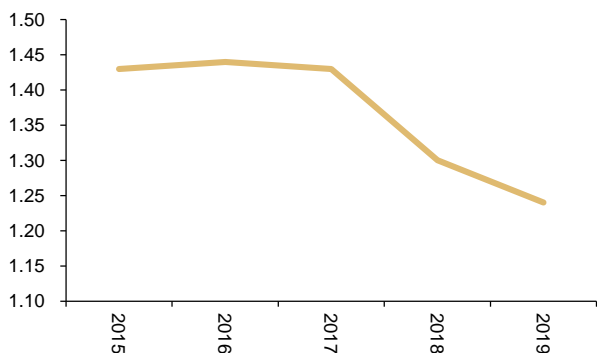
图 23 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

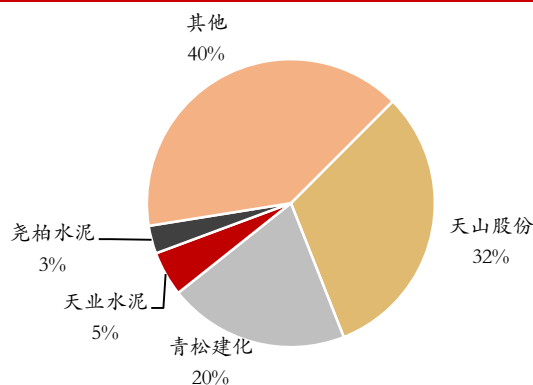
新疆位于我国西北边陲，面积 116.5 万平方公里，地广人稀，市场较为封闭。如前文所述，我们认为新疆地区将是西部开发的受益者。而根据我们统计，在 2018 年年错峰政策出台后，当地水泥/熟料产量比由过往的 1.4-1.45x 迅速下降至 1.24x，体现小企业及独立粉磨站逐渐被淘汰，集中度提升。同时，根据我们测算，截止到 2019 年底，天山股份产能占新疆地区产能 32% 左右，是当地产能最大的企业，是当地水泥行业高景气度的核心受益者。

图 24 新疆水泥熟料产量比



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 25 新疆地区市场份额



资料来源：水泥地里，华西证券研究所

我们预计天山股份 2020-2022 年销量每年增长 8-10%，2020 年平均售价、吨毛利同比增长 8/5 元/吨，随后基本保持平稳，预计公司 2020-2022 年归母净利润 18.39/20.59/23.02 亿元，同比增长 12.4%/12.0%/11.8%。给予公司 2020 年盈利预测 9x PE 估值，对应目标价 15.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8 天山股份盈利预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
水泥及熟料销量 (万吨)	1,946	2,149	2,321	2,553	2,808
平均售价 (元/吨)	353	377	385	385	385
吨毛利 (元/吨)	136	158	163	163	163
水泥业务收入	6,871	8,110	8,934	9,828	10,811
其他收入	1,060	1,578	1,578	1,578	1,578
总收入	7,932	9,688	10,512	11,406	12,388
同比增速	12.0%	22.1%	8.5%	8.5%	8.6%
净利润	1,241	1,636	1,839	2,059	2,302
净利率	15.6%	16.9%	17.5%	18.1%	18.6%
同比增速	368.5%	31.8%	12.4%	12.0%	11.8%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 9 可比公司估值

	2020E PE	PB MRQ
祁连山	8.2	1.9
天山股份	7.3	1.4
宁夏建材	6.3	1.2
海螺水泥	8.8	2.2
华新水泥	9.0	2.7

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 天山股份盈利预测

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9688.22	10512.22	11405.66	12388.43	净利润	1828.98	2055.85	2302.62	2574.20
YoY (%)	22.14%	8.51%	8.50%	8.62%	折旧和摊销	890.54	492.51	494.61	498.51
营业成本	6142.52	6571.59	7087.05	7654.05	营运资金变动	-278.39	-278.76	40.74	44.82
营业税金及附加	153.68	166.75	180.92	196.51	经营活动现金流	2676.07	2477.53	3045.90	3325.46
销售费用	327.90	355.79	386.03	419.29	资本开支	-8.48	-0.70	-0.70	-0.70
管理费用	533.28	578.63	627.81	681.90	投资	-347.65	0.00	0.00	0.00
财务费用	195.79	183.22	149.88	113.03	投资活动现金流	-355.14	5.28	5.28	5.28
资产减值损失	251.77	251.77	251.77	251.77	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.99	5.99	5.99	5.99	债务募资	-1838.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2397.09	2366.79	2680.80	3026.39	筹资活动现金流	-2847.00	-774.42	-884.80	-964.22
营业外收支	-69.69	249.30	249.30	249.30	现金净流量	-526.07	1708.39	2166.38	2366.52
利润总额	2327.39	2616.09	2930.10	3275.69	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	498.41	560.24	627.48	701.49	成长能力 (%)				
净利润	1828.98	2055.85	2302.62	2574.20	营业收入增长率	22.14%	8.51%	8.50%	8.62%
归属于母公司净利润	1635.76	1838.66	2059.36	2302.25	净利润增长率	31.80%	12.40%	12.00%	11.79%
YoY (%)	31.80%	12.40%	12.00%	11.79%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.56	1.75	1.96	2.20	毛利率	36.60%	37.49%	37.86%	38.22%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	18.88%	19.56%	20.19%	20.78%
货币资金	688.78	2397.17	4563.56	6930.08	总资产收益率ROA	10.71%	11.10%	11.24%	11.36%
预付款项	53.91	53.91	53.91	53.91	净资产收益率ROE	16.96%	16.83%	16.73%	16.61%
存货	350.95	375.46	404.91	437.31	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1942.03	1990.88	2043.85	2102.12	流动比率	0.89	1.51	2.13	2.76
流动资产合计	3035.66	4817.43	7066.23	9523.42	速动比率	0.77	1.37	1.99	2.61
长期股权投资	111.34	111.34	111.34	111.34	现金比率	0.20	0.75	1.38	2.01
固定资产	10981.74	10565.39	10252.49	9988.46	资产负债率	33.64%	29.79%	27.61%	25.61%
无形资产	674.21	636.97	599.72	562.48	经营效率 (%)				
非流动资产合计	12242.58	11748.30	11251.92	10751.64	总资产周转率	0.60	0.66	0.65	0.64
资产合计	15278.24	16565.72	18318.15	20275.06	每股指标 (元)				
短期借款	922.98	922.98	922.98	922.98	每股收益	1.56	1.75	1.96	2.20
应付账款及票据	1139.59	1206.85	1287.66	1376.54	每股净资产	9.20	10.41	11.74	13.21
其他流动负债	1338.41	1065.76	1108.12	1154.72	每股经营现金流	2.55	2.36	2.90	3.17
流动负债合计	3400.99	3195.59	3318.76	3454.24	每股股利	0.30	0.57	0.64	0.72
长期借款	1353.66	1353.66	1353.66	1353.66	估值分析				
其他长期负债	385.44	385.44	385.44	385.44	PE	8.08	7.19	6.42	5.74
非流动负债合计	1739.10	1739.10	1739.10	1739.10	PB	1.29	1.21	1.07	0.95
负债合计	5140.08	4934.69	5057.86	5193.33					
股本	1048.72	1048.72	1048.72	1048.72					
少数股东权益	491.40	708.59	951.85	1223.80					
股东权益合计	10138.16	11631.03	13260.30	15081.72					
负债和股东权益合计	15278.24	16565.72	18318.15	20275.06					

资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

基于更乐观的销量假设和更低的成本假设，上调祁连山 2020/2021 年归母净利润预测 8.75%/8.44%至 18.98/22.18 亿元，同比增长 53.8%/16.9%。对应上调目标价 8.4%至 20.74 元，维持“买入”评级。

根据测算，西部地区水泥不含税价格相对我们基准假设每上升 10 元/吨，则天山股份、祁连山、宁夏建材归母净利润相比于我们的基准预测提升 4.8%/8.8%/9.3%，弹性较大。此外，A 股华新水泥、西藏天路、青松建化、上峰水泥、海螺水泥，H 股中国建材、华润水泥、西部水泥受益。

表 10 重点企业弹性测算

	天山股份	祁连山	宁夏建材
基准假设			
平均水泥售价 (元/吨)	385	314	264
水泥吨毛利 (元/吨)	163	144	116
水泥吨净利 (元/吨)	92	79	60
2020E 归母净利润 (百万元)	1,839	1,898	1,196
西部水泥不含税售价+10 元/吨			
平均水泥售价 (元/吨)	391	324	274
水泥吨毛利 (元/吨)	169	154	126
水泥吨净利 (元/吨)	97	86	67
2020E 归母净利润 (百万元)	1,926	2,064	1,308
净利润变动弹性	4.8%	8.8%	9.3%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5. 风险提示

疫情反弹：如果疫情反弹，则可能从以下几个方面使得行业基本面恶化：1) 复工延迟削弱需求，2) 房地产销售活动被进一步限制，从而对房地产开工造成压力，3) 进一步恶化市场情绪。

环保限产弱于预期：如果环保限产弱于预期，则有效供给可能多于预期，进一步恶化行业基本面。

其他系统性风险：贸易摩擦等其他因素可能影响 A 股总体走势及估值。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。