

# 天山股份 (000877.SZ)

## 新疆水泥需求重回升势，公司发展拨云见日

### 核心观点：

- **中建材旗下新疆水泥行业区域龙头。**天山股份是我国最大的建材央企中国建材旗下水泥公司，是新疆最大的水泥熟料生产企业。据年报，截止 2019 年底，公司拥有熟料产能 2799.6 万吨；据数字水泥网统计，公司在新疆市场产能占有率达 33%，在江苏市场产能占有率达 9%。
- **新疆主市场：需求重回升势，供给持续改善。**一方面，新疆经济全面发展将继续带动水泥需求增长。在新时代西部大开发的背景下，我国西部地区水泥需求发展迎来转机，2019 年以来需求已经在回升，参照历史经验，未来 2-3 年具备可持续性。另一方面，新疆是水泥行业“供给侧改革”的先行者，供给持续优化。据数字水泥网统计，新疆近三年无新增产能且有产能转移出去，区域集中度高，产能利用率拐点已现。
- **江苏市场：中国建材核心区域，高景气可持续。**天山股份在江苏份额虽小，但中建材整体话语权很大，区域格局稳定。中长期来看，长三角作为国家核心经济带，高景气持续可期。
- **公司内生有改善空间，经营杠杆带来盈利弹性。**一方面，公司资产负债表持续优化带来内生改善，资产负债率持续下降优化负债端；另一方面，公司目前产能利用率低，产能利用率有望提升、经营杠杆将带来盈利弹性。
- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.91/2.38/2.50 元/股，按最新收盘价计算对应 PE 估值分别为 7.0/5.6/5.3x，对应 PB 估值分别为 1.27/1.09/0.96x。考虑到公司产能利用率有望提升、供需格局向好和较高分红率预期，根据可比公司估值给予公司 2020 年 1.9xPB，对应合理价值 20.03 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新疆水泥需求不及预期，错峰置换政策效果不及预期，新冠肺炎疫情疫情影响持续，逆周期调控力度较弱等。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,932	9,688	10,114	11,157	11,661
增长率 (%)	12.0	22.1	4.4	10.3	4.5
EBITDA (百万元)	2,889	3,381	2,866	3,495	3,606
归母净利润 (百万元)	1,241	1,636	2,003	2,500	2,625
增长率 (%)	368.5	31.8	22.5	24.8	5.0
EPS (元/股)	1.18	1.56	1.91	2.38	2.50
市盈率 (P/E)	6.01	7.60	7.01	5.61	5.34
市净率 (P/B)	0.89	1.29	1.27	1.09	0.96
EV/EBITDA	3.64	4.23	5.19	3.82	3.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

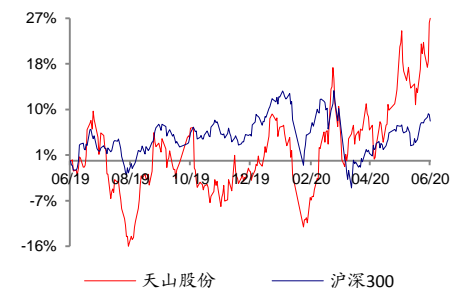
### 公司评级

当前价格	13.38 元
合理价值	20.03 元
报告日期	2020-06-11

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1048.72/880.09
总市值/流通市值 (百万元)	14032/11776
一年内最高/最低 (元)	13.65/9.22
30 日日均成交量/成交额 (百万)	36.95/479.23
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	17.87/29.27

### 相对市场表现



### 分析师：



邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616

zouge@gf.com.cn

### 分析师：



谢璐



SAC 执证号：S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-60750630



xie.lu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

### 联系人：

李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

## 目录索引

一、中建材旗下新疆水泥行业区域龙头 .....	5
二、新疆主市场：需求重回升势，供给持续改善 .....	8
（一）新疆水泥需求重回升势，具备可持续性 .....	8
（二）新疆是水泥行业“供给侧改革”的先行者，供给持续优化 .....	12
三、江苏市场：中国建材核心区域，高景气可持续 .....	20
（一）天山在江苏份额虽小，但中建材整体话语权很大，区域格局稳定 .....	20
（二）长三角作为国家核心经济带，景气可持续 .....	21
四、公司内生有改善空间，经营杠杆带来盈利弹性 .....	23
（一）资产负债表持续优化带来内生改善 .....	23
（二）目前产能利用率低，产能利用率有望提升、经营杠杆将带来盈利弹性 .....	25
五、关键假设与盈利预测 .....	27
六、风险提示 .....	28

## 图表索引

图 1: 截止 2020 年 5 月 21 日天山股份股权结构图 .....	5
图 2: 2019 年天山股份产能区域分布情况 .....	5
图 3: 2019 年天山股份在新疆地区水泥产能分布情况 .....	5
图 4: 截至 2019 年底天山股份新疆产能分布 .....	7
图 5: 截至 2019 年底天山股份江苏产能分布 .....	7
图 6: 天山股份分区域收入构成 .....	7
图 7: 2019 年全国和西北各省/自治区城镇化率 .....	8
图 8: 2019 年全国和西北各省/自治区人均 GDP (元) .....	8
图 9: 新疆人均水泥产量低于西北其他省/自治区 .....	8
图 10: 2019 年西北各省/自治区常住人口 (万人) .....	9
图 11: 2000-2019 年全国和西北各省/自治区常住人口增速 .....	9
图 12: 新疆和全国新开工面积累计增速 .....	10
图 13: 新疆和全国销售面积累计增速 .....	10
图 14: 新疆和全国水泥产量增速 .....	10
图 15: 历年新疆粉磨开工率 .....	10
图 16: 历年全国粉磨开工率 .....	10
图 17: 新疆和全国固定资产投资增速 .....	12
图 18: 新疆和全国基建投资增速 .....	12
图 19: 新疆水泥产量增速与全国水泥产量增速 .....	12
图 20: 2008-2019 年天山股份销量和收入增速 .....	12
图 21: 2017-2019 年新疆地区无新增产能 (万吨) .....	13
图 22: 2008-2019 年新疆熟料产能 (万吨) 及同比增速 .....	13
图 23: 2019 年新疆产能区域分布 .....	14
图 24: 2019 年新疆市场格局 .....	14
图 25: 2019 年新疆大乌昌地区市场格局 .....	14
图 26: 2019 年南疆地区市场格局 .....	14
图 27: 2019 年北疆地区市场格局 .....	14
图 28: 2019 年新疆熟料产能利用率小幅回升至 35.3% .....	15
图 29: 2019 年新疆熟料产能利用率为全国最低 .....	16
图 30: 2012-2019 年西北地区错峰停产情况 (单位: 天) .....	16
图 31: 2013-2019 年新疆水泥产量/熟料产量 .....	17
图 32: 截至 2019 年底新疆传统熟料和电石渣熟料产能分布 (万吨) .....	18
图 33: 2016 至今全国和新疆固投和水泥产量累计增速 .....	19
图 34: 2016 至今全国和新疆水泥价格走势 .....	19
图 35: 2016-2019 年天山股份销量和产能利用率 .....	19
图 36: 天山股份新疆区域的归母净利润 (万元) .....	19
图 37: 截至 2019 年底江苏熟料产能市占率 .....	20
图 38: 截至 2019 年底长三角熟料产能市占率 .....	20
图 39: 海螺水泥贸易量占长三角水泥产量的比例 .....	20

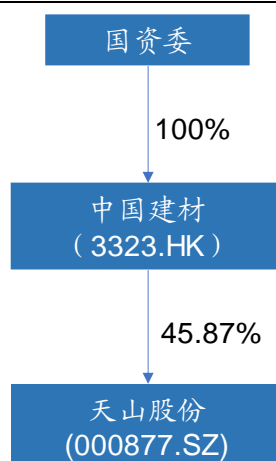
图 40: 全国、长三角、江苏固定资产投资增速 .....	21
图 41: 全国、长三角、江苏新开工面积增速 .....	21
图 42: 全国、长三角、江苏水泥产量增速 .....	21
图 43: 2010-2019 年天山股份资产减值损失及占收入比重 .....	23
图 44: 行业景气延续带来公司资产与盈利持续改善 .....	23
图 45: 2010-2019 年天山股份经营性现金流（左轴）、资本性支出（左轴）及资产负债率（右轴） .....	24
图 46: 2010-2019 年天山股份现金流（亿元） .....	24
图 47: 2010-2019 年天山股份有息负债率及财务费用率 .....	24
图 48: 2010-2019 年天山股份有息负债及财务费用（亿元） .....	24
图 49: 2010-2019 年天山股份财务费用率及净利率 .....	25
图 50: 2010-2019 年天山股份净资产收益率 .....	25
图 51: 2008-2019 年天山股份现金分红总额及分红率 .....	25
图 52: 2011-2019 年祁连山营业收入及增速 .....	26
图 53: 2011-2019 年祁连山归属净利及增速 .....	26
图 54: 2011-2019 年祁连山销量及增速 .....	26
图 55: 2011-2019 年祁连山吨成本及吨三费 .....	26
表 1: 天山股份产线产能情况汇总（截至 2019 年底） .....	6
表 2: 2020 年新疆部分新开工重点项目 .....	11
表 3: 新疆水泥熟料产能置换项目 .....	13
表 4: 新疆地区集中度较高，天山股份占 33%（截止 2019 年） .....	15
表 5: 2016-2019 年新疆水泥熟料行业需求情况 .....	19
表 6: 中国 10 大城市群国土面积、人口、GDP、水泥产量占比情况 .....	22
表 7: 业绩预测假设 .....	27
表 8: 可比公司估值（Wind 一致预期） .....	28

## 一、中建材旗下新疆水泥行业区域龙头

新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”或“公司”）是我国最大的建材央企中国建材（03323.HK）旗下水泥公司，是新疆最大的水泥熟料生产企业。据年报，截止2019 年底，公司拥有熟料产能2799.6万吨，其中新疆产能占比81%，江苏产能占比19%。据数字水泥网统计，公司在新疆市场产能占有率达33%，在江苏市场产能占有率达9%。

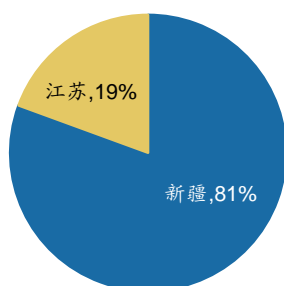
公司在新疆拥有26条生产线，覆盖大乌昌（乌鲁木齐、吐鲁番、昌吉、塔城）、南疆（巴音、阿克苏、克孜勒、喀什、和田）、北疆（哈密、伊犁、阿勒泰）三大区域12个地州，分布有30余家水泥商混生产企业、其中在7个地州有商混企业、在2个地州有电石渣制水泥生产线；在江苏省拥有四条生产线，覆盖宁锡常三市，布局水泥和商混企业。

图1：截止2020年5月21日天山股份股权结构图



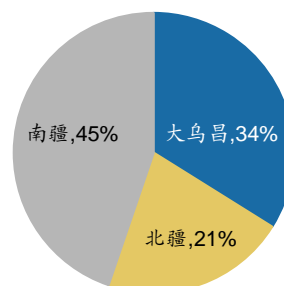
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：2019年天山股份产能区域分布情况



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图3：2019年天山股份在新疆地区水泥产能分布情况



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

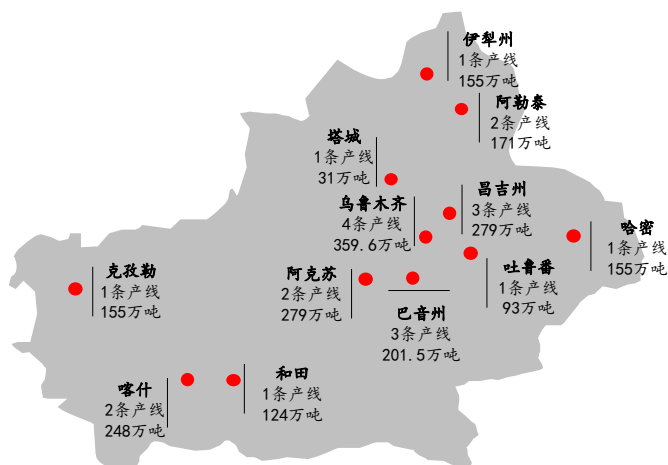
表1: 天山股份产线产能情况汇总 (截至2019年底)

省份(自治区)	市(地区)	企业名称	建设规模 (t/d)	熟料产能(万吨)
新疆区	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	1600	49.6
	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	2000	62
	乌鲁木齐市	新疆米东天山水泥有限责任公司	2000	62
	乌鲁木齐市	新疆天山水泥股份有限公司达坂城分公司	6000	186
	吐鲁番地区	吐鲁番天山水泥有限责任公司	2000	62
	吐鲁番地区	吐鲁番天山水泥有限责任公司	3000	93
	哈密地区	哈密天山水泥有限责任公司	2500	77.5
	哈密地区	哈密天山水泥有限责任公司	5000	155
	昌吉州	新疆阜康天山水泥有限责任公司	2500	77.5
	昌吉州	新疆阜康天山水泥有限责任公司	2500	77.5
	昌吉州	新疆屯河水泥有限责任公司	4000	124
	巴音州	新疆和静天山水泥有限责任公司	1000	31
	巴音州	新疆天山水泥股份有限公司塔什店分公司	2500	77.5
	巴音州	若羌天山水泥股份公司	3000	93
	阿克苏地区	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司	4000	124
	阿克苏地区	库车天山水泥有限责任公司	5000	155
	阿克苏地区	库车天山水泥有限责任公司	1500	46.5
	克孜勒	克州天山水泥有限公司	5000	155
	喀什地区	喀什天山水泥有限责任公司	2000	62
	喀什地区	喀什天山水泥有限责任公司	4000	124
	喀什地区	叶城天山水泥有限责任公司	4000	124
	和田地区	洛浦天山水泥有限责任公司	4000	124
	伊犁州	伊犁天山水泥有限责任公司	5000	155
	塔城地区	沙湾天山水泥有限责任公司	1000	31
	阿勒泰地区	布尔津天山水泥有限责任公司	2500	77.5
	阿勒泰地区	富蕴天山水泥有限责任公司	3000	93
合计				2250.6
江苏省	南京市	溧水天山水泥有限公司	5000	155
	无锡市	宜兴天山水泥有限责任公司	2500	77.5
	无锡市	宜兴天山水泥有限责任公司	5000	155
	常州市	溧阳天山水泥有限公司	5000	155
合计				542.5
公司总计				2793.1

数据来源: 数字水泥网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

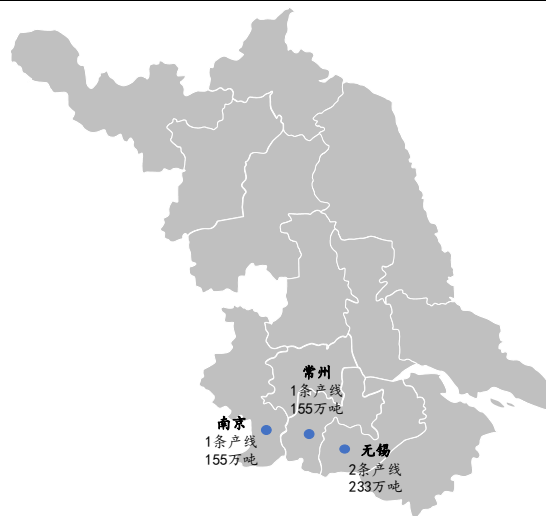
注: 标红的生产线已于 2019 年底被公司作为置换产能指标出售; 公司年报披露截止 2019 年底的公司熟料产能为 2799.6 万吨

图4：截至2019年底天山股份新疆产能分布



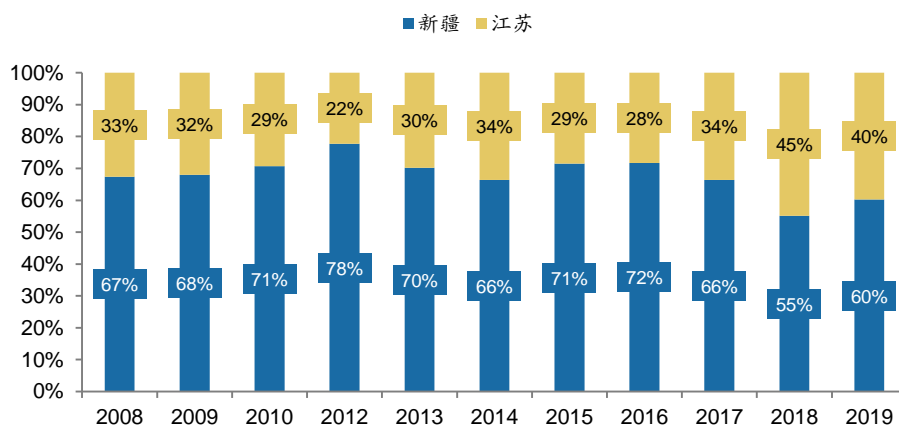
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图5：截至2019年底天山股份江苏产能分布



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图6：天山股份分区域收入构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心



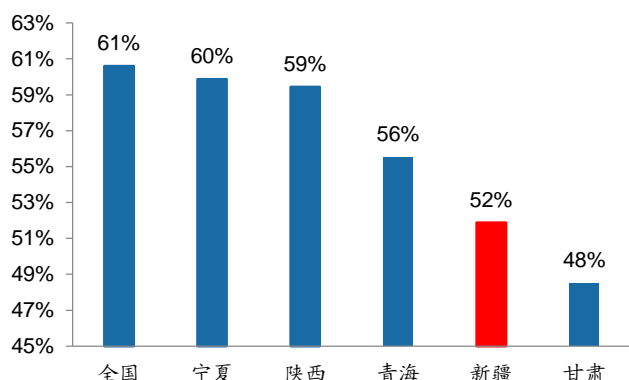
## 二、新疆主市场：需求重回升势，供给持续改善

### （一）新疆水泥需求重回升势，具备可持续性

#### 1. 新疆经济全面发展将继续带动水泥需求增长

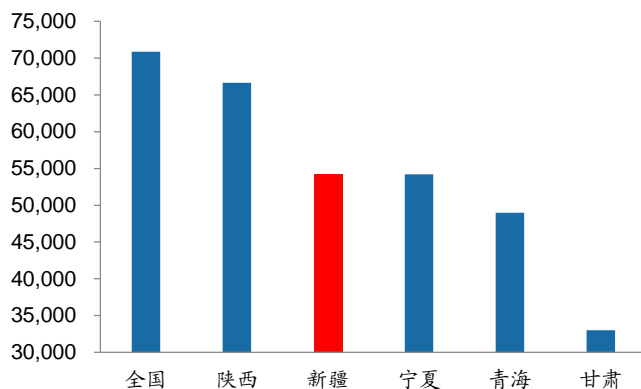
从城镇化率和人均GDP来看，新疆均明显低于全国平均水平；在西北五省/自治区里，城镇化率处于低位，人均GDP处于中间水平。

图7：2019年全国和西北各省/自治区城镇化率



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

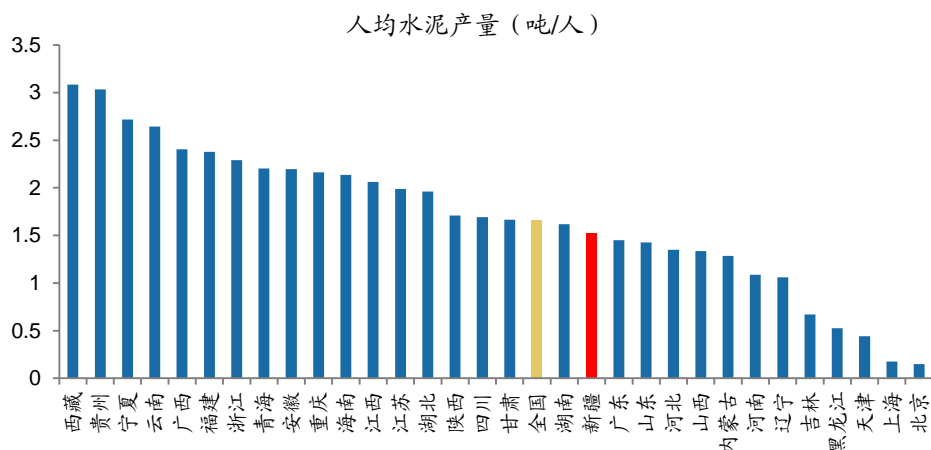
图8：2019年全国和西北各省/自治区人均GDP（元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从人均水泥产量来看，2019年新疆地区人均水泥产量为1.52吨/人，低于全国的1.66吨/人，在全国各省市区中处于较低水平。低于新疆的省份主要为京津冀、广东、上海、东北三省，北京、天津、上海、广东人均水泥产量低不是因为当地需求不好，而是需要水泥外运进来；在西北各省/自治区中，新疆人均水泥产量最低。

图9：新疆人均水泥产量低于西北其他省/自治区



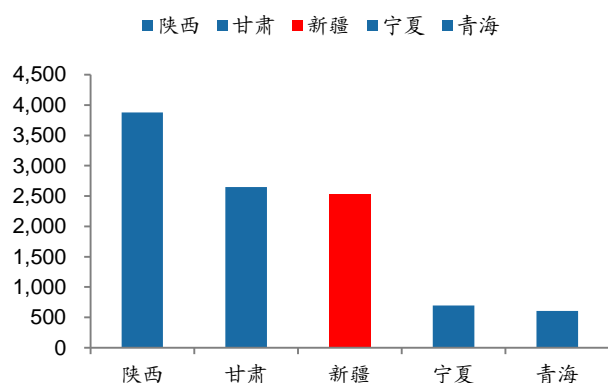
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：广东、天津、上海、北京较低主要因为有水泥外运



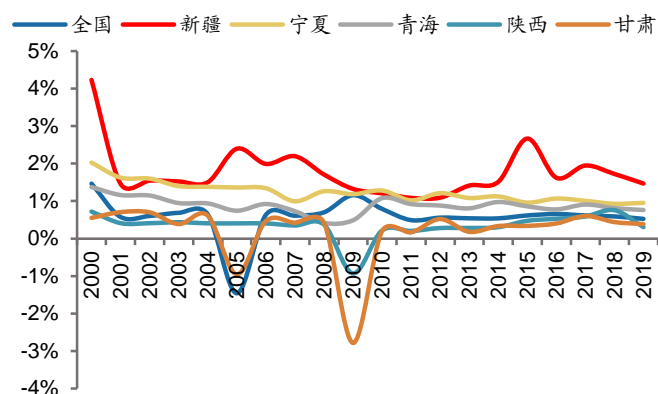
而且值得注意的是，2000-2019年新疆常住人口增速一直保持超过1%的正增长，远高于全国人口增速；除2010年和2012年低于宁夏外，其余年份均高于其他西北四省/自治区。人口的持续净流入或增加、城镇化率和人均GDP较低、特殊的区位优势使得新疆的水泥需求中期空间仍然较大。

图10：2019年西北各省/自治区常住人口（万人）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图11：2000-2019年全国和西北各省/自治区常住人口增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

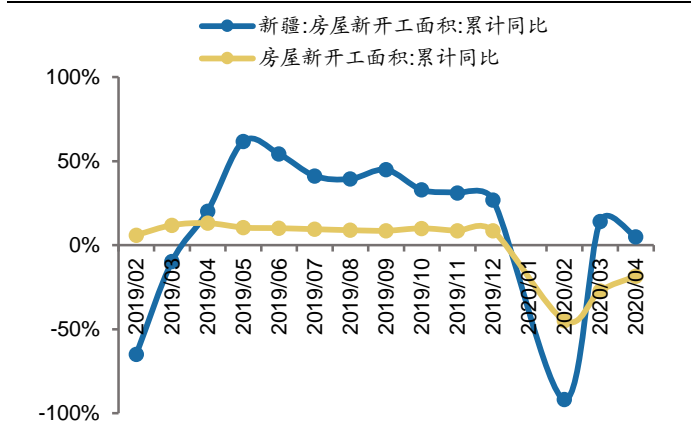
## 2. 在新时代西部大开发的背景下，我国西部地区水泥需求发展迎来转机

2000年10月，《国务院关于实施西部大开发》正式印发，西部大开发作为国家发展战略被提出。2020年5月18日，《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》正式印发，提出“确保到2020年现行标准下西部地区农村贫困人口全部实现脱贫，贫困县全部摘帽”、“到2035年，西部地区基本实现社会主义现代化，基本公共服务、基础设施通达程度、人民生活水平与东部地区大体相当”、“支持新疆加快‘丝绸之路经济带’核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心”；在这些政策背景下，新疆水泥需求发展将迎来转机。

## 3. 2019年以来需求已经在回升，参照历史经验，未来2-3年具备可持续性

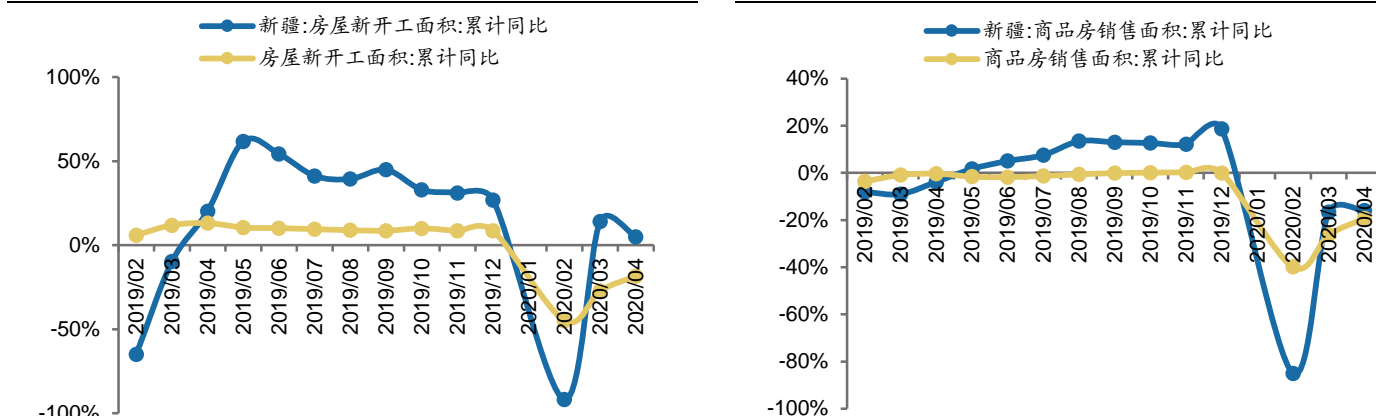
在2018年新疆固定资产投资增速和基建投资增速大幅负增长情况下，2019年双双大幅回升，2019年新疆固定资产投资增速由2018年的-25.2%回升转正至2.5%，基建投资增速由2018年的-38.9%回升至-0.8%，2019年回暖趋势明显。从月度数据来看，2019年新疆房地产销售面积和房地产新开工面积增速都持续回升且明显好于全国平均水平，水泥产量数据也持续回升且好于全国平均水平；从更高频的周度数据来看，2019年下半年以来，尤其是2020年以来，新疆地区粉磨开工率同比大幅改善，且改善幅度明显好于全国平均水平；这些都印证了2019年以来到现在，新疆水泥需求在转好。

图12: 新疆和全国新开工面积累计增速



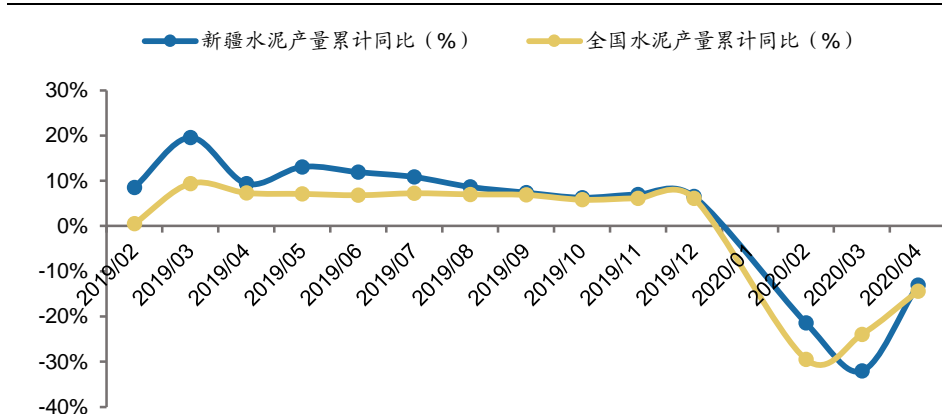
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图13: 新疆和全国销售面积累计增速



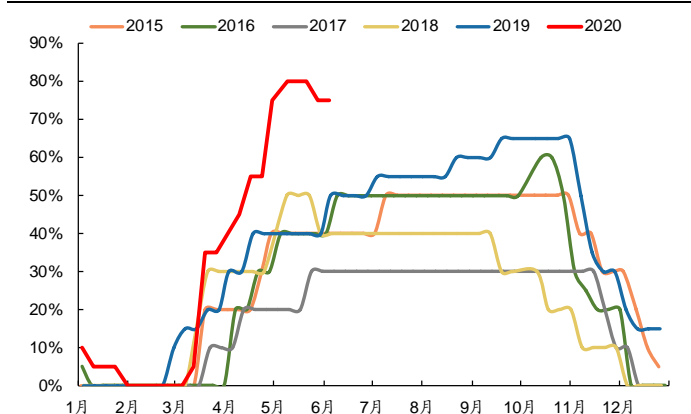
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图14: 新疆和全国水泥产量增速



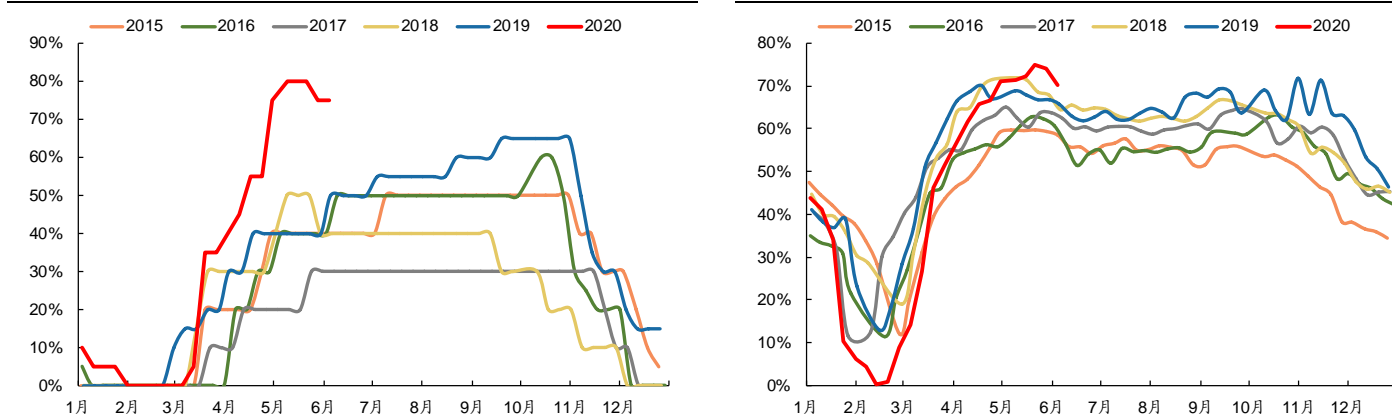
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图15: 历年新疆粉磨开工率



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图16: 历年全国粉磨开工率



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

从跟踪重点工程项目来看，2020年新疆安排重点项目390项，总投资额近1.7万亿元，2020年计划完成投资2600亿元以上，涉及水利、交通、能源、产业、民生等领域，其中交通类项目92项占项目总量的近24%、总投资6887亿元占总投资额的41%，从项目数量和总投资额来看，交通类项目均居首位。390个项目中，续建项目190项，总投资7924亿元，2020年计划完成投资2216亿元，截至3月底，新疆今年续建的190项重点项目全部复工；新开工项目80项，2020年计划完成投资388亿元；预备项目120项。2020年稳增长下基建需求有望继续回升，新疆提出“加大基础设施建设力度”，2020年固定资产投资目标增速为5%（2019年实际增速为2.5%）。

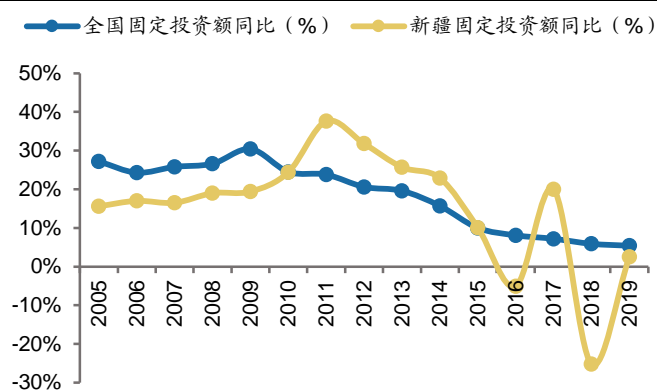
表2：2020年新疆部分新开工重点项目

新开工项目类别	序号	新开工项目名称
公路交通	1	S21 线阿勒泰至乌鲁木齐公路建设一期工程(黄花沟至乌鲁木齐段)
	2	S21 线阿勒泰-乌鲁木齐公路建设二期工程 (阿勒泰黄花沟段)
	3	G578 线龙口-旱田公路项目
	4	G577 线特克斯-昭苏公路项目
	5	G335 线塔岔口-托里-巴克图口岸公路项目(塔岔口-额敏段)
	6	吉木萨尔县-吐鲁番大河沿(车师古道)公路项目
	7	昌吉州西部南山伴行公路项目
	8	S327 线北山煤窑-将军庙-五彩湾公路改扩建项目
	9	G331 线鸣沙山-乌拉斯台-塔克什肯口岸段公路建设项目
	10	G314 线阿克苏过境段公路项目(南外环)
铁路交通	11	乌将铁路增建二线扩能改造及三坪至头屯河联络线项目
	12	新和至拜城铁路项目
	13	将军庙至淖毛湖铁路项目
	14	阿克苏至阿拉尔铁路项目
民航项目	15	准东(奇台)机场项目
	16	巴音布鲁克机场项目
	17	巴里坤机场项目
	18	吐鲁番机场飞行区改扩建项目
	19	阿勒泰地区通用机场及通用航空业务配套设施项目
市政建设项目	20	亚行贷款昌吉州统筹城乡基础设施建设示范项目
	21	老旧小区改造工程
	22	农村生活垃圾处理设施建设项目
	23	新源县新能源充电桩一体化建设项目
	24	乌鲁木齐市两河片区与一号台地联通道路建设项目
	25	乌鲁木齐市豫滨路互通立交（G30 乌奎高速公路节点）工程
	26	乌鲁木齐市两河路（S101-西山路西延）市政工程

数据来源：新疆维吾尔自治区发改委，广发证券发展研究中心

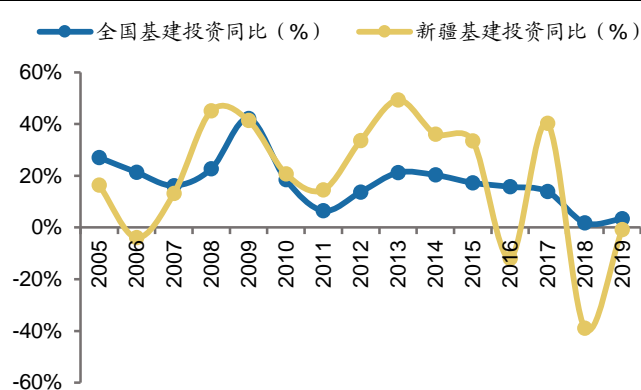
从历史经验来看，新疆或者西北地区一旦需求趋势性回升，景气周期一般能持续4-5年，以上一轮需求景气周期为例，新疆的固定资产投资增速、基建投资增速、水泥产量增速以及天山股份的销售、收入增速均持续了4-5年，主要因为新疆水泥需求以重点建设工程为主，而新疆所处纬度较高、每年的施工周期较短，使得重点工程建设周期拉长到4-5年。以此来看，本轮需求景气度预计在未来2-3年具备可持续性。

图17：新疆和全国固定资产投资增速



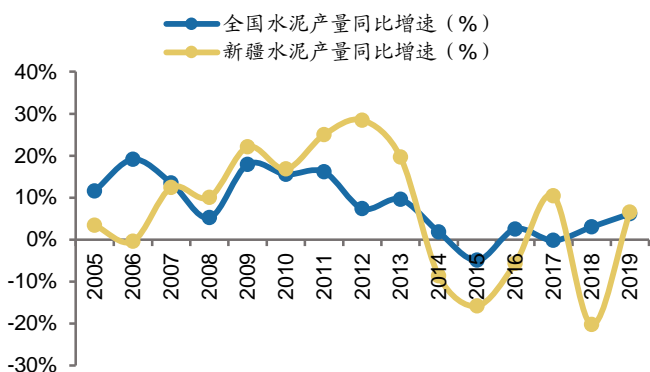
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图18：新疆和全国基建投资增速



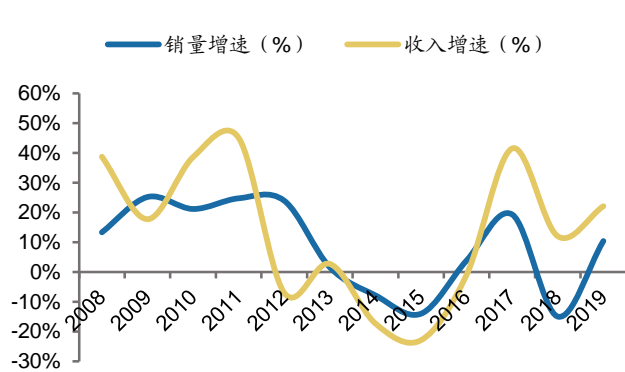
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图19：新疆水泥产量增速与全国水泥产量增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图20：2008-2019年天山股份销量和收入增速



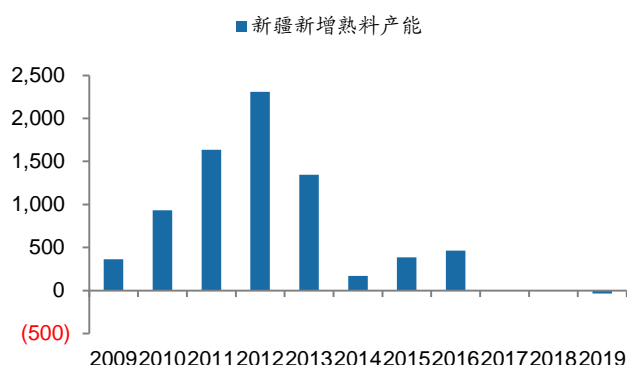
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

## （二）新疆是水泥行业“供给侧改革”的先行者，供给持续优化

### 1. 近三年无新增产能且有产能转移出去，区域集中度高，产能利用率拐点已现

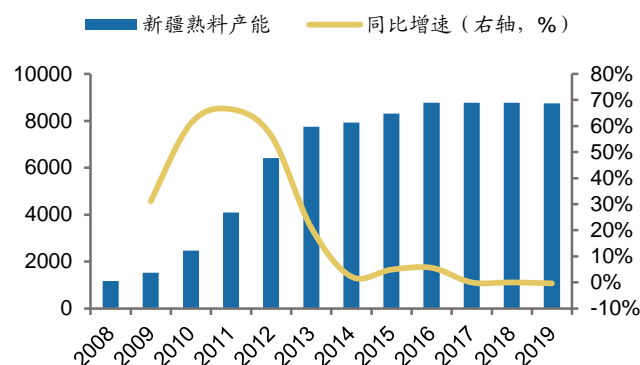
新疆近3年都无新增产能。在2008年“四万亿”政策刺激以及2009年“38号文”禁止水泥新增产能后，新疆经历了一轮产能投放高峰，不过随着产能投放高峰结束，2014年以来新增供给明显减少，据数字水泥网，新疆在2017-2019年无新增产能，而且2018年以来还有不少产能被置换出新疆，供给总量净减少了。

图21: 2017-2019年新疆地区无新增产能(万吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图22: 2008-2019年新疆熟料产能(万吨)及同比增速



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

表3: 新疆水泥熟料产能置换项目

公告日期	置换产能公司	产能(吨/天)	拆除时间
2018/3/7	新疆金龙水泥有限公司	1500	2018年12月底
2018/11/7	和田鲁新建材有限公司	1500	2020年底之前
2019/11/26	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司	2000	新建项目投产一年内
2019/11/26	哈密天山水泥有限责任公司	2500	新建项目投产一年内
2019/11/26	吐鲁番天山水泥有限责任公司	2000	新建项目投产一年内
2020/1/20	库车天山水泥有限责任公司	1500	2020/12/31
2020/1/20	新疆天山水泥股份有限公司塔里木分公司	800	2020/12/31
2020/4/8	新疆大唐鼎旺水泥有限公司	3000	新建项目投产一年内

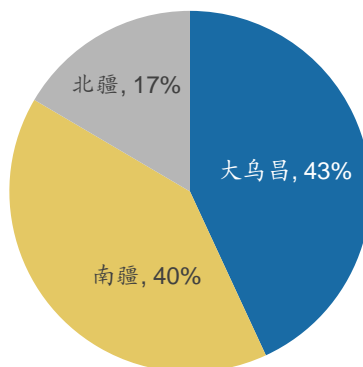
数据来源: 新疆维吾尔自治区工信厅, 广发证券发展研究中心

**新疆CR3集中度达57%，天山股份占33%，市场格局较好。**新疆地区市场容量小且分散，山脉和盆地相间排列，天山横亘于新疆将其分为南北两半，复杂的地形阻碍了水泥区域间流动，市场相对封闭，并且由于水泥是运输距离很短（200-300公里）的“短腿产品”，区域属性很强，按市场地理位置可以把新疆分成3个地区来分析市场格局，分别为大乌昌（乌鲁木齐、吐鲁番、昌吉、塔城）、南疆（巴音、阿克苏、克孜勒、喀什、和田）、北疆（哈密、伊犁、阿勒泰）三大区域。

据数字水泥网，截至2019年底，从产能规模来看，大乌昌、南疆和北疆地区分别聚集了全自治区43%、40%、17%的产能。三大区域中，天山水泥市占率均为第一，分别在大乌昌、南疆和北疆区域占据33%、35%、33%的市场份额，青松建化市占率均为第二，分别占据17%、24%、12%的市场份额，CR3分别占据67%、64%、54%。

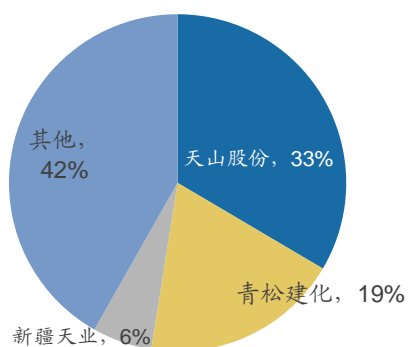
新疆地区共有35家水泥熟料生产企业，规模较大的主导企业为天山股份（26条产线）、青松建化（15条产线）、新疆天业（6条产线）、西部水泥（3条产线），产能分别占比33%、19%、6%、4%，其余31家企业均只有1条产线。整体来看，新疆市场集中度较高，呈现天山股份、青松建化两大龙头企业主导的格局。

图23: 2019年新疆产能区域分布



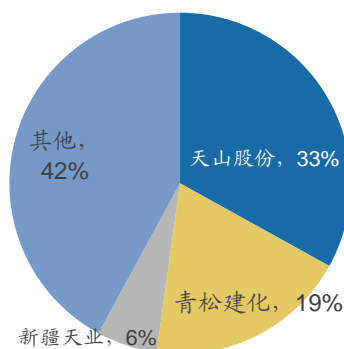
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图24: 2019年新疆市场格局



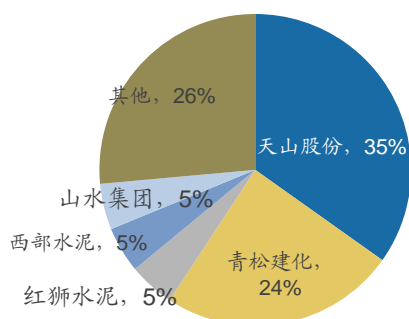
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图25: 2019年新疆大乌昌地区市场格局



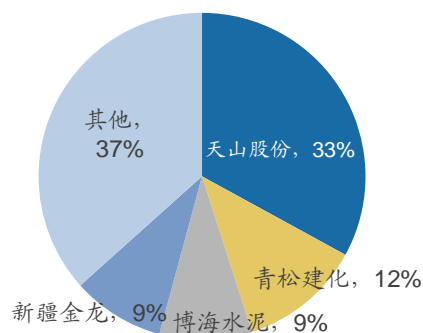
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图26: 2019年南疆地区市场格局



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图27: 2019年北疆地区市场格局



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心



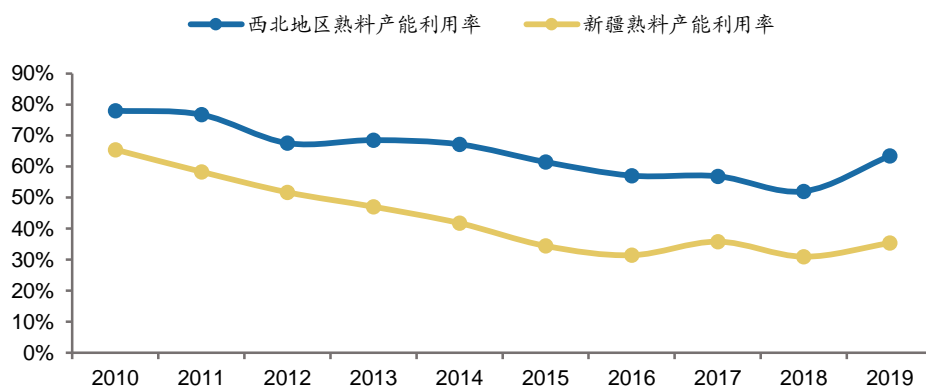
表4: 新疆地区集中度较高, 天山股份占33% (截止2019年)

地区	前三企业	CR3	CR1
京津冀	金隅&冀东、曲寨、新峰	62%	50%
甘肃	祁连山、海螺、宁夏	62%	41.18%
山东	中联、山水、泉兴中联	63%	32.42%
湖北	华新、葛洲坝、亚洲水泥	67%	36.64%
宁夏	宁夏建材、宁夏瀛海、上峰水泥	60%	33.11%
贵州	西南、海螺、台泥	52%	24.96%
新疆	天山、青松建化、新疆天业	57%	32.63%
长三角	中国建材、海螺、红狮	76%	33.65%
湖南	南方、海螺、华新	64%	28%
陕西	尧柏、冀东、海螺	63%	25.50%
两广	华润、海螺、台泥	53%	24.04%
江西	南方、万年青、海螺	57%	23.45%
河南	中联、天瑞、湖波水泥	59%	29.90%
东北地区	北方、天瑞、山水	43%	23.60%
云南	西南、云南、华新	43%	18.99%
重庆	西南、东方希望、海螺	46%	18.57%
福建	华润、福建水泥、红狮	37%	13.20%
山西	山水、冀东、华润	32%	13.26%

数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

新疆的熟料产能利用率目前全国最低, 不过2019年已开始提升。据数字水泥网, 2010-2018年, 除2017年外 (需求回暖), 其余年份熟料产能利用率均呈现下降趋势, 但2019年新疆熟料产能利用率由30.9%回升至35.3%。

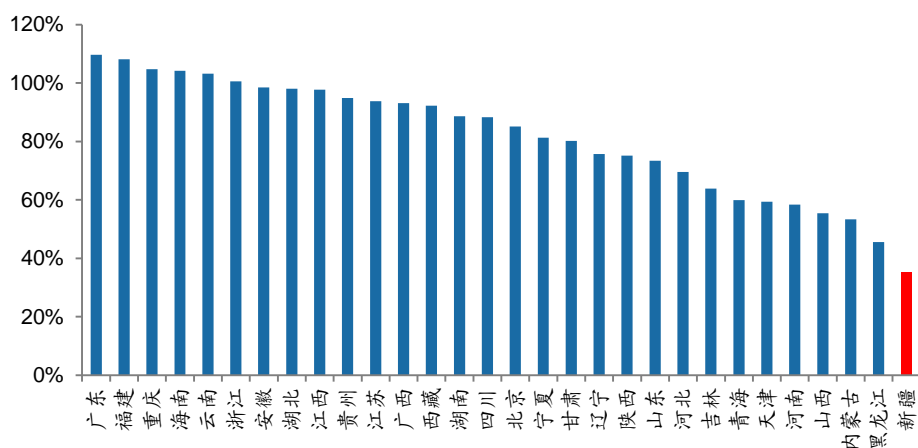
图28: 2019年新疆熟料产能利用率小幅回升至35.3%



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心



图29：2019年新疆熟料产能利用率为全国最低



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

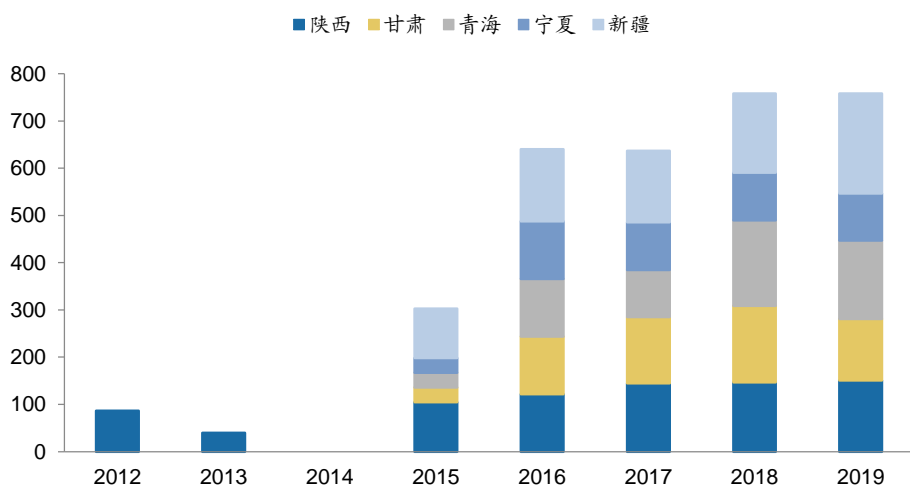
## 2. 新疆是水泥行业“供给侧改革”的先行者

新疆在“供给侧改革”上的先行体现在三个方面：

### ➤ 率先实行错峰生产：带来改善第一步

早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产，当时新疆水泥价格持续低迷，企业盈利大幅恶化，区域内企业想通过错峰生产协同自救，初见成效后，2016年5月由国办发34号文件明确南北方冬季和夏季错峰；2016年10月工信部和环保部联合发文《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，明确了2016-2020年错峰生产，至此北方十五省/自治区错峰生产开始常态化。

图30：2012-2019年西北地区错峰停产情况（单位：天）



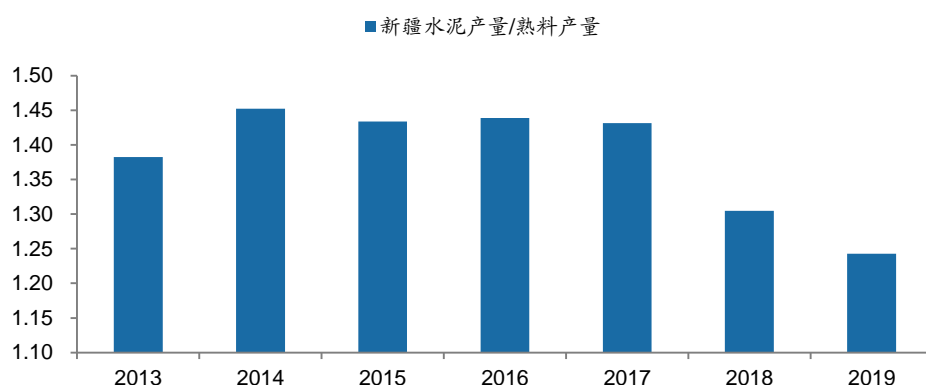
数据来源：数字水泥网，各省/自治区政府网站，广发证券发展研究中心

➤ 率先全面取消32.5水泥，间接提升熟料用量，提升熟料产能利用率

2014年12月，国家标准化委员会发布了《通用硅酸盐水泥》国家标准，自2015年12月1日取消了复合32.5硅酸盐水泥，但保留了复合32.5R硅酸盐水泥。2015年10月，新疆维吾尔自治区人民政府办公厅出台《转发自治区经信委关于进一步促进自治区水泥行业健康发展的指导意见》，明确自2016年7月1日起淘汰复合32.5硅酸盐水泥，成为全国第一个取消复合32.5硅酸盐水泥的省区。2016年5月和10月，针对新疆水泥产能严重过剩的问题，政府相关部门、行业管理办公室经过了严格、全面的调查论证，连续两次召开全疆水泥企业法人代表会议，通过讨论，形成取消32.5等级水泥的一致意见。2016年11月，新疆维吾尔自治区人民政府出台了《关于转发新疆水泥行业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出自2017年5月1日起，取消全部32.5水泥。从取消32.5标号水泥的进程来看，新疆远远领先于全国其他区域（全国于2019年10月1日实施修改后的《通用硅酸盐水泥》国标，取消了复合32.5R等级水泥）。

高等级水泥中熟料含量多，混合材掺量少，因此取消32.5标号水泥能够提升熟料的用量，从新疆2013-2019年水泥/熟料之比来看，2018、2019年较之前年份明显下降。此外，相比32.5水泥，42.5水泥的劣质产品较少，市场更加规范。

图31：2013-2019年新疆水泥产量/熟料产量



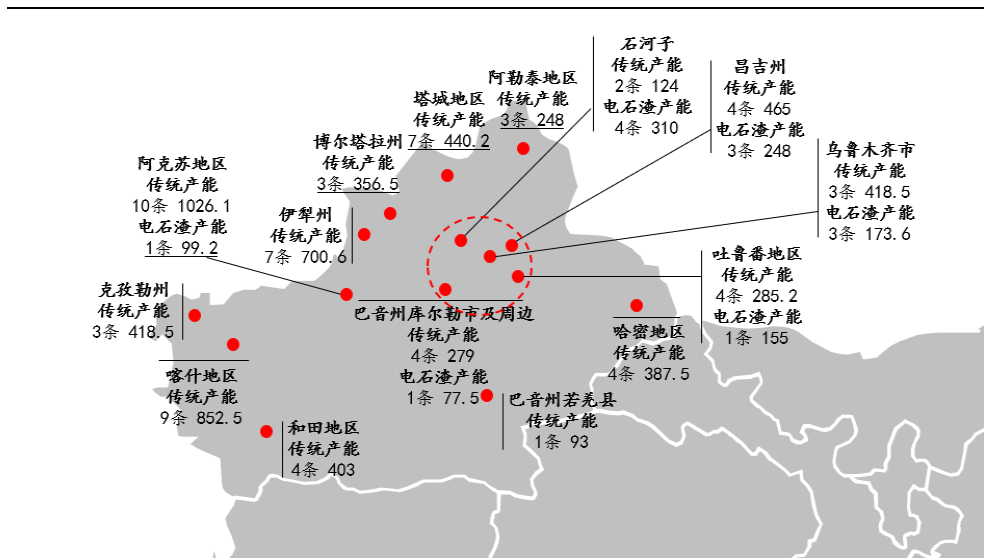
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

➤ 创新提出“错峰置换”，创造性化解电石渣水泥产能过剩问题

电石法生产PVC后的电石渣经处理后可100%替代石灰石作为水泥熟料的生产原料，并大大降低原材料成本，这也导致PVC资源较丰富的新疆产能出现了较严重的水泥产能过剩问题。早在2016年，国办发〔2016〕34号文就提出“在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产”，但在实际操作中由于PVC行业的经济地位、安全生产及废渣处理等原因根本无法执行。由于电石渣水泥难于错峰停窑且生产成本较低，长期以来，为争夺有限的市场与传统水泥企业展开激烈的价格战竞争，对行业效益影响极大。

据数字水泥网，新疆共有电石渣水泥企业4家，13条生产线，产能1100万吨，产能占全疆比重14.5%，全部集中在乌鲁木齐-昌吉-石河子-吐鲁番这个半径不超过200公里的区域内，区域内产能过剩严重。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》，创新提出了通过“错峰置换”使电石渣水泥企业间接参与错峰生产的思路，即电石渣水泥企业在采暖季错峰生产期间可以不停窑，由传统水泥企业在非采暖季、非错峰生产期间，增加停窑时间予以置换补偿，以此协同保证电石渣PVC企业在水泥行业错峰生产期间的正常生产。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。

图32：截至2019年底新疆传统熟料和电石渣熟料产能分布（万吨）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

新疆通过以上供给端改革政策有效的控制了供给，在需求低迷的情况下走出价格和盈利低谷。我们可以从区域供需与水泥价格以及天山股份产销、盈利情况来观测这一变化。从新疆供需与水泥价格来看，2016年泥需求低迷，下降5.7%，全年水泥维持较低均价278元/吨；2017年水泥需求有所恢复，全年上升10.4%，但全年水泥均价仅上升10元/吨，仍不足300元/吨，依然是全国的价格洼地；在供给端政策助推下，在2018年需求大幅恶化的情况下（同比下降20.3%）新疆地区均价较2017年提升109元/吨；2017-2018年的数据充分说明了供给改革起到的作用；2019年在供给改革和需求有所回升推动下，均价较2018年再次提升59元/吨。

从区域龙头公司天山股份产销量和产能利用率来看，2017年产销量同比增长19%，水泥产能利用率接近50%，供给释放同时需求并没有这么快速增长，导致水泥价格低迷，而在供给端政策助推下，2018年产销量同比下降15%，水泥产能利用率下降到39%，供给上的收缩带来2018年水泥价格的大幅上涨；从天山股份新疆区域（根据公司年报披露的江苏子公司净利润和公司持股比例推算得到）归母净利润来看，2016年天山股份新疆区域的净利润1.1亿元，2017年下滑至亏损411万元，而在2017年底

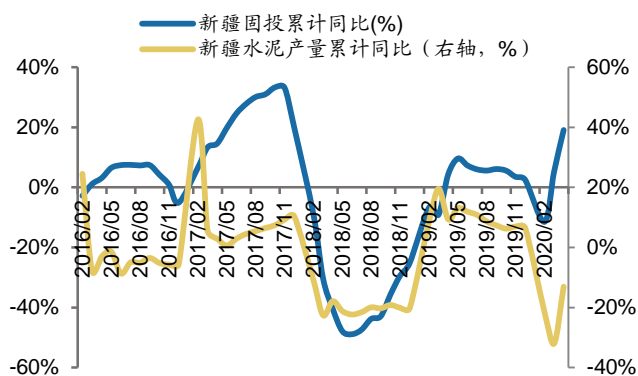
“错峰置换”政策执行后，2018、2019年净利润达到6.3、8.9亿元。

表5：2016-2019年新疆水泥熟料行业需求情况

	固投增速	基建增速	水泥产量增速	熟料表观产能利用率
2016	-5.10%	-11.93%	-5.70%	31.41%
2017	20.00%	40.26%	10.41%	35.79%
2018	-25.20%	-38.88%	-20.29%	30.94%
2019	2.50%	-0.80%	6.51%	35.33%

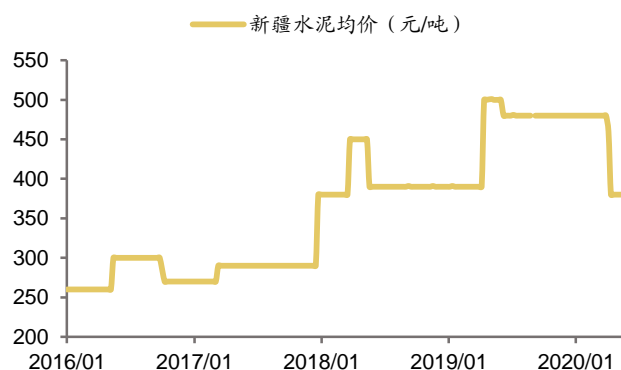
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图33：2016至今全国和新疆固投和水泥产量累计增速



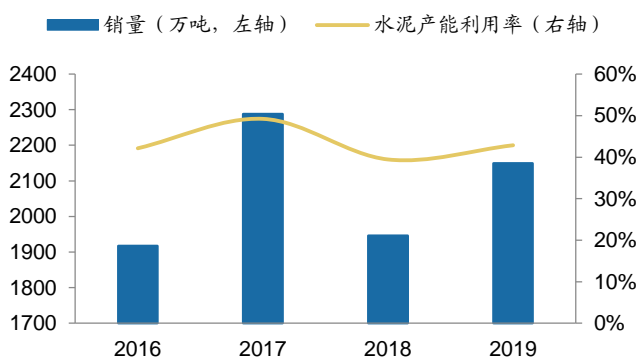
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图34：2016至今全国和新疆水泥价格走势



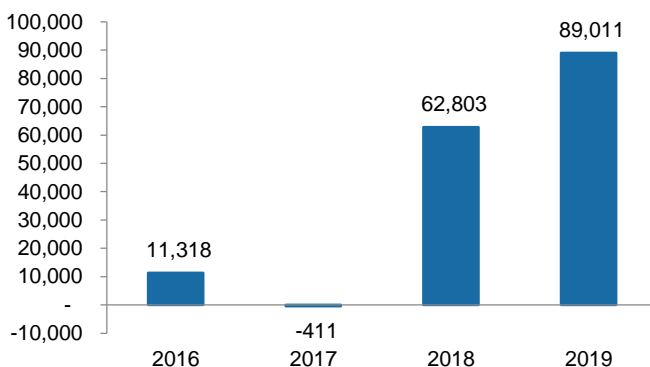
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图35：2016-2019年天山股份销量和产能利用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图36：天山股份新疆区域的归母净利润（万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

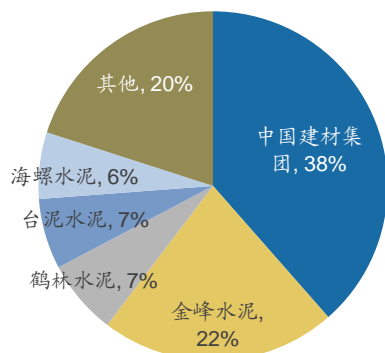
综合供需来看，供给侧的持续优化使得水泥价格向下波动幅度有限，需求的趋势性回升将带来量价向上的弹性。据数字水泥网，2020年4月份新疆地区两次下调水泥价格，由480元/吨下降至380元/吨。6月初新疆乌鲁木齐袋装水泥价格上调20-30元/吨，散装价格暂时稳定，主要系前期受疫情影响，下游需求较差。近期下游需求明显好转，企业发货不断回升，企业开始恢复性上调价格，散装价格也有上调预期。

### 三、江苏市场：中国建材核心区域，高景气可持续

#### （一）天山在江苏份额虽小，但中建材整体话语权很大，区域格局稳定

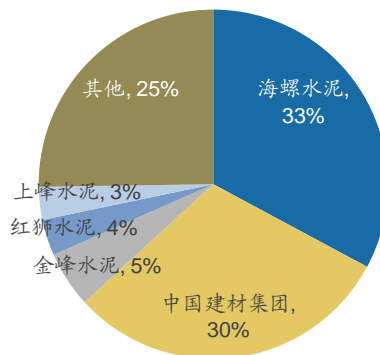
根据数字水泥网，天山股份在江苏地区拥有4条熟料生产线，合计产能542.5万吨，仅占到江苏省总产能的9%，但是考虑到中建材股份旗下中联水泥及南方水泥在江苏还有1782.5万吨熟料产能，中建材股份在江苏省的市占率可以达到38.5%，处于绝对领先的位置。排名第二的金峰水泥产能1317.5万吨，市占率21.8%，两家企业的市占率达到了60%，市场高度集中。而放眼整个长三角地区（江浙沪皖），虽然天山股份占比仅2%，但是整个中建材股份在江苏省的市占率可以达到30.3%，而排名第一的海螺水泥市占率达到32.8%，两家龙头企业合计市占率63%，在长三角具备极强的控制力。

图37：截至2019年底江苏熟料产能市占率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

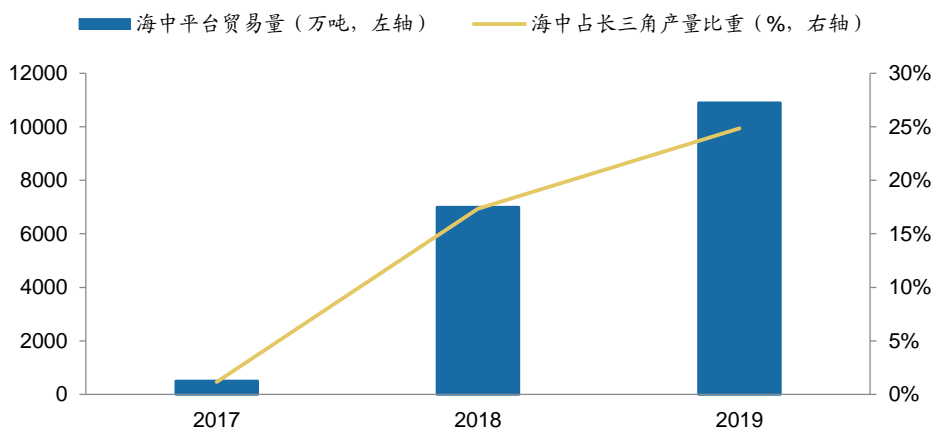
图38：截至2019年底长三角熟料产能市占率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

而海螺水泥和中建材在近几年竞合关系发生了极大的转变，从以往较强的竞争对抗转化为合作为主，而且成立了联合销售公司（海中贸易公司）。安徽海中贸易公司的设立进一步强化了行业自律，避免恶性竞争，使得大企业对区域的控制力更强，2017年平台贸易量仅占长三角水泥产量的1.5%，这一比例在2018年提升至17.3%，2019年进一步提升至24.8%，这使得大企业对区域市场控制力大大加强，有效抵御外来熟料对区域价格稳定体系的冲击。

图39：海螺水泥贸易量占长三角水泥产量的比例

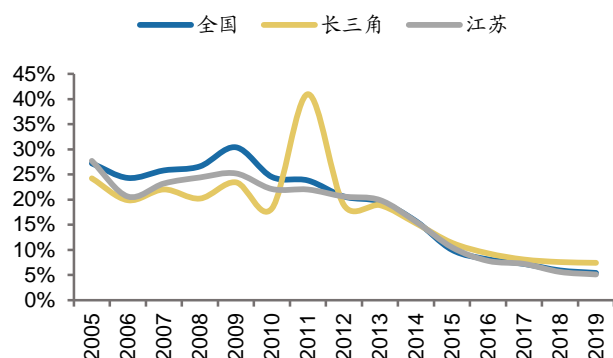


数据来源：海螺水泥年报，国家统计局，广发证券发展研究中心

## （二）长三角作为国家核心经济带，景气可持续

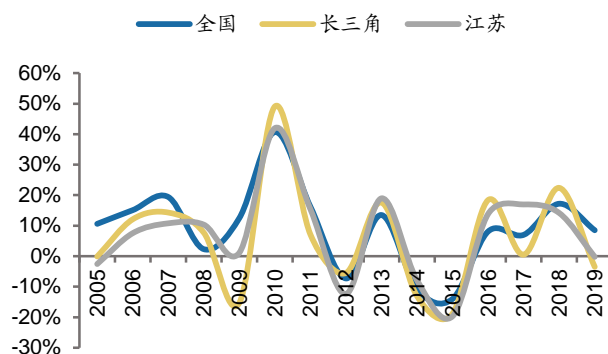
从近几年江苏、长三角地区的固定资产投资增速和房地产新开工面积增速来看，要好于全国水平，这同样体现在水泥产量增速上。

图40：全国、长三角、江苏固定资产投资增速



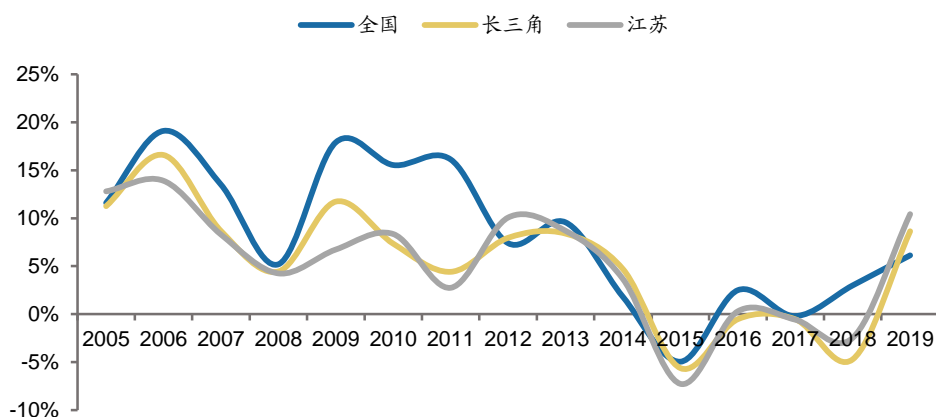
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图41：全国、长三角、江苏新开工面积增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：全国、长三角、江苏水泥产量增速



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

比较我国十大国家级城市群国土面积、人口、GDP、相关水泥产量数据，长三角地区遥遥领先。从10大城市群内部来看，长三角是经济最核心区域（GDP占比接近30%），也是水泥需求最核心区域市场（水泥需求占比接近20%），然后是粤港澳、京津冀、长江中游、中原、成渝区域等。参照国际经验和中国未来城镇化模式，这些核心区域人口聚集能力会更强、GDP占比会更高，水泥需求确定性好。



表6：中国10大城市群国土面积、人口、GDP、水泥产量占比情况

城市群	主要区域和城市	国土面积占比	人口占比	GDP 占比	水泥需求占比
长三角	江浙沪皖	4%	16%	29%	19%
京津冀	京津冀	2%	8%	10%	5%
粤港澳	广东 9 个珠三角城市、香港、澳门	1%	5%	13%	12%
北部湾	广西 6 个市、广东 3 个市、海南 6 个县市	1%	3%	2%	
长江中游	湖北 13 个市、湖南 8 个市、江西 10 个市	3%	9%	9%	14%
中原	河南 18 个市、山西 3 个市、河北 2 个市、 山东 2 个市、安徽 5 个市	3%	12%	8%	4%
成渝	四川 15 个市、重庆	2%	7%	7%	9%
关中平原	陕西 10 个市	1%	3%	3%	3%
哈长	黑龙江 5 个市，吉林 6 个市州	3%	3%	3%	2%
呼包鄂榆	内蒙古 3 个市、陕西 1 个市	2%	1%	2%	1%
兰西	兰州和西宁为中心，周边 22 个地州市	1%	1%	1%	2%
合计		23%	68%	86%	72%

数据来源：中国统计局、数字水泥网，广发证券发展研究中心

注：水泥需求用的是相关省市区近似值

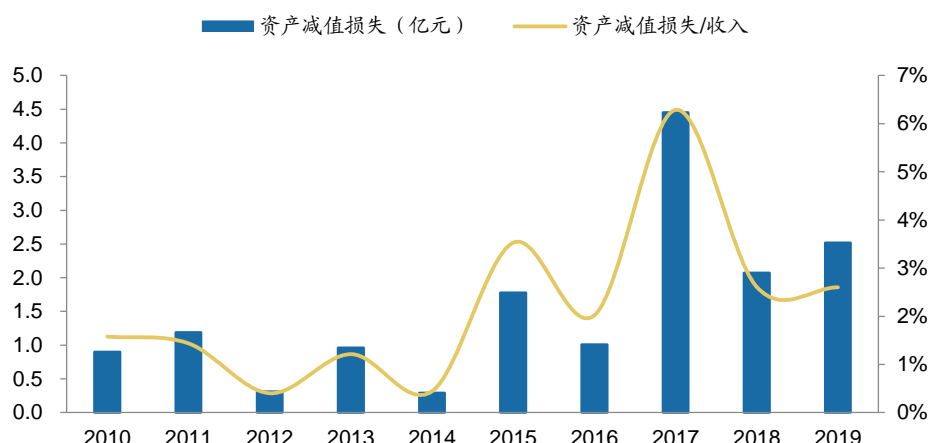


## 四、公司内生有改善空间，经营杠杆带来盈利弹性

### （一）资产负债表持续优化带来内生改善

2015年以来，公司持续计提资产减值损失夯实资产端，其中2017年计提4.45亿资产减值损失达到历史高峰，2018-2019年维持在2亿元以上水平，计提充足资产减值甩掉历史包袱，能够进一步夯实公司资产质量，使公司轻装上阵。随着水泥行业景气度较好，公司盈利能力与现金流大幅好转，预计未来资产减值/收入将下降。

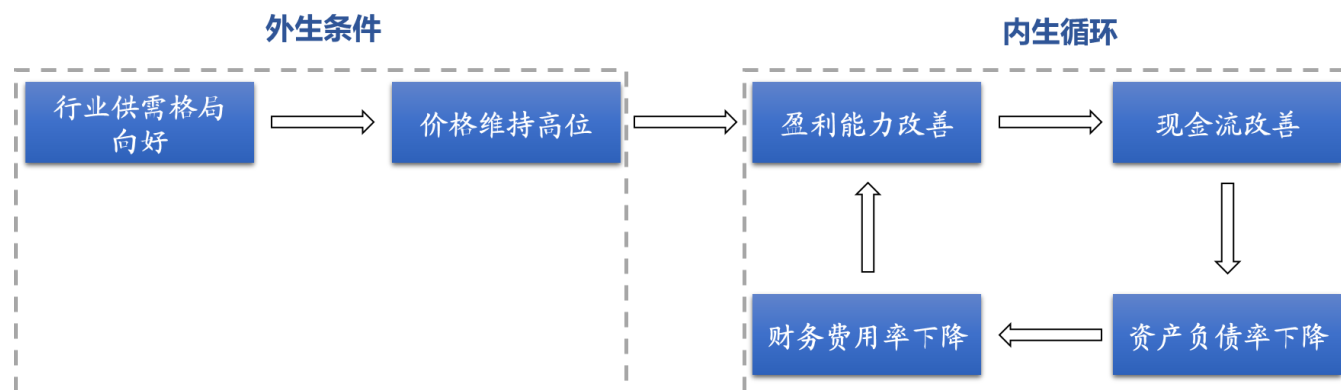
图43：2010-2019年天山股份资产减值损失及占收入比重



数据来源：天山股份财报，广发证券发展研究中心

水泥价格保持在高位，公司的盈利能力得以大幅改善，使得经营性现金流快速增长，超过资本开支，从而公司可以用富余的现金还债，优化负债端（资产负债率逐渐下降），负债率的下降带来财务费用率下降，可以进一步提升公司的盈利能力；盈利能力改善后公司借债成本降低，财务费用的压力不断降低，现金流进一步向好，从而形成良性的内部循环。这种良性的内循环同时带来资产负债率下降和ROE提升，同时带来分红率的持续提升。

图44：行业景气延续带来公司资产与盈利持续改善

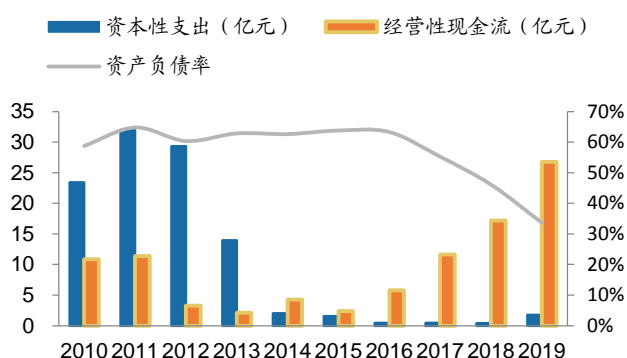


数据来源：广发证券发展研究中心

2011年起，公司经营性现金流开始增长并在2014年首超资本性支出。2015年后，公司的经营性现金流持续好转，公司资本性支出自2014年起显著下降，2019年经营性现金流覆盖资本性支出约16倍。目前经营性现金流略低于投资性现金流和筹资性现金流。随着公司现金流的不断改善，公司整体资产负债率由2011年的64.8%逐渐下降至2019年的33.6%，下降幅度高达31.2pct。2011年至2019年，公司有息负债率由39.3%缓慢下降至16.7%，共计下降22.6pct；有息负债由2014年的99.7亿元下降至2019年的25.6亿元。与之对应，2015年起公司财务费用率不断下降，由10.96%下降至2.02%，共计下降8.94pct；2015年起公司净利率大幅强势增长，由-13.28%增长至18.88%，ROE也由2016年的-8%提升至18%。经营现金流持续较好和负债率的持续下降也带来公司分红率的持续提升。

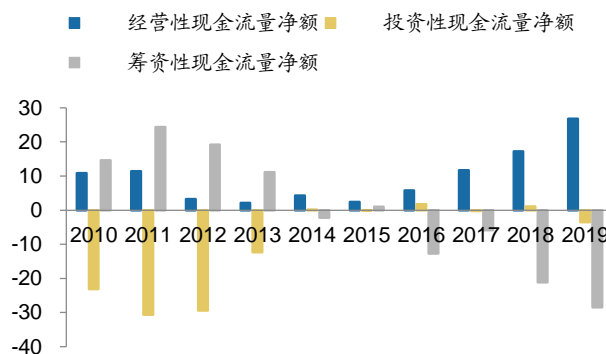
由此可见，公司目前正处于由供需格局向好的外生条件所带来的内生提升的正向循环当中，其资产负债表、利润表、现金流量表均处于大幅修复之中。伴随着未来区域供需格局向好，水泥量价具备上涨弹性，公司有望延续该种内生正向循环，进一步提升公司的盈利能力和分红率。

图45：2010-2019年天山股份经营性现金流（左轴）、资本性支出（左轴）及资产负债率（右轴）



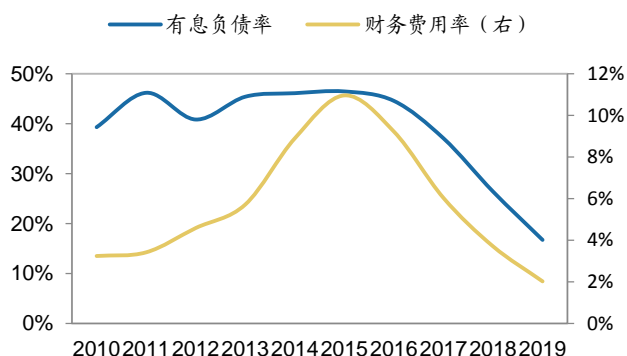
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图46：2010-2019年天山股份现金流（亿元）



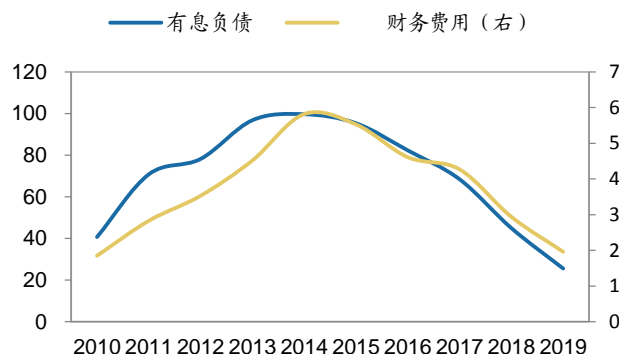
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图47：2010-2019年天山股份有息负债率及财务费用率



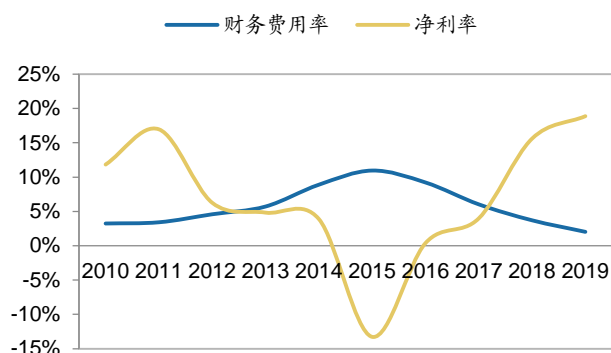
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图48：2010-2019年天山股份有息负债及财务费用（亿元）



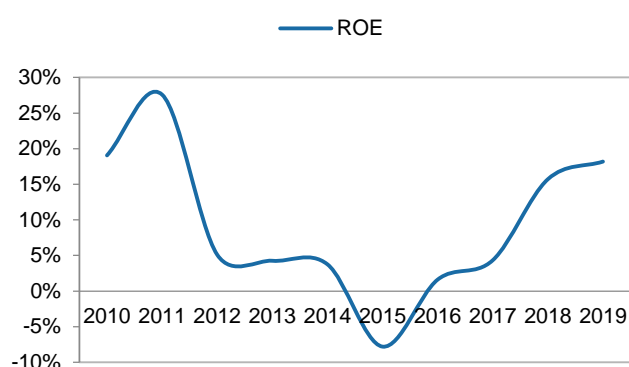
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图49：2010-2019年天山股份财务费用率及净利率



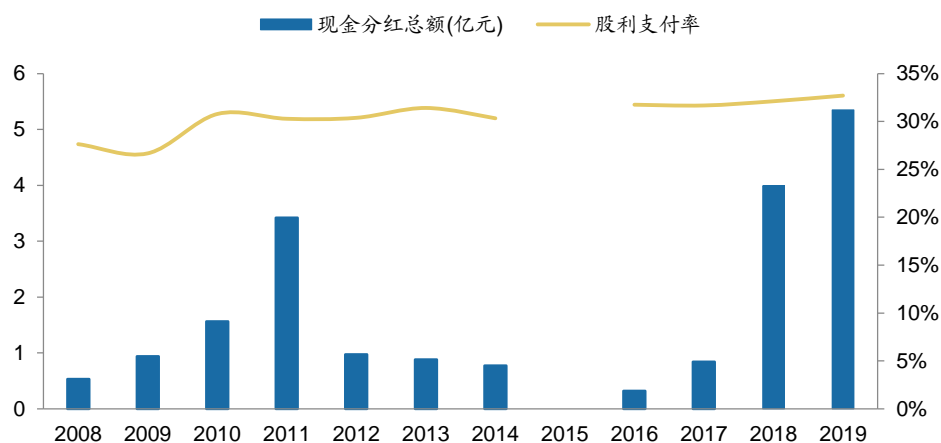
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图50：2010-2019年天山股份净资产收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图51：2008-2019年天山股份现金分红总额及分红率



数据来源：天山股份财报，广发证券发展研究中心

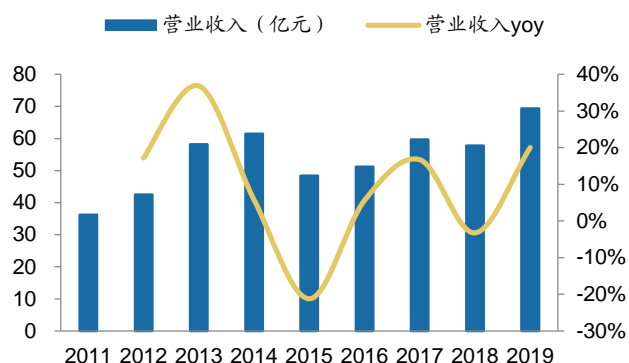
## （二）目前产能利用率低，产能利用率有望提升、经营杠杆将带来盈利弹性

2019年天山股份熟料产能利用率为58.8%，水泥产能利用率仅42.9%（这是包括江苏区域的产能利用率，实际新疆地区的产能利用率更低），而今年新疆市场供需双升的情况下有望带来产能利用率的提升，产能利用率从低位的提升，在经营杠杆作用下将带来盈利弹性。

参考2019年的祁连山，2019年实现收入69.3亿元，同比+20%，主要受销量增长18%驱动，均价仅同比提升1元。区域需求虽然没带来价格上涨，但销量快速增长使固定成本和费用被摊薄，盈利能力明显改善：公司水泥熟料吨成本同比下降了8元，吨三项费用同比下降了3元，其中吨折旧摊销同比下降了7元；吨毛利103元，同比+10元；吨净利51元，同比+12元；归母净利润12.3亿元，同比+88.5%，弹性十足。

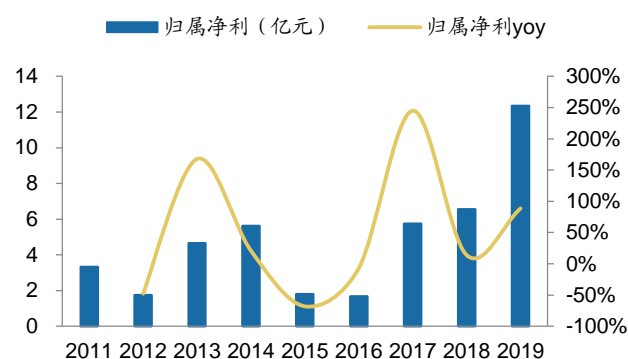
参照祁连山的案例，我们认为随着天山股份产能利用率提升，盈利弹性也将很大。

图52: 2011-2019年祁连山营业收入及增速



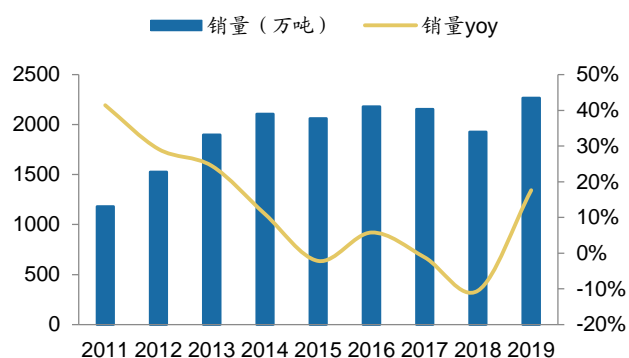
数据来源: 祁连山财报, 广发证券发展研究中心

图53: 2011-2019年祁连山归属净利及增速



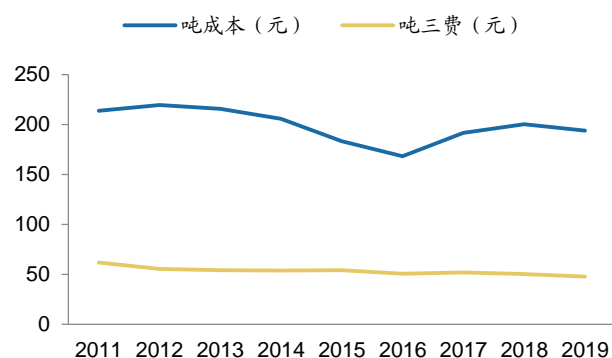
数据来源: 祁连山财报, 广发证券发展研究中心

图54: 2011-2019年祁连山销量及增速



数据来源: 祁连山财报, 广发证券发展研究中心

图55: 2011-2019年祁连山吨成本及吨三费



数据来源: 祁连山财报, 广发证券发展研究中心

## 五、关键假设与盈利预测

### （1）水泥熟料：

**销量：**公司所在新疆主市场需求重回升势，供给格局持续优化，带来产能利用率的提升；江苏市场的高景气可延续。我们对公司2020-2022年水泥熟料销量持有乐观预期，预计每年的增速分别为10%、5%、3%。

**价格：**一方面，2020年初，公司新疆主市场中传统企业与电石渣企业的谈判破裂使得新疆水泥价格出现较大跌幅，虽然在当地协会与工信厅的牵头下谈拢，但价格同比仍然偏低。另一方面，江苏市场目前均价同样低于去年同期。所以我们预计公司2020年均价低于2019年。而随着市场进入上行通道，我们判断2021-2022年均价有望回暖。预计公司2020-2022年吨均价分别为357元/吨、367元/吨、372元/吨。

**（2）销售费用率：**公司销售费用管控能力长期优于北方可比企业，16-19年销售费用率从5.25%下降至3.38%，我们预计公司未来销售费用率将持续下降，20-22年分别为3.36%、3.34%、3.32%。

**（3）管理费用率（含研发）：**公司16-19年管理费用率逐步从8.2%下降至5.9%，未来仍具备较大改善空间。我们预计公司20-22年管理费用率分别为5.7%、5.5%、5.3%。

**（4）财务费用：**因行业景气上行、供需格局向好，公司内生改善明显，现金流好转，资产负债率下降，16-19年财务费用率从9.22%大幅下降至2.02%。未来随着盈利稳定性凸显，降债降财务费用力度将更大。我们预计公司20-22年财务费用率分别为1.48%、0.92%、0.44%。

表7：业绩预测假设

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
水泥和熟料	收入（万元）	687142	811031	844858	911922	952062
	成本（万元）	422659	472550	472780	496419	524094
	毛利率（%）	39%	42%	44%	46%	45%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.91/2.38/2.50元/股，按最新收盘价计算对应PE估值分别为7.0/5.6/5.3x，对应PB估值分别为1.27/1.09/0.96x。考虑到公司产能利用率有望提升、供需格局向好和较高分红率预期，我们选取海螺水泥、华新水泥作为可比公司（海螺水泥是行业龙头，华新水泥是华中西南区域性龙头，和公司业务结构相似，都是水泥占绝大部分，小部分为混凝土和骨料业务），给予公司2020年1.9xPB，对应合理价值20.03元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值 (Wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	PE(x, 2020E)	PE(x, 2021E)	PB(x, 2020E)	PB(x, 2021E)
		(2020/6/11)				
600585.SH	海螺水泥	56.76	8.48	8.19	1.85	1.59
600801.SH	华新水泥	24.17	7.87	7.22	1.98	1.70

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

新疆水泥需求不及预期, 错峰置换政策效果不及预期, 新冠肺炎疫情影响持续, 逆周期调控力度较弱等。



资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,755	3,036	3,811	5,116	6,684	
货币资金	1,445	689	1,306	2,413	3,815	
应收及预付	1,898	628	682	750	784	
存货	361	351	338	356	376	
其他流动资产	51	1,368	1,484	1,597	1,709	
非流动资产	13,278	12,243	12,690	13,117	13,534	
长期股权投资	92	111	111	111	111	
固定资产	11,790	10,982	10,879	10,756	10,623	
在建工程	124	78	578	1,078	1,578	
无形资产	611	674	724	774	824	
其他长期资产	662	397	397	397	397	
资产总计	17,034	15,278	16,501	18,233	20,218	
流动负债	6,414	3,401	3,046	2,961	3,092	
短期借款	3,127	923	517	300	300	
应付及预收	1,588	1,140	1,133	1,193	1,260	
其他流动负债	1,699	1,338	1,396	1,468	1,532	
非流动负债	1,440	1,739	1,739	1,539	1,339	
长期借款	511	1,354	1,354	1,154	954	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	929	385	385	385	385	
负债合计	7,854	5,140	4,785	4,500	4,431	
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049	
资本公积	4,073	4,076	4,076	4,076	4,076	
留存收益	3,186	4,516	5,920	7,720	9,545	
归属母公司股东权益	8,400	9,647	11,050	12,850	14,675	
少数股东权益	779	491	666	883	1,111	
负债和股东权益	17,034	15,278	16,501	18,233	20,218	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,932	9,688	10,114	11,157	11,661
营业成本	5,062	6,143	6,171	6,499	6,865
营业税金及附加	151	154	160	177	185
销售费用	272	328	340	373	387
管理费用	486	533	536	569	571
研发费用	6	40	40	45	47
财务费用	294	196	152	100	42
资产减值损失	-207	-252	-202	-223	-233
公允价值变动收益	0	33	0	0	0
投资净收益	4	6	5	6	6
营业利润	1,658	2,397	2,791	3,478	3,651
营业外收支	5	-70	-20	-20	-20
利润总额	1,663	2,327	2,771	3,458	3,631
所得税	425	498	593	741	778
净利润	1,238	1,829	2,177	2,718	2,854
少数股东损益	-3	193	174	217	228
归属母公司净利润	1,241	1,636	2,003	2,500	2,625
EBITDA	2,889	3,381	2,866	3,495	3,606
EPS（元）	1.18	1.56	1.91	2.38	2.50

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,720	2,676	2,251	2,820	2,983
净利润	1,238	1,829	2,177	2,718	2,854
折旧摊销	934	891	0	0	0
营运资金变动	-889	-278	-7	34	65
其它	437	235	81	68	64
投资活动现金流	113	-355	-593	-575	-566
资本支出	139	-8	-498	-480	-472
投资变动	-26	-348	-100	-100	-100
其他	1	1	5	6	6
筹资活动现金流	-2,118	-2,847	-1,042	-1,138	-1,015
银行借款	3,136	3,504	-406	-417	-200
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-5,254	-6,351	-636	-720	-815
现金净增加额	-285	-526	617	1,107	1,402
期初现金余额	1,418	1,132	689	1,306	2,413
期末现金余额	1,132	606	1,306	2,413	3,815

#### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	12.0%	22.1%	4.4%	10.3%	4.5%
营业利润增长	311.1%	44.6%	16.4%	24.6%	5.0%
归母净利润增长	368.5%	31.8%	22.5%	24.8%	5.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.2%	36.6%	39.0%	41.8%	41.1%
净利率	15.6%	18.9%	21.5%	24.4%	24.5%
ROE	14.8%	17.0%	18.1%	19.5%	17.9%
ROIC	10.6%	15.4%	16.2%	17.8%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.1%	33.6%	29.0%	24.7%	21.9%
净负债比率	85.6%	50.7%	40.8%	32.8%	28.1%
流动比率	0.59	0.89	1.25	1.73	2.16
速动比率	0.52	0.77	1.11	1.58	2.01
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.47	0.63	0.61	0.61	0.58
应收账款周转率	16.44	20.97	20.98	20.98	20.98
存货周转率	21.96	27.61	29.91	31.33	31.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.18	1.56	1.91	2.38	2.50
每股经营现金流	1.64	2.55	2.15	2.69	2.84
每股净资产	8.01	9.20	10.54	12.25	13.99
<b>估值比率</b>					
P/E	6.01	7.60	7.01	5.61	5.34
P/B	0.89	1.29	1.27	1.09	0.96
EV/EBITDA	3.64	4.23	5.19	3.82	3.26



## 广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属材料建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。