

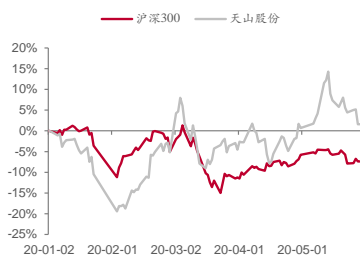
## 天山股份（000877）/水泥制造

## 新疆需求望高增，江苏盈利稳定

## ——西北水泥系列深度报告（二）

**评级：增持（维持）**
**市场价格：12.47**
**分析师：孙颖**
**执业证书编号：S0740519070002**
**Email：sunying@r.qlzq.com.cn**
**研究助理：朱晋满**
**Email：zhujx@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	1,049
流通股本(百万股)	880
市价(元)	12.47
市值(亿元)	130.8
流通市值(亿元)	7,079

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

**公司深度：**《天山股份：供需“新常态”下的新疆水泥龙头——“水泥地图”系列报告》20190331

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	79.32	96.88	110.91	128.08	138.63
增长率 yoy%	12.03%	22.14%	14.48%	15.48%	8.24%
净利润	12.41	16.36	19.99	25.71	29.22
增长率 yoy%	368.48%	31.80%	22.21%	28.60%	13.65%
每股收益(元)	1.18	1.56	1.91	2.45	2.79
每股现金流量	-0.22	-0.18	0.74	0.59	0.58
净资产收益率	14.8%	17.0%	18.1%	20.1%	19.7%
P/E	10.54	7.99	6.54	5.09	4.48
P/B	1.56	1.36	1.19	1.02	0.88

备注：股价取自 2020 年 5 月 28 日收盘价

**投资要点**

- **天山股份是中国建材旗下的新疆水泥龙头，深耕新疆经济发达区，布局江苏、锡和常区域。**天山股份是新疆地区产能最大的水泥企业，隶属于中建材集团。截至 2019 年底，公司拥有熟料产能超过 2790 万吨（新疆、江苏产能占比分别为 81%和 19%）。营收结构中，水泥熟料占比为 84%。得益于供给侧改革和基建、地产需求稳步增长，水泥价格上升推动公司盈利能力提升。
- **基建有望驱动新疆需求进一步向好，公司产能利用率有望稳步提升。**2019 年新疆水泥产量同增 8%，挖掘机销量同增 46%。2020 年 4 月单月新疆挖掘机销量同增 72%，或预示新疆水泥需求将快速提升。2020 年是“十三五”脱贫攻坚最后一年，存量项目有望加速推进。“十四五”期间新疆计划重点公路项目累计建设规模约 2.14 万公里，总投资金额约为 4303 亿元，年均投资额 861 亿元，较 2018-20 年翻番；计划新增铁路运营里程 6322km，新建 6 个机场。受益于“一带一路”和西部大开发提速，全疆特别是南疆乌将线二线铁路、大石峡水利项目等重点工程建设有望加快推进，水泥实际产能利用率有望回升。
- **错峰置换示范新疆先行，供给侧协同高压不减。**新疆水泥行业受外部冲击少，本身利于行业格局稳定。2017 年以来，新疆电石渣水泥产能置换进一步推进，新疆市场价格率先走出困境（2017-2019 天山股份疆内水泥熟料吨价格分别同增 24、73、57 元）。2020 年，我们测算新疆理论加权平均错峰生产天数为 184 天，同减 6 天，是 14 年以来错峰天数次高年份。
- **江苏基建托底水泥需求，地产需求韧性较强，错峰力度保持高压态势。**需求端，2019 年江苏水泥产量同增 9.2%。2019 和 2020 年 4 月挖掘机销量分别同增 17%和 87%，基建需求先行指标态势向好。2020 年江苏计划交通建设完成投资额同增 15%，“盐通、沪通、连徐、连镇”高铁线确保年底建成，“南沿江、宁淮”按期推进，基建仍将助推水泥需求高增。16-18 年江苏地产新开工面积正增长，传导至施工端有望带动地产领域水泥需求恢复。供给端，江苏环保压力使得错峰力度保持高压态势，2020 年停窑总天数 60 天，同减 5 天。
- **天山股份：供需格局+内生盈利改善，水泥资产存整合预期，估值有望提升。**公司所在的新疆、江苏地区熟料产能 CR 5 约 64%、66%，公司产能占比 33%、9%，龙头高市占优势凸显。据公司年报的资料，中国建材集团将于 2020 年 11 月 10 日前，并力争用更短的时间，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。中建材西北水泥整合在即，有望逐步消除区域同业竞争。公司近年针对自身产能利用率较低的情况，对部分生产线计提减值，降低了历史负担。随着公司产能利用率和销量的扩大，吨折旧及三费有望下降。
- **投资建议：**我们认为新疆水泥行业供需格局有望持续优化，水泥价格有望稳中有升。西部大开发带来的需求潜力有望逐渐释放，而大范围产能新增难以再现，行业龙头将呈现一定“公用事业”属性，具备地域上天然的垄断性，公司长期盈利能力将得到保障，中长期估值“洼地”有望被填平。我们中性预计 2020 年、2021 年公司水泥熟料销量同增 17.3%和 15%，吨价同增 0 元和 10 元，归母净利润为 20.0 亿元和 25.7 亿元，对应 20、21 年 PB 约为 1.19 倍和 1.02 倍，PE 约为 6.5 倍和 5.1 倍，估值较低。给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险，水泥供给侧约束明显放松，区域需求不及预期等。

## 内容目录

<b>中国建材旗下的新疆水泥龙头 .....</b>	<b>- 6 -</b>
深耕新疆经济发达区，布局江苏宁、锡和常区域 .....	- 6 -
<b>基建有望驱动新疆需求进一步向好，产能利用率有望稳步提升 .....</b>	<b>- 10 -</b>
新疆：短期续建+新建项目高增，中长期受益于“一带一路”和西部大开发 ..	- 10 -
江苏：地产韧性较强，基建需求望高增 .....	- 15 -
<b>错峰置换示范新疆先行，供给格局持续强约束 .....</b>	<b>- 17 -</b>
新疆熟料产能集中度高，江苏格局“南金峰、北中联” .....	- 17 -
新疆错峰生产约束供给，西北电石渣水泥产能置换进一步推进 .....	- 18 -
江苏错峰力度保持高压态势，整体并未放松 .....	- 21 -
<b>天山股份：疆内需求望高增+内生盈利改善 .....</b>	<b>- 22 -</b>
大股东旗下西北水泥整合在即 .....	- 22 -
内生盈利：吨价稳中有升、成本改善、费用下行望带来盈利水平提升 .....	- 23 -
资产价值：熟料资源化加速资产重估，资产负债表逐渐修复 .....	- 26 -
<b>盈利预测与估值 .....</b>	<b>- 28 -</b>
盈利预测与弹性测算 .....	- 28 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 30 -</b>

## 图表目录

图表 1: 天山股份股权结构图.....	- 6 -
图表 2: 2019 年营业收入 96.88 亿元, YoY+22%.....	- 7 -
图表 3: 2019 年归母净利 16.4 亿元, YoY+32%.....	- 7 -
图表 4: 19 年公司水泥熟料销量 2149 万吨, YoY+10%.....	- 7 -
图表 5: 19 年公司混凝土销量 205 万方, YoY-3%.....	- 7 -
图表 6: 2019 年公司产品营收占比.....	- 7 -
图表 7: 2019 年公司产品毛利占比.....	- 7 -
图表 8: 天山股份熟料产线明细.....	- 8 -
图表 9: 天山股份新疆地区水泥产线布局.....	- 8 -
图表 10: 天山股份江苏地区水泥产线布局.....	- 9 -
图表 11: 19 年公司新疆地区营收占比 60%.....	- 9 -
图表 12: 19 年公司新疆地区毛利占比 59%.....	- 9 -
图表 13: 2019 年新疆水泥产量同比增长 8%.....	- 10 -
图表 14: 新疆挖掘机销量、水泥产量逐月同比增速.....	- 10 -
图表 15: 20 年新疆和江苏交通基建投资增速计划同比正增长.....	- 11 -
图表 16: 2020 年新疆自治区重点项目续建项目名单.....	- 11 -
图表 17: 2020 年新疆自治区重点项目新开工项目名单.....	- 12 -
图表 18: 新疆综合交通（公路）发展战略（2018-2030）.....	- 12 -
图表 19: 2018 年新疆常住人口 2487 万人, YOY+1.7%.....	- 13 -
图表 20: 2018 年新疆城镇化率 50.9%, +1.5pct.....	- 13 -
图表 21: 新疆综合立体交通网规划（2021-2050 年）.....	- 14 -
图表 22: 新疆地区水泥价格.....	- 14 -
图表 23: 新疆地区水泥库存.....	- 14 -
图表 24: 新疆地区水泥出货率.....	- 14 -
图表 25: 2019 年江苏省水泥产量 1.6 亿吨, YOY +9%.....	- 15 -
图表 26: 2010-19 年江苏挖掘机销量及同比增速.....	- 15 -
图表 27: 江苏房地产开发投资额及同比.....	- 16 -
图表 28: 江苏房屋新开工面积及同比.....	- 16 -
图表 29: 2019 年江苏常住人口 8070 万人, YOY+0.3%.....	- 16 -
图表 30: 2019 年江苏城镇化率 69.6%, +0.8pct.....	- 16 -
图表 31: 2016-20 年华东水泥价格.....	- 16 -
图表 32: 2016-20 年华东水泥库存.....	- 16 -
图表 33: 2016-20 年江苏熟料价格（元/吨）.....	- 17 -

图表 34: 2018-20 年华东水泥出货率.....	- 17 -
图表 35: 2019 年新疆熟料产能集中度.....	- 17 -
图表 36: 2018 年新疆各地区熟料产能占比 .....	- 17 -
图表 37: 2019 年江苏新型干法熟料产能占比.....	- 18 -
图表 38: 2018 年江苏各地区熟料产能占比 .....	- 18 -
图表 39: 新疆地区熟料产能利用率 (仅考虑新型干法) .....	- 19 -
图表 40: 新疆地区实际熟料产能利用率.....	- 19 -
图表 41: 2014-20 年新疆水泥熟料企业错峰生产置换方案比较.....	- 19 -
图表 42: 电石法 PVC 副产电石渣可替代石灰石制成水泥.....	- 20 -
图表 43: 新疆电石熟料产能占整体熟料产能的 3.9%.....	- 20 -
图表 44: 2019 年西北地区电石渣熟料产线分布及占比.....	- 21 -
图表 45: 2020 年江苏省水泥行业错峰生产全年停窑 60 天 .....	- 22 -
图表 46: 天山股份、祁连山、宁夏建材业务地理范围有重合.....	- 23 -
图表 47: 2009-19 年公司水泥熟料吨价格 (元) .....	- 23 -
图表 48: 2009-19 年公司水泥熟料吨毛利 (元) .....	- 23 -
图表 49: 西北水泥熟料吨价格对比 (元) .....	- 24 -
图表 50: 西北水泥熟料吨毛利对比 (元) .....	- 24 -
图表 51: 2016-19 年公司吨成本拆分 (元) .....	- 24 -
图表 52: 西北水泥熟料吨成本对比 (元) .....	- 24 -
图表 53: 2017-19 年水泥企业吨原材料成本 (元) .....	- 25 -
图表 54: 2017-19 年水泥企业吨燃料及动力成本 (元) .....	- 25 -
图表 55: 2017-19 年水泥企业吨制造与折旧成本 (元) .....	- 25 -
图表 56: 2017-19 年水泥企业吨人工与其他成本 (元) .....	- 25 -
图表 57: 2009-19 年公司水泥熟料吨三费 (元) .....	- 25 -
图表 58: 2013-19 年公司期间费率持续下行.....	- 25 -
图表 59: 2009-19 年公司水泥熟料吨净利 (元/吨) .....	- 26 -
图表 60: 2019 公司 ROE18.2%, YoY+2.5pct.....	- 26 -
图表 61: 天山股份吨石灰岩储量市值低于行业平均值.....	- 26 -
图表 62: 天山股份水泥用石灰岩等矿石资源分布 .....	- 27 -
图表 63: 2010-19 年可比公司资产负债率对比 .....	- 28 -
图表 64: 2010-19 年可比公司有息负债率对比 .....	- 28 -
图表 65: 天山股份水泥 (含商品熟料) 盈利预测假设条件.....	- 28 -
图表 66: 天山股份销量及吨价对 20 年利润和估值的敏感性分析.....	- 29 -
图表 67: 西北水泥公司股价及指数涨跌幅 .....	- 29 -
图表 68: 西北水泥公司股价超额收益率.....	- 29 -

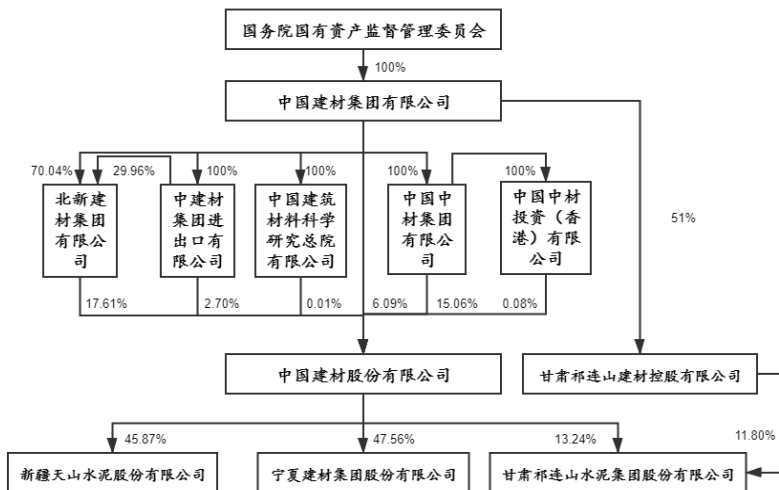
图表 69: 西北水泥公司 PB 走势 .....	- 29 -
图表 70: 西北水泥公司 ROE 走势 .....	- 29 -
图表 71: 公司及可比公司估值情况 .....	- 30 -
图表 72: 公司盈利预测 .....	- 31 -

## 中国建材旗下的新疆水泥龙头

深耕新疆经济发达区，布局江苏宁、锡和常区域

- 天山股份是新疆地区产能最大的水泥企业，隶属于中国建材集团。

图表 1：天山股份股权结构图

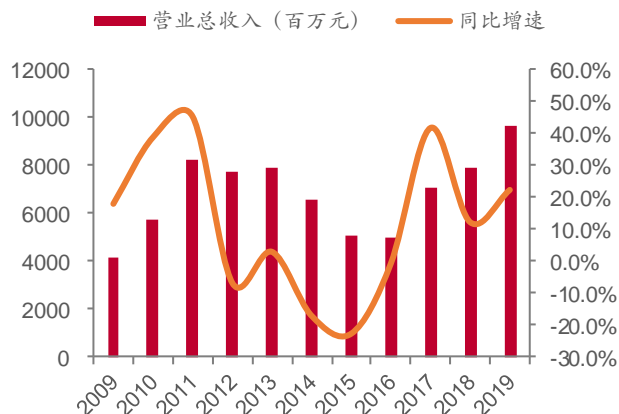


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司产能主要布局在新疆和江苏经济发达区，具备产能布局上的规模优势。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；在江苏经济发达区域亦布局 4 条生产线。**截至 2019 年底，公司拥有熟料产能超 2790 万吨，其中新疆、江苏产能占比分别为 81% 和 19%，分别约为 2251 万吨和 543 万吨。**公司熟料产能较 2018 年减少 195 万吨/年，主要由于公司 2019 年 12 月 30 日公告下属三家子公司以 1.46 亿元交易总价款，向“都安上峰”转让熟料产能指标用于熟料项目建设。**公司水泥产能 3866 万吨，余热发电能力 153MW，商品混凝土产能 1475 万方。**从实际生产的效益看，华东地区 4 条生产线的产能仅占总产能的 19%，但是从 2019 年的经营效益上贡献了 40% 的营业收入与 41% 的毛利润。展望未来，随着新疆区域供需两端格局的优化，区域水泥价格有望稳中有升，成本有望下行，内生盈利有望得以进一步提升。
- 2019 年营收和归母净利快速提升，主因水泥量价提升。2019 年公司实现营业收入 96.88 亿元（YoY+22%，过去 5 年 CAGR 为 11%），归母净利润 16.36 亿元（YoY+32%，过去 5 年 CAGR 为 35%）。**2019 年公司水泥及熟料销量同比 2018 年上升约 10%，吨价格提升 24 元，吨净利提升近 22 元。**从产品结构上看，2019 年公司销售水泥及熟料 2149 万吨，销售混凝土 205 万立方米。其中，水泥及熟料营收和毛利占比分别为 70% 和 82%。

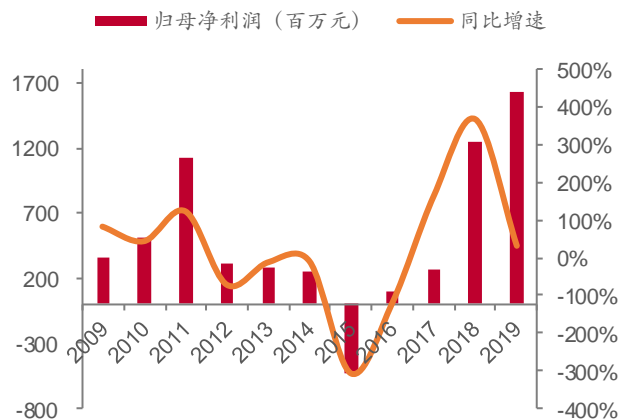


图表 2: 2019 年营业收入 96.88 亿元, YoY+22%



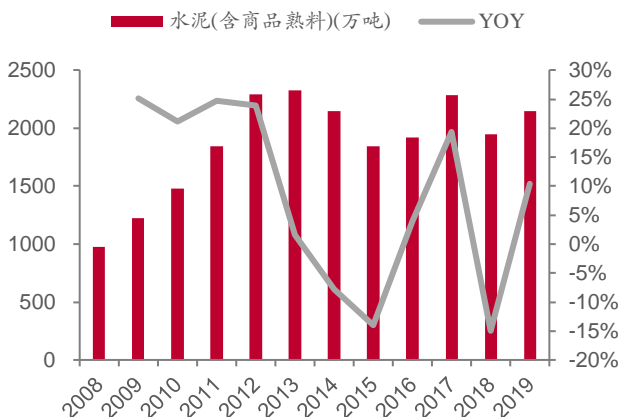
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 3: 2019 年归母净利 16.4 亿元, YoY+32%



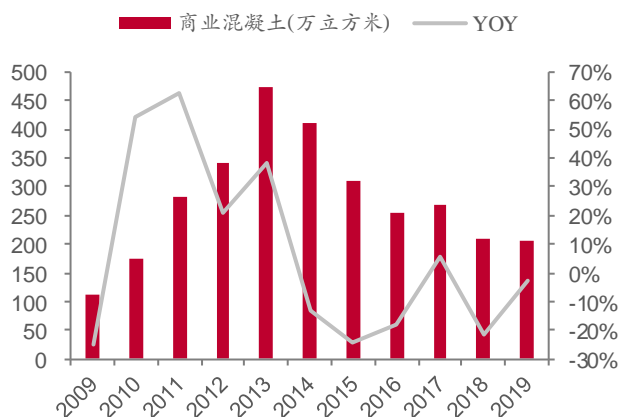
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 4: 19 年公司水泥熟料销量 2149 万吨, YoY+10%



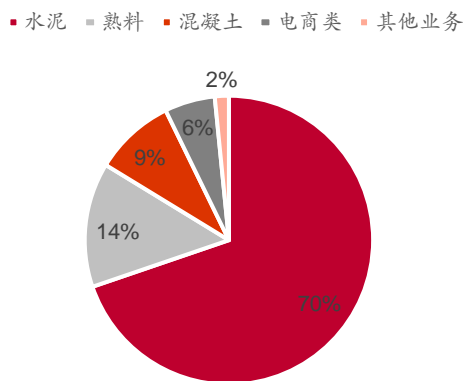
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 5: 19 年公司混凝土销量 205 万方, YoY-3%



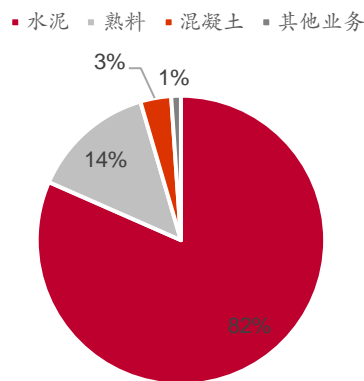
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 6: 2019 年公司产品营收占比



资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 7: 2019 年公司产品毛利占比



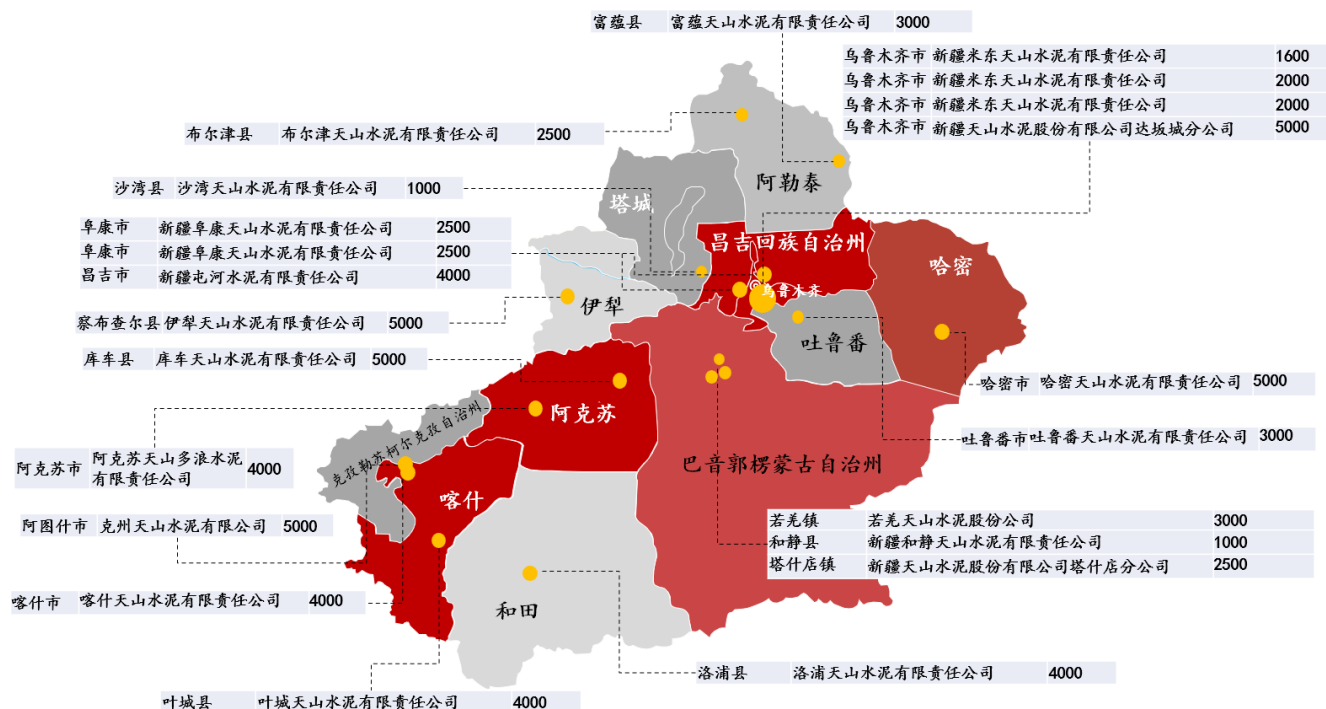
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 8: 天山股份熟料产线明细

省份	地区	熟料产能(万吨/年)	企业名称	建设规模 (t/d)	熟料实际产能(万吨/年)	投产日期
新疆自治区	乌鲁木齐	359.6	新疆米东天山水泥有限责任公司	1600	49.6	2008.04
			新疆米东天山水泥有限责任公司	2000	62	2010.1
			新疆米东天山水泥有限责任公司	2000	62	2010.1
			新疆天山水泥股份有限公司达坂城分公司	6000	186	2013.08
	昌吉回族自治州	279	新疆阜康天山水泥有限责任公司	2500	77.5	2012.09
			新疆阜康天山水泥有限责任公司	2500	77.5	2013.05
			新疆屯河水泥有限责任公司	4000	124	2013.02
	阿克苏地区	279	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司	4000	124	2010.12
			库车天山水泥有限责任公司	5000	155	2012.05
	喀什地区	248	喀什天山水泥有限责任公司	2000	62	2009.01
			喀什天山水泥有限责任公司	4000	124	2011.12
			叶城天山水泥有限责任公司	4000	124	2011.09
			若羌天山水泥股份公司	3000	93	2015.06
	巴音郭楞蒙古自治州	201.5	新疆和静天山水泥有限责任公司	1000	31	2001.05
			新疆天山水泥股份有限公司塔什店分公司	2500	77.5	2009.03
			布尔津天山水泥有限责任公司	2500	77.5	2010.06
	阿勒泰地区	170.5	富蕴天山水泥有限责任公司	3000	93	2013.04
			哈密天山水泥有限责任公司	5000	155	2012.05
	哈密市	155	哈密天山水泥有限责任公司	2500	77.5	2010.08
	伊犁哈萨克自治州	155	伊犁天山水泥有限责任公司	5000	155	2011.09
	克孜勒苏柯尔克孜自治州	155	克州天山水泥有限公司	5000	155	2013.12
	和田地区	124	洛浦天山水泥有限责任公司	4000	124	2012.12
			洛浦天山水泥有限责任公司	4500	139.5	2020.12
	吐鲁番市	93	吐鲁番天山水泥有限责任公司	2000	62	2002.11
	塔城地区	31	吐鲁番天山水泥有限责任公司	3000	93	2012.05
			沙湾天山水泥有限责任公司	1000	31	2005.12
江苏省	无锡市	232.5	宜兴天山水泥有限责任公司	2500	77.5	2003.11
			宜兴天山水泥有限责任公司	5000	155	2005.05
	常州市	155	溧阳天山水泥有限公司	5000	155	2004.07
	南京市	155	溧水天山水泥有限公司	5000	155	2009.1
产能合计					2793.1	

来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所; 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; 灰色为在建产能 (未包含总产能内); 实际产能按 310 天计算

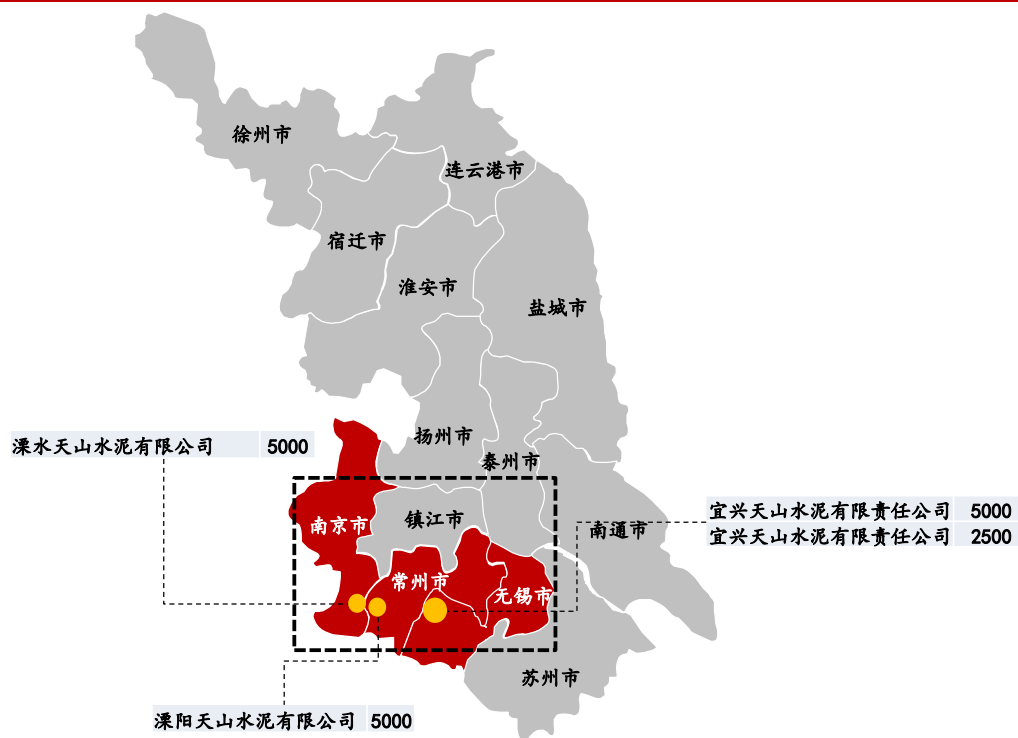
图表 9: 天山股份新疆地区水泥产线布局



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所; 备注: 单位 (t/d)

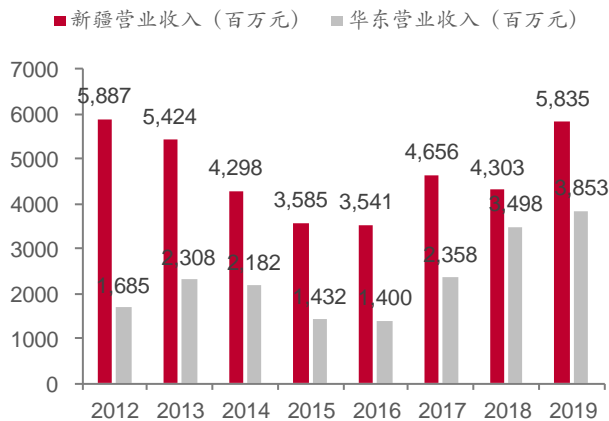


图表 10: 天山股份江苏地区水泥产线布局



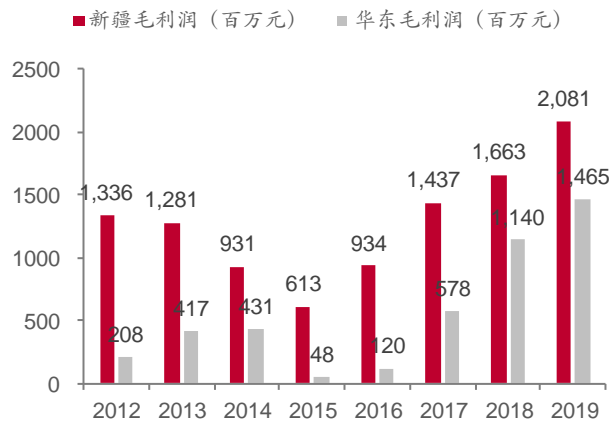
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所; 备注: 单位 (t/d)

图表 11: 19 年公司新疆地区营收占比 60%



资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 12: 19 年公司新疆地区毛利占比 59%



资料来源: WIND、中泰证券研究所

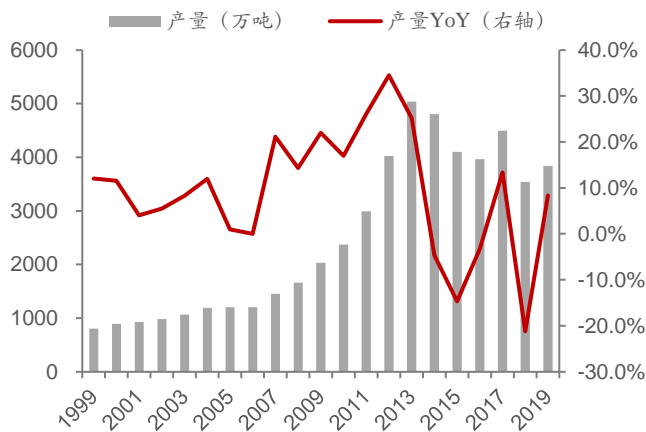
## 基建有望驱动新疆需求进一步向好，产能利用率有望稳步提升

新疆：短期续建+新建项目高增，中长期受益于“一带一路”和西部大开发

### ■ 2019 年以来，新疆挖机销量增速快速提升，或预示水泥需求企稳回升。

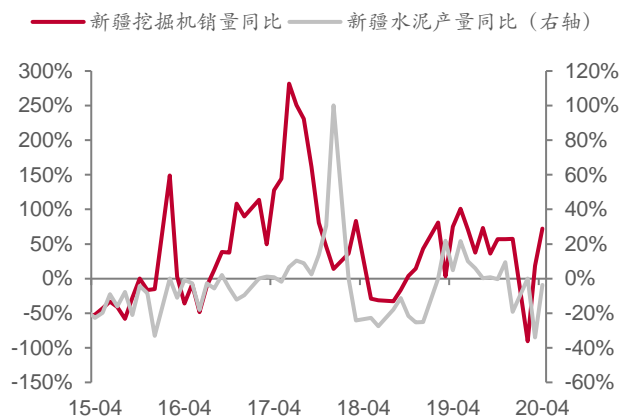
据国家统计局和中国工程机械工业协会的数据，2013-19 年新疆水泥产量波动下滑，2019 年新疆水泥产量 3837 万吨，同增 8%；挖掘机销量 5370 辆，同增 46%。2020 年 1-4 月水泥累计销量 490 万吨，同降 13%；单 4 月份挖掘机销量 1396 辆，同增 72%，或预示新疆水泥需求将企稳回升。从下图的历史数据不难看出，新疆水泥产量自 2014 年以来总产量波动下降，但 2017 和 19 年产量同比提升，对应挖掘机销量也在 2017 和 19 年同比转正，且挖机销量逐月数据领先水泥销量数据约 6 个月。挖机销量或是基建需求企稳回升的前置指标。

图表 13：2019 年新疆水泥产量同比增长 8%



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 14：新疆挖掘机销量、水泥产量逐月同比增速



资料来源：国家统计局、中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

- 2020 年是“十三五”最后一年，完成脱贫攻坚时间紧、任务重，铁路项目“疆内环起来、进出疆快起来”将加速推进。从新疆公布的交通运输固定资产投资规划来看，2020 年新疆计划完成交通运输固定资产投资 542 亿元同增 3%。整体来看，存量项目叠加新增需求，2020 年新疆地区基建增速望保持正增长。其中，乌鲁木齐、阿克苏、昌吉为重点区域，同时也是天山股份产能占比较高的区域，对口的基建项目有望拉动需求，从而提高公司的产能利用率。具体看，计划 2020 年实施普通国省干线项目共 49 个（其中：新建 14 个、续建 35 个），完成新改建国省干线 1482 公里（同比+76%），高速公路突破 5500 公里（同比+5%）。全面建成库尔勒火车站综合交通枢纽并投入运营；推动乌鲁木齐航空物流园、中疆物流货运周转基地建设；新建 3 个一级客运站、2 个二级客运站；提升乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区等 5 个国家级园区及国家物流枢纽承载城市公路联通水平，支持“一港”、“两区”、“五大中心”、“口岸经济带”建设。基建计划持续扩大，有望增加区域水泥需求。水利设施方面，2020 年新疆水利总投资预计达 260 亿元，同增 6%。2019 年，新疆通过争取中央资金，整合涉农资金、扶贫资金、争取金融政策支持等，全年共落实水利投资 290 亿元，完成投资 270.3 亿元，超额完成 245 亿

元的年度目标任务。2020 年新疆水利总投资预计达 260 亿元，计划投资额同增 6%。

图表 15：20 年新疆和江苏交通基建投资增速计划同比正增长

省份	2019 计划 (亿元)	2020 计划 (亿元)	19 实际/19 计划	20 计划 (同比)	投向
浙江	2600	3000	116.92%	15.4%	交通建设
云南	2635	3000	101.26%	13.9%	综合交通建设
四川	1400	1900	128.93%	35.7%	公路、铁路
山东	1622	1842	107.89%	13.6%	交通基础设施
重庆	850	1600	-	88.2%	公路、铁路
江苏	1370	1576	101.93%	15.0%	交通建设
上海	1360	1500	-	10.3%	重大工程
广西	1100	1400	111.13%	27.3%	交通固定资产
广东	1200	1300	145.83%	8.3%	公路、水路
贵州	1200	1100	100.58%	-8.3%	公路、水路
湖北	900	1000	124.44%	11.1%	公路、水路
河北	900	950	100.89%	5.6%	交通基础设施
福建	850	900	108.24%	5.9%	公路、水路
甘肃	771	820	-	6.4%	公路、铁路
安徽	700	700	112.57%	0.0%	交通建设
江西	560	700	125.54%	25.0%	交通基础设施
陕西	650	700	124.77%	7.7%	交通基础设施
北京	537	662	-	23.3%	建安投资
河南	566	600	107.76%	6.0%	交通基础设施
山西	434	578	125.58%	33.2%	公路、机场
新疆	526	542	100.61%	3.0%	交通固定资产
湖南	500	500	110.80%	0.0%	交通固定资产
西藏	548	420	83.58%	-23.4%	公路
内蒙古	400	400	101.75%	0.0%	公路、水路
黑龙江	470	370	-	-21.3%	公路、铁路
吉林	284	304	73.59%	7.0%	交通基础设施
辽宁	100	252	217.60%	152.0%	公路、水路
青海	216	200	94.26%	-7.4%	交通基础设施
海南	200	160	81.50%	-20.0%	公路、水路
天津	104	144	-	38.5%	铁路
宁夏	120	125	117.50%	4.2%	公路、水路
合计	24933	28364	110.22%	13.8%	

来源：各地交通厅，中泰证券研究所

图表 16：2020 年新疆自治区重点项目续建项目名单

续建公路项目 35 个、铁路项目 3 个		相关地区
14 个公路项目今年完工	G216 线乌鲁木齐市过境段	乌鲁木齐
	G30 小草湖-乌鲁木齐	乌鲁木齐
	G7 线梧桐大泉-下马崖-伊吾（二期）	哈密
	伊吾-巴里坤-木垒	哈密
	S20 线五工台-克拉玛依	昌吉
	S205 线 K31 博乐老火车站-K89 包段	博尔塔拉蒙古自治州
	G578 墩麻扎-尼勒克	伊犁哈萨克自治州
	哈密兵地融合大道	哈密
	G219 线和布克赛尔-塔城-阿拉山口	塔城、博尔塔拉蒙古自治州
	G219 线都拉塔口岸-昭苏段	伊犁哈萨克自治州
	S101 线玛纳斯南山-巴音沟	昌吉、塔城
21 个项目加快建设（略）	G0711 乌鲁木齐-尉犁	乌鲁木齐、巴州
	S21 阿勒泰-乌鲁木齐一期工程	阿勒泰、乌鲁木齐
	G216 北屯-富蕴	阿勒泰
3 个铁路项目	新建格尔木至库尔勒	巴州、西藏
	南疆铁路库尔勒至阿克苏至喀什	巴州、阿克苏、喀什
	阿勒泰至富蕴至准东	阿勒泰、昌吉
	新建和田至若羌	和田、巴州

来源：新疆发改委，中泰证券研究所

**图表 17：2020 年新疆维吾尔自治区重点项目新开工项目名单**

新开工公路项目14个、铁路项目5个		相关地区
2个高速公路项目	S21线阿勒泰-乌鲁木齐二期工程	乌鲁木齐、阿勒泰
	S519梧桐大泉-沙泉子	昌吉、哈密
6个一级公路项目	G218线伊宁过境	博尔塔拉蒙古自治州
	G578线龙口-旱田	阿克苏、伊犁哈萨克自治州
	G577线精河-伊宁	博尔塔拉蒙古自治州
	G577线特克斯-昭苏	伊犁哈萨克自治州
	S327北山煤窑-将军庙-五彩湾	昌吉回族自治州
	昌吉州西部南山伴行	昌吉回族自治州
6个二、三级公路项目	G331线青河-富蕴-阿勒泰	阿勒泰
	G331线木垒鸣沙山-乌拉斯台	伊犁哈萨克自治州
	G331线淖毛湖-红岭	哈密、吐鲁番
	G216线红山嘴口岸-阿勒泰	阿勒泰
	G314线阿克苏过境段	阿克苏
	吉木萨尔县—吐鲁番大河沿	乌鲁木齐、吐鲁番
5个铁路项目	乌将铁路增建二线扩能改造及三坪至头屯河联络线项目	乌鲁木齐、昌吉
	新和至拜城铁路项目	阿克苏
	将军庙至淖毛湖铁路项目	昌吉、哈密
	阿克苏至阿拉尔铁路项目	阿克苏
	兰新线芨芨槽子至乌鲁木齐南段至乌西段小半径曲线改造项目	乌鲁木齐

来源：新疆发改委，中泰证券研究所

- **“十四五”重点公路项目年均投资额 861 亿元，较 2018-20 年翻番。**根据新疆综合交通发展战略，规划 2018-2025 年，全区公路建设改造规模约 10.5 万公里。其中，建设改造高速公路约 6300 公里，含国家高速公路约 3900 公里、省级高速公路约 1900 公里；建设高速（一级）连接线约 500 公里；建设改造普通国省道 1.9 万公里，其中普通国道近 1.3 万公里、普通省道 6500 公里；其他公路约 1000 公里；建设农村公路约 7.9 万公里。其中，2021-2025 年，新疆“十四五”重点公路项目累计建设规模约 2.14 万公里，总投资金额约为 4303 亿元，年均投资额 860.6 亿元，而 2018-2020 年年均投资额约 420 亿元，“十四五”公路重点项目的年均投资额将是 2018-2020 年年均的 2 倍多。

**图表 18：新疆综合交通（公路）发展战略（2018-2030）**

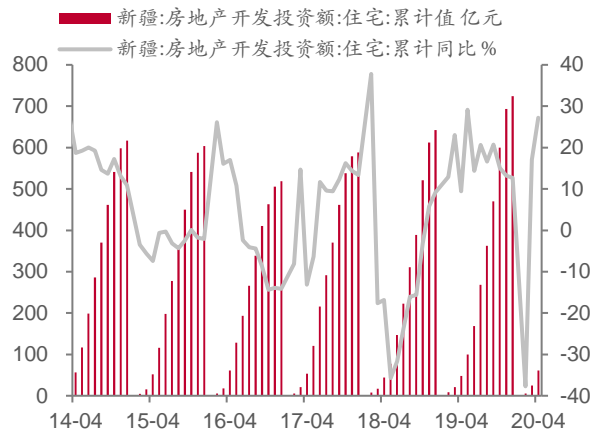
建设类型	总规模	建设规模（公里）				投资规模（亿元）		
		2018-2020年	十四五			总投资	2018-2020 年投资	“十四五”时期投资
			总规模	结转“十三五”	新开工			
国家高速公路	3903	2287	2609	993	1616	1272	324	947
省级高速公路	1921	598	1921	598	1323	506	62	444
高速连接线	522	78	522	78	444	118	33	85
普通国道	12713	8049	10431	5767	4664	3023	789	2234
普通省道	6524	904	5908	266	5642	646	52	593
重点项目小计	25609	11916	21392	7703	13689	5563	1260	4303
农村公路	79000	24000	55000			915	165	750
其他公路			1000			70	20	50
枢纽站场						100	20	80
合计						6648	1465	5183

来源：新疆维吾尔自治区综合交通（公路）发展战略（2018-2030），中泰证券研究所

- **新疆 19 年房屋新开工面积增速较快，地产需求有望企稳。**2019 年新疆房屋新开工面积增速 27%，新开工往施工的传导，地产需求有望企稳。

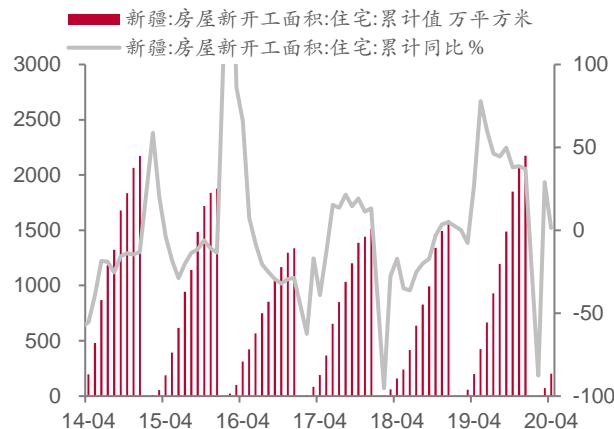
据新疆日报的数据,2020 年新疆将继续实施农村安居、城镇保障性住房、南疆煤改电居民供暖设施入户改造、城镇老旧小区改造、城镇基础设施补短板“五项工程”。其中,完成 7.5 万余户农村安居工程建设任务,改造城镇棚户区 7.3 万余套。住建领域“五项工程”有助于新疆地产需求企稳。

图表 20: 新疆房地产开发投资额及同比



资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

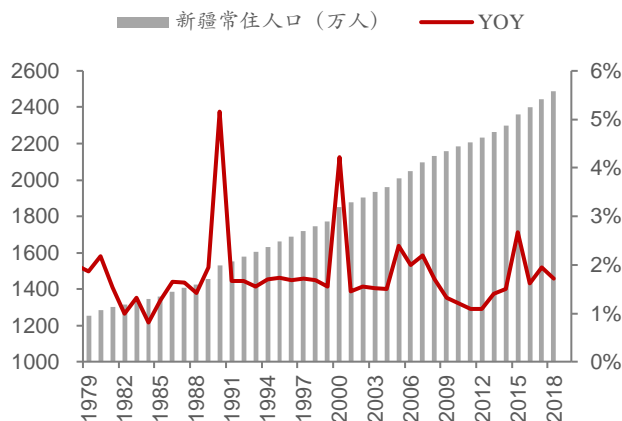
图表 21: 新疆房屋新开工面积及同比



资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

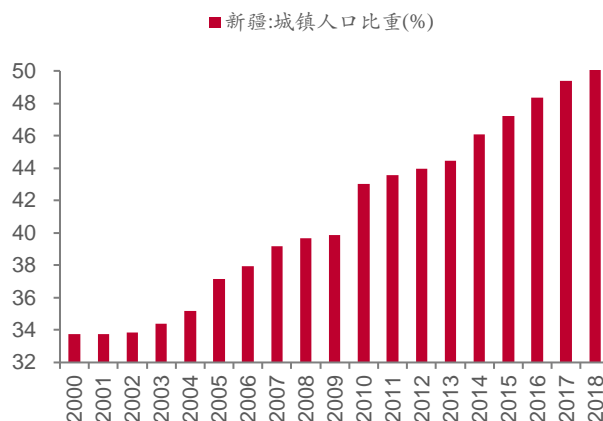
■ 从长期需求看,新疆城镇化和基建潜力巨大。我国“一带一路”倡议持续深入推进,新疆作为“丝绸之路经济带”核心区域区位优势明显。2018 年末新疆总人口 2487 万人, YoY+1.7%。新疆城镇化率较低,2018 年末城镇化率 50.9%, YoY+1.5pct, 城镇化率低于全国平均水平。2017/18/19 年新疆城镇固定资产投资增速分别为 18%/25%/2.5%, 未来城镇化率提升潜力较大。全国经济稳步增长的溢出效应有望对新疆经济起到拉动作用, 特别是基建方面, 新疆作为西部大开发、“一带一路”的核心区域, 铁路、高速公路、机场等交通基础设施建设有望进一步推进落地。

图表 19: 2018 年新疆常住人口 2487 万人, YOY+1.7%



资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 20: 2018 年新疆城镇化率 50.9%, +1.5pct



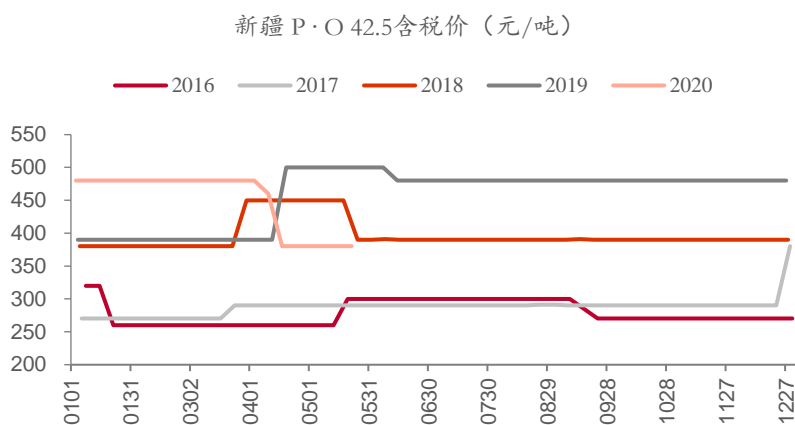
资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 21：新疆综合立体交通网规划（2021-2050 年）

	2021-2025	2025-2035	2035-2050
铁路	规划项目共计24项。共计新增运营里程6322km，总运营里程15012km。其中复线铁路由2772km增加至5825km占比为38.8%，电气化铁路由3861km增加至11952km，占比为79.6%。铁路覆盖全疆80%以上县市。	规划项目共计11项，其中新增高铁1项，新增普速铁路9项，既有线提速扩能改造项目1项，共计新增运营里程1908km，总运营里程16920km。其中复线铁路5825km增加至5950km，占比为35.2%，电气化铁路由11952km增加至13726km，占比为81.1%。铁路覆盖全疆85%以上县市。	规划项目共计15项，其中新增高铁5项，新增运营里程4470km，总运营里程21390km。其中复线铁路由5950km增加至6719km，占比为31.4%，电气化铁路由13726km增加至16178km，占比为75.6%。铁路基本覆盖全疆100%县市。
公路	新建高速公路5600公里，新建改建连接线1838公里；新建改建普通国道7637公里、普通省道7078公里；新建改建农村公路约1.5万公里。	全区公路网新建高速公路2353公里，新建改建连接线1194公里；新建改建普通国道5371公里、普通省道3841公里；新建改建农村公路约2万公里。	公路网新建高速公路966公里；新建改建普通国道2361公里、普通省道6042公里；新建改建农村公路约3万公里。
民用机场	加快和静巴音布鲁克、和布克赛尔、乌苏（军民合用）、奇台、巴里坤、阿拉尔等6个新建机场建设并争取完工投用。尽快开展皮山、阿合奇、轮台等3个新建支线机场项目。为缓解民航资源受军事飞行影响的压力，适时启动喀什、和田、库尔勒等军民合用机场的二跑道建设等改扩建工程。争取2025年末，全疆投用运输机场总数达到30个。	完成皮山、阿合奇、轮台等3个新建支线机场项目建设，并争取投入使用。开展阿合奇机场的新建前期研究工作。重点布局新增现有运输机场未覆盖的重点县市，以及推进通用机场的升级转换为运输机场。到2035年末，全疆运输机场总数超过34个。	

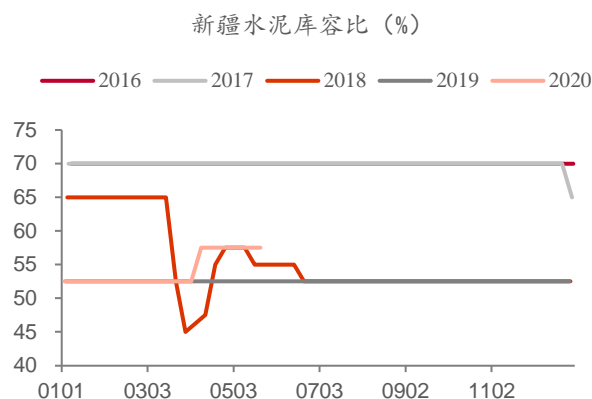
来源：《新疆维吾尔自治区综合立体交通网规划（2021-2050 年）》，中泰证券研究所

图表 22：新疆地区水泥价格



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

图表 23：新疆地区水泥库存



资料来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 24：新疆地区水泥出货率



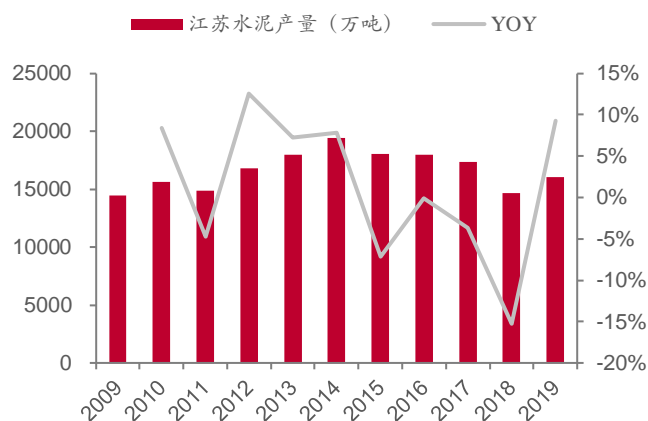
资料来源：数字水泥网、中泰证券研究所



### 江苏：地产韧性较强，基建需求望高增

- **江苏水泥需求增速较快，2019年江苏水泥产量1.6亿吨，YOY +9%。**据国家统计局的数据，2019年江苏水泥产量1.6亿吨，YOY +9%，结束2014-18年水泥产量连续下滑周期。我们认为江苏省2020年水泥供给有望在环保压力下持续收缩，地产韧性较强以及基建高增对水泥需求有保障。天山股份的产线在江苏省内区位较好，我们认为将为公司贡献相对稳定的盈利。

**图表 25：2019 年江苏省水泥产量 1.6 亿吨，YOY +9%**



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

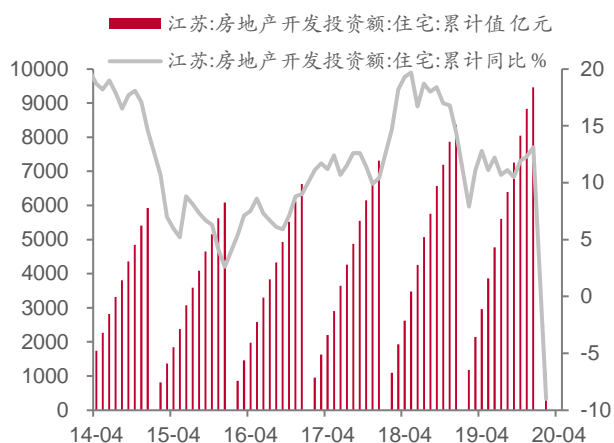
**图表 26：2010-19 年江苏挖掘机销量及同比增速**



资料来源：中国工程机械工业协会、中泰证券研究所

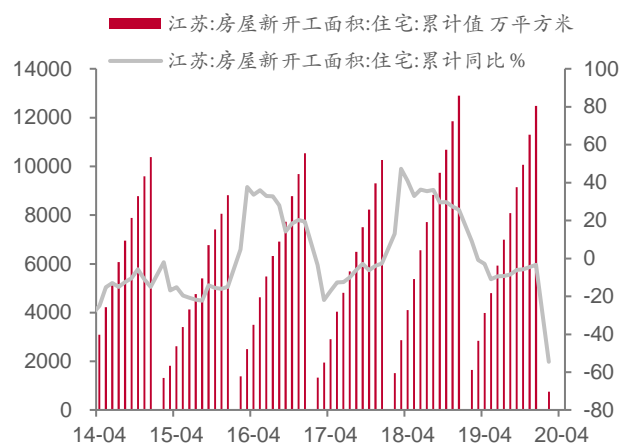
- **基建方面，从江苏省政府的规划看，2020 年计划交通建设计划完成投资 1576 亿元，同比大幅提高 15%，对水泥需求有望贡献弹性增量。**据人民网的数据，2020 年，江苏计划完成 1576 亿元交通工程建设投资目标，“盐通、沪通、连徐、连镇”，确保年底建成通车，“南沿江、宁淮”，有条不紊按期推进，江苏高铁网即将被全面“盘活”。此外，江苏省 2020 年新改建农村公路 3500 公里、桥梁 1000 座，要完成五峰山过江通道接线工程“未来高速”等科技示范工程建设，力争建成沪宁高速、京杭运河等智慧公路、智慧航道，在常州天宁区实现自动驾驶公交运营示范。因此，我们认为 2020 年江苏省基建端对水泥的刺激也将较强。
- **地产方面，展望 2020 年江苏地产需求韧性较强。**2016-18 年江苏省新开工面积增速保持正增长，2019-20 年传导至施工端，地产需求有韧性。同时，地产政策以稳为主，在新开工和施工端都有保障的情况下，我们认为 2020 年江苏省地产需求对水泥有支撑，韧性较强。
- **从长期需求看，江苏人口基数高，人均水泥消费量大。**由于江苏经济发达、交通便利，常住人口不断增加。2019 年江苏总人口 8070 万人，YOY+0.3%。城镇化率 69.6%，+0.8pct。人均水泥年需求量达到 2 吨/人。随着江苏经济的持续提升，人均需求量仍有望保持高位。

图表 27: 江苏房地产开发投资额及同比



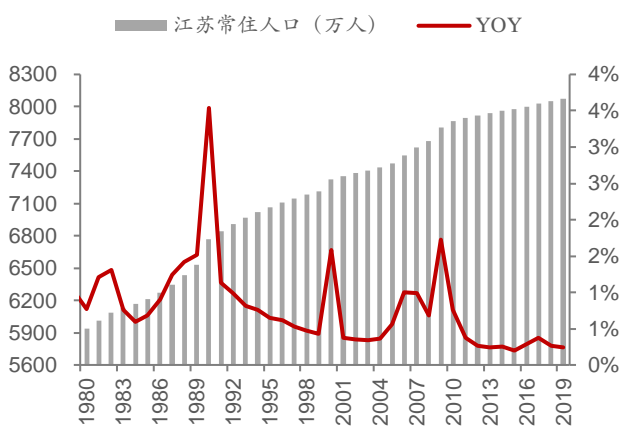
资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 28: 江苏房屋新开工面积及同比



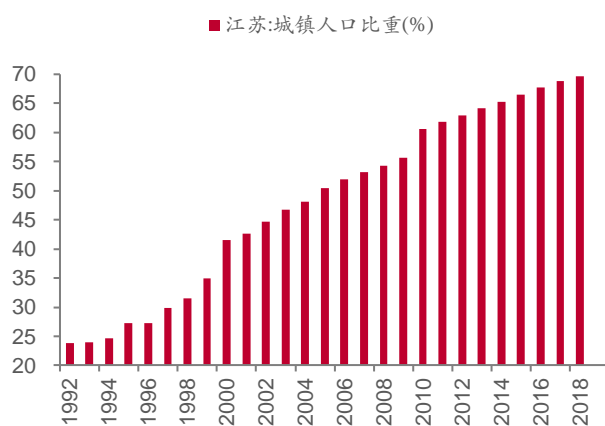
资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 29: 2019 年江苏常住人口 8070 万人, YOY+0.3%



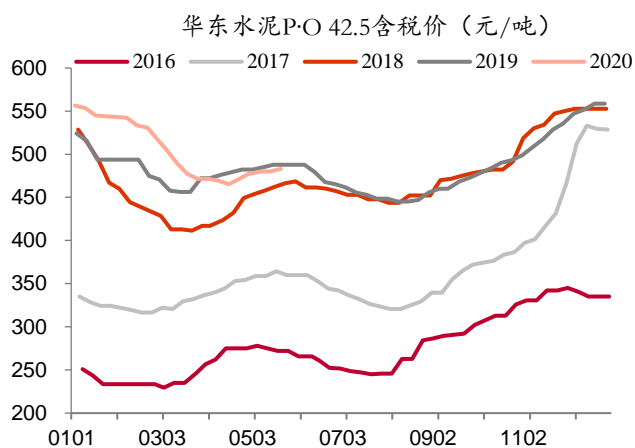
资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 30: 2019 年江苏城镇化率 69.6%, +0.8pct



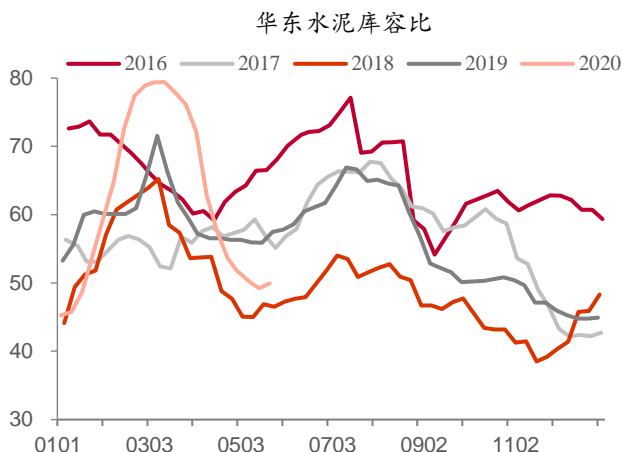
资料来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 31: 2016-20 年华东水泥价格



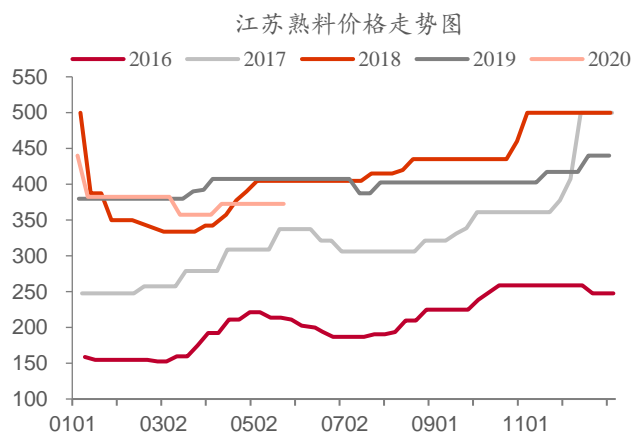
资料来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 32: 2016-20 年华东水泥库存



资料来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 33: 2016-20 年江苏熟料价格 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 34: 2018-20 年华东水泥出货率



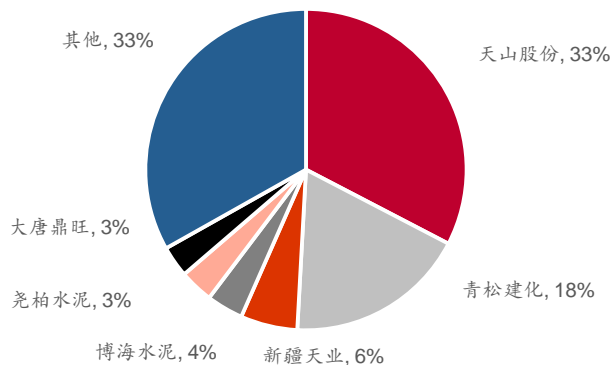
资料来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

## 错峰置换示范新疆先行, 供给格局持续强约束

新疆熟料产能集中度高, 江苏格局“南金峰、北中联”

- 公司在新疆和江苏产能份额占比 33%和 9%。在产能占比方面, 新疆熟料产能 CR 5 约为 64%, 天山股份产能占比 33%。据中国水泥网数据, 2019 年新疆新型干法熟料产能 8379.3 万吨, YOY -0.37%。其中天山股份、青松建化、新疆天业、博海水泥和尧柏水泥产能占比分别为 33%、18%、6%、4%、3%。

图表 35: 2019 年新疆熟料产能集中度



图表 36: 2018 年新疆各地区熟料产能占比

所属地区	总产能	天山股份产能	产能占比
乌鲁木齐市	603	348	58%
喀什地区	810	315	39%
阿克苏地区	1020	315	31%
昌吉回族自治州	630	240	38%
哈密市	375	225	60%
巴音郭楞蒙古自治州	435	195	45%
吐鲁番市	414	165	40%
阿勒泰地区	225	150	67%
克孜勒苏柯尔克孜自治州	405	150	37%
伊犁哈萨克自治州	633	135	21%
和田地区	384	120	31%
塔城地区	432	30	7%
石河子市	435	0	0%
博尔塔拉蒙古自治州	345	0	0%
合计	7146	2388	33%

资料来源：中国水泥网、中泰证券研究所

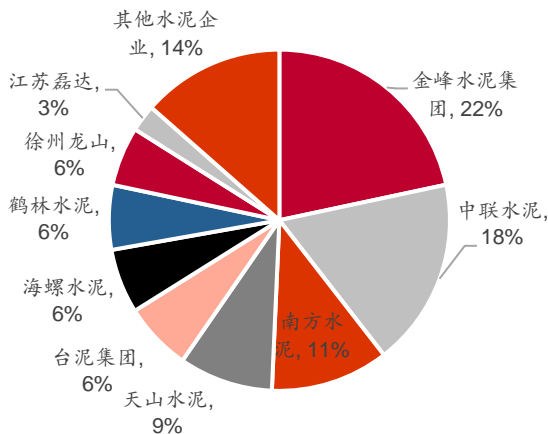
资料来源：新疆工信厅，中泰证券研究所

注：因口径与时效不同，新疆工信厅数据与公司公告数据略有出入。

产能单位：万吨/年

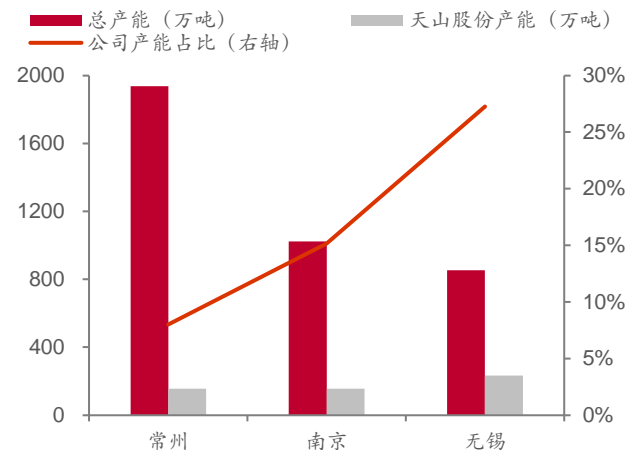
- 江苏熟料产能 CR 5 约为 66%，天山股份产能占比 9%。据中国水泥网数据，2019 年江苏新型干法熟料产能 4603 万吨，YOY -4.5%。其中金峰水泥集团、中联水泥、南方水泥、天山水泥、台泥集团产能占比分别为 22%、18%、11%、9%、6%。

图表 37：2019 年江苏新型干法熟料产能占比



资料来源：中国水泥网、中泰证券研究所

图表 38：2018 年江苏各地区熟料产能占比

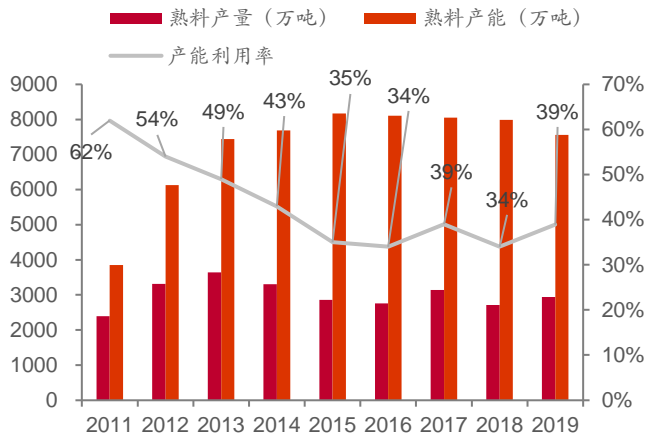


资料来源：江苏省工信厅，中泰证券研究所

### 新疆错峰生产约束供给，西北电石渣水泥产能置换进一步推进

- 供给侧的强力收缩是 2015-19 年新疆水泥行业盈利、价格出现明显回升的核心因素。2015-19 年新疆水泥行业盈利大幅改善，我们认为主要是错峰生产和企业协同带来的供给端强力收缩，导致实际产能利用率提升（通过冬季长时间的错峰生产实现），带来企业盈利回暖。依据是我们提出的水泥行业的协同周期理论，**当行业产能增长逐渐减少，区域格局逐渐稳定有序，区域间企业对于“量”的诉求将会减弱，而对于盈利的诉求会增强。**
- 国家、地方政府和企业的多方合力推动供给侧的强力收缩，长期约束供给格局。从国家层面看，供给侧结构性改革是国家制定的方针政策；从地域上看，新疆幅员辽阔，是我国水泥行业具备最天然自律基础的地区。同时，新疆也是水泥产能过剩较严重的地区。新疆严禁新增产能的政策措施，更为区域的格局稳定划定了安全边际；从企业看，水泥协会统筹协调保障错峰生产实施落地。国家层面去产能制度更加刚性透明，地方政府和企业率先走出化解产能过剩的“囚徒困境”，竞合状态迈向共赢。

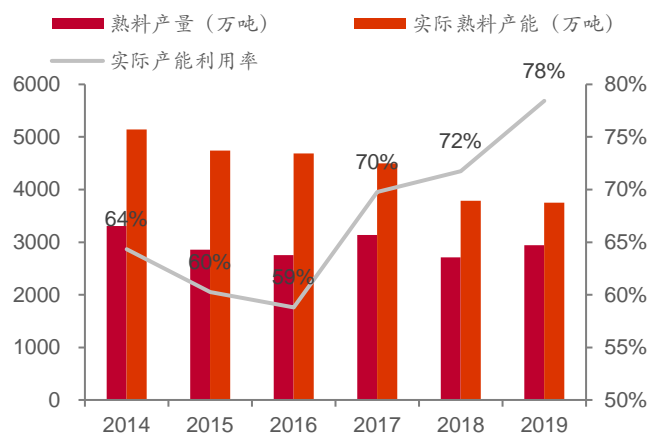
图表 39: 新疆地区熟料产能利用率 (仅考虑新型干法)



来源: 数字水泥网、国家统计局、中泰证券研究所

注: 2019 年下半年熟料产量增速按国家统计局水泥产量增速估算

图表 40: 新疆地区实际熟料产能利用率



来源: 数字水泥网、国家统计局、中泰证券研究所

注: 已剔除错峰停产的实际产能

图表 41: 2014-20 年新疆水泥熟料企业错峰生产置换方案比较

年份	地市	停窑时长	产能加权平均错峰时长 (天)	性质	执行范围	执行力度或效果
2019-2020	和田	3个月	186	错峰生产+产能置换	全疆所有水泥生产企业 (含兵团) 参与错峰生产	电石渣水泥熟料企业应当按要求错峰生产或者降低生产负荷, 确实不能按照通知执行错峰生产停窑的电石渣水泥企业, 应制定并执行电石渣水泥错峰生产置换方案, 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, 实现污染物减排与化解过剩产能
	喀什、克州	4个月				
	阿克苏、巴州	6个月				
	其他地州市	7个月				
2018-2019	和田	4个月	192	错峰生产	全疆所有水泥生产企业 (含兵团) 参与错峰生产	可压缩水泥产能2500万-3000万吨
	喀什、克州	5个月				
	阿克苏、巴州	6个月				
	其他地州市	7个月				
2017-2018	和田	3个月	161	错峰生产+产能置换	全疆所有水泥生产企业 (含兵团) 参与错峰生产。乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域 (含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司) 传统水泥生产企业与电石渣水泥企业实行“错峰置换”。即电石渣水泥企业在冬季采暖期错峰生产期间不停窑, 由区域内传统水泥熟料生产企业增加停窑时间予以置换补偿	全疆各区域在2016-17年错峰停窑的基础上再增加一至半个月错峰停窑时间, 错峰停窑分两个时间段执行
	喀什、克州	4个月				
	阿克苏、巴州	5个月				
	乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子	6.5个月				
2016-2017	和田、喀什、克州	4个月	154	全面推行错峰生产	5家企业5条生产线全年停窑, 参与错峰生产企业65家, 熟料生产线81条	压减储备产能3000万吨; 熟料库存减少238万吨
	阿克苏、巴州	5个月				
	其他地州市	5.5个月				
2015-2016	全地区	5个月	153	探索施行错峰生产	全区各水泥熟料生产企业 (电石渣水泥企业可结合错峰生产通知要求合理安排水泥生产)	停窑时间延长至4个月, 较去年时长增加1个月。有效压缩产能1600万吨
2014-2015	全地区	4个月	121	尝试开展错峰生产	所有生产水泥熟料的企业 (用电石渣生产水泥熟料企业除外)	全部停窑, 停止熟料煅烧。停窑期间, 水泥粉磨设备可正常生产, 保障市场供应

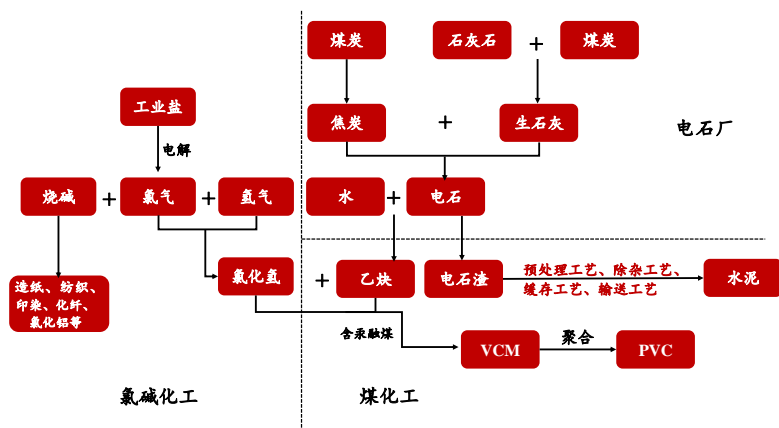
来源: 新疆工信厅, 数字水泥网, 中泰证券研究所

- 新疆地区错峰力度持续保持高压态势, 错峰生产大幅压缩实际产能。2020 年和田、喀什和克州地区停窑时长减少一个月, 产能有所增加。从错峰生产对产能的压缩力度来看, 我们实际测算的理论加权平均错峰生

产天数为 184 天，即实际可生产天数为 184 天。按照全省我们 7146 万吨的熟料产能（工信厅披露口径）计算，我们认为区域内熟料的实际年产能压缩为 3551 万吨。若按照 2941 万吨的熟料产量测算，2020 年实际的熟料产能利用率有望达到 83%。由于疫情期间正好处于错峰停窑时期，对产能产量影响不大，反而后续由于基建刺激，有望形成产量和实际产能利用率提高的局面。

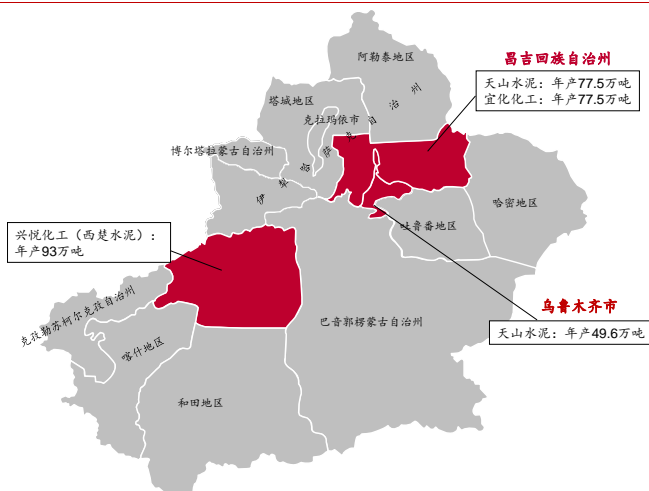
- **电石渣水泥产能置换破局，新疆市场价格率先走出困境。**据数字水泥网的数据，2019 年西北地区电石渣熟料产能共计 1568 万吨，其中内蒙古、宁夏、新疆合计产能分别为 992、279 和 297 万吨，占各地总产能比重分别为 14.9%、13.4%和 3.9%。电石 PVC 产线具有副产大量电石渣和连续生产的特性，错峰无法执行。2017 年，新疆首创“错峰置换”政策，将 PVC 厂副产低成本电石渣熟料外销给传统熟料企业、间接参与错峰的方式，平衡解决了电石渣安全环保消纳与冲击熟料市场的矛盾，疆内价格中枢已明显提升。

图表 42：电石法 PVC 副产电石渣可替代石灰石制成水泥



来源：《粉煤灰国际》、《化学工艺学》、中泰证券研究所

图表 43：新疆电石熟料产能占整体熟料产能的 3.9%



来源：数字水泥网、中泰证券研究所



**图表 44：2019 年西北地区电石渣熟料产线分布及占比**

省份	地市	企业名称	所属公司	年产量(万吨)	合计年产量	占总产能比重
内蒙古	包头市	包头冀东水泥有限公司	金隅冀东	155	992.0	14.9%
	包头市	东方希望包头科技公司（包头海平面金属科技有限公司）	东方希望	186		
	乌海市	内蒙古乌达君正化工股份水泥公司	君正化工	77.5		
	乌海市	西部环保有限公司（内蒙古乌海化工有限公司）	乌海化工	77.5		
	鄂尔多斯市	内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司	金隅冀东	77.5		
	鄂尔多斯市	鄂尔多斯市新华水泥有限公司	双欣环保	77.5		
	鄂尔多斯市	内蒙古君正能源化工有限责任公司	君正化工	77.5		
	鄂尔多斯市	内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司	鄂尔多斯电力	93		
	乌兰察布市	内蒙古伊东冀东水泥有限公司	金隅冀东	77.5		
	乌兰察布市	内蒙古蒙维科技有限公司	安徽皖维	93		
宁夏	银川市	中石化长城能源化工（宁夏）有限环保建材分公司	中石化	77.5	279.0	13.4%
	石嘴山市	宁夏大地坤水水泥公司	宁夏大地	77.5		
	天忠市	宁夏金昱元资源再生有限公司	金昱元化工	46.5		
	固原市	宁夏金昱元资源再生有限公司	金昱元化工	77.5		
新疆	乌鲁木齐	新疆米东天山水泥有限责任公司（电石渣）	天山水泥	49.6	297.6	3.9%
	昌吉州	新疆宜化化工有限公司	新疆宜化集团	77.5		
	昌吉州	新疆阜康天山水泥有限责任公司	天山水泥	77.5		
	阿克苏	新疆兴悦化工有限公司（西楚水泥）	-	93		
合计				1568.6		

来源：数字水泥网，中泰证券研究所

- 综上，我们认为新疆区域的“供给新常态”已经在过去两年基本形成，区域由于没有外来产能冲击、且区域内几乎没有新增产能，导致格局沉淀固化，企业的诉求逐渐从历史上的“量”转为价格与盈利，而对产能利用率并不敏感。新疆区域的水泥行业近年逐渐开始呈现一定“公用事业”属性。而区域内企业的盈利、价格随淡旺季波动的情况也出现明显减少。

#### 江苏错峰力度保持高压势态，整体并未放松

- 江苏水泥错峰力度并未明显放松，2020 年停窑总天数为 60 天。从江苏省的错峰力度看，我们认为 2020 年全年在环保压力下并不太容易放松。江苏省根据《江苏省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》，2018 年压减水泥产能 210 万吨（其中熟料产能 180 万吨），到 2020 年，再压减一批水泥产能。根据《2020 年江苏省水泥行业错峰生产停窑及核查方案》，错峰生产停窑及核查方案涉及江苏省境内熟料生产的 23 家企业、39 条生产线，年熟料产能大约 5500 万吨，具体情况见下表。全年停窑总天数为 60 天，其中春节期间（1 月 1 日~3 月 31 日）停窑 30 天，梅雨高温季节（6 月 1 日~9 月 30 日）停窑 20 天，年末（10 月 1 日~12 月 31 日）停窑 10 天。我们分析，江苏省错峰力度并未明显放松，停窑总天数较 19 年仅缩减 5 天。

**图表 45：2020 年江苏省水泥行业错峰生产全年停窑 60 天**

区域	集团简称	企业名称	规格 (t/d)	台数 (台)	2019-2020年错峰生产计划
南京 镇江	安徽海螺	中国水泥厂有限公司	5000	2	23家企业、39条生产线2020年全年停窑 <b>总天数</b> 为 <b>60天</b> 。  <b>其中，春节期间(1月1日~3月31日)停窑30天，梅雨高温季节(6月1日~9月30日)停窑20天，年末(10月1日~12月31日)停窑10天</b>
	句容台泥	句容台泥水泥有限公司	6000	1	
			5000	1	
	江苏鹤林	江苏鹤林水泥有限公司	2500	1	
			5000	2	
	江苏信宁	江苏信宁新型建材有限公司	5000	1	
	小野田	江南小野田水泥有限公司	4000	1	
	中联水泥	南京中联水泥有限公司	5000	1	
	江苏磊达	江苏磊达股份有限公司	2500	2	
苏锡常	南方水泥	江苏新街南方水泥有限公司	5000	1	
		江苏宜城南方水泥有限公司	2500	1	
		江苏徐舍南方水泥有限公司	2500	1	
	江苏金峰	江苏金峰水泥集团有限公司	2500	1	
		溧阳市宏峰水泥有限公司	5000	3	
			5000	3	
		溧阳市新金峰水泥有限公司	5000	2	
	常州盘固	盘固水泥集团有限公司	5000	1	
		溧水天山水泥有限公司	5000	1	
	江苏天山	溧阳天山水泥有限公司	5000	1	
		宜兴天山水泥有限责任公司	2500	1	
			5000	1	
	宜兴金墅	宜兴市金墅水泥有限公司	2500	1	
	苏州东吴	苏州东吴水泥有限公司	2500	1	
	江苏扬子	江苏扬子水泥有限公司	2500	2	
苏北 区域	中联水泥	淮海中联水泥有限公司	5000	2	
		徐州中联水泥有限公司	10000	2	
	徐州龙山	徐州市龙山水泥有限公司	5000	2	
合计		23个企业		39	

来源：江苏省建材行业协会《2020 年江苏省水泥行业错峰生产停窑及核查方案》、数字水泥网、中泰证券研究所

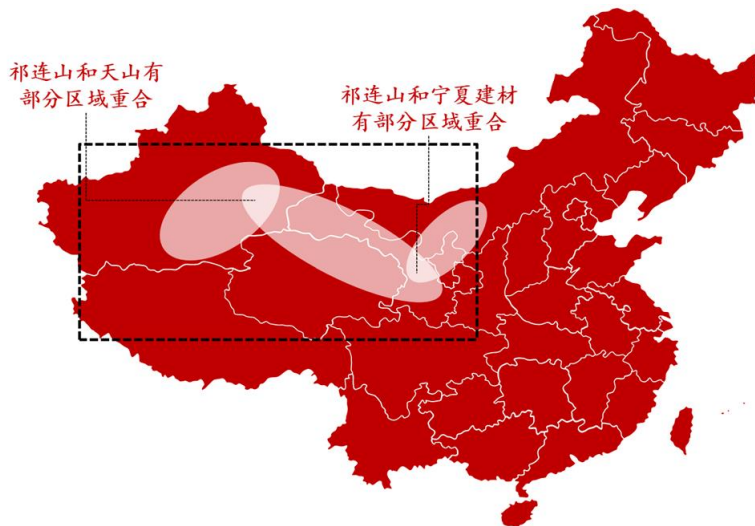
## 天山股份：疆内需求望高增+内生盈利改善

### 大股东旗下西北水泥整合在即

- 天山股份背靠中国建材股份，国资委为公司实际控制人。中国建材集团通过中国建材股份持有公司 45.87%的股份。中建材旗下西北地区水泥公司整合在即，市场有望从竞争走向合作共赢。西北地区中建材旗下的三家水泥企业的业务范围存在一定的重叠，构成了同业竞争。据天山股份 2017-066 号公告和 2019 年年报“承诺事项履行情况”的资料，中国建材集团及控制的其他企业承诺，对于中国建材集团与中材集团重组前存在的同业竞争以及因重组而产生的中国建材集团与天山股份的同业竞争（如有），中国建材集团将自 2017 年 11 月 11 日至 2020 年 11 月 10 日，并力争用更短的时间，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。合并后，中国建材集团将控股并统一管理中国联合水泥有限公司、南方水泥有限公司、北方水泥有限公司、西南水泥有限公司、中建材投资有

限公司、中材水泥有限责任公司、天山股份、宁夏建材集团股份有限公司、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司等 9 家水泥企业。如果西北地区三家公司成功整合，则中建材西北熟料产能将接近 6000 万吨，龙头高市占格局进一步巩固。

**图表 46：天山股份、祁连山、宁夏建材业务地理范围有重合**

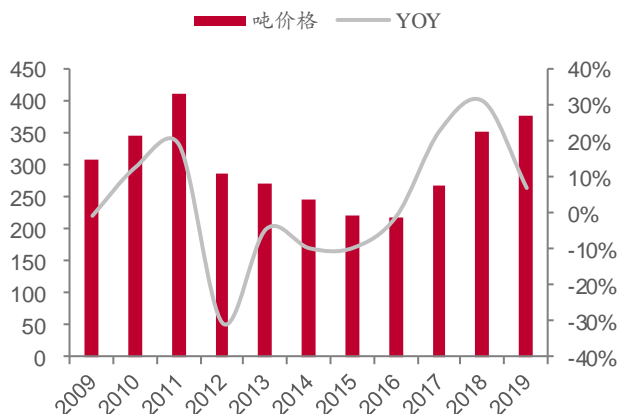


来源：公司公告，中泰证券研究所

内生盈利：吨价稳中有升、成本改善、费用下行望带来盈利水平提升

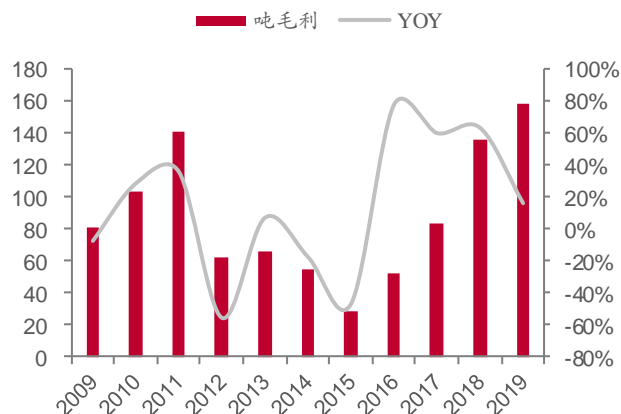
- 2019 年公司水泥熟料吨价格 377 元，同增 24 元。吨毛利 158 元，同增 22 元。若仅考虑新疆区域业务，2019 年公司水泥熟料吨价格和吨毛利均高于祁连山和宁夏建材（只考虑新疆地区，2017-19 年公司吨价格 308、381、438 元，分别同增 24、73、57 元。吨毛利 95、147、156 元，分别同增 20、52、9 元）。

**图表 47：2009-19 年公司水泥熟料吨价格（元）**

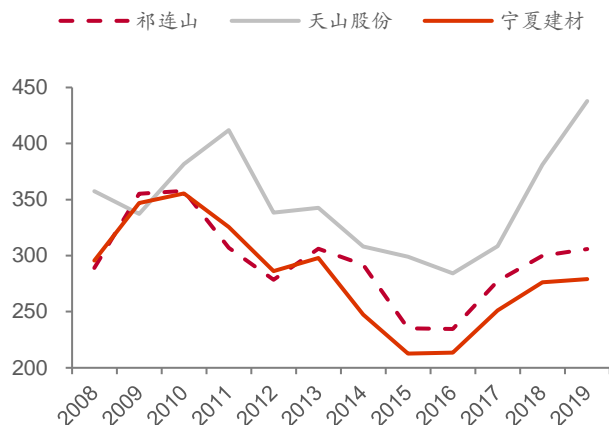


资料来源：WIND、中泰证券研究所

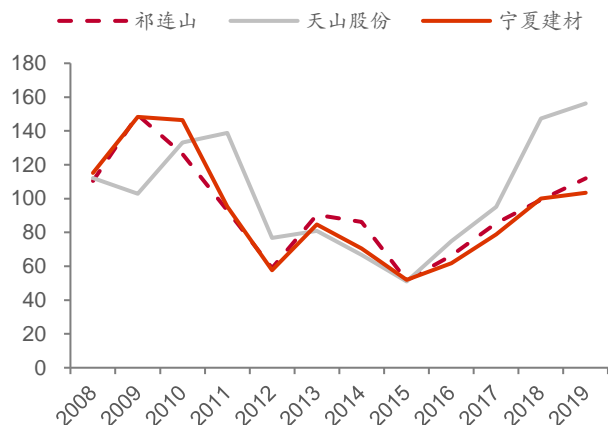
**图表 48：2009-19 年公司水泥熟料吨毛利（元）**



资料来源：WIND、中泰证券研究所

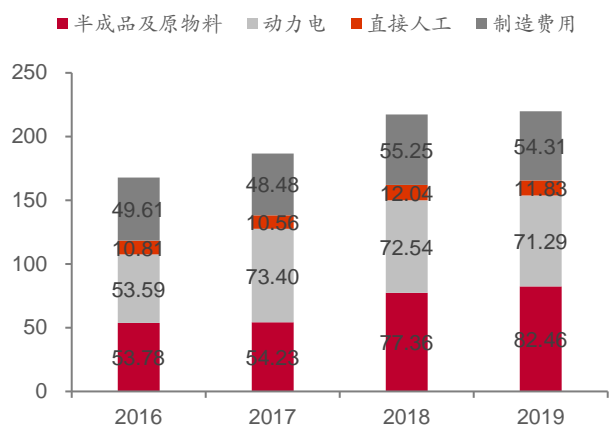
**图表 49: 西北水泥熟料吨价格对比 (元)**


来源: WIND, 中国水泥网、中泰证券研究所; 备注: 天山股份仅包含新疆业务, 产量按地区营收/地区市场价格估算

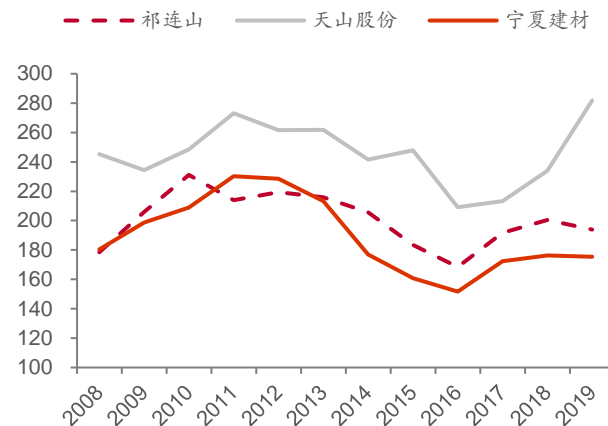
**图表 50: 西北水泥熟料吨毛利对比 (元)**


来源: WIND, 中国水泥网、中泰证券研究所; 备注: 天山股份仅包含新疆业务, 产量按地区营收/地区市场价格估算

- 2019 年公司水泥吨成本 220 元, 同增 3 元。公司吨成本在上市公司中处于较高位置, 主要是由于吨原材料 (82 元) 和吨折旧成本 (54 元) 相对较高。原材料较高或与产线布局比较分散有关。折旧较高主要与产能利用率较低有关。我们认为, 随着公司产能利用率及销量的扩大, 以及固定资产剩余折旧的出清, 吨折旧成本有望下降。

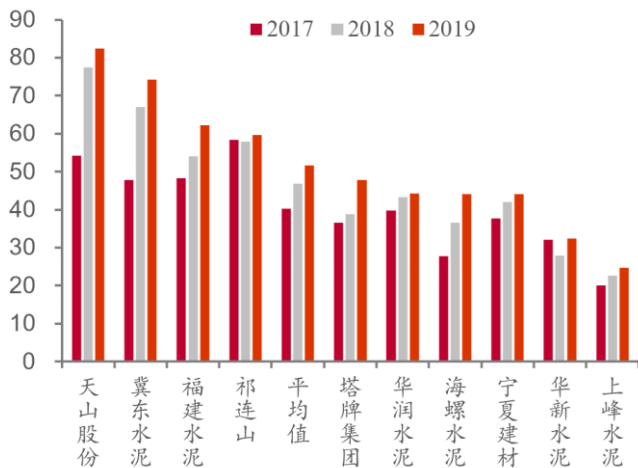
**图表 51: 2016-19 年公司吨成本拆分 (元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

**图表 52: 西北水泥熟料吨成本对比 (元)**


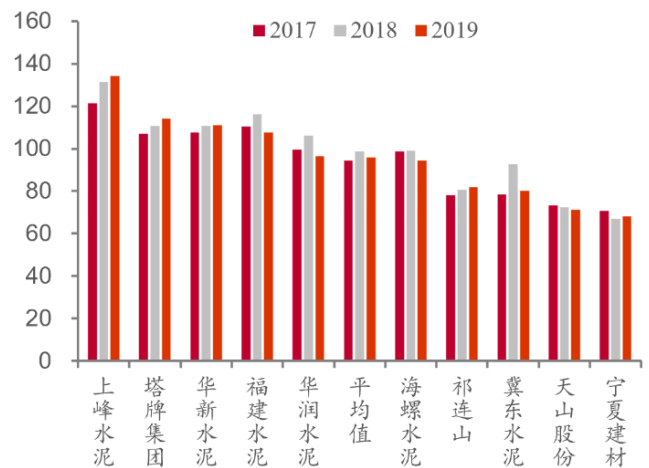
来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理; 备注: 天山股份仅包含新疆业务, 产量按地区营收/地区市场价格估算

图表 53: 2017-19 年水泥企业吨原材料成本 (元)



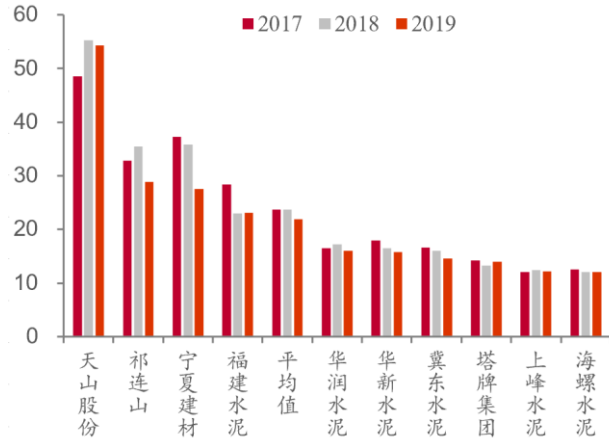
来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

图表 54: 2017-19 年水泥企业吨燃料及动力成本 (元)



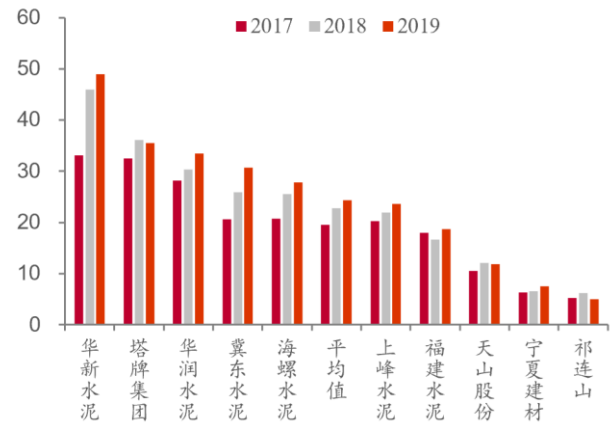
来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

图表 55: 2017-19 年水泥企业吨制造与折旧成本 (元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

图表 56: 2017-19 年水泥企业吨人工与其他成本 (元)



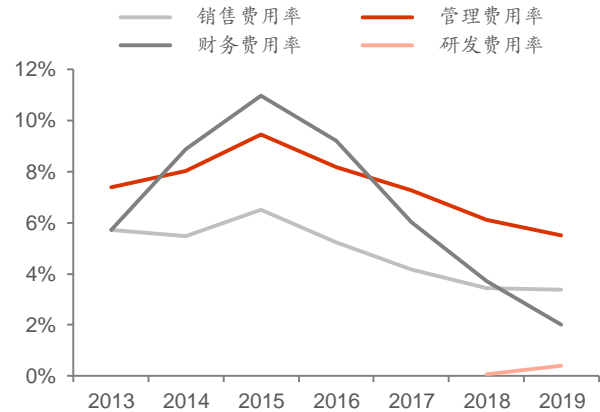
来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

图表 57: 2009-19 年公司水泥熟料吨三费 (元)



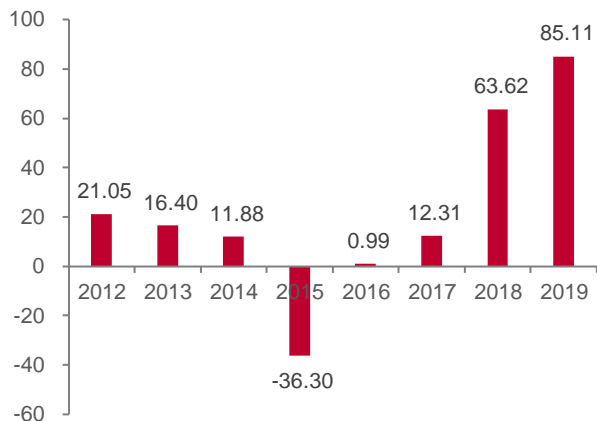
资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 58: 2013-19 年公司期间费率持续下行

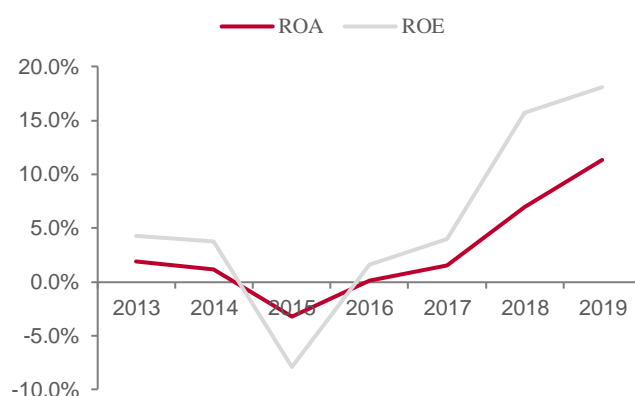


资料来源: WIND、中泰证券研究所

- **吨三费稳步下降，吨净利持续提升。**得益于公司持续去杠杆、降负债，加快信息化建设，推动管理智能化，提升管理效率，公司吨三费近三年保持逐年下降的态势。**2019 年公司吨三费 51 元（YoY -3 元）。2019 年公司水泥熟料吨净利 85.1 元（YoY +21 元）。**
- **资产回报提升显著。**得益于公司加强全面预算管理、精细化管理及闲置资产清理，公司的存货、应收账款、资产负债率降低，资产结构进一步优化，资产效益进一步提升。公司 19 年 ROE18.2%（YoY +2.5pct）。

**图表 59：2009-19 年公司水泥熟料吨净利（元/吨）**


资料来源：WIND、中泰证券研究所

**图表 60：2019 公司 ROE18.2%，YoY+2.5pct**


资料来源：WIND、中泰证券研究所

### 资产价值：熟料资源化加速资产重估，资产负债表逐渐修复

- **公司水泥用石灰岩储量丰富，可采储量 8.61 亿吨。**据 16 年披露的公司信评资料，截至 2016 年 3 月，公司在新疆地区石灰石矿山资源可采储量 77054 万吨，主要分布在北疆；在江苏地区石灰石矿山资源可采储量 9080 万吨，主要分布在溧阳市和溧水市。

**图表 61：天山股份吨石灰岩储量市值低于行业平均值**

企业名称	代码	市值 (亿元)	储量 (亿吨)	吨储量市值 (元/吨)	年开采量 (万吨)	理论剩余可采年限 (年)	外购比例	储量评估年份
海螺水泥	600585.SH	2,967	150.00	19.78	39000	38	0%	2018
华新水泥	600801.SH	433	17.90	24.17	9194	19	7%	2018
塔牌集团	002233.SZ	149	10.00	14.90	9100	11		2016
祁连山	600720.SH	132	9.79	13.48	1647	59	9%	2014
天山股份	000877.SZ	131	8.61	15.19	2070	42	8%	2016
宁夏建材	600449.SH	63	4.31	14.62	1209	36		2018
福建水泥	600802.SH	42	3.57	11.82	1859	19		2018
万年青	000789.SZ	107	4.81	22.18	3587	13		2013
冀东水泥	000401.SZ	241	38.00	6.35	12532	30	32%	2018
平均值		132	9.79	15.83	3,587	30		

资料来源：公司公告、公司信评报告、自然资源部、WIND、中泰证券研究所；

注：天山、祁连山年开采量由核定值统计计算，其他以熟料产量\*1.3 测算。市值取自 2020 年 5 月 28 日收盘价

- **公司水泥用石灰岩等矿石资源采矿权开采量达 2070 万吨/年。**在石灰岩采矿权日益收缩的背景下，石灰岩采矿权价值日渐提升。我们统计自自然资源部的数据显示，截至 2020 年 4 月，国家核定公司非油气采矿权



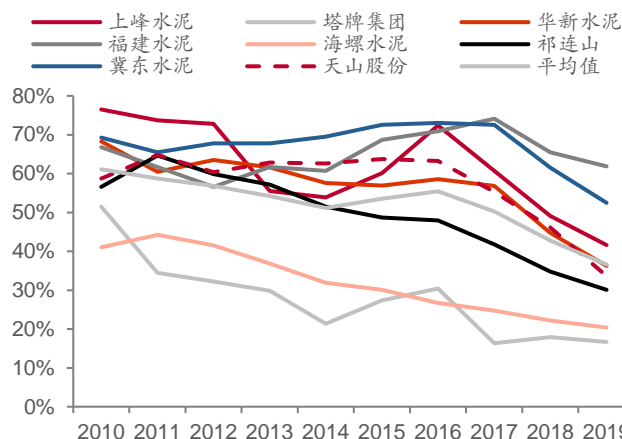
开采量达 2070 万吨/年。其中，新疆和江苏地区剩余开采年限超 5 年的矿区各 2 座和 1 座。同时，公司 2020 年内到期的采矿权共 7 座。

**图表 62：天山股份水泥用石灰岩等矿石资源分布**

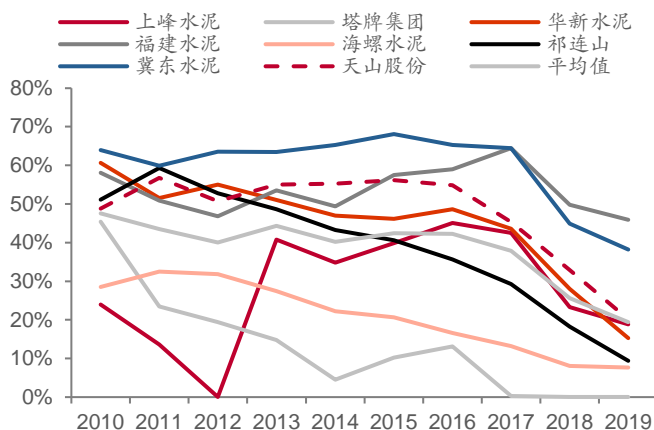
矿山及地址	开采矿种	矿区面积 (平方公里)	核定年开采量 (万吨)	实际年开采量 (万吨)	到期日	剩余年限
<b>新疆</b>						
叶城天山水泥有限责任公司新疆公路 92 公里石灰岩矿	石灰岩	0.3997	48	5	2019-09-30	0
叶城天山水泥有限责任公司新疆叶城县柯克亚乡普萨村 2 号砖瓦用页岩矿	砖瓦用页岩	3	30	4.18	2017-12-11	0
叶城天山水泥有限责任公司新疆叶城县柯克亚(水泥用)石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.293	150	142	2019-12-31	0
新疆天山水泥股份有限公司乌鲁木齐祁家湾矿区天山石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.4138	20	0	2021-03-22	1
新疆天山水泥股份有限公司柳树沟石灰岩矿	石灰岩	1.1696	50	0	2019-03-03	0
新疆天山水泥股份有限公司达坂城窝尔图石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.5549	40	0	2021-09-02	1
新疆天山水泥股份有限公司达坂城区天山石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.1945	30	0	2021-12-23	1
新疆天山水泥股份有限公司达坂城区白杨沟哈拉拜拉克天山石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.49	22	0	2019-08-03	0
新疆和静天山水泥有限责任公司热呼大理岩矿	水泥用大理石	0.1345	60	60	2022-04-03	2
新疆和静天山水泥有限责任公司艾勒页岩矿	页岩	0.0275	6	0	2020-12-07	0
哈密天山水泥有限责任公司新疆哈密市雅满苏北山白石山石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.5448	10	0	2021-04-24	1
哈密天山水泥有限责任公司新疆哈密市头道沟矿区页岩矿	页岩	0.2232	20	0	2021-08-17	1
哈密天山水泥有限责任公司新疆哈密市白石头矿区石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.768	95	60	2031-10-03	11
新疆巴州天山水泥有限责任公司库尔勒市苏克塔格能尼肯页岩矿	水泥配料用页岩	0.0177	4	0	2024-06-19	4
新疆巴州天山水泥有限责任公司库尔勒市库尔楚石膏矿	石膏	0.0662	9	1.63	2021-11-19	1
新疆巴州天山水泥有限责任公司库尔勒市库尔楚北建筑石料用灰岩 3 号矿	建筑石料用灰岩	0.22	15	0	2022-04-24	2
新疆巴州天山水泥有限责任公司库尔勒市库尔楚石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.0782	20	0	2022-10-30	2
乌恰天山水泥有限责任公司乌恰泥岩矿	水泥配料用泥岩	0.15	30	9.45	2022-10-25	2
乌恰天山水泥有限责任公司乌恰黑孜苏石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.144	50	0	2019-08-03	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司吐鲁番桃树园子 IV 号石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.4998	25	0	2019-12-25	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司吐鲁番托素王塔格矿区大烧岩 2 号矿	水泥配料用砂岩	0.2036	14	0	2020-05-23	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司吐鲁番市桃树园子石膏矿	石膏	0.3195	5	0	2020-08-15	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司苏木克勒克页岩矿	水泥配料用页岩	0.3423	10	0	2020-03-23	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司鄯善分公司喀拉墩石灰岩矿	水泥用石灰岩	1.6578	10	0	2020-05-23	0
吐鲁番天山水泥有限责任公司矿山分公司桃树园子石灰岩矿	水泥用石灰岩	1.3621	150	0	2028-06-25	8
沙湾天山水泥有限责任公司柳树沟石灰岩矿	石灰岩	0.8399	40	11.83	2021-10-08	1
若羌天山水泥有限责任公司若羌县米兰河水泥用页岩矿	水泥配料用页岩	0.215	50	17.65	2023-06-30	3
洛浦县天山水泥有限责任公司洛浦县石灰岩 1 号矿	建筑石料用灰岩	0.1454	32	-	2020-03-30	0
洛浦县天山水泥有限责任公司洛浦县黑粘土矿	砖瓦用粘土	1.5142	90	0	2021-04-12	1
新疆和静天山水泥有限责任公司和静热呼砂质大理岩矿	水泥用大理石	0.2503	20	20	2023-05-30	3
新疆和静天山水泥有限责任公司和静热呼大理岩矿	水泥用大理石	0.1326	60	12.67	2023-12-03	3
富蕴天山水泥有限责任公司富蕴县铁热斯喀巴石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.1042	10	23	2020-09-19	0
布尔津天山水泥有限责任公司布尔津县八公里水泥配料用页岩矿	水泥配料用页岩	0.177	4.8	4.6	2022-01-31	2
布尔津天山水泥有限责任公司托乎木台石灰岩矿	水泥用石灰岩	0.5004	70	51.35	2020-10-20	0
<b>江苏</b>						
溧阳天山水泥有限公司芝山灰岩矿	水泥用石灰岩	0.4351	230	347.5	2028-02-25	8
江苏天山水泥集团有限公司芝山灰岩矿	水泥用石灰岩	1.1692	540	254	2020-06-05	0
合计		19	2070			

来源：自然资源部、中泰证券研究所整理；备注：截至 2020 年 4 月

- **资产负债率持续下行。**公司近年针对自身产能利用率较低的情况，对部分生产线计提减值，降低了历史负担。**2019 年公司资产负债率和有息负债率分别为 33.6%和 20.1%，同降 12.5pct 和 12.7pct，资产负债率与行业平均值相当。**

**图表 63: 2010-19 年可比公司资产负债率对比**


资料来源: WIND、中泰证券研究所

**图表 64: 2010-19 年可比公司有息负债率对比**


资料来源: WIND、中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测与弹性测算

- **销量方面**, 预计 2020-2022 年公司增幅为 17.3%、15.0%、8.0%。(其中, 2020 年新疆和江苏增速分别为 25%和 3%)。
- **价格方面**, 受错峰置换以及基建对供需两端的拉动, 我们预计公司所在水泥销售市场价格有望稳中有升, 2020-2022 年水泥熟料价格分别增长 0、10、5 元/吨。
- **成本和费用**, 规模效应带来吨成本和吨期间费用下降, 预计 2020-2022 年水泥熟料吨成本分别下降 7、3、2 元/吨, 吨期间费用分别下滑 2、2、2 元。

**图表 65: 天山股份水泥(含商品熟料)盈利预测假设条件**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量增长(万吨)	-300.00	72.00	371.00	-342.00	203.00	371.78	378.12	231.91
销量增长率	-14.0%	3.9%	19.4%	-14.9%	10.4%	17.3%	15.0%	8.0%
吨价格增长(元)	-24	-2	50	83	24	0	10	5
吨价格增长率	-9.8%	-1.0%	22.8%	30.9%	6.9%	0.0%	2.6%	1.3%
吨成本增长(元)	2	-25	19	31	3	-7	-3	-2
吨成本增长率	1.0%	-12.9%	11.2%	16.4%	1.2%	-3.2%	-1.4%	-1.0%
吨期间费用增长(元)	5	-15	-5	0	-3	-2	-2	-2
吨其他经营收益	-7	0	-13	0	5	0	0	0
吨营业外收支	10	9	-1	0	-3	-2	-2	-2

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 66：天山股份销量及吨价对 20 年利润和估值的敏感性分析

归母净利润（百万元）		水泥+熟料吨价变动（元）						
水泥+熟料销量YOY		-15	-10	-5	0	5	10	15
	5%	15.8	16.4	17.1	17.8	18.5	19.2	19.9
	10%	16.5	17.3	18.0	18.7	19.4	20.2	20.9
	15%	17.3	18.1	18.8	19.6	20.3	21.1	21.9
	20%	18.1	18.9	19.7	20.5	21.3	22.0	22.8
	25%	18.9	19.7	20.5	21.3	22.2	23.0	23.8
	30%	19.7	20.5	21.4	22.2	23.1	23.9	24.8
	35%	20.4	21.3	22.2	23.1	24.0	24.9	25.8
PE（2020E）		水泥+熟料吨价变动（元）						
水泥+熟料销量YOY		-15	-10	-5	0	5	10	15
	5%	8.30	7.95	7.63	7.34	7.06	6.81	6.57
	10%	7.91	7.58	7.27	6.99	6.73	6.49	6.26
	15%	7.55	7.24	6.95	6.68	6.43	6.20	5.98
	17%	7.55	7.24	6.95	6.68	6.43	6.20	5.98
	25%	6.93	6.64	6.37	6.13	5.90	5.69	5.49
	30%	6.65	6.38	6.12	5.88	5.67	5.46	5.27
	35%	6.40	6.13	5.89	5.66	5.45	5.26	5.07

来源：WIND，中泰证券研究所测算

图表 67：西北水泥公司股价及指数涨跌幅



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 68：西北水泥公司股价超额收益率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 69：西北水泥公司 PB 走势



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 70：西北水泥公司 ROE 走势



来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 71：公司及可比公司估值情况**

代码	简称	股价	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
		(5月28日)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
000877	天山股份	12.47	1.56	1.91	1.97	7.99	6.53	6.33	1.36	0.07	130.78
同类公司：											
600449	宁夏建材	13.18	1.61	2.23	2.51	8.19	5.92	5.25	1.13	0.15	63.02
600720	祁连山	17.00	1.59	2.08	2.36	10.69	8.16	7.20	1.94	0.28	131.97
600585	海螺水泥	57.52	6.34	6.23	5.80	9.07	9.24	9.92	2.14	1.66	2,976.92
600801	华新水泥	25.14	3.03	3.32	2.88	8.30	7.57	8.73	2.45	3.28	432.66
均值		28.21	3.14	3.46	3.39	9.06	7.72	7.77	1.91	1.35	901.14

来源：WIND，中泰证券研究所整理和预测，宁夏建材采用 WIND 一致预期

- **投资建议：**我们认为新疆水泥行业供需格局有望持续优化，水泥价格有望稳中略升。西部大开发带来的需求潜力有望逐渐释放，而大范围产能新增难以再现，行业龙头将呈现一定“公用事业”属性，具备地域上天然的垄断性，公司长期盈利能力将得到保障，中长期估值“洼地”有望被填平。我们中性预计 2020 年、2021 年公司水泥熟料销量同增 17.3%和 15%，吨价同增 0 元和 10 元，归母净利润为 20.0 亿元和 25.7 亿元，对应 20、21 年 PB 约为 1.19 倍和 1.02 倍，PE 约为 6.5 倍和 5.1 倍，估值较低。给予“增持”评级。

## 风险提示

- **宏观经济风险：**水泥行业整体需求与宏观经济相关性极高，虽然近年随着水泥供给端约束的不断增强，行业盈利受宏观经济的波动影响出现减小；但是宏观经济如果出现大幅波动导致需求明显变化，行业整体格局可能会受到较大冲击，从而明显影响行业盈利能力。
- **供给侧改革推进不达预期：**水泥供给侧改革以及产能端、原材料端控制对政策依赖程度相对较高，根据各地实际情况执行程度情况存在一定不确定性。
- **新疆水泥需求不及预期：**基建和地产项目的投资开发和建设进度受宏观环境、政策、资金等因素影响较大，存在一定的不确定性。

图表 72：公司盈利预测

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	79.3	96.9	110.9	128.1	138.6	成长性					
减:营业成本	50.6	61.4	67.8	75.0	79.3	营业收入增长率	12.0%	22.1%	14.5%	15.5%	8.2%
营业税费	1.5	1.5	1.8	2.0	2.2	营业利润增长率	311.1%	44.6%	20.7%	28.1%	13.5%
销售费用	2.7	3.3	3.8	4.3	4.7	净利润增长率	368.5%	31.8%	22.2%	28.6%	13.6%
管理费用	4.9	5.3	6.0	6.7	7.2	EBITDA增长率	60.7%	37.8%	19.4%	27.7%	15.9%
财务费用	2.9	2.0	2.2	2.4	2.6	EBIT增长率	156.2%	60.5%	11.9%	26.8%	13.1%
资产减值损失	2.1	-2.5	-	-	-	NOPLAT增长率	130.4%	40.2%	20.0%	27.0%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	0.3	-	-	-	投资资本增长率	-7.0%	-1.0%	55.9%	14.0%	23.7%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	-	-	-	净资产增长率	11.0%	10.4%	15.8%	17.7%	17.1%
营业利润	16.6	24.0	28.9	37.1	42.1	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	毛利率	36.2%	36.6%	38.8%	41.4%	42.8%
利润总额	16.6	23.3	28.4	36.6	41.6	营业利润率	20.9%	24.7%	26.1%	28.9%	30.3%
减:所得税	4.2	5.0	6.1	7.8	8.9	净利润率	15.6%	16.9%	18.0%	20.1%	21.1%
归母净利润	12.4	16.4	20.0	25.7	29.2	EBITDA/营业收入	33.4%	37.7%	39.3%	43.4%	46.5%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	22.2%	29.1%	28.5%	31.2%	32.6%
货币资金	14.5	6.9	11.1	12.8	13.9	运营效率					
交易性金融资产	-	1.5	1.5	1.5	1.5	固定资产周转天数	549	423	411	449	496
应收账款	5.1	4.8	6.5	6.6	7.6	流动营业资本周转天数	0	-2	37	48	47
应收票据	13.6	1.1	14.1	3.5	15.5	流动资产周转天数	185	126	133	131	129
预付账款	0.6	0.5	2.6	0.9	2.8	应收账款周转天数	25	18	18	18	18
存货	3.6	3.5	4.0	4.3	4.5	存货周转天数	20	13	12	12	11
其他流动资产	0.3	12.0	12.0	12.0	12.0	总资产周转天数	806	600	596	641	691
可供出售金融资产	1.2	-	-	-	-	投资资本周转天数	546	429	477	538	592
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.9	1.1	1.9	2.7	3.5	ROE	14.8%	17.0%	18.1%	20.1%	19.7%
投资性房地产	0.1	-	-	-	-	ROA	7.3%	12.0%	10.4%	11.9%	11.2%
固定资产	117.9	109.8	143.5	176.2	206.1	ROIC	11.7%	17.6%	21.3%	17.4%	17.2%
在建工程	1.2	0.8	3.8	4.4	4.5	费用率					
无形资产	6.1	6.7	11.1	15.1	18.9	销售费用率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	5.3	4.0	2.8	1.5	0.2	管理费用率	6.1%	5.5%	5.4%	5.2%	5.2%
资产总额	170.3	152.8	214.7	241.4	290.8	财务费用率	3.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
短期债务	31.3	9.2	26.6	37.1	51.4	三费/营业收入	13.3%	11.3%	11.1%	10.9%	10.9%
应付账款	12.3	12.3	8.3	8.7	9.3	偿债能力					
应付票据	2.8	1.8	-	-	-	资产负债率	46.1%	33.6%	45.3%	42.8%	44.3%
其他流动负债	17.8	10.7	10.4	10.4	10.4	负债权益比	85.6%	50.7%	82.8%	74.7%	79.7%
长期借款	5.1	13.5	48.0	43.2	54.0	流动比率	0.59	0.89	1.14	0.74	0.81
其他非流动负债	9.3	3.9	3.9	3.9	3.9	速动比率	0.53	0.79	1.05	0.66	0.75
负债总额	78.5	51.4	97.2	103.2	128.9	利息保障倍数	5.98	14.41	14.52	16.45	17.18
少数股东权益	7.8	4.9	7.3	10.3	13.8	分红指标					
股本	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	DPS(元)	0.38	0.38	0.60	0.76	0.86
留存收益	72.6	85.9	99.7	117.4	137.6	分红比率	32.1%	24.4%	31.3%	31.1%	30.8%
股东权益	91.8	101.4	117.4	138.2	161.8	股息收益率	3.0%	3.0%	4.8%	6.1%	6.9%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	12.4	18.3	22.4	28.7	32.7	EPS(元)	1.18	1.56	1.91	2.45	2.79
加:折旧和摊销	9.3	8.9	12.0	15.6	19.2	BVPS(元)	8.01	9.20	10.50	12.19	14.12
资产减值准备	2.1	2.5	-	-	-	PE(X)	10.5	8.0	6.5	5.1	4.5
公允价值变动损失	-	-0.3	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
财务费用	2.7	1.8	2.2	2.4	2.6	P/FCF	-57.6	-67.8	16.9	21.0	21.5
投资收益	-0.0	-0.1	-	-	-	P/S	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
少数股东损益	-0.0	1.9	2.4	3.0	3.5	EV/EBITDA	4.0	3.9	4.6	3.7	3.6
营运资金的变动	-5.7	-16.3	-22.5	12.8	-14.0	CAGR(%)	32.4%	21.3%	99.5%	32.4%	21.3%
经营活动产生现金流	17.2	26.8	14.1	59.6	40.5	PEG	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2
投资活动产生现金流	1.1	-3.6	-53.0	-53.0	-53.0	ROIC/WACC	1.5	2.2	2.7	2.2	2.2
融资活动产生现金流	-21.2	-28.5	43.1	-4.9	13.5	REP	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4

来源：中泰证券研究所；注：利润表、资产负债表和现金流量表单位为亿元

### 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。