

青松建化（600425）

新疆水泥龙头，有望受益自治区建设提速

新疆建设兵团旗下水泥龙头，盈利有望迈入新阶段

青松建化系新疆建设兵团旗下水泥企业，深耕新疆本土。公司目前拥有水泥产能1500万吨，其中南疆地区熟料产能占比63%，是新疆地区第二大水泥企业。公司过去产能利用率较低，但15年以来呈现上升趋势，未来若需求端放量，则公司销量或存较大增长弹性。21年公司重组新疆美丰化工，在做强做优水泥主业的同时，也做细做精化工产业链。目前公司控股子公司申请破产清算对净利润的拖累因素已基本消除，我们认为随着未来水泥板块盈利增长+化工板块减亏，公司盈利有望迈入新阶段。

供需格局基本稳定，产能利用率提升空间大

截止22年末，新疆地区水泥企业CR5市占率约66%，CR2天山股份、青松建化合计份额超过一半，其他企业均不足10%，市场格局相对稳定。截止23Q1，青松建化在全疆/南疆市占率分别约18%/25%，南疆话语权相对更高。新疆地区水泥产能相对过剩，产能利用率常年不足50%，但区域通过政府主导的错峰限产及企业自发停产等措施，仍能维持供需格局基本稳定。新疆地区中小企业较多，2500T/D及以下产能占比40%，在国家加强能效水平的要求下，未来存在被迫出清的可能，我们预计供给端有望继续优化。

中吉乌铁路开工在即，需求端有望保持高景气

新疆固定资产投资以基础设施建设为主，19-22年占比逐年上涨。基建中水利等工程占比较高，但2021年新疆公路密度水平相对落后，交通建设投资空间较大。23年新疆重点项目总投资/计划投资分别为2.7万亿/3000亿元，同比增长23.7%/11.2%，年初至今建设情况良好，且政府会定期召开会议对重大项目进行督办，确保项目如期进行，我们预计短期内项目落地及开工情况有望保持较高景气。十四五期间，新疆自治区计划在公路交通领域投资4000亿元，持续提振区域水泥需求，而南疆地区经济发展显著落后于北疆，具备更大的投资潜力，且南疆地区水泥价格也明显高于北疆。中吉乌铁路项目有望于今年秋季开工，我们计算年均或带来166-213万吨需求增量，假设公司份额约30%，则对应新增销量约49.8-63.9万吨，占公司22年水泥销量比重约8.3%-10.6%。

吨均价、吨毛利高于可比公司，成本费用存优化空间，ROE仍有望提升

青松建化吨均价、吨毛利均为可比公司最高水平，当前吨成本中材料成本以及其他（人工、折旧等）固定成本较高，我们预计随着公司产能利用率的提升，规模效应发挥有望使得成本进一步下降，而燃料及动力成本是公司的优势项。22年公司研发费用较高，对净利润造成一定拖累，未来研发、财务费用是主要优化方向。22年公司ROE达到8.07%，在可比公司中排第二，我们认为未来ROE提升的驱动力一是在于水泥毛利率提升+化工业务减亏带来的净利率提升，二是产能利用率提升带动资产周转率的提升。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价6.46元

我们预计23-25年归母净利润分别为6.05/7.66/9.09亿元，参考可比公司，给予公司23年17倍目标PE，目标价6.46元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：重点项目建设进展不及预期、区域价格竞争加剧、化工板块继续亏损等、文中测算具有一定主观性。

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.9元
目标价格	6.46元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,604.70
流通A股股本(百万股)	1,378.79
A股总市值(百万元)	7,863.05
流通A股市值(百万元)	6,756.07
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	31.32
一年内最高/最低(元)	5.77/3.46

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《*ST青松-首次覆盖报告:新疆水泥龙头有望扭亏为盈，持续受益供需结构改善看好明年业绩放量增长》
2017-11-30

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,911.80	3,741.05	4,777.25	5,489.50	6,140.50
增长率(%)	28.90	(4.36)	27.70	14.91	11.86
EBITDA(百万元)	1,117.28	985.93	1,239.73	1,471.37	1,669.99
归属母公司净利润(百万元)	314.93	415.49	605.25	765.60	909.31
增长率(%)	24.75	31.93	45.67	26.49	18.77
EPS(元/股)	0.20	0.26	0.38	0.48	0.57
市盈率(P/E)	24.97	18.92	12.99	10.27	8.65
市净率(P/B)	1.56	1.49	1.21	1.08	0.96
市销率(P/S)	2.01	2.10	1.65	1.43	1.28
EV/EBITDA	5.07	5.98	5.25	4.69	2.64

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 青松建化：兵团旗下水泥龙头，深耕新疆本土.....	5
2. 供给端格局稳定，产能利用率存较大提升空间.....	8
2.1. 地势优势形成天然屏障，青松建化在南疆市占率更高.....	8
2.2. 区域产能利用率存较大提升空间，供给格局有望继续优化.....	9
3. 需求：交通基建增长潜力大，投资有望维持高景气.....	11
3.1. 新疆地区基础设施建设投资占比较高，交通投资增长潜力较大.....	11
3.2. 南疆建设潜力更大，重点关注中吉乌铁路进展.....	14
3.3. 价格：南疆水泥价格及稳定性高于北疆.....	16
4. 公司吨毛利高于可比公司，ROE 仍有改善空间.....	17
5. 盈利预测.....	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

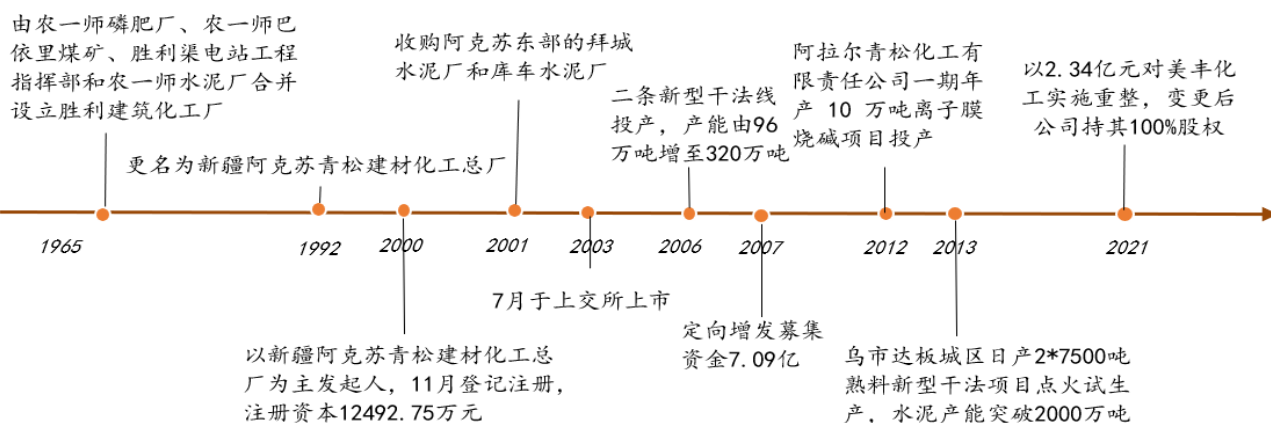
图 1：青松建化历史沿革.....	5
图 2：公司股权结构（截止 2023 年一季度末主要股东控股情况）.....	5
图 3：公司 2007-2018 年分产品营收占比.....	6
图 4：公司 2019-2022 年分产品营收占比.....	6
图 5：公司 2003-2022 年营业收入及同比增速.....	6
图 6：公司 2003-2022 年归母净利润及同比增速.....	6
图 7：公司 2003-2022 年毛利率和净利率.....	7
图 8：公司 2003-2022 年各项费用率.....	7
图 9：公司 2015-2022 年水泥产量及同比增速.....	7
图 10：公司 2015-2022 年水泥销量及同比增速.....	7
图 11：公司 2015-2022 年水泥产能利用率.....	8
图 12：2022 年各省熟料产能前五企业市场占有率.....	8
图 13：新疆熟料产能分布（截至 2023 年 4 月）.....	9
图 14：新疆各水泥企业产能占比（截至 2023 年 4 月）.....	9
图 15：南疆各水泥企业产能占比（截至 2023 年 4 月）.....	9
图 16：北疆各水泥企业产能占比（截至 2023 年 4 月）.....	9
图 17：新疆地区熟料产能.....	10
图 18：新疆及各地区产能利用率情况.....	10
图 19：新疆地区不同规模生产线数量（截止 2023 年 4 月）.....	10
图 20：新疆地区不同规模产能占比（截止 2023 年 4 月）.....	10
图 21：2016-2022 年全国及新疆地产开发占固投比重.....	11
图 22：2016-2022 年全国及新疆基建占固投比重.....	11
图 23：新疆固定资产投资、房地产开发投资、基础设施建设投资增速.....	12
图 24：2018-2022 年新疆各类基建投资占比.....	12

图 25: 2018-2022 年新疆各类基建投资增速	12
图 26: 2021 年各省公路密度 (公路里程/区域面积)	13
图 27: 2021 年新疆各主要市州 GDP 占比	14
图 28: 中吉乌铁路建设方案路线图	15
图 29: 丝绸之路经济带路线图	16
图 30: 新疆水泥价格走势	16
图 31: 可比公司吨均价	17
图 32: 可比公司吨成本	17
图 33: 可比公司吨毛利	17
图 34: 2022 年可比公司吨成本拆分	17
图 35: 可比公司吨费用	18
图 36: 可比公司吨销售费用	18
图 37: 可比公司吨管理费用	18
图 38: 可比公司吨财务费用	18
图 39: 可比公司归母净利率	18
图 40: 可比公司总资产周转率	18
图 41: 可比公司资产负债率	19
图 42: 可比公司 ROE	19
表 1: 青松建化水泥产能明细	7
表 2: 新疆地区水泥错峰生产时间和天数	10
表 3: 2022 和 2023 年新疆重点项目投资情况	13
表 4: “十三五” 和 “十四五” 期间交通基建规划和完成情况	14
表 5: 中吉乌铁路带来新疆地区水泥需求增量测算	16
表 6: 公司主要业务收入及毛利率预测	19
表 7: 可比公司估值表	20

1. 青松建化：兵团旗下水泥龙头，深耕新疆本土

公司前身为新疆阿克苏青松建材化工总厂，主要从事煤炭开采，水泥及制品、化工产品的生产销售，是兵团农业建设第一师所属大型国企。2000年11月公司由新疆阿克苏青松建材化工总厂等五位发起人联合发起成立，并于2003年7月改制上市，五位发起人共同出资18739万元，发行募集24663万资金，用于建设喀什1000t/d和拜城1000t/d两条新型干法水泥熟料生产线。2006-2014年间，公司在新疆阿克苏、克州、巴州、和田、伊犁、乌鲁木齐等地逐步投产，目前拥有12条水泥熟料生产线，年产能达1500万吨，在新疆地区市占率居前，具有较大话语权。2021年12月，公司以2.34亿元对新疆美丰化工有限公司实施重整，变更后公司持有美丰化工100%股权，化工板块业务得到积极拓展。

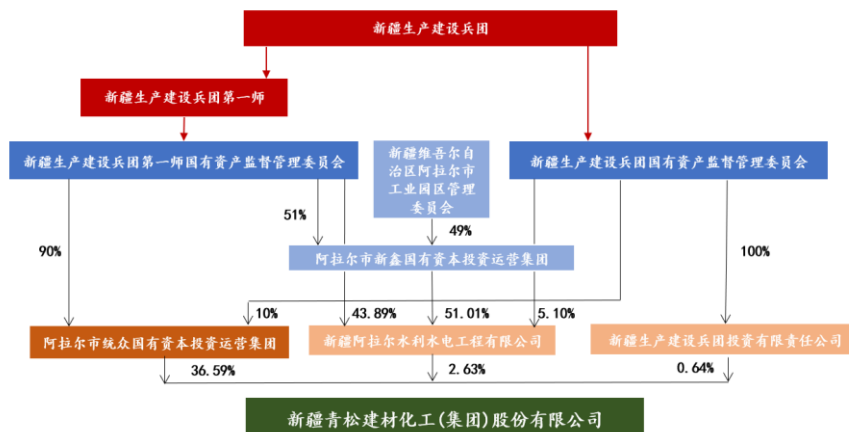
图 1：青松建化历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

实控人新疆生产建设兵团，前十大股东合计持股 45.39%。2003 年改制上市之初，新疆阿克苏青松建化总厂投入净资产为 18279.12 万元，其他发起人共以现金出资 460 万元，发行完成后建化总厂持有公司 65.90% 的股份。截止 2023 年一季度末，公司控股股东为阿拉尔市统众国有资本投资运营（集团）有限公司，持有公司 36.59% 股份。公司实控人为新疆生产建设兵团第一师国有资产管理委员会，董事长为郑术建先生。截止 2022 年底，公司持有 33 家参控股公司，其中 23 家控股子公司主要主营业务为工业，其余参控股公司从事矿业、水力发电及相关产品的开发、能源开发和技术咨询服务等业务。

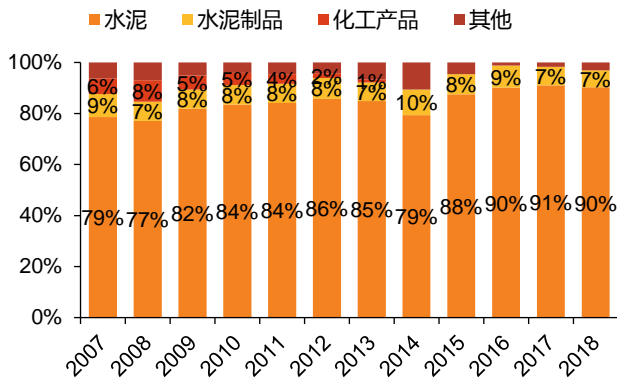
图 2：公司股权结构（截止 2023 年一季度末主要股东控股情况）



资料来源：Wind、choice、天风证券研究所

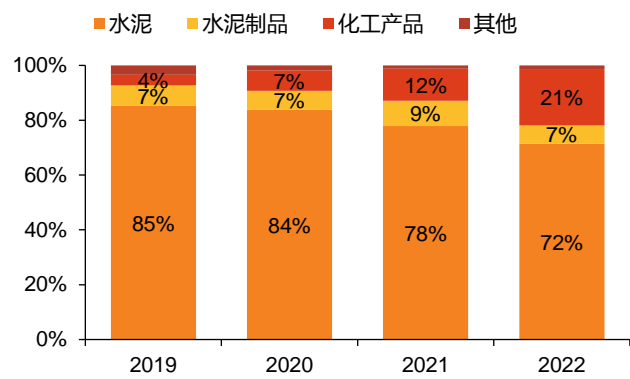
公司主营业务为水泥及其制品、化工产品的生产销售，下游市场几乎全部位于新疆地区。水泥及制品系公司营收的主要产品，21 年之前占产品营收比例保持在 80%以上。公司在做强做优水泥主业的同时，也做细做精化工产业链，2019-2022 年化工产品营收占比由 4% 提升至 21%，营收额由 1.2 亿提升至 7.7 亿元，CAGR 达 84.6%。公司 21 年完成对新疆美丰化工的重组，2022 年化工产品中 PVC/尿素销量分别达 5.57 万/12.31 万吨。分地区看，公司销售市场几乎全部位于新疆。

图 3：公司 2007-2018 年分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

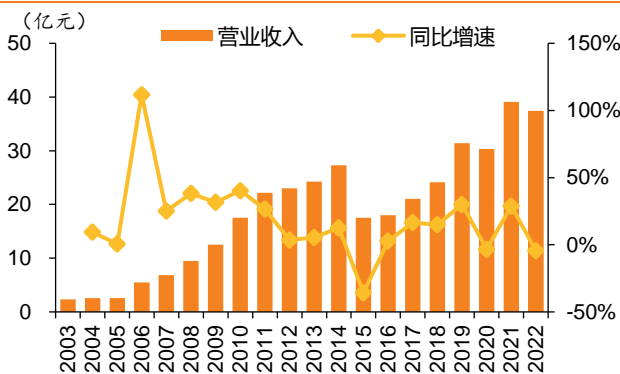
图 4：公司 2019-2022 年分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

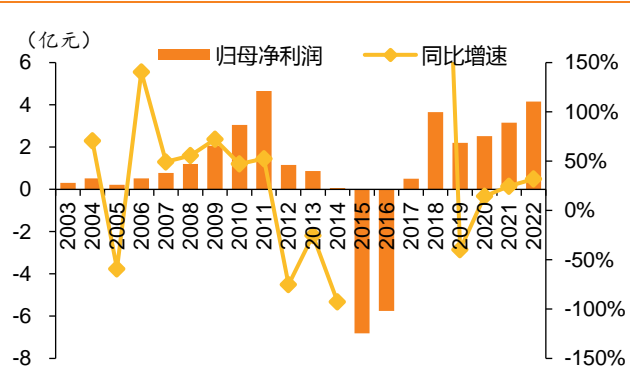
上市以来曾出现亏损，破产清算后轻装上阵，盈利有望迈入新阶段。2003-2011 年间，受益于水泥行业迅速发展，公司营收/归母净利润均稳步上升，复合增速分别达 32.4%/40.4%，2012 年开始，受水泥行业产能过剩影响，公司收入增速开始放缓，同时叠加原燃料和人工成本上升，使得盈利水平大幅下降，毛利率持续走低，15、16 年出现较大亏损。17 年水泥行业供给侧改革成效渐显，公司收入、毛利率再次进入向上通道，19-21 年公司收入创下阶段性新高，但由于子公司申请破产清算，产生较多资产及信用减值损失（19-21 年分别计提 9.7/2.2/1.6 亿元），对净利润造成较大拖累。2022 年公司实现收入 37.41 亿元，同比下滑 4.4%，归母净利润 4.15 亿元，为上市以来次高，我们预计随着未来水泥板块继续发力+化工板块减亏，公司增长有望迈入新阶段。

图 5：公司 2003-2022 年营业收入及同比增速



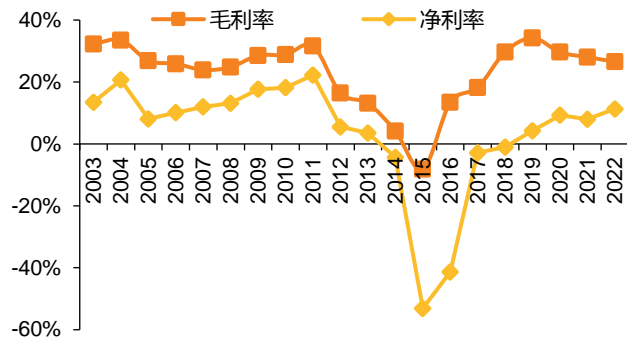
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司 2003-2022 年归母净利润及同比增速



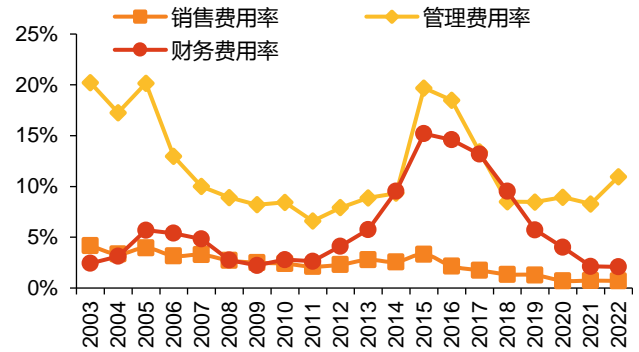
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司 2003-2022 年毛利率和净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：公司 2003-2022 年各项费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：研发费用率计入管理费用率

公司目前拥有 12 条水泥熟料生产线，全部布局于新疆，其中南疆/北疆产能占比分别 63%/27%。公司在南疆地区共有 7 条水泥熟料生产线，产能 24000t/d，包含阿克苏 3 条、克州 2 条、巴州 1 条、和田 1 条，北疆地区 5 条，包含伊利 2 条、乌鲁木齐 1 条、塔城 1 条、哈密 1 条，产能达 14100t/d。公司合计日产能达 38100 吨，我们计算权益产能达 36127 吨，占总产能的 94.82%。2003 年上市初，公司具备 96 万吨年水泥产能，2006-2013 年间公司积极开建新生产线扩产，水泥产能于 2013 年突破 2000 万吨，2018 年至今稳定在 1500 万吨水平。公司水泥产销量多年来均在 600-800 万吨区间内保持相对平稳，2023 年公司计划销量 750 万吨，同比增长 25%。2015 年以来公司产能利用率小幅提升，但 2022 年仍仅有 43.53%，处在较低水平，未来若需求端有所增长，公司产能利用率仍有较大提升空间。

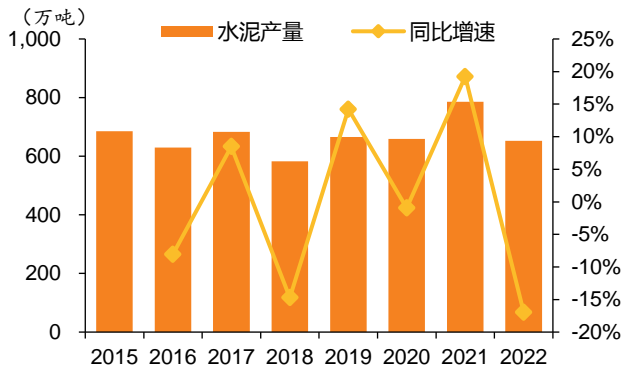
表 1：青松建化水泥产能明细

省份	地市	企业名称	熟料线产能 (t/d)	投产时间	青松建化持股比例	权益产能 (t/d)
新疆	伊犁	伊犁青松南岗建材有限责任公司霍城水泥厂	800	2006/12/16	80%	640
新疆	和田	和田青松建材有限责任公司	2500	2007/12/29	100%	2500
新疆	阿克苏	新疆青松建材化工股份有限公司水泥分公司	3000	2009/1/1	100%	3000
新疆	伊犁	伊犁青松南岗建材有限责任公司伊犁水泥厂	2500	2009/8/31	80%	2000
新疆	哈密	哈密青松建材有限责任公司	2000	2009/12/28	100%	2000
新疆	巴州	巴州青松绿原建材有限责任公司	2500	2010/5/8	65%	1625
新疆	阿克苏	新疆青松建材化工股份有限公司水泥分公司	2500	2011/1/1	100%	2500
新疆	克州	克州青松水泥有限责任公司	2500	2012/2/1	100%	2500
新疆	阿克苏	库车青松水泥有限责任公司	5000	2012/4/5	100%	5000
新疆	克州	克州青松水泥有限责任公司	6000	2012/7/13	100%	6000
新疆	乌鲁木齐	新疆青松建材有限责任公司	8000	2013/7/30	100%	8000
新疆	塔城	和布克赛尔县青松南岗屯南建材有限责任公司	800	2014/8/30	45.22%	362
合计			38100		94.82%	36127

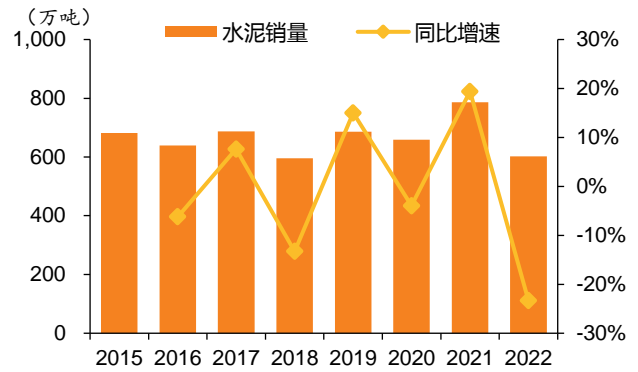
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 9：公司 2015-2022 年水泥产量及同比增速

图 10：公司 2015-2022 年水泥销量及同比增速

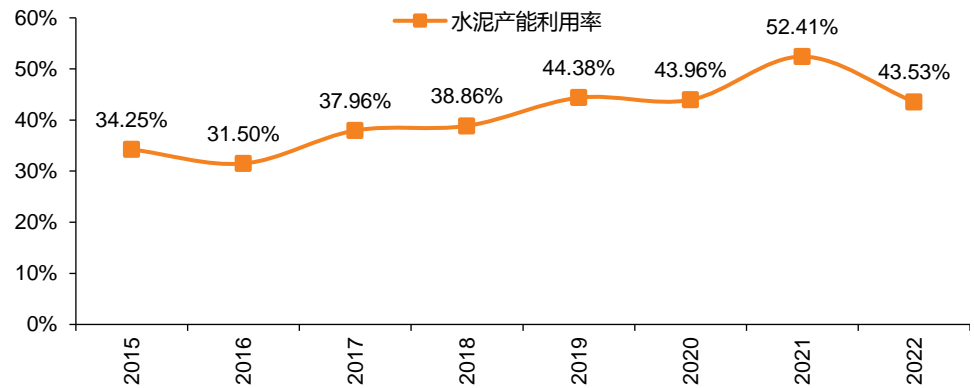


资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11: 公司 2015-2022 年水泥产能利用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

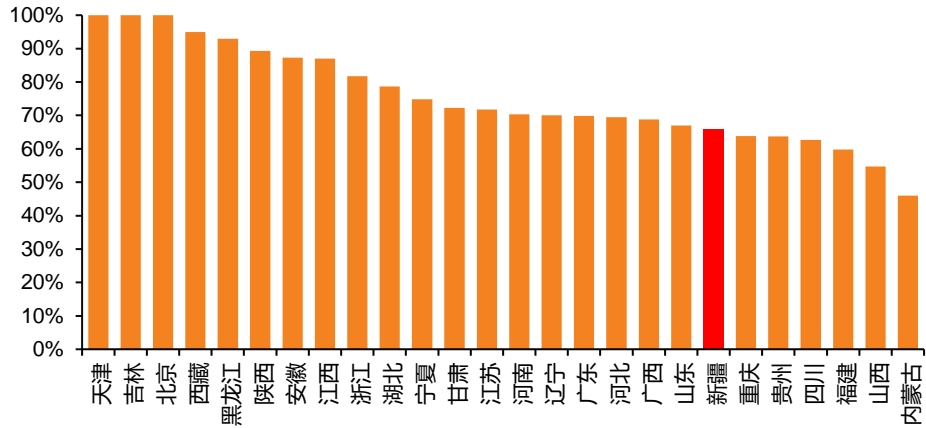
2. 供给端格局稳定，产能利用率存较大提升空间

2.1. 地势优势形成天然屏障，青松建化在南疆市占率更高

新疆地理位置，决定其熟料不受外来冲击。新疆地处中国西北，位于亚欧大陆腹地，面积 166.49 万平方公里，约占全国陆地总面积的六分之一。国内与西藏、青海、甘肃相邻，周边与蒙古国、俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦等 8 个国家接壤，陆地边境线长 5700 多公里，约占全国陆地边境线的四分之一。新疆地势复杂，高山与盆地相间分布，导致外来熟料难以进入。据卓创资讯数据，2023 年 4 月底新疆熟料日产能达 22.26 万吨，北疆/南疆地区日产能分别达 12.6 万/9.66 万吨，北疆地区产能占比达 56.6%，略高于南疆。

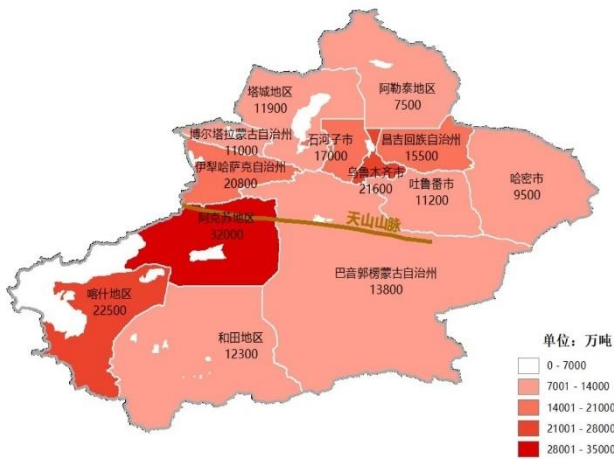
供给端呈双寡头格局，青松建化在南疆市占率更高。截止 2022 年末，新疆地区水泥企业 CR5 市占率约 66%，在全国处于中下水平，主导企业为天山股份、青松建化，市占率合计超过一半，其他企业均不足 10%。截止 2023 年一季度末，青松建化在全疆市占率约 18%，而在南疆的市占率达到 25%，略高于北疆，因此公司在南疆地区的话语权相对更高。

图 12: 2022 年各省熟料产能前五企业市场占有率



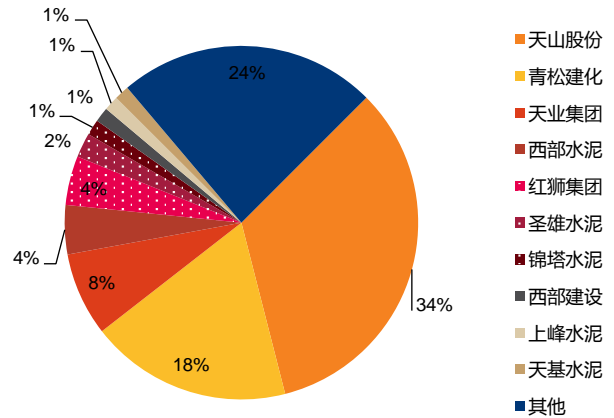
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 13: 新疆熟料产能分布 (截至 2023 年 4 月)



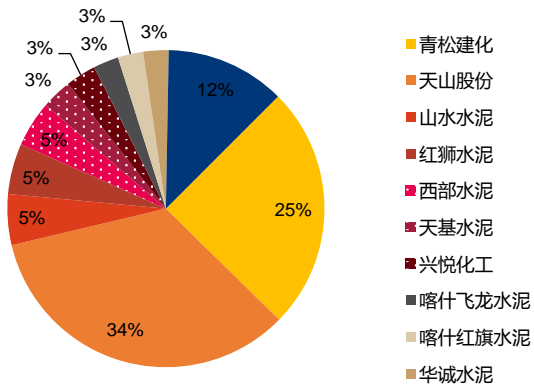
资料来源: 卓创资讯、国务院新闻办公室、天风证券研究所

图 14: 新疆各水泥企业产能占比 (截至 2023 年 4 月)



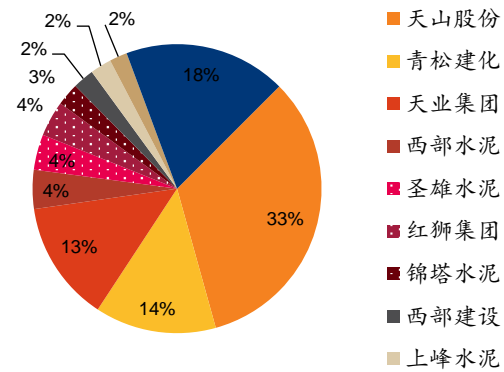
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 15: 南疆各水泥企业产能占比 (截至 2023 年 4 月)



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 16: 北疆各水泥企业产能占比 (截至 2023 年 4 月)

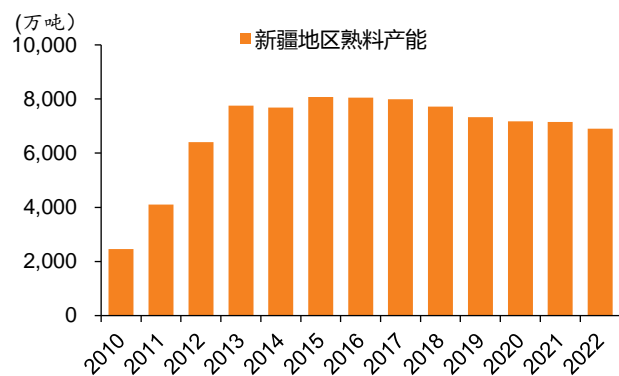


资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

2.2. 区域产能利用率存较大提升空间，供给格局有望继续优化

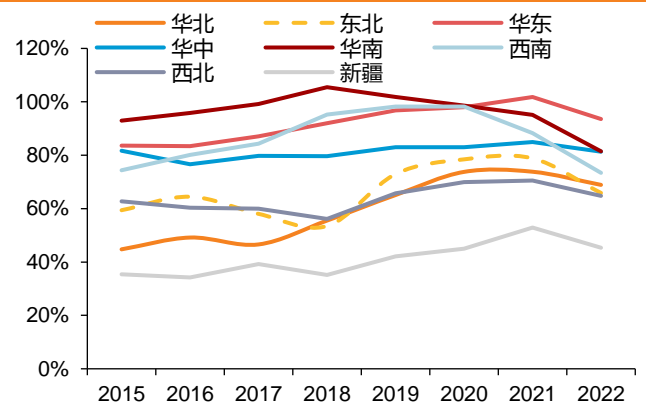
新疆地区水泥熟料产能利用率较低，供给格局未来有望继续优化。新疆地区水泥熟料产能于 2015 年见顶，随后呈现波动下降趋势，据卓创资讯，2022 年新疆哈密、吐鲁番和昌吉州地区 3 条熟料产线被关停，产能共计 8000t/d，均系将产能置换至广西地区。15-18 年间新疆地区水泥熟料产能利用率在 40%以下，19-22 年有所上涨。区域通过工信厅、生态环境厅联合主导的错峰限产及企业自发停产等措施，仍能维持供需格局的基本稳定。2022-2023 年新疆各市错峰停产时间在 135-226 天不等，停产力度较 21-22 年进一步增长。且区域中小规模产能较多，2500T/D 及以下生产线数量达到 42 条，产能占比 40%，国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》，其中规定水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为 117kg 标煤/吨，标杆水平为 100kg 标煤/吨，根据国家发改委等部门指导意见要求，到 2025 年水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过 30%，我们认为中小产线单位能耗偏高，未来在技改或置换方面须投入较多费用，而自身资金受限的中小企业可能被迫出清，因此供给端未来或将持续优化。

图 17：新疆地区熟料产能



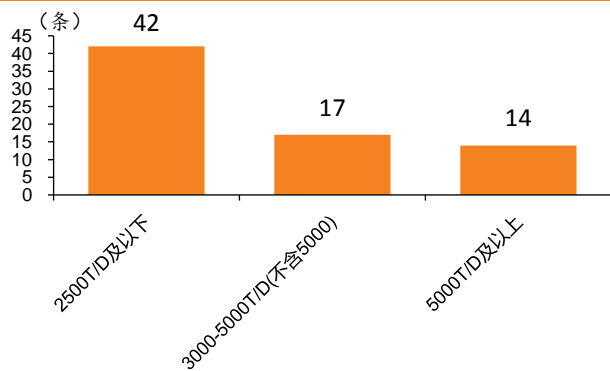
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 18：新疆及各地区产能利用率情况



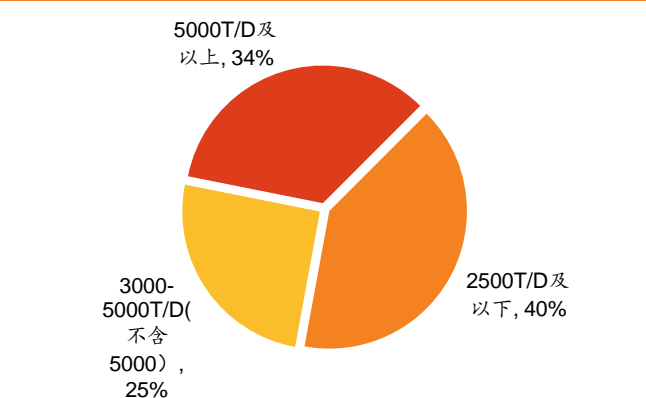
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 19：新疆地区不同规模生产线数量 (截止 2023 年 4 月)



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 20：新疆地区不同规模产能占比 (截止 2023 年 4 月)



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 2：新疆地区水泥错峰生产时间和天数

城市	2021-2022 年		2022-2023 年	
	错峰时间	总天数	错峰时间	总天数
南疆				
阿克苏	2021.11.1-2022.3.15	181	2022.11.1-2023.3.15	197
	2022.5.1-2022.6.15		2023.5.1-2023.5.31	

			2023.7.1-2023.7.31	
巴州	2021.11.1-2022.3.31	182	2022.11.1-2023.3.15	197
	2022.5.1-2022.5.31		2023.5.1-2023.5.31	
			2023.7.1-2023.7.31	
喀什	2021.11.1-2022.3.15	135	2022.11.1-2023.3.15	150
			2023.6.1-2023.6.15	
和田	2021.12.1-2022.2.28	90	2022.11.1-2023.3.15	135
克州	2021.11.1-2022.3.15	135	2022.11.1-2023.3.15	150
			2023.6.1-2023.6.15	
北疆				
阿勒泰	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.15	196
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
博尔塔拉	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.15	226
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
			2023.8.1-2023.8.30	
昌吉州	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.30	211
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
石河子	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.30	211
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
塔城	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.15	196
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
乌鲁木齐	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.30	211
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
伊犁	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.15	226
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
			2023.8.1-2023.8.30	
吐鲁番	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.3.15	210
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
			2023.8.16-2023.9.30	
哈密	2021.11.1-2022.4.30	196	2022.11.1-2023.4.15	211
	2022.6.16-2022.6.30		2023.6.1-2023.6.30	
			2023.9.1-2023.9.15	

资料来源：新疆自治区工信厅官网、天风证券研究所

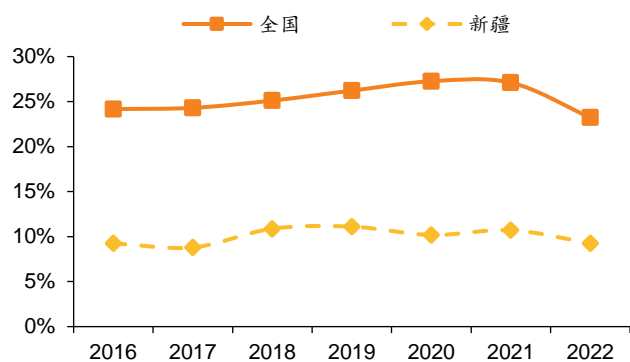
3. 需求：交通基建增长潜力大，投资有望维持高景气

3.1. 新疆地区基础设施建设投资占比较高，交通投资增长潜力较大

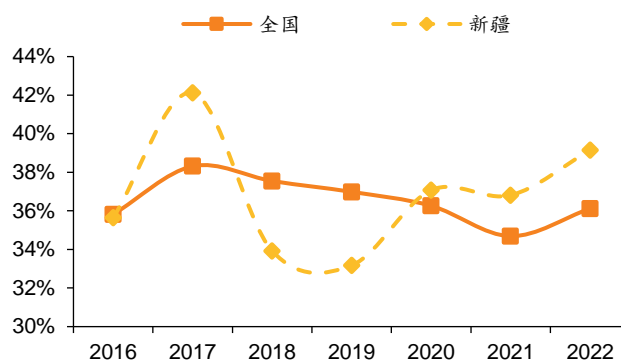
基础设施建设作为新疆地区投资的主要驱动力，23 年开始有望持续加快。新疆固定资产投资以基建为主，2019-2022 年新疆基建投资占固定资产投资比重逐年上升，2022 年新疆地产开发/基建占固投比重分别为 9%/39%，基础设施建设是新疆投资中的主要驱动力。2023 年新疆政府工作报告提出将完成固定资产投资增长 11%左右，强调积极扩大有效投资、推动交通、能源、水利、城建、新型基础设施等领域基础设施建设。从年初至今已初见成效，数据端，一季度新疆固定资产投资同比增速达 18.6%，高于全国 13.5pct，基础建设投资同比增速达 49.6%，高于全国 40.8pct。

图 21：2016-2022 年全国及新疆地产开发占固投比重

图 22：2016-2022 年全国及新疆基建占固投比重

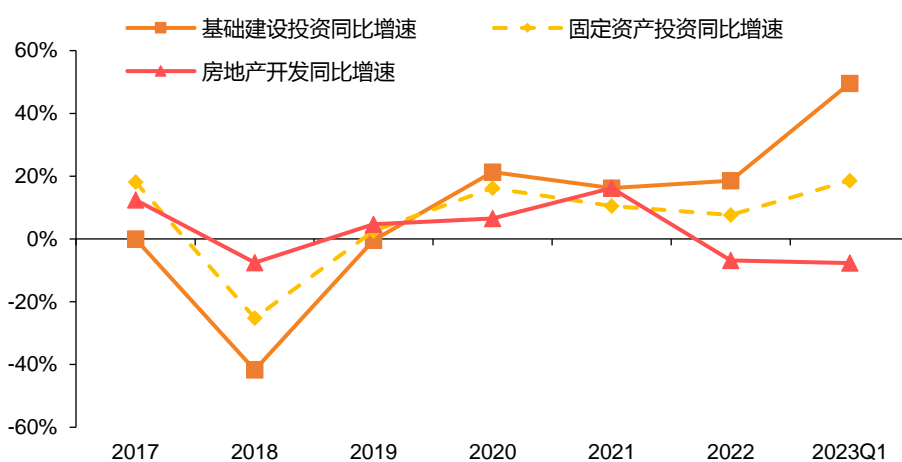


资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

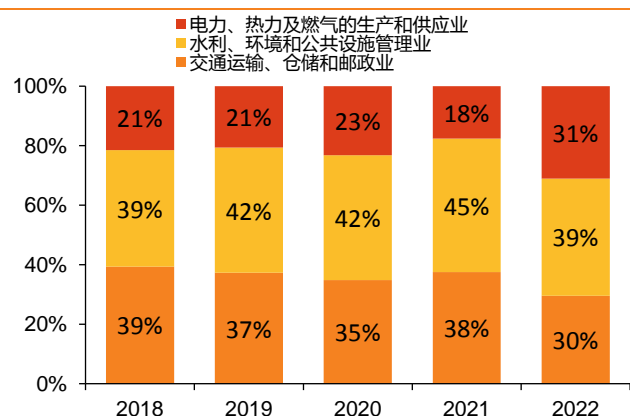
图 23: 新疆固定资产投资、房地产开发投资、基础设施建设投资增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

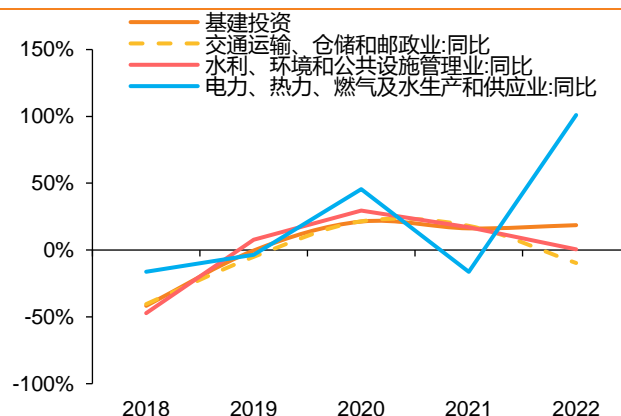
细分来看,基建中水利投资占比较高,交通投资增长潜力较大。2018-2022年,新疆水利、环境和公共设施管理业投资占基建投资比重始终保持在39%-45%较高区间内,我们认为主要原因系新疆地处干旱、多山和缺水环境,作为新疆经济支柱的农业的发展受到极大限制,自治区水利工程建设需求在较高水平上保持长期稳定。2022年新疆地区交通运输、仓储和邮政业投资同比下滑10%,占比由21年的38%降至30%,从各省公路密度来看,2021年新疆地区排在全国倒数第三位,仅高于青海、西藏,我们认为新疆交通投资未来存在较大增长潜力。

图 24: 2018-2022 年新疆各类基建投资占比



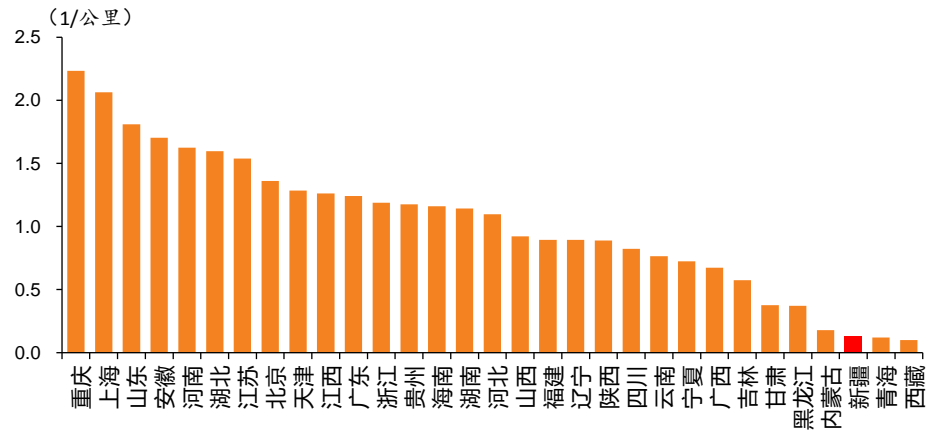
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 25: 2018-2022 年新疆各类基建投资增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 26：2021 年各省公路密度（公路里程/区域面积）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2022 年重点项目投资超额完成，23 年项目落地及开工有望保持较高景气。2022 年新疆维吾尔自治区提出 370 项水利、交通、能源、产业、民生等五大领域重点项目，总投资 2.17 万亿元，计划完成投资 2700 亿元，实际完成投资额 2830 亿，超额实现目标。23 年共安排重点项目 400 项（水利项目 51 项，交通项目 77 项，能源项目 85 项，产业项目 103 项，民生项目 84 项），总投资 2.7 万亿，同比增长 23.7%，计划完成投资 3000 亿元以上，同比增长 11.2%。分领域看，交通/水利/能源/产业/民生项目计划完成投资分别 655/149/1417/460/349 亿元。从年初至今正稳步推进，重点项目今年一季度按照实物工作量累计已完成投资 410 亿元，为年计划的 13.5%，较去年同期增加 118 亿元，政府会定期召开会议对重大项目进行督办，确保项目如期进行，我们预计短期内项目落地及开工情况有望保持较高景气。

表 3：2022 和 2023 年新疆重点项目投资情况

	2022 年			2023 年				
	重点项目数 (个)	总投资 (亿元)	年度计划投资 (亿元)	重点项目数 (个)	总投资 (亿元)	年度计划投资 (亿元)	总投资 同比增速	年度计划投资 同比增速
水利	31	1964	171	51	2739	149	39.5%	-12.9%
交通	83	4204	619	77	6954	655	65.4%	5.8%
能源	68	7501	989	85	10500	1417	40.0%	43.3%
产业	86	4804	240	103	5561	460	15.8%	91.7%
民生	79	3298	707	84	1179	349	-64.3%	-50.6%
合计	370	21771	2726	400	26933	3030	23.7%	11.2%

资料来源：新疆自治区发改委官网、天风证券研究所

中长期看，受益于“十四五”规划政策引导，需求或迈上新台阶。2021 年新疆发改委发布《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，强调要扩大有效投资，围绕交通、水利、能源、通信等重点领域实施一批重大项目，夯实经济社会发展基础。交通方面，新疆政府在铁路、民航、公路领域规划多个续建和新开工项目，强调统筹交通规划布局和兵地协同发展。电力方面，2020 年新疆外送电量突破 1000 亿千瓦时，“十四五”期间将加快推进“疆电外送”工程。水利方面，2021 年规划初期全区水库库容达到 230 亿立方米，新疆发改委提出“十四五”期间建成大石峡水利枢纽等工

程, 加快推进玉龙喀什水利枢纽等重点工程, 其中大石峡和玉龙喀什项目均位于南疆地区。

“十四五”交通领域基建规划加码, 有望成为新疆基建投资重要发力点。“十三五”期间, 铁路/公路领域规划建设里程数分别达 10000 公里/19 万公里, 民航领域规划建设 28 个民用运输机场, 交通建设共计划投资 1800 亿元以上。实际完成情况来看, 到 2020 年末, 全区铁路运营里程达到 7398 公里, 五年新增 1530 公里; 民用运输机场数量达到 22 个, 五年新增 4 个机场; 公路通车里程达到 20.9 万公里, 五年新增 3 万公里 (其中: 高速公路 5500 公里, 新增 1184 公里), 所有地州市迈入高速公路时代。“十四五”期间, 铁路/公路领域规划总运营里程数分别达 10060/22 万公里, 已建和在建民用运输机场数达 37 个, 三大领域计划建设情况分别同比增长 0.6%/15.79%/32.14%, 其中, 仅公路交通建设领域投资规划便达 4000 亿元, 交通基础设施建设有望成为新疆基建投资的重要发力点。

表 4: “十三五”和“十四五”期间交通基建规划和完成情况

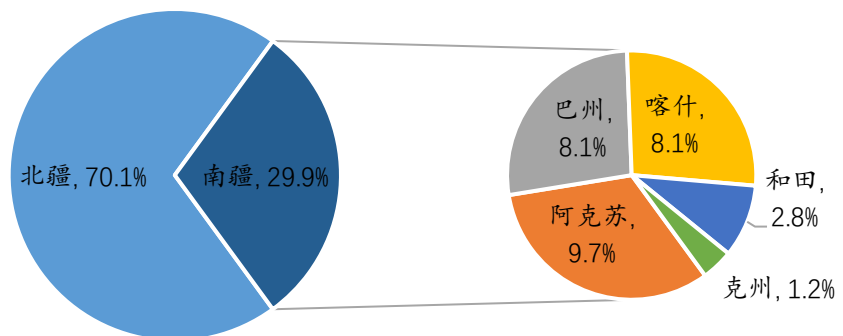
	(公里)	“十三五”期间				“十四五”期间		
		规划值	规划新增	实际完成值	实际新增	规划值	规划新增	规划值同比增长
铁路	总运营里程	10000	4000	7398	1530	10060	2662	0.60%
公路	总运营里程	190000	14000	209000	31000	220000	11000	15.79%
	高速公路	5500		5500	1184			
	一级公路			2140	837			
	国省干线				8187			
	农村公路				22800			
民航	机场数	28	10	22	4	37	15	32.14%

资料来源: 中智物流智库公众号、国务院新闻办公室、国家发改委、国务院新闻办公室、兵团零距离公众号、天风证券研究所

3.2. 南疆建设潜力更大, 重点关注中吉乌铁路进展

南疆地区建设潜力更大, 重点关注中吉乌铁路进展。新疆域内南北疆地区间经济发展差异较大, 2021 年阿克苏、巴州、喀什等南疆主要市州的 GDP 之和为 4817 亿元, 阿勒泰、博尔塔拉、昌吉等北疆主要市州的 GDP 之和为 11291 亿元, 南疆/北疆 GDP 占全疆比重分别为 29.9%/70.1%, 南疆地区受地理区位、气候、人口、发展战略等因素影响, 工业化程度、人力资本与投资水平均相对较低, 经济发展显著落后于北疆。未来受益于新疆高质量发展战略布局, 南疆成为新疆一盘棋的“棋眼”, 未来投资增长潜力可能更大。

图 27: 2021 年新疆各主要市州 GDP 占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

中吉乌铁路项目加快推进，预计今年秋季开工。铁路规划路线包括南北线两套方案，北线方案为喀什→托帕→盖克力克→吐尔苏特山口→巴吉什站（科克扬加克）接轨→卡拉苏→乌兹别克斯坦的安集延，全长约 577 公里，其中新建铁路约 485 公里（其中中国境内约 166 公里）；南线方案为喀什→乌恰县→伊尔克什坦口岸出境→吉尔吉斯斯坦的萨雷塔什→卡拉苏接轨→乌兹别克斯坦的安集延，全长约 523 公里（其中中国境内约 213 公里）。目前路线仍在规划中，中乌两国希望建造一条更短的线路（南线），而吉国希望线路（北线）能连接本国的南部和北部中心城市，以更方便出口食品和矿场资源到中国。2023 年 5 月 18-19 日中国-中亚峰会上双方领导人指出完成研究、确认可研和三方签署关于实施该铁路建设项目协议的重要性，愿加快推进相关工作，以促进本地区经济社会发展。据观察者网显示，项目全部可研工作按计划将于 2023 年 6 月底前完成，预计今年秋季开工。

图 28：中吉乌铁路建设方案路线图



资料来源：铁洋多式联运公众号、天风证券研究所

中吉乌铁路建设或将为新疆地区带来年均水泥增量约 166-213 万吨，建成后将助益中国-中亚乃至欧洲的投资和贸易加速往来，新疆或成亚欧经济发展支点。就新疆而言，南疆没有铁路口岸，向西出口的货物如果用班列运输，须绕行乌鲁木齐进而通过上述口岸出境，成本较大，新亚欧大陆桥综合通道已无法满足需求，中吉乌铁路的运行将有效降低商贸运输成本。就全国而言，中吉乌铁路以喀什为中心，与西南地区相连，并辐射东南沿海，因此铁路通车后商品可以中国为中心，向西贯通中亚乃至欧洲地区，向东贯通东南亚或经我国东部沿海港口出海，为打通丝绸之路经济带贡献较大助力，进而提振中国和周边区域经济发展。中吉乌铁路建成后，从东亚到中东和南欧国家的运输路线将缩短近 900 公里，运输时间缩短 7-8 天，将成为中国货物运往欧盟国家的最短路径之一，铁路建成通车后，或将对全国及新疆地区均带来显著经济贡献。按照南、北两种线路规划，我们预计新疆段里程约 166-213 公里，按照单公里建设对应 2 万吨水泥需求，以其他疆内可比铁路作为参考，假设 2 年建设期，则带来的年均水泥增量需求约 166-213 万吨，假设青松建化份额约 30%，对应水泥销量约 49.8-63.9 万吨，占公司 22 年水泥销量比重约 8.3%-10.6%。

表 5：中吉乌铁路带来新疆地区水泥需求增量测算

	北线	南线
铁路长度（公里）	166	213
单公里建设对应水泥需求（万吨）	2	2
对应水泥总用量（万吨）	332	426
年均水泥需求增量（万吨）	166	213
青松建化市场份额	30%	30%
对应销量（万吨）	49.8	63.9
占 2022 年公司销量比重	8.3%	10.6%

资料来源：公司公告、观察者网官网、新疆我的家公众号、天风证券研究所

图 29：丝绸之路经济带路线图

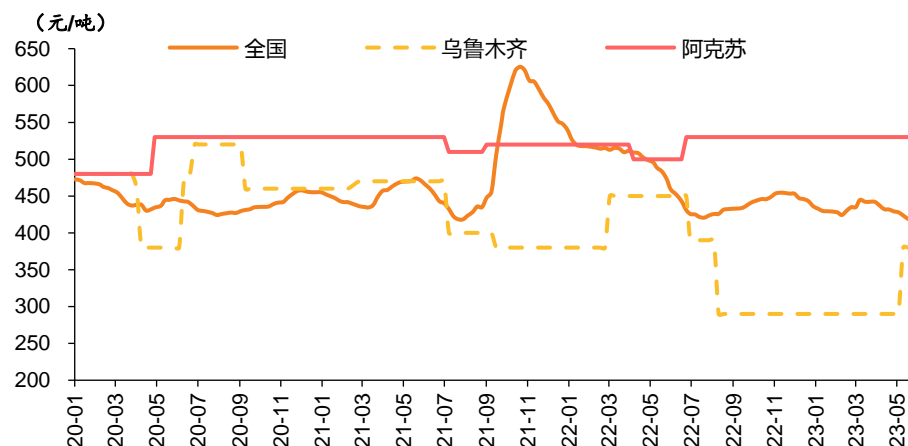


资料来源：海上丝绸之路协会、天风证券研究所

3.3. 价格：南疆水泥价格及稳定性高于北疆

我们分别以阿克苏/乌鲁木齐水泥价格来代表南疆/北疆地区的水泥价格情况，2020 年以来，南疆地区的水泥价格稳定性明显优于北疆和全国，一方面因为外来水泥熟料冲击较少，另一方面体现出区域内供需格局较优，且南疆水泥价格也更高，截止 5 月 19 日，南疆水泥价格约 530 元/吨，比北疆高 150 元/吨，中长期来看，区域水泥企业有望保持较好的盈利水平。

图 30：新疆水泥价格走势

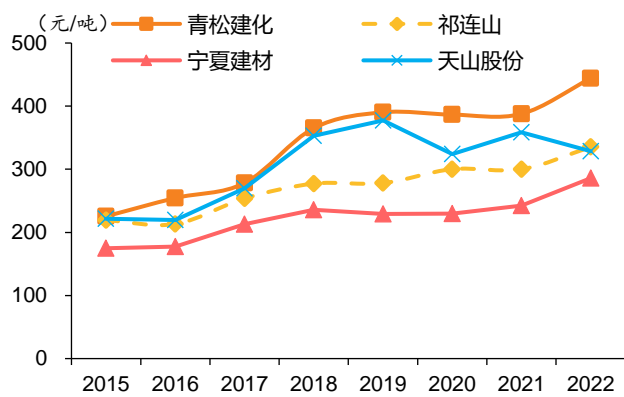


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

4. 公司吨毛利高于可比公司，ROE 仍有改善空间

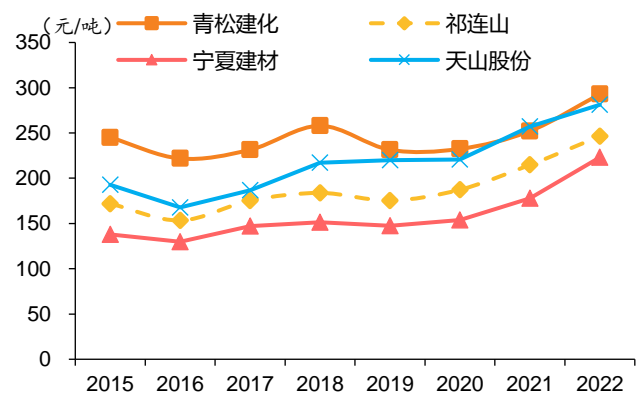
青松建化吨均价、吨毛利均处于可比公司最高水平，未来吨成本仍有下降空间。我们选择祁连山、宁夏建材、天山股份作为可比公司，从价格、成本来看，青松建化的单吨均价在可比公司中处于最高水平，得益于公司所处的区域优势，2022 年吨均价达到 444 元/吨，同比增长 56 元/吨，涨幅同样高于其他可比公司，但青松建化吨成本同样位于最高水平，2022 年达到 293 元/吨，与天山股份基本相当，高于祁连山、宁夏建材，拆分来看，青松建化主要是材料成本以及其他（人工、折旧等）固定成本较高，我们预计材料成本较高的原因主要系新疆特殊的地理环境导致原材料的运输成本较高，其他（人工、折旧等）固定成本较高的原因系公司产能利用率较低导致固定成本无法摊薄，而公司在燃料及动力成本方面有明显优势，我们预计随着公司产能利用率的提升，规模效应有望进一步发挥，成本端有较大下降空间，综合来看，公司 2022 年吨毛利高达 151 元/吨，近三年均处于可比公司中最高水平。

图 31：可比公司吨均价



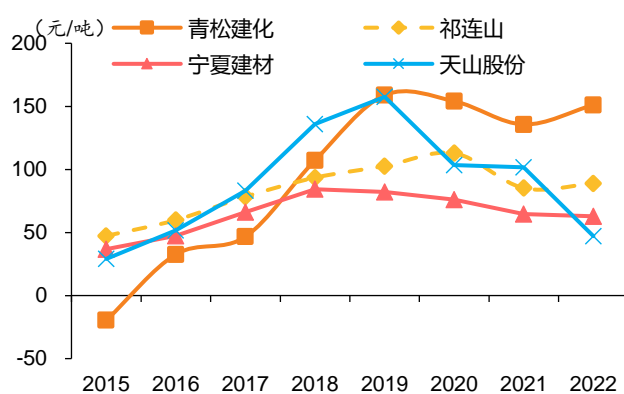
资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 32：可比公司吨成本



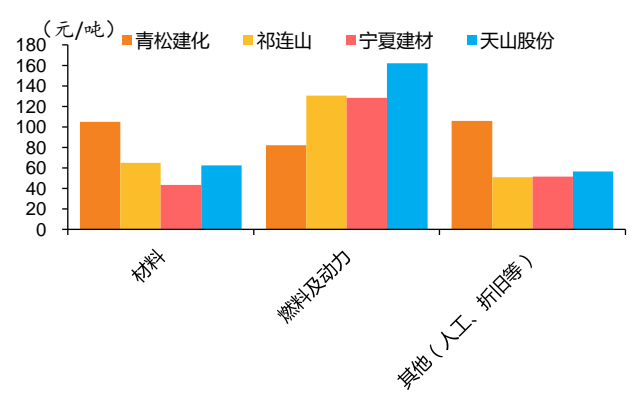
资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 33：可比公司吨毛利



资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 34：2022 年可比公司吨成本拆分

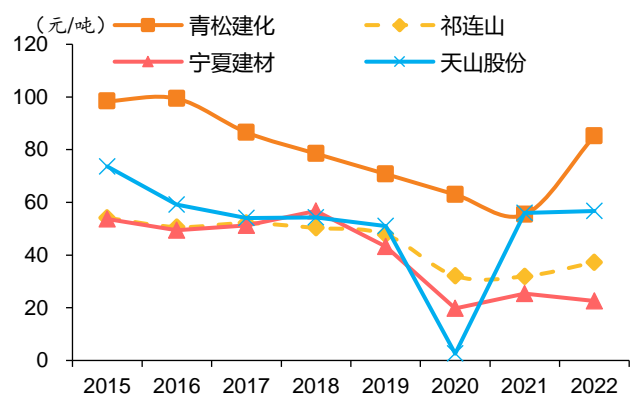


资料来源：各公司公告、天风证券研究所

吨费用高于可比公司，未来在管理费用（含研发）、财务费用等方面存在优化空间。青松建化吨费用高于可比公司，但 2021 年之前吨费用逐年下降，22 年出现反弹主要系管理费用上升影响，因公司 2022 年在固废处置技术、节能低碳技术、新产品开发、新工艺研发、新装备研发、数字化转型等方向投入较多，导致研发增长较多。相比可比公司，公司未来

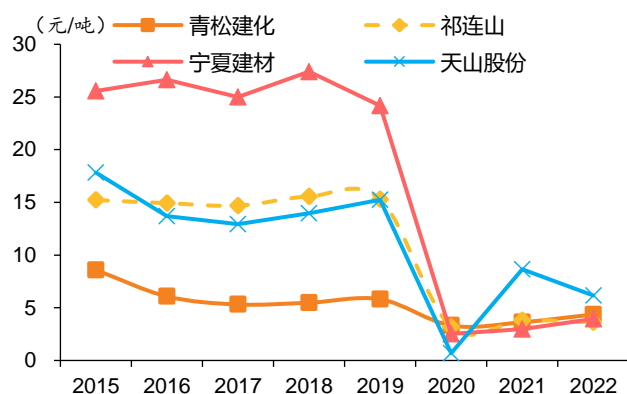
在管理费用（含研发）、财务费用等方面存在一定优化空间。

图 35：可比公司吨费用



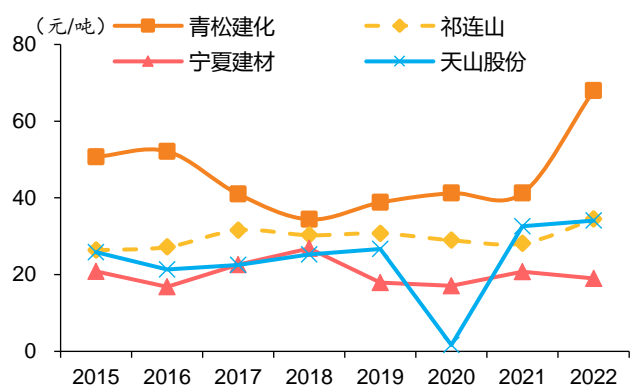
资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

图 36：可比公司吨销售费用



资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

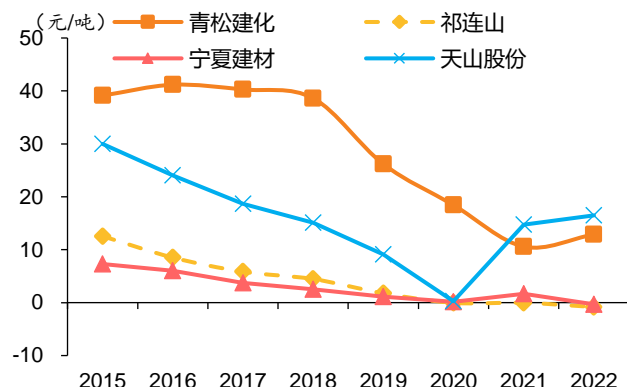
图 37：可比公司吨管理费用



资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

注：研发费用计入管理费用

图 38：可比公司吨财务费用

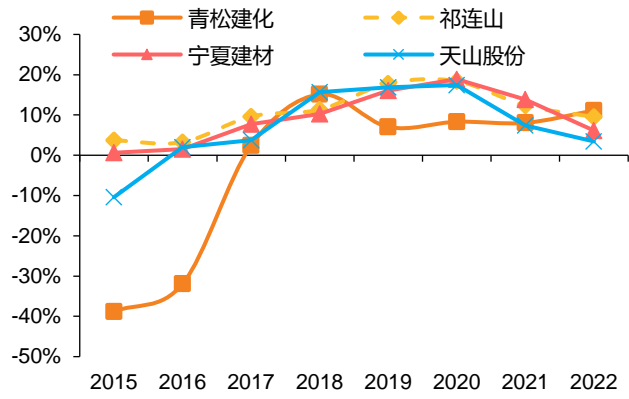


资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

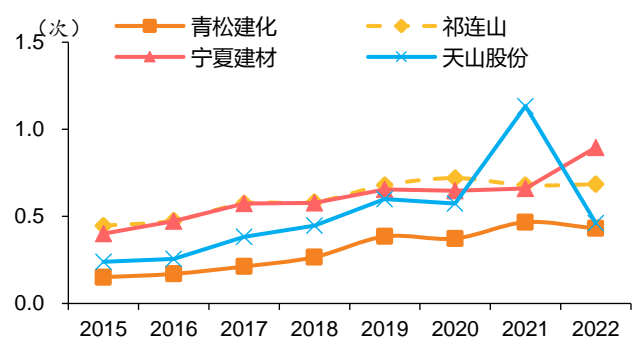
青松建化 ROE 高于可比公司，未来驱动力在于净利率水平和资产周转效率。青松建化 2022 年 ROE 为 8.07%，在可比公司中排名第二，从杜邦拆分结果来看，公司 22 年归母净利率 11.11%，在可比公司中排名首位，资产负债率 38%，处于正常水平，但公司总资产周转率较低，对 ROE 形成拖累，我们认为主要系公司产能利用率较低。我们认为未来公司 ROE 提升的驱动力主要在于：一是公司水泥盈利能力有望继续提升，同时化工业务减亏，带动公司归母净利率提升，二是公司产能利用率提升带动总资产周转提升。

图 39：可比公司归母净利率

图 40：可比公司总资产周转率

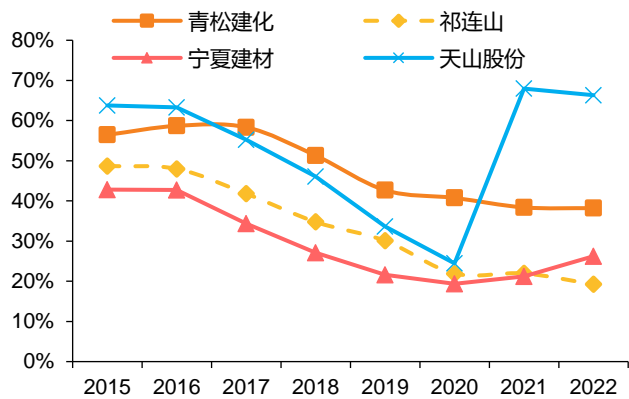


资料来源: Wind、天风证券研究所



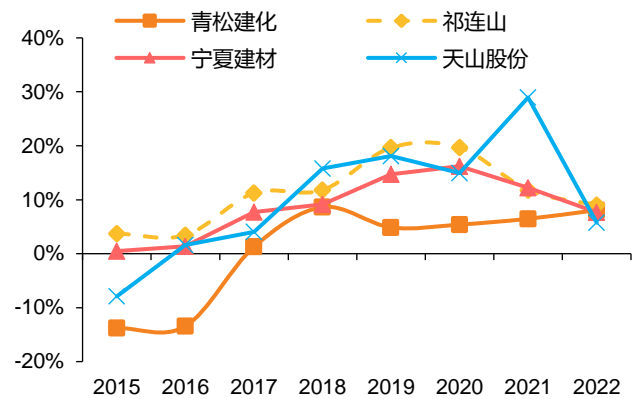
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 41: 可比公司资产负债率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 42: 可比公司 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测

公司 22 年水泥实现收入 26.8 亿元，同比下滑 12.2%，主要受销量下滑影响，22 年水泥销售 602.55 万吨，同比下滑 23%，单吨价格 444 元，同比增长 56 元。我们预计 23 年水泥销量 750 万吨，同比增长 24.5%，24-25 年受益于中吉乌铁路项目建设及交通领域投资增长，我们预计水泥销量有望分别达到 870/970 万吨，同比+16%/11%。价格端，我们认为新疆地区供给秩序较好，随着需求的放量，价格有望稳中有增，预计 23-25 年水泥吨均价分别为 457.5/460/465 元，同比+13.5/2.5/5 元，因此我们预计水泥业务 23-25 年收入分别 34.3/40.0/45.1 亿元，同比+28.3/16.6/12.7%。成本端随着产能利用率提升，固定成本将进一步被摊薄，从而带动毛利率提升，我们预计 23-25 年水泥业务毛利率分别 37.9%/38.5%/39.1%。公司 22 年化工业务实现收入 7.7 亿元，同比增长 67.7%，子公司阿拉尔青松化工净亏损 1.2 亿元，同比减亏 3000 万，我们预计随着下游需求的恢复，化工板块有望逐步扭亏为盈，预计 23-25 年收入 10/11/12 亿元，毛利率 12%/13%/14%。

表 6: 公司主要业务收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
水泥					
收入 (百万元)	3,048.78	2,675.43	3,431.25	4,002.00	4,510.50
YoY	19.8%	-12.2%	28.3%	16.6%	12.7%
毛利率	35.0%	34.0%	37.9%	38.5%	39.1%
水泥制品					

收入 (百万元)	358.78	248.53	296.00	337.50	380.00
YoY	71.8%	-30.7%	19.1%	14.0%	12.6%
毛利率	16.6%	23.3%	24.9%	26.1%	27.6%
化工产品					
收入 (百万元)	458.71	769.38	1,000.00	1,100.00	1,200.00
YoY	104.1%	67.7%	30.0%	10.0%	9.1%
毛利率	-10.4%	4.5%	12%	13%	14%

资料来源: Wind、天风证券研究所

公司 23Q1 实现收入/归母净利润 6.2/0.07 亿元,同比增长 21.33%/181.57%,我们预计 23-25 年归母净利润分别为 6.05/7.66/9.09 亿元,同比+45.67%/26.49%/18.77%,参考可比公司,给予公司 23 年 17 倍目标 PE,目标价 6.46 元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				Pe (倍)			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
600075.SH	新疆天业	85	4.97	1.07	0.50	0.31	0.60	4.64	9.94	16.04	8.28
000877.SZ	天山股份	726	8.38	1.57	0.53	0.83	0.91	5.35	15.93	10.06	9.21
002092.SZ	中泰化学	183	7.03	1.16	0.28	0.29	0.49	6.05	25.36	24.39	14.35
平均值								5.35	17.08	16.83	10.61
600425.SH	青松建化	79	4.90	0.20	0.26	0.38	0.48	24.97	18.92	12.99	10.27

注: 数据截至 20230605 收盘,除青松建化为天风预测外,其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

重点项目建设进展不及预期: 重点项目工程受可行性研究、投资人行动、用地环评等要件办理进度影响,若未能如期推进建设,将对新疆地区及公司的实际需求产生负面拖累。

区域价格竞争加剧: 目前新疆及南疆地区水泥企业间协同良好,价格维持稳定水平,若未来出现企业间激烈竞争,打破现有格局,将会影响价格端的高位企稳现状。

化工业务继续亏损: 公司化工业务近几年亏损,若未来公司经营不佳或受化工行业需求继续下滑冲击,则可能会导致化工业务继续亏损。

文中测算具有一定主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,270.23	1,027.32	2,938.05	2,261.99	4,840.29
应收票据及应收账款	166.54	850.10	413.50	807.54	558.30
预付账款	69.21	42.80	77.50	66.96	91.88
存货	599.57	870.92	595.87	899.27	895.58
其他	548.44	182.99	678.19	474.27	453.25
流动资产合计	2,653.99	2,974.13	4,703.10	4,510.04	6,839.31
长期股权投资	492.99	513.67	513.67	513.67	513.67
固定资产	4,377.93	4,272.67	4,285.37	4,235.31	3,959.11
在建工程	127.04	356.82	334.09	290.45	390.45
无形资产	324.63	375.30	359.06	342.82	326.58
其他	510.51	384.15	415.73	436.06	411.30
非流动资产合计	5,833.10	5,902.61	5,907.93	5,818.31	5,601.11
资产总计	8,487.10	8,876.74	10,611.03	10,328.35	12,440.42
短期借款	1,041.23	1,141.34	1,000.00	800.00	800.00
应付票据及应付账款	533.63	459.55	954.11	464.95	1,138.67
其他	783.54	1,281.45	1,458.63	1,150.25	1,660.71
流动负债合计	2,358.40	2,882.34	3,412.74	2,415.20	3,599.38
长期借款	709.82	275.19	300.00	250.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.83	125.11	159.50	141.15	141.92
非流动负债合计	848.66	400.29	459.50	391.15	391.92
负债合计	3,258.09	3,390.30	3,872.24	2,806.35	3,991.30
少数股东权益	196.91	224.06	232.73	243.69	256.72
股本	1,378.79	1,378.79	1,604.70	1,604.70	1,604.70
资本公积	3,004.61	3,004.61	3,444.80	3,444.80	3,444.80
留存收益	619.10	813.98	1,419.24	2,184.83	3,094.14
其他	29.59	65.00	37.33	43.97	48.76
股东权益合计	5,229.00	5,486.43	6,738.79	7,521.99	8,449.12
负债和股东权益总计	8,487.10	8,876.74	10,611.03	10,328.35	12,440.42

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	312.03	421.44	605.25	765.60	909.31
折旧摊销	301.16	312.93	326.26	339.94	342.44
财务费用	95.50	89.68	95.56	87.95	126.22
投资损失	(11.12)	(38.25)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(538.30)	171.12	852.31	(1,285.90)	1,401.97
其它	486.54	(738.64)	8.67	10.97	13.02
经营活动现金流	645.81	218.28	1,888.05	(81.45)	2,792.97
资本支出	119.90	522.24	265.60	248.36	149.23
长期投资	(1.97)	20.68	0.00	0.00	0.00
其他	(215.63)	(654.54)	(565.60)	(478.36)	(299.23)
投资活动现金流	(97.69)	(111.62)	(300.00)	(230.00)	(150.00)
债权融资	(266.48)	(104.89)	(315.75)	(371.26)	(69.46)
股权融资	(208.41)	35.40	638.43	6.64	4.79
其他	95.22	(253.09)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(379.66)	(322.58)	322.68	(364.61)	(64.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	168.45	(215.92)	1,910.73	(676.06)	2,578.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,911.80	3,741.05	4,777.25	5,489.50	6,140.50
营业成本	2,815.48	2,747.28	3,279.90	3,710.90	4,094.60
营业税金及附加	59.24	54.30	69.34	79.68	89.13
销售费用	28.54	26.31	32.49	36.78	40.53
管理费用	324.07	307.08	386.96	441.90	491.24
研发费用	0.00	102.40	105.10	98.81	107.46
财务费用	83.18	77.64	95.56	87.95	126.22
资产/信用减值损失	(160.26)	(47.50)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.12	38.25	0.00	0.00	0.00
其他	212.57	(45.93)	0.00	0.00	0.00
营业利润	537.86	481.23	782.91	1,008.48	1,166.32
营业外收入	16.75	24.24	34.65	25.21	28.04
营业外支出	127.63	11.19	50.16	62.99	41.44
利润总额	426.99	494.29	767.40	970.70	1,152.91
所得税	114.95	72.84	153.48	194.14	230.58
净利润	312.03	421.44	613.92	776.56	922.33
少数股东损益	(2.89)	5.95	8.67	10.97	13.02
归属于母公司净利润	314.93	415.49	605.25	765.60	909.31
每股收益(元)	0.20	0.26	0.38	0.48	0.57

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.90%	-4.36%	27.70%	14.91%	11.86%
营业利润	62.78%	-10.53%	62.69%	28.81%	15.65%
归属于母公司净利润	24.75%	31.93%	45.67%	26.49%	18.77%
获利能力					
毛利率	28.03%	26.56%	31.34%	32.40%	33.32%
净利率	8.05%	11.11%	12.67%	13.95%	14.81%
ROE	6.26%	7.90%	9.30%	10.52%	11.10%
ROIC	8.06%	8.72%	11.58%	17.01%	16.38%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	38.39%	38.19%	36.49%	27.17%	32.08%
净负债率	14.32%	17.58%	-17.31%	-10.29%	-39.00%
流动比率	1.10	0.99	1.38	1.87	1.90
速动比率	0.85	0.70	1.20	1.50	1.65

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	26.86	7.36	7.56	8.99	8.99
存货周转率	7.41	5.09	6.51	7.34	6.84
总资产周转率	0.47	0.43	0.49	0.52	0.54

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.20	0.26	0.38	0.48	0.57
每股经营现金流	0.40	0.14	1.18	-0.05	1.74
每股净资产	3.14	3.28	4.05	4.54	5.11

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	24.97	18.92	12.99	10.27	8.65
市净率	1.56	1.49	1.21	1.08	0.96
EV/EBITDA	5.07	5.98	5.25	4.69	2.64
EV/EBIT	6.93	8.75	7.13	6.10	3.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com