

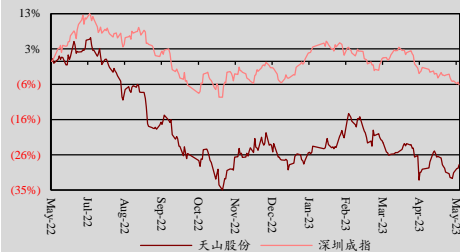
000877.SZ

增持

原评级：无

市场价格：人民币 8.52

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.6)	1.7	(12.6)	(30.2)
相对深圳成指	2.3	6.5	(4.2)	(23.8)

发行股数 (百万)	8,663.42
流通股 (百万)	1,822.14
总市值 (人民币 百万)	73,812.36
3个月日均交易额 (人民币 百万)	114.12
主要股东	
中国建材股份有限公司	84.52

资料来源：公司公告，万得，中银证券
以2023年5月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：水泥

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

天山股份

新天山，新起航

天山股份重组完成后，成为中国建材旗下的基础材料整合平台，股权结构理顺，内部治理改善。骨料业务加速布局，在供需错配的大背景下高毛利与高增长有望持续。水泥业务当前处于周期底部，短周期修复或快于预期，长周期有望受城镇化率的提升影响，仍有增长空间。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **重组完成后，新天山成为中国建材旗下水泥资产整合平台，理顺管理架构，治理迎来改善。**2021年重组后，中国建材集团旗下水泥业务已基本不存在同业竞争问题。公司成为中国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司。重组后公司主要改善在以下三个方面：1) 化解重复布局，减少同业竞争。2) 统筹管理，采购与销售或发挥规模优势。3) 各子公司专注主业，专岗专事有望提高管理效率。
- **骨料业务高毛利与高增长有望持续。**随着天然砂和中小矿山的退出，骨料行业进入高毛利率时代。骨料行业资源属性强，“短腿”属性决定了其区域间供需资源错配，高毛利率有望持续。骨料业务利润率高，是公司重点发展方向。天山股份作为央企背书的水泥企业，发展骨料业务拥有资金、资质和产业链优势；根据公司产品规划，未来产能进一步增加，公司骨料业务有望保持增长。
- **水泥行业处于长周期底部，短周期在均衡阶段，利润有望企稳恢复。**地产新开工疲弱，水泥需求近年处于长周期的底部。但水泥与其他周期品不同，供给方可以通过协同限产调控价格，从而保持利润的相对稳定，今年多个省份错峰生产执行方案由工信厅而不是行业协会推出，行业错峰生产刚性有望增强，同时去年下半年水泥企业为了保份额而进行的价格战或将走向结束，行业终会向协同方向均衡。而从人口视角审视水泥行业的中长期变化，我国当前处于人口总量平台期，区域间人口流动仍在加速，最重要的是，根据各省份规划，我国的城镇化率仍有上升空间，水泥需求仍然存在上修空间。

估值

- 我们预期公司骨料业务持续增长，水泥业务稳中或略降，暂不考虑中国建材的业绩承诺补偿计划，我们预计2023-2025年公司实现营收1378.5、1401.9、1408.4亿元，以及59.9、73.1、95.4亿元归母净利润，对应市盈率分别11.7、9.6、7.4倍。

评级面临的主要风险

- 水泥业务持续下行，骨料业务发展不及预期，煤炭价格超预期上行。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	169,979	132,581	137,846	140,193	140,835
增长率(%)	1,855.5	(22.0)	4.0	1.7	0.5
EBITDA(人民币 百万)	31,915	19,094	26,204	31,319	36,137
归母净利润(人民币 百万)	12,530	4,542	5,987	7,309	9,540
增长率(%)	726.4	(63.7)	31.8	22.1	30.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.45	0.52	0.69	0.84	1.10
市盈率(倍)	5.6	15.4	11.7	9.6	7.4
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	6.8	9.8	8.5	6.6	4.8
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
股息率(%)	2.2	3.2	4.3	5.2	6.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

中国最大、产业链完整、全国布局的水泥龙头	5
重组完成，新天山成为中国建材旗下水泥资产整合平台	5
中国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司	5
重组带来改善：理顺管理架构，内部挖掘潜力	8
组织架构变革，理顺股权与管理	8
做出分红承诺，分红率保持在 50% 以上	9
骨料业务：高增长与高毛利有望维持	10
骨料资源属性强，高利润与高增长或均能维持	10
水泥业务：深度低估，龙头引领市场再平衡	18
短周期供需格局：短期失衡，再平衡在途	18
短期需求展望：基本面疲弱，但地产链复苏或不需那么久	24
中长期需求展望：城镇化率提升任重道远	25
新天山水泥：禀赋决定上升空间仍然较大，但需平衡资本开支的回收期	27
盈利预测与估值	29
基本假设	29
可比公司估值	29
风险提示	31

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 重组后新天山成为中国建材旗下基础材料业务平台(2022 年报).....	5
图表 2. 中国建材 2022 年产能全国第一（天山股份为主）.....	6
图表 3. 主要水泥企业骨料产能情况（2022 年，万吨）.....	6
图表 4. 国内主要混凝土企业产能情况（2021 年，万方）.....	6
图表 5. 水泥、骨料、混凝土同属于一条产业链.....	6
图表 6. 天山股份主要产品销量情况.....	7
图表 7. 天山股份主营收入构成（2022 年）.....	7
图表 8. 天山股份主营业务毛利构成（2022 年）.....	7
图表 9. 中国建材产能遍布全国多地（万吨，2022 年）.....	7
图表 10. 天山股份业务收入来自多个地区（2022 年）.....	7
图表 11. 新天山组织架构清晰.....	8
图表 12. 江苏省内中国建材熟料产能布局重合（万吨）.....	9
图表 13. 江西省内中国建材熟料产能布局重合（万吨）.....	9
图表 14. 天山股份分红比例情况.....	9
图表 15. 天山股份股利与股息率情况.....	9
图表 16. 2022 年全国砂石产量 174.2 亿吨.....	10
图表 17. 2022 年机制砂全国均价 103 元/吨.....	10
图表 18. 各区域产能与需求较显著不匹配（产能缺口右轴）.....	11
图表 19. 2016 年后全国砂石骨料均价上涨较多.....	11
图表 20. 2016 年后华新水泥骨料均价有所提高（元/吨）.....	11
图表 21. 2016 年以来骨料行业主要政策一览.....	12
图表 22. 水泥企业骨料毛利率显著高于水泥业务（%）.....	12
图表 23. 天山股份水泥骨料业务毛利率高于水泥业务（%）.....	12
图表 24. 天山股份骨料业务毛利率处于中位数附近.....	13
图表 25. 天山股份骨料收入行业第一（百万元）.....	13
图表 26. 天山股份骨料销量第一，且增速较快.....	13
图表 27. 天山股份骨料单价处于行业领先水平.....	13
图表 28. 不同区域机制砂价格差异较大.....	14
图表 29. 2022 年新增矿权分布与需求仍存在偏差（万吨）.....	14
图表 30. 2022 年新增矿权的单矿规模扩大.....	14
图表 31. 2022 年新增矿权矿区面积增加（万吨）.....	14
图表 32. 部分省份关于砂石矿山的规划.....	15
图表 33. 今年骨料矿山出让价格普遍在亿元以上.....	16
图表 34. 中国建材股份旗下的中材国际提供矿山系统集成服务.....	16

图表 35. 公司可转债募投项目加大骨料产能投入 (万元)	17
图表 36. 公司可转债募投项目回收期短 (万元)	17
图表 37. 一般大宗品的供需周期演绎	18
图表 38. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较	18
图表 39. 个别省份 2022 年产能仍有净新增 (万吨)	19
图表 40. 2022 年基建地产投资分化, 水泥产量下降	19
图表 41. 行业龙头近年有份额下降趋势	20
图表 42. 近三年海螺水泥销量增速跑输华东/华南地区	20
图表 43. 近年冀东水泥销量跑输华北/东北地区	20
图表 44. 近年华新水泥销量跑输华中/西南地区	20
图表 45. 去年 8 月东北错峰, 水泥价格上涨 (元/吨)	21
图表 46. 2023 年 Q1 错峰, 中南水泥价格上涨 (元/吨)	21
图表 47. 开工率领先库容比一个月左右, 价格与库容比反方向变化仍然成立	21
图表 48. 2023 年错峰生产天数仍有增加空间 (天)	22
图表 49. 部分省份错峰生产计划有工信厅要求, 执行力较强	23
图表 50. 下游需求改变了寡头的收益矩阵, 协同基础也出现变化	24
图表 51. 水泥价格较去年同期下降较多 (元/吨)	24
图表 52. 1-4 月水泥产量较去年同期略有增长 (万吨)	24
图表 53. 煤炭价格高位回落, 仍高于历史中线水平	24
图表 54. 2023 年一季报水泥行业财报指标比较	25
图表 55. 拿地面积之外, 其他各项均已现拐点	25
图表 56. 房地产企业仍有较多土地储备	25
图表 57. 2022 年中国人口净减少 85 万	26
图表 58. 我国人口向华东、东南沿海聚集的趋势显著	26
图表 59. 我国城镇化率快速提高, 但较美日仍有差距	26
图表 60. 根据省级政府规划, 我国城镇化率仍有提升空间	27
图表 61. 南方水泥有 3000t/d 以下产能的小产线较多	27
图表 62. 海螺水泥产线大多集中在 5000t/d	27
图表 63. 西南水泥小产线占比较高	28
图表 64. 天山股份单位费用高于海螺水泥 (%)	28
图表 65. 主要业务盈利预测	29
图表 66. 可比公司估值比较	30
利润表(人民币 百万)	32
现金流量表(人民币 百万)	32
财务指标	32
资产负债表(人民币 百万)	32

中国最大、产业链完整、全国布局的水泥龙头

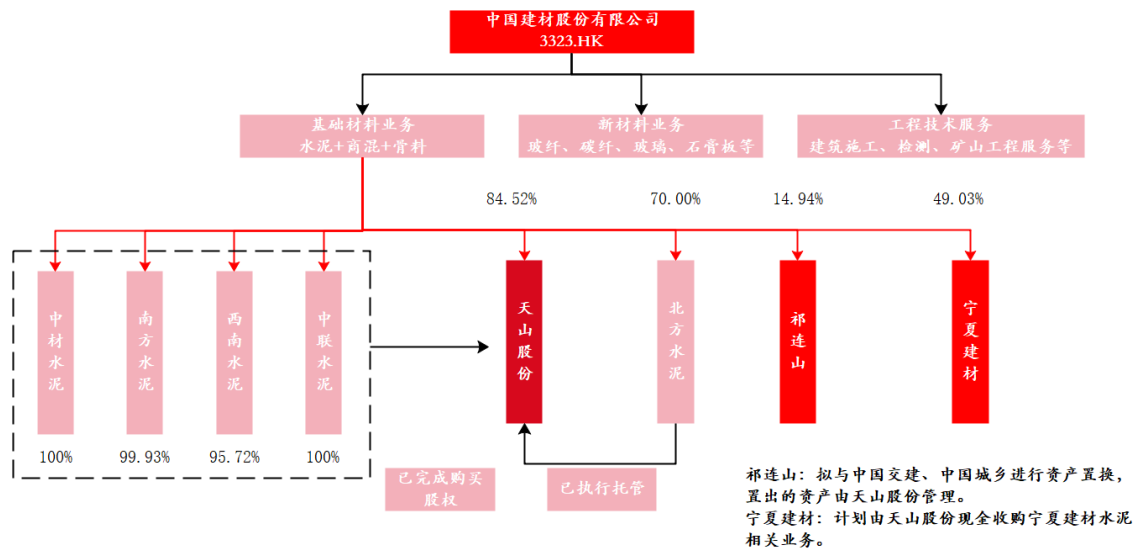
重组完成，新天山成为中国建材旗下水泥资产整合平台

重组完成，新天山成为中国建材旗下水泥资产整合平台。2021年9月，在国家层面支持重组、水泥行业供给侧深化改革、行业内解决同业竞争、释放协同效应的背景下，天山股份完成了以发行股份、支付现金方式向中国建材在内的26名交易对方购买中联水泥（100%）、南方水泥（99.93%）、西南水泥（95.72%）、以及中材水泥（100%）的绝大部分股权。目前，天山股份已成为中国建材集团水泥产业链业务的整合平台。

此次重组后已基本不存在同业竞争问题。本次重组前，上市公司的实际控制人中国建材集团下属的水泥企业包括中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、宁夏建材、祁连山八家公司。上述八家公司均从事水泥及熟料的生产及销售，部分公司也开展水泥产品下游商品混凝土的生产及销售，以及砂石骨料的生产及销售。此次重组后，中国建材旗下水泥企业中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥得以注入新天山。

未参与重组的资产已有安排，将不再构成同业竞争。本次重组完成后，除北方水泥、宁夏建材、祁连山外，中国建材集团及中国建材不存在其他从事水泥、熟料、商品混凝土及砂石骨料等综合性水泥业务的公司。北方水泥由于长期亏损，不纳入此次整合，而是以50万/年+净利润1%的托管费用由天山股份代为托管，盈亏仍由中国建材承担。根据祁连山公告，祁连山计划将资产与中国交建、中国城乡置换，置换后置出资产由天山股份托管，托管费1.2亿元/年；另外，根据公司公告，天山股份拟以现金增资方式收购关联方宁夏建材所持水泥等相关业务资产。

图表 1. 重组后新天山成为中国建材旗下基础材料业务平台(2022 年报)

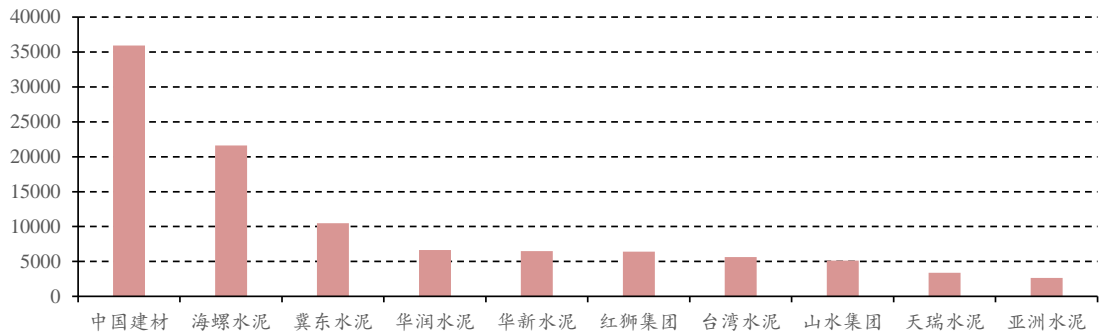


资料来源：公司公告，中银证券

中国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司

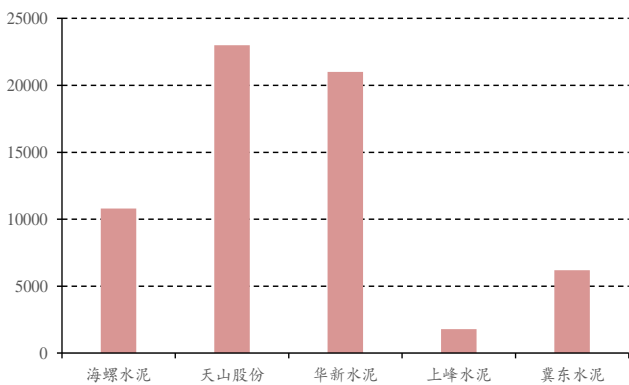
产能规模大。根据公司2022年年报，截止2022年末，公司拥有熟料产能3.2亿吨，产量2.2亿吨；商品混凝土产能4.0亿方，产量0.79亿方；骨料产能2.3亿吨，产量1.5亿吨，均处于行业前列。

图表 2. 中国建材 2022 年产能全国第一（天山股份为主）



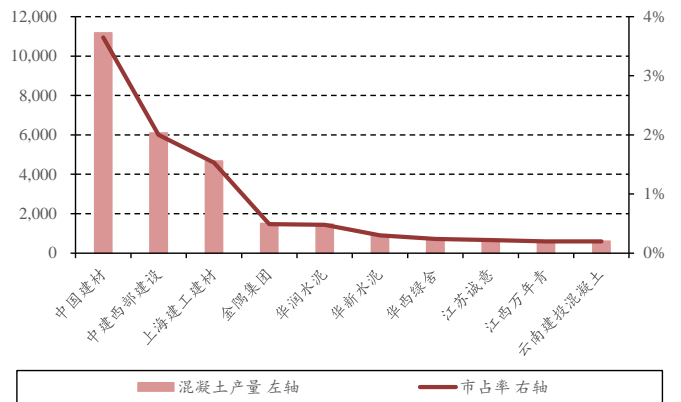
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 3. 主要水泥企业骨料产能情况（2022 年，万吨）



资料来源：公司公告，中银证券

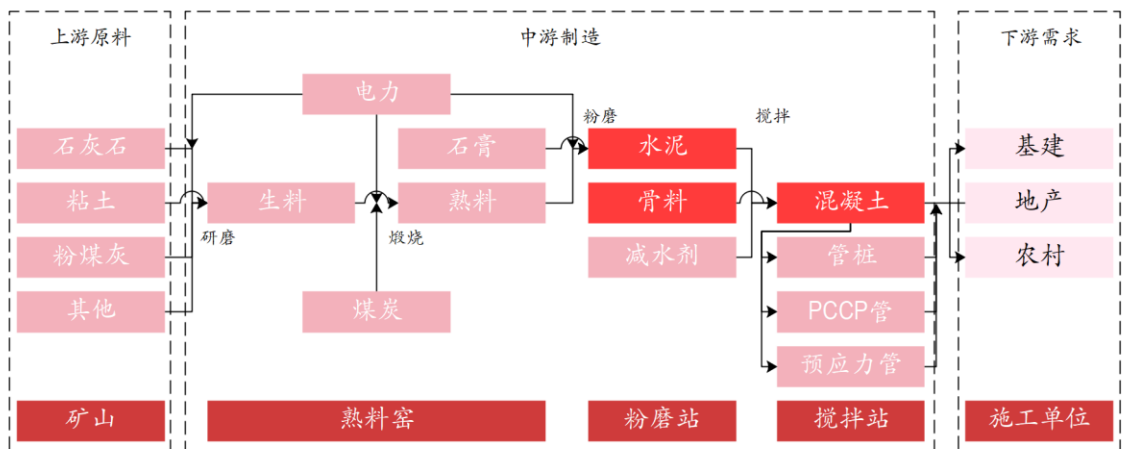
图表 4. 国内主要混凝土企业产能情况（2021 年，万方）



资料来源：中国混凝土网，中银证券

产业链完整。重组后，公司主营业务包括水泥、商混、骨料三大板块。而这三大板块共同属于建筑用混凝土生产的产业链。混凝土是现代最常见的建筑结构主体材料，其上游主要原材料包括水泥、骨料及混凝土用减水剂三大部分。公司同时经营水泥、商混、骨料三块业务，可以享受骨料业务较高毛利率的同时，也可以内部协同平滑产业链上的利润水平波动，促成公司一体化平稳发展。

图表 5. 水泥、骨料、混凝土同属于一条产业链



资料来源：中银证券

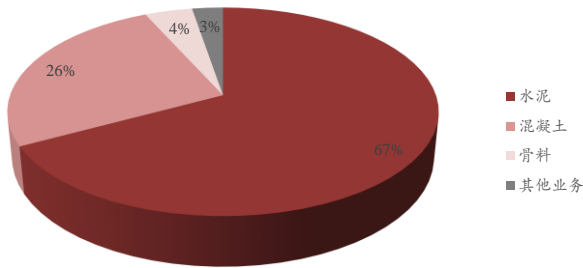
骨料业务毛利率高，对冲水泥与商混下行。2022年，天山股份共实现水泥销量2.39亿吨，同比下降15.17%；熟料销量3264万吨，同比下降8.65%；商混销量7933万方，同比下降24.25%；骨料销量11507万吨，同比增长34.27%。在水泥行业承压下滑的过程中，骨料业务销量增长，一定程度平滑了水泥业务下滑的压力。值得一提的是，2022年，天山股份的骨料业务营收55.04亿元，占公司总营收比约4%；而毛利则有26.11亿元，占公司总毛利比约12%。骨料业务47.44%的毛利率远远高于水泥14.37%的毛利率以及混凝土13.98%的毛利率。

图表 6. 天山股份主要产品销量情况

	2022年	2021年	2020年
水泥及熟料（亿吨）	2.72	3.17	3.29
商混（亿方）	0.79	1.05	1.04
骨料（亿吨）	1.15	0.86	0.64

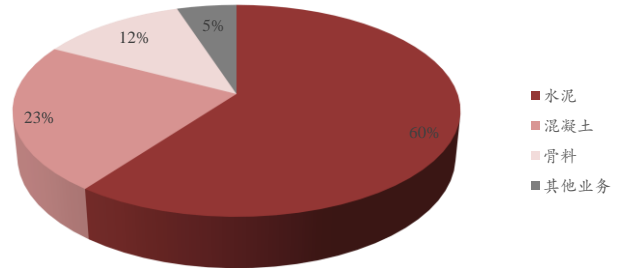
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 天山股份主营收入构成（2022年）



资料来源：万得，中银证券

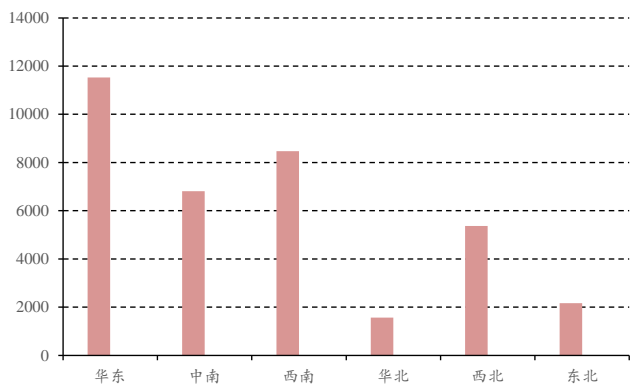
图表 8. 天山股份主营业务毛利构成（2022年）



资料来源：万得，中银证券

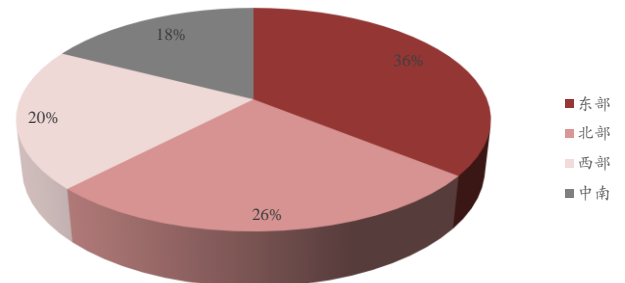
全国性布局。根据中国水泥网，中国建材当前主要熟料产能区域布局遍布全国六大区，其中华东、中南、西南、西北（主要是宁夏建材和祁连山）、东北（主要是北方水泥），均位列区域熟料产能第一名，仅华北地区位列第二。

图表 9. 中国建材产能遍布全国多地（万吨，2022年）



资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 10. 天山股份业务收入来自多个地区（2022年）



资料来源：公司公告，中银证券

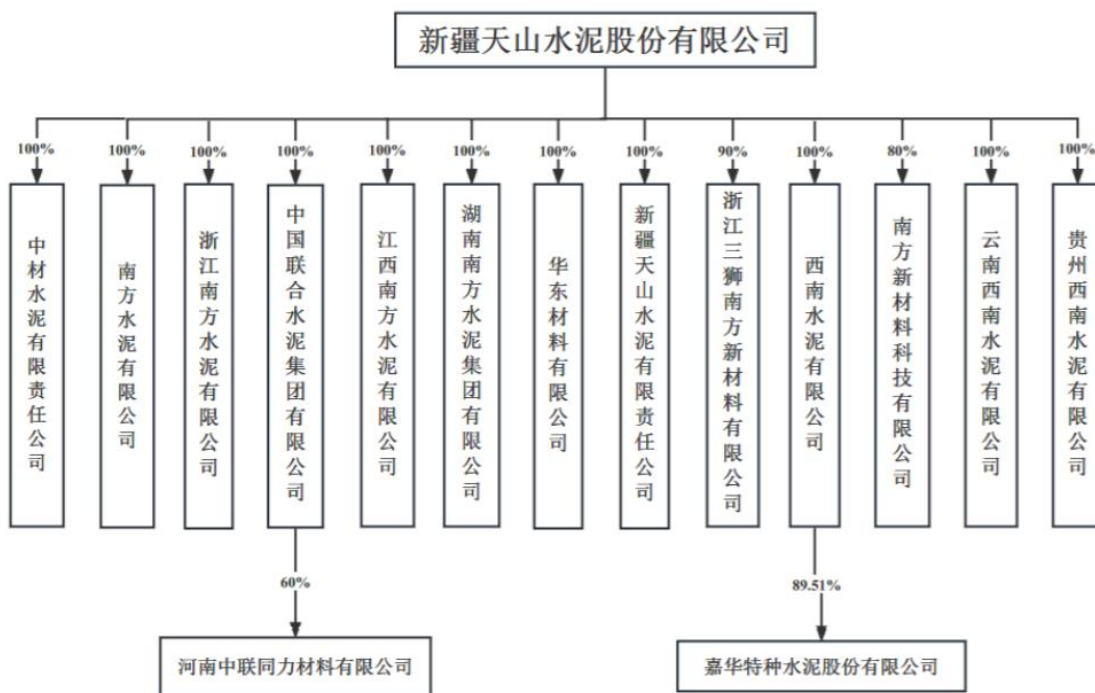
重组带来改善：理顺管理架构，内部挖掘潜力

我们认为，天山股份重组后内部的改善较显著，组织架构变革，分红率提高。

组织架构变革，理顺股权与管理

组织架构变革，理顺区域公司股权架构。重组后，公司综合考虑市场布局、业务规模、管理幅度、行政区域、业务特性和综合竞争力等因素，按照“战略匹配、协调发展、专业管理”原则，构建“上市公司——区域公司——成员企业”三级管理，将原所属5个板块公司（中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥、原天山股份）及其附属公司重新划分设立15个区域公司，其中10个专业化水泥公司、4个商混骨料和特种水泥业务专业化运营区域公司，1个海外平台区域公司。目前正在以区域公司的管理口径实施内部业务和股权梳理整合，理顺区域公司的股权架构，实现各区域管理公司的法人主体由公司直接持股，使得管理权与股权的统一，注册资本与资产规模、产能规模、产值相匹配。

图表 11. 新天山组织架构清晰



资料来源：天山股份可转债募集说明书，中银证券

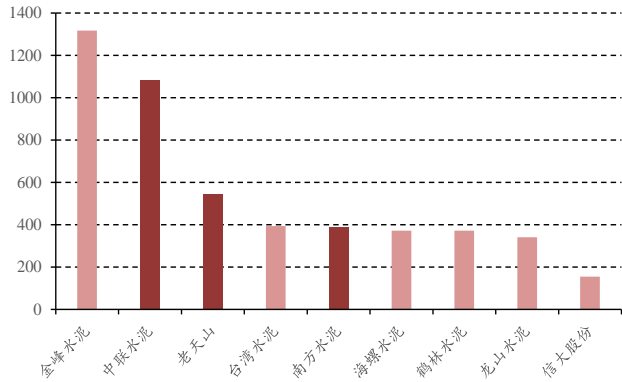
注：股权比例时间截止2023年5月20日可转债募集说明书（修订稿）公告之日。华东材料、华南材料、三狮材料、嘉华特水为四家商混骨料和特种水泥公司，中材水泥为海外业务平台公司，其余为专业化水泥公司。

我们认为公司将旗下子公司企业整合后，主要改善在以下三个方面。

1) 化解重复布局，减少同业竞争。整合前，中国建材旗下的多个水泥企业存在同区域布局。如2021年在江苏省，中联水泥有1085万吨熟料产能，老天山股份有542.5万吨熟料产能，南方水泥有387.5万吨熟料产能。三家公司同属于中国建材，在同一省份却布局了三家子公司，存在重复布局与同业竞争问题，一定程度影响了区域协同和统筹的生产效果。其他省份亦部分存在此问题。重组整合后，重复布局与同业竞争问题将会减少，公司的激励考核机制也不再会导致各个子公司之争抢市场份额，类似问题将有望大大减少，效益有望从内部提高。

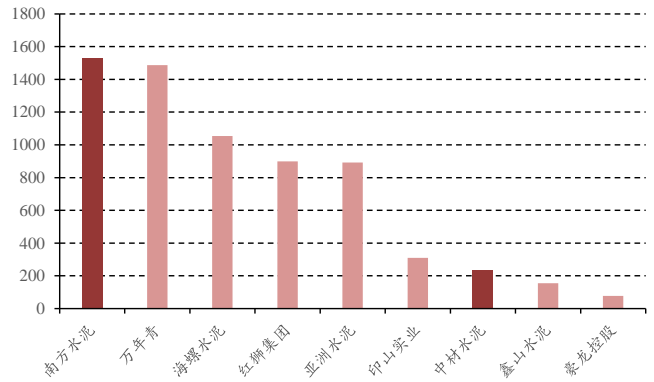
2) **统筹管理，采购与销售或发挥规模优势。**中国建材旗下水泥企业很多是十多年前收购整合进入中国建材的，在天山股份此次重组之前，大多仍然各自经营，并未发挥出采购与销售的整合优势。在此次重组后，在采购端天山股份的议价能力或有所增强，在水泥、混凝土生产的主要原料与动力的采购中获得一定价格优惠。在销售端也有望整合渠道，增强供应能力。

图表 12. 江苏省内中国建材熟料产能布局重合 (万吨)



资料来源：中国水泥网，中银证券
注：2021 年数据

图表 13. 江西省内中国建材熟料产能布局重合 (万吨)



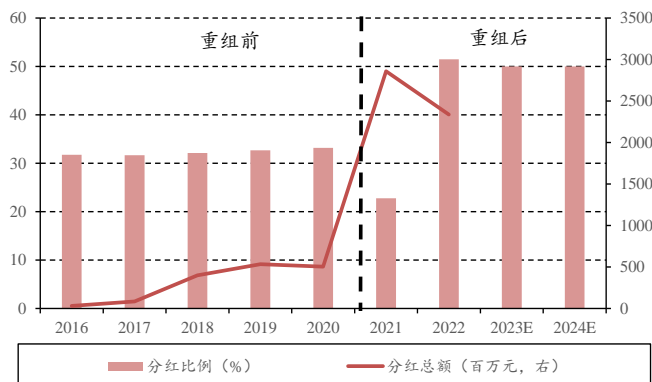
资料来源：中国水泥网，中银证券
注：2021 年数据

3) **业务拆分，专岗专事。**重组后，天山股份将水泥、骨料、商混分给不同板块的子公司负责，各公司专注主业，专岗专事有望提高管理效率。

做出分红承诺，分红率保持在 50% 以上

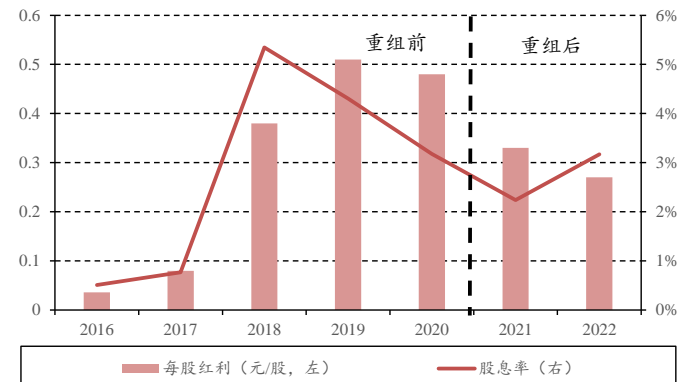
分红比例不低于 50%。根据 2022 年 10 月 29 日公司公告，2022-2024 年每年分配的现金股利不低于公司该年度实现的经审计合并报表中归属于母公司股东净利润的 50%。2022 年，公司共实现归母净利润 45.42 亿元，以 86.63 亿股为基数，每股派现金分红 2.70 元股，共派现 23.39 亿元，分红比例 51.50%，而 2021 年公司的分红比例在剔除重组过渡期标的公司原股东享有的部分后亦有 50% 以上，高于重组前老天山的分红比例。这体现了公司重组后与股东共享盈利的重视。

图表 14. 天山股份分红比例情况



资料来源：万得，中银证券
注：2023-2024 年按照公司承诺的 50% 分红率预计

图表 15. 天山股份股利与股息率情况



资料来源：万得，中银证券

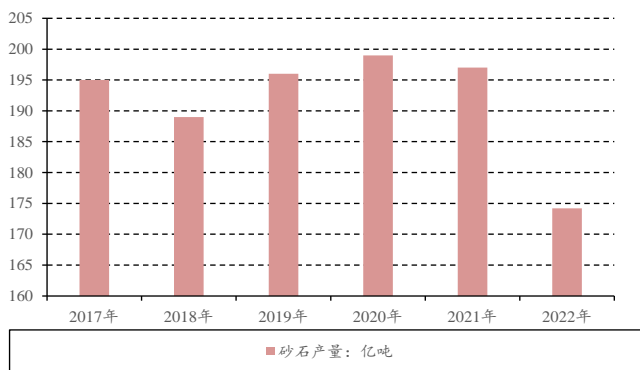
骨料业务：高增长与高毛利有望维持

我们分析认为，在资源属性强、区域错配的加持下，骨料业务高毛利率可以持续，而公司布局加速，规模增长亦可持续。

骨料资源属性强，高利润与高增长或均能维持

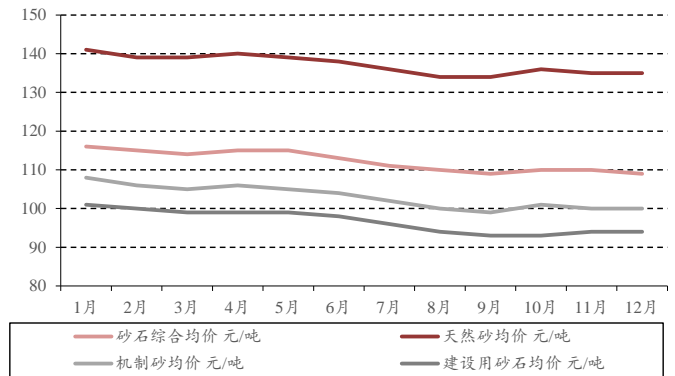
骨料行业万亿市场，空间广阔。根据砂石骨料行业协会数据，2022年全国砂石产量174.2亿吨，同比下降11.50%。而2022年全国机制砂均价103元/吨，以机制砂价格简单测算行业规模仍然在17,942.6亿元/年。行业空间仍然广阔。

图表 16. 2022 年全国砂石产量 174.2 亿吨



资料来源：中国砂石骨料行业协会，自然资源部，中银证券

图表 17. 2022 年机制砂全国均价 103 元/吨

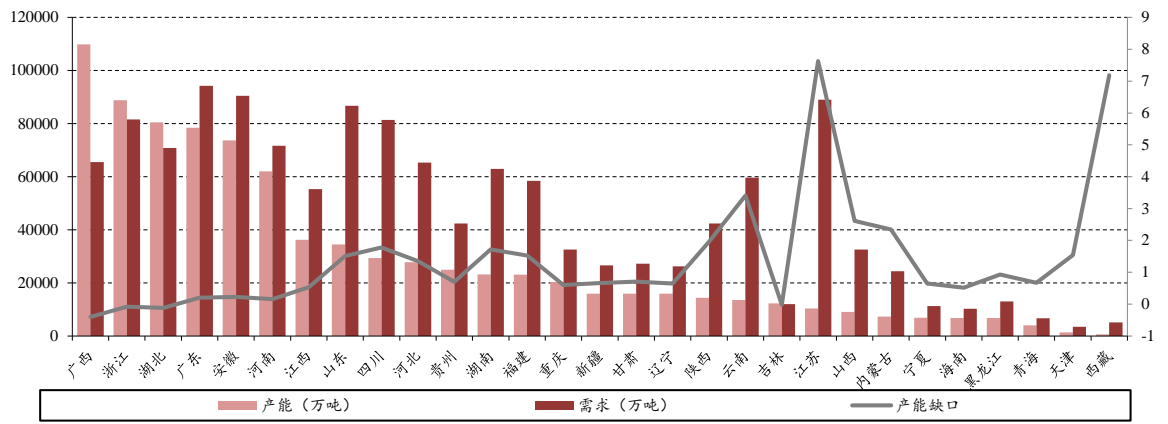


资料来源：中国砂石骨料行业协会，自然资源部，中银证券

骨料行业资源属性强。骨料业务门槛较高，主要体现在资源属性上。一方面，多地出台政策禁止开挖河道天然砂；同时国家大力促进机制砂矿山规模化集中化开采，中小机制砂矿山正逐渐规范化、加速退出。另一方面，骨料单吨价格低决定了可承受的运费较低，属于“短腿产品”；我国的矿山资源主要分布的省份与骨料需求的区域存在较强的错配。同时兼具储量、开采条件、运输距离优势的矿山资源十分稀缺。

骨料产能与需求显著错配。根据砂石骨料网及公司债券募集书，需求方面，2022年华东地区砂石需求量为55.0亿吨，占我国砂石总需求量的35%，华中地区为24.3亿吨，华南地区为20.4亿吨，三者合计达99.7亿吨，占我国砂石总需求量的六成以上；西北、西南、东北与华北四个区域的需求总量仅占我国总需求量的37%。而根据砂石骨料网，各区域间产能分布显著无法与需求匹配，江苏、山东、四川、河北、贵州、湖南、福建等省份的骨料产能不足最为严重。

图表 18. 各区域产能与需求较显著不匹配（产能缺口右轴）

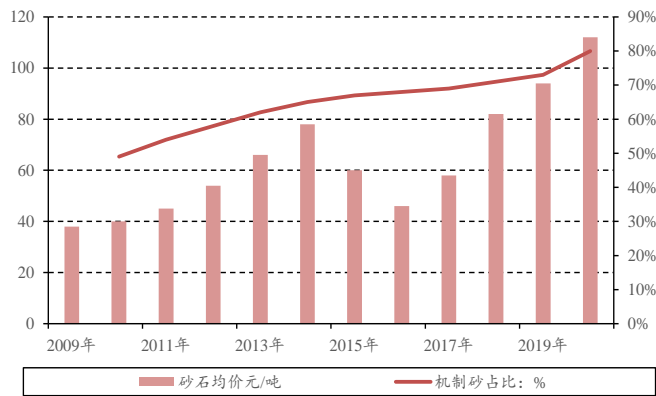


资料来源：公司债券募集书，砂石骨料网，中银证券

注1：需求按照2022年水泥产量*7对应；混凝土用一吨水泥对应6吨骨料，高铁、公路等用骨料按照水泥产量1:1粗算；
注2：产能缺口=需求/产能-1，小于0表示产能充足，大于0表示产能不足。

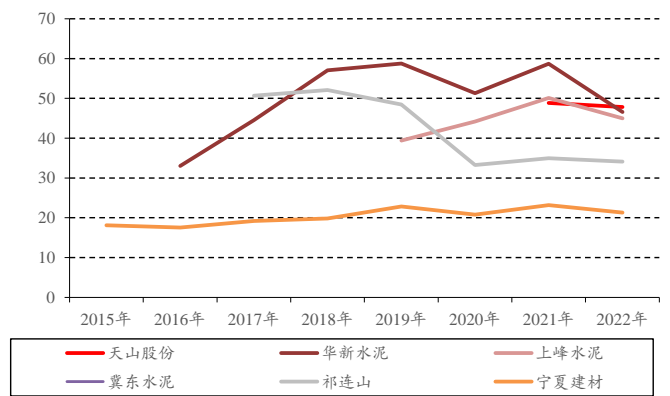
2016年后水泥企业骨料业务毛利率快速提高。2016年后，砂石骨料均价上升较多。一方面，天然砂逐步开采殆尽进入稀缺状态，导致机制砂的供不应求，从而抬高了机制砂的价格，根据砂石骨料行业协会发布的《砂石骨料工业“十四五”发展规划》，2020年我国机制砂占比已达到80%。另一方面，中小型矿山逐步被取缔、关停，但新的产能并未及时得到补充，全国砂石骨料均价自2016年底部的46元/吨逐步提高到2020年的112元/吨。在这一阶段，水泥企业由于大多拥有生产水泥所需的石灰石矿山，且早期拿矿成本较低，因而同时具备了砂石骨料矿山的资源禀赋，骨料业务毛利率得到较快提升。

图表 19. 2016年后全国砂石骨料均价上涨较多



资料来源：智研咨询，中国砂石协会，中银证券

图表 20. 2016年后华新水泥骨料均价有所提高（元/吨）



资料来源：各公司公告，中银证券

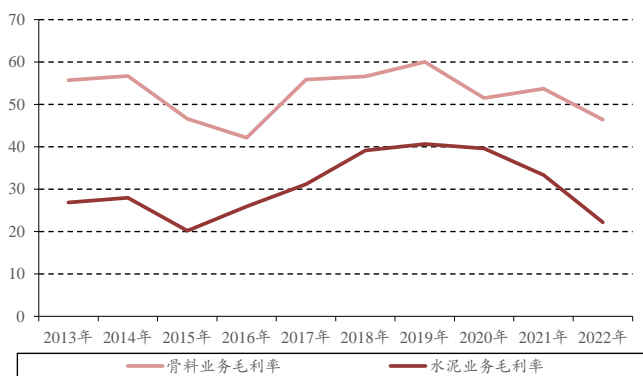
图表 21. 2016 年以来骨料行业主要政策一览

时间	单位/文件	内容
2016 年 5 月	国务院办公厅 《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	加快发展专用水泥、砂石骨料、混凝土掺合料、预拌混凝土、预拌砂浆、水泥制品和部件化制品。
2016 年 12 月	中国砂石协会 《砂石骨料行业“十三五”发展规划》	1. 到 2020 年，在资源优势地区建立本地配套的砂石骨料生产基地；再创建一批国家级绿色矿山单位；通过整合或联合重组，将年产 500 万吨及以上的机制砂石骨料企业生产集中度提高到 80% 以上。 2. 到 2020 年，基本形成砂石骨料生产质量管控体系，其中符合 GB14686《建筑用砂》I 类要求的产品占比不低于 80%。同时利用采矿废石碴、工业尾矿、建筑废弃物等加工生产再生砂石骨料，再生骨料比例占机制砂总产量的 20% 以上。
2019 年 11 月	工业和信息化部、国家发展改革委等十部门 《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》	1. 到 2025 年，形成较为完善合理的机制砂供应保障体系； 2. 年产 1,000 万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到 40% ； 3. 利用尾矿、废石、建筑垃圾等生产的机制砂石占比明显提高； 4. “公转铁、公转水”运输取得明显进展。 5. 万吨产品能耗（不含矿山开采和污水处理）以石灰石等软岩为原料的不高于 10 吨标煤；以花岗岩等中硬岩为原料的不高于 13 吨标煤；水耗达到相关要求； 6. 培育 100 家以上智能化、绿色化、质量高、管理好的企业。
2020 年 3 月	国家发展改革委、自然资源部等 15 部门和单位 《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》	1. 大力发展和推广应用机制砂石； 2. 优化机制砂石开发布局； 3. 加快形成机制砂石优质产能； 4. 降低运输成本； 5. 加强非法采砂综合治理 ； 6. 合理开发利用河道砂石资源等
2022 年 8 月	中国砂石协会 《砂石骨料行业“十四五”发展规划》	1. 到 2023 年，高品质机制砂比例大幅提升。年产 1000 万吨以上的大型机制砂企业产能比例提高到 30% 以上。 2. 万吨产品能耗，石灰石原料不高于 10 吨标煤；花岗岩原料不高于 13 吨标煤。 3. 推动融合重组，推进绿色低碳发展；
2023 年 2 月	广州市水务局 《关于划定 2023 年度省主要河道（广州辖区内）和广州市管采砂河道河砂禁采区的公告》	1. 共划定省主要河道（广州辖区内）河道采砂禁采区二条（段），市管河道采砂禁采区十二条（段）
2023 年 5 月	水利部、公安部、交通运输部三部门 《长江河道采砂管理合作机制 2023 年度工作要点》	1. 要继续加强加强刑衔接和信息共享，严打非法采砂； 2. 加强对码头、过驳浮吊等的监管，推动有条件的地区有序退出水上过驳浮吊； 3. 强调严禁以疏浚名义实非法采砂之事

资料来源：各部位、单位官网，中银证券

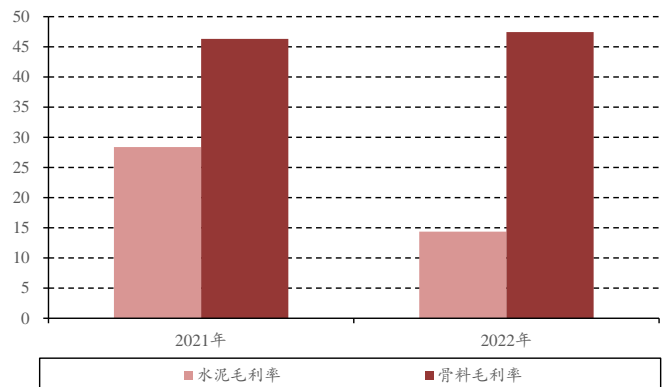
骨料业务毛利率高，是公司重点发展方向。无论对于行业内其他水泥企业还是对于公司自身来说，骨料业务毛利率显著高于水泥与熟料业务，因此骨料业务是新天山未来重点发展方向之一，也是重组后公司立足的三大翘尾因素中的重要一环。

图表 22. 水泥企业骨料毛利率显著高于水泥业务 (%)



资料来源：天山股份、海螺水泥等九家水泥企业公司公告，中银证券

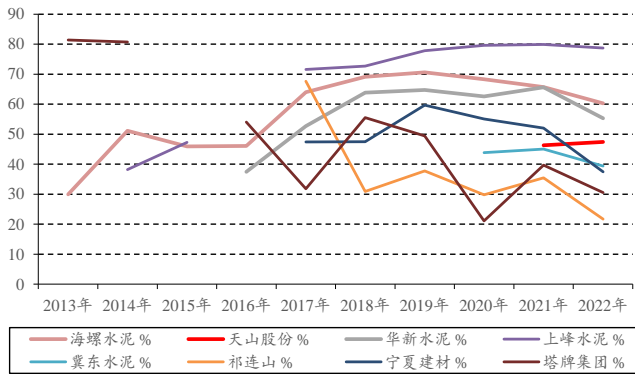
图表 23. 天山股份水泥骨料业务毛利率高于水泥业务 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

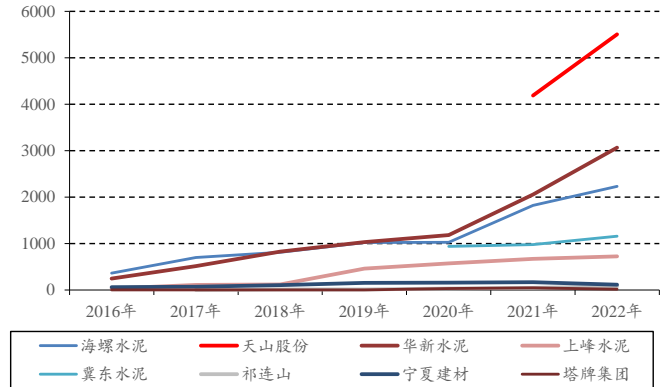
骨料业务现状：规模行业第一，毛利率居中，单位价格已领先。我们统计了披露了骨料业务毛利率的8家水泥企业骨料业务的规模、毛利率、价格、成本等主要指标。其中，天山股份2022年骨料业务毛利率47.4%，处于8家公司第四名，但天山股份是行业唯一实现2022年毛利率同比上升的企业。天山股份的骨料业务收入规模、销量、产能规模均遥遥领先同行业，且2022年较2021年仍保持上升趋势。2022年，公司平均销售价格47.8元/吨，同比小幅下降1.1元/吨，但由于同行下降幅度更大，天山股份的骨料销售均价升至行业第一。

图表 24. 天山股份骨料业务毛利率处于中位数附近



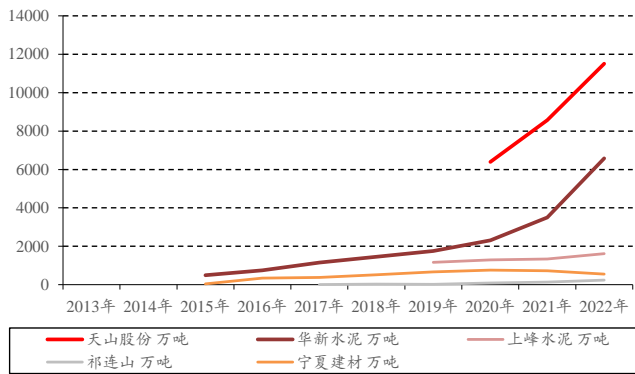
资料来源：各公司公告，中银证券

图表 25. 天山股份骨料收入行业第一（百万元）



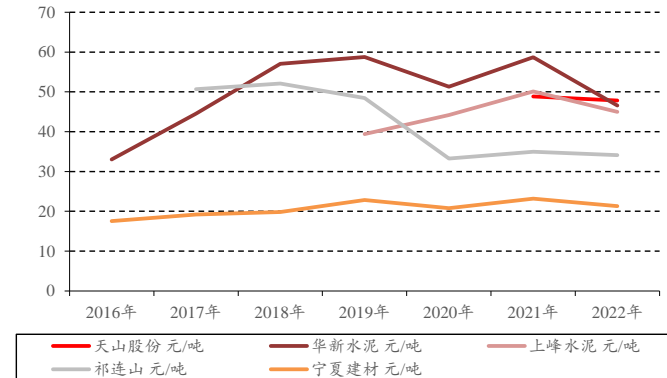
资料来源：各公司公告，中银证券

图表 26. 天山股份骨料销量第一，且增速较快



资料来源：各公司公告，中银证券

图表 27. 天山股份骨料单价处于行业领先水平



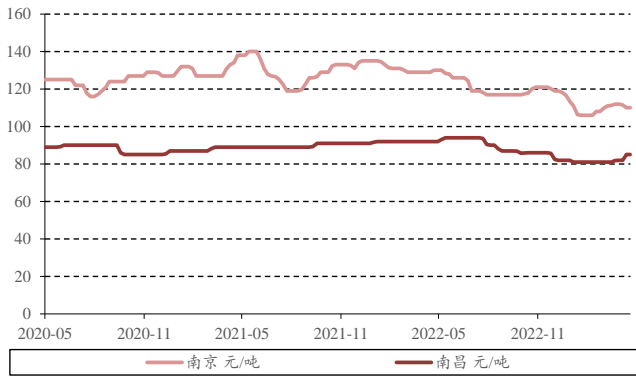
资料来源：各公司公告，中银证券

骨料业务展望：利润率有望维持，规模或持续增长。

部分观点认为骨料业务高利润率难以持续，但我们分析认为骨料业务毛利率或有望维持。考虑水泥与混凝土需求下滑、以及产能增量陆续补充到位、新的拿矿成本较高，部分观点预期骨料行业的毛利率难以维持在当前的相对高位。但我们分析认为，可以从三个角度支撑骨料业务毛利率维持当前高位。

一、资源属性仍然强。前文分析，骨料的资源壁垒较强，且骨料的需求与供给仍然存在天然的错配，较高的运费成本导致骨料的运输距离很短，不同区域之间骨料价格差异较大，供需不平衡的矛盾仍然较强。且根据2022年新增矿权来看，仍然以新疆、贵州、云南、黑龙江等省份新增矿权较多，原本供应不足的江苏、福建等省份新增矿权规模并不多。

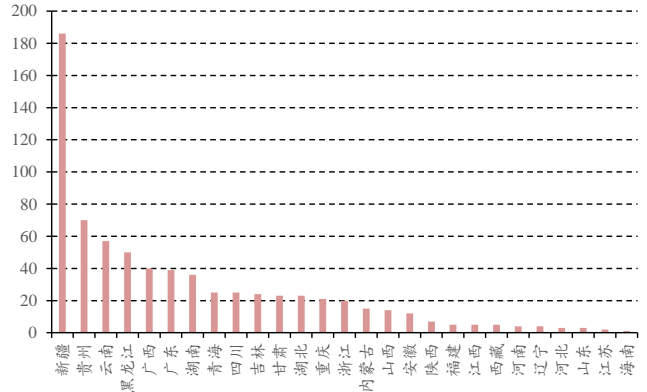
图表 28. 不同区域机制砂价格差异较大



资料来源: Mysteel, 中银证券

注: 上图为南京与南昌的机制砂均价走势

图表 29. 2022 年新增矿权分布与需求仍存在偏差 (万吨)



资料来源: 公司公告, 中银证券

注: 上图为 2022 年新增矿权

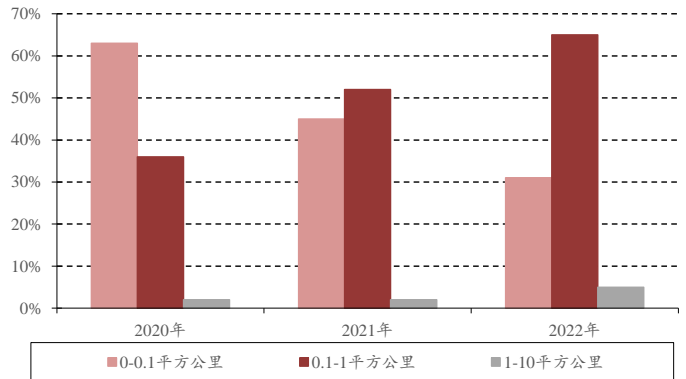
二、矿山规模集中, 中小矿山退出。前文提到, 政策对尾矿处理、单位煤耗、产能规模和集中的要求在逐渐提高。当前我国的砂石骨料矿山仍然以小矿山为主, 政策要求及行业标准提高后, 无法达到要求的中小规模矿山将面临新的改造开支, 或者面临退出, 这将收缩供给, 一定程度上对冲新增矿山的产能。

图表 30. 2022 年新增矿权的单矿规模扩大



资料来源: 中国砂石骨料行业协会, 中银证券

图表 31. 2022 年新增矿权矿区面积增加 (万吨)



资料来源: 中国砂石骨料行业协会, 中银证券

三、新增矿权门槛提高, 新矿出让节奏或放缓。政策层面, 多个省份提高了矿山标准, 限制了未来矿山总数, 加强了废石利用、绿色发展的要求。矿山标准的提高, 矿山规模的要求和数量的限制实质上抑制了骨料供给的补充速度, 新增矿权出让规模或没有那么快, 行业供需紧平衡的状态或将得到持续。

图表 32. 部分省份关于砂石矿山的规划

时间	省份/文件	内容
2023 年 2 月	四川省 《四川省矿产资源总体规划 (2021—2025 年)》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 四川省矿山数量预计减少至 3200 座，砂石类矿山严格控制在800 座以内，全省大中型矿山比例达到 25%。 2. 四川全省建筑用砂石矿山总数控制在 800 个，年开采总产能控制在 5.5 亿吨左右。 3. 原则上砂石资源基地内新设开采规划区块开采规模不低于 500 万吨/年，服务年限不低于 10 年；
2023 年 2 月	浙江金华 《金华市矿产资源总体规划 (2021—2025 年)》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 到 2025 年，固体矿产采矿权数不超过 69 个，建筑用石料采矿权数不超过 43 个； 2. 大中型矿山比例 70% 以上，建筑用石料矿山大中型比例 80% 以上；全面提高资源利用率，“三率”水平达标率 95% 以上； 3. 推进无尾、无废矿山建设，尾矿、废石综合利用率 90% 以上；矿业绿色发展水平全面提升。
2023 年 2 月	河北省 《关于进一步加强矿产资源管理 工作的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 把绿色发展理念贯穿于矿产资源开发利用与保护全过程，最大限度减少矿产资源开发对生态环境的影响，实现矿产开发与生态保护和谐统一。 2. 推动矿产资源规范开采、集约开采、科学开采、环保开采。
2022 年 12 月	重庆市 《关于印发重庆市材料工业高质量 发展“十四五”规划的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 推动绿色低碳转型，坚决遏制“两高一低”项目盲目发展，全面执行国家产业准入和化解严重过剩产能相关要求；
2022 年 11 月	广西南宁 《南宁市矿产资源总体规划 (2021—2025 年)》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 到 2025 年，全市矿石年开采量预期达 1.5 亿吨，建筑砂石开采量预期达 1.1 亿吨； 2. 建筑用砂石采矿权不超过 97 个，砂石矿山大中型比例不低于 80%； 3. 严格控制开发强度，到 2025 年全市采矿权总数控制在 198 座以内，大中型矿山比例达 70% 以上，应建矿山绿色矿山建成率达 100%，矿山“三率”水平达标率达到 100%。
2022 年 8 月	江西省 《江西省矿山生态修复与利用 条例》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 采矿权申请人或者采矿权人应当编制矿山地质环境保护、恢复治理与土地复垦方案和水土保持方案、环境影响评价文件等报有关主管部门审批； 2. 县级以上人民政府应当将绿色矿山建设要求纳入采矿权出让公告，并在采矿权出让合同中明确绿色矿山建设相关要求和未建成绿色矿山的违约责任。
2022 年 6 月	河南省 《河南省自然资源厅 河南省生态环境厅 河南省应急管理厅关于加 强露天矿山管理工作的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 全省新设普通建筑石料类矿山储量规模必须达到 1000 万立方米以上，年开采规模必须达到 100 万吨以上；新设建筑（饰面）石材类矿山储量规模必须达到 200 万立方米以上，年开采规模必须达到 10 万立方米以上；其他露天矿山准入严格按照矿产资源规划执行。 2. 对新、改、扩建露天矿山项目，须符合“三线一单”、相关规划及规划环评要求，符合环评审批原则。

资料来源：各部位、单位官网，中银证券

四、公司层面：资金优势显著，专业能力较强，背靠中国建材，央企资质优秀。骨料行业的资源属性决定了资金、专业能力与企业资质是最核心的三大优势。根据中国砂石骨料行业协会资料，近年砂石骨料矿山转让价格通常在亿元以上，这比较考验企业的资金能力，而天山股份作为中国建材旗下的水泥平台，集团资金相对雄厚。在中国建材的背书下，天山股份通过资本市场进行融资的能力也相对较强。中国建材集团具备工程设计与工程总承包资质，旗下中国新型建材设计研究院等单位也能够矿山的开发、治理、资质管理等多个方面提供技术支持。同时，天山股份的水泥产业链布局经验也将为骨料业务提供宝贵的技术、环保、管理运营能力。

图表 33. 今年骨料矿山出让价格普遍在亿元以上

成交时间	矿名	受让方	可采储量 (万吨)	成交价格 (亿元)	生产规模 (万吨/年)	出让年限	开采矿种
2023.03	湖南省临澧县樟树垭矿区制灰用灰岩矿	洋石新材	2,960.90	1.54	220	16	石灰岩、白云岩
2023.03	湖南省华容县柞树矿区建筑用花岗岩矿	惠华矿业	3,540.80	1.54	200	18	花岗岩
2023.03	湖南省岳阳县飞云矿区建筑用花岗岩矿	辉扬矿业	4,830.99	2.13	300	16.5	花岗岩
2023.03	湖南省湘阴县大中矿区建筑用花岗岩矿	洋石新材	5,361.40	2.36	300	18	花岗岩
2023.03	湖南省汨罗市方家坪矿区建筑用花岗岩矿	湘汨资源开发	4,132.90	4.31	400	10.5	花岗岩
2023.02	浙江省宁波市奉化区莼湖街道舍辋净斗山小微产业园矿地综合利用项目建筑用石料（凝灰岩）矿采矿权	锦贝建设投资	1,743.77	2.82	350	5	凝灰岩
2023.02	广西省来宾市兴宾区陶邓镇莫弄村弄尧山矿区熔剂用石灰岩矿	峰源矿业	448.87	3.95	3.95	900	(建筑用)石灰岩
2023.02	云南宁洱县德化镇干田大山建筑石料用灰岩矿	拓丰建材	8,623.33	1.24	1.24	700	石灰岩
2023.02	吉林省长春市双阳区太平镇小北沟建筑石料用灰岩矿采矿权	石缘矿业	14,267.50	1.24	1.71	350 万方	石灰岩
2023.02	湖南省临湘市牛崖山矿区建筑用花岗岩矿	振湘矿业	820.17	1.71	1.97	200	花岗岩

资料来源：中国砂石骨料行业协会，中银证券

注：部分矿山储量采用1立方=3吨估算

图表 34. 中国建材股份旗下的中材国际提供矿山系统集成服务



资料来源：中材国际年报，中银证券

五、水泥行业龙头，发展骨料业务有产业链优势。水泥本身与骨料有较高的协同性，水泥矿山与骨料矿山重叠性较高，水泥与骨料终端都是混凝土，又都是“短腿”产品。水泥与骨料在区位布局、运输链、需求终端等较高的同步性，决定了水泥企业发展骨料有天生的优势。公司是水泥行业产能规模第一，在水泥产业链积累的经验有望帮助公司扩大并保持在骨料领域的优势。

我们认为公司的骨料业务仍然具备较高成长性。根据公司发布的可转债募集书（20220520），公司计划募集资金 100 亿元，建设 8 个砂石骨料项目和 3 个水泥绿色改造升级项目。其中，骨料项目公司计划投入资金 115.73 亿元，计划使用募集资金 64.90 亿元。共建设廊道运输产能 6000 万吨/年（自用 4000 万吨），砂石骨料产能 10350 万吨/年，溶剂灰岩深加工项目 80 万吨/年，干混砂浆产能 70 万吨/年，商品混凝土产能 60 万方。

图表 35. 公司可转债募投项目加大骨料产能投入 (万元)

骨料项目-项目名称	项目总投资	拟投入募集资金额	实施主体
池州中建材新材料有限公司贵池区公共矿产品运输廊道建设项目	278,000.00	253,470.44	池州中建材
枞阳南方材料有限公司安徽省枞阳县黄公山建筑石料用凝灰岩矿 2,000万吨/年采矿及矿石加工建设项目	207,761.74	73,691.39	枞阳南方
东平中联水泥有限公司年产 1,500 万吨无机非金属新材料建设项目	52,345.70	37,086.95	东平中联
三门峡腾跃同力水泥有限公司年产 1,000 万吨骨料加工项目	53,435.76	46,275.55	腾跃同力
泌阳中联新材料有限公司年产 2,000 万吨建筑骨料生产项目	150,000.00	133,650.99	泌阳中联
中建材新材料有限公司 3,000 万吨/年砂石骨料项目	312,328.52	52,506.44	中建材新材料
中建材新材料有限公司熔剂灰岩深加工项目	38,308.52	29,765.58	中建材新材料
黄河同力绿色新材料产业园建设项目	65,101.69	22,600.47	宜阳中联

资料来源：公司公告，中银证券

公司募投项目净利润回报大，投资回收期短，预期带来中长期成长性。根据天山股份的债券募集报告，我们整理了公司公告的骨料项目的预计经济效益。8 个项目合计投资额 115.73 亿元，完全投产后预计年收入 74.64 亿元，预计净利润 23.58 亿元，预计回收期 4.9 年。骨料项目经济效益好，投资回收期短，预计是公司未来五年主要利润增量来源。

图表 36. 公司可转债募投项目回收期短 (万元)

骨料项目-项目名称	项目总投资	预计年收入	预计年净利润	预计回收期/年	投产时间
池州中建材新材料有限公司贵池区公共矿产品运输廊道建设	278,000.00	99,083	44,645	6.2	2025 年
枞阳南方材料有限公司安徽省枞阳县黄公山建筑石料用凝灰岩 矿 2,000 万吨/年采矿及矿石加工建设	207,761.74	170,000	40,078	5.2	2024 年
东平中联水泥有限公司年产 1,500 万吨无机非金属新材料建设	52,345.70	74,622	16,501	3.2	2024 年
三门峡腾跃同力水泥有限公司年产 1,000 万吨骨料加工	53,435.76	37,046	10,756	5.0	2024 年
泌阳中联新材料有限公司年产 2,000 万吨建筑骨料生产	150,000.00	107,505	36,948	4.1	2024 年
中建材新材料有限公司 3,000 万吨/年砂石骨料	312,328.52	140,708	57,819	5.4	2024 年
中建材新材料有限公司熔剂灰岩深加工	38,308.52	35,398	6,995	5.5	2024 年
黄河同力绿色新材料产业园建设	65,101.69	82,031	22,069	2.9	2023 年
合计	1,157,281.93	746,393	235,811	4.9	-

资料来源：公司公告，中银证券

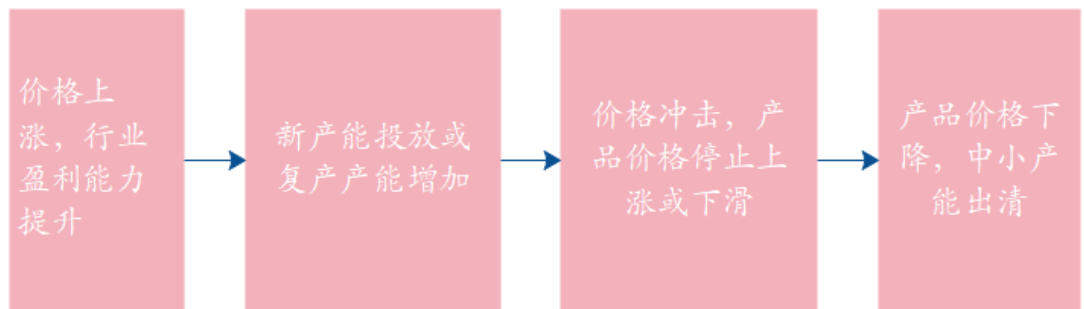
2025 年骨料产能目标 5.45 亿吨，产能规模或仍有升级空间。根据公司监事张剑星在 2022 年 9 月召开的 2022 东海论坛上的发言，在“十四五”期间，天山股份要在现有基础上投资 200-300 亿元，到 2025 年，产能目标为 5.45 亿吨。2022 年公司骨料产能 2.3 亿吨，可转债募投项目 1.04 亿吨，除此之外，公司在“十四五”期间或仍有 2 亿吨骨料产能投产规划，骨料产能增速较快。

水泥业务：深度低估，龙头引领市场再平衡

短周期供需格局：短期失衡，再平衡在途

供给角度回顾水泥周期。水泥作为同质大宗品，盈利能力可拆解为量/价/本三因素。对于一般的周期品来说，量通常由下游需求主导，价格的波动则主要由供需双方的平衡决定，成本主要体现上游价格的波动。正常的周期品演绎通常是需求上行带动价格上涨，盈利能力提升；行业供给增多，超额利润摊薄，盈利能力下降；需求周期结束，需求下行，行业盈利见底，产品价格下降，产能出清。但由于产线投资带来的资金沉默成本，产能出清并不会随需求下降而立刻实现，而是需要等到价格跌破短期可变成本与产线单次关停成本时，产能才会逐步出清。

图表 37. 一般大宗品的供需周期演绎



资料来源：中银证券

注：稳中价格泛指“周期品”

供给端产能产量均受限，供给端拥有一定定价权。供给侧改革以来，水泥行业的产能置换要求和错峰生产大大抑制了产能过剩的影响，维持了行业利润水平，也赋予了水泥行业其他周期品大多不具备的供给端产能的灵活控制和定价权。水泥行业因此并非价格的被动接受者，行业协同做好的时候，可以维持利润水平相对高位。

产能置换决定产能无净新增。在 21 世纪前十年，我国城镇化率快速提高，房地产与基建快速发展使水泥需求旺盛，水泥产能快速增长。自 2016 年供给侧改革以来，新建水泥熟料产线必须以错峰生产的方式保证水泥产能无净新增；2021 年新版错峰生产要求出台后，水泥产能新增必须以减量置换实施。

图表 38. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较

	2021《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	2018《水泥玻璃行业产能置换实施办法》
继续严控新建产能	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料。确有必要新建的，必须制定产能置换方案	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料。确有必要新建的，必须制定产能置换方案
置换标准：由 1.5:1 与 1.25:1 上调至 2:1 与 1.5:1	大气污染防治重点区、跨省置换，置换比例不低于 2:1；其他不低于 1.5:1。	环境敏感区置换比例为 1.5:1；其他为 1.25:1；西藏执行等量置换。
政策鼓励：白色硅酸盐水泥熟料指标减半；鼓励固废综合利用	1. 新建白色硅酸盐水泥熟料产能指标可减半，但不能再置换。 2. 石膏生产水泥且替代石灰石原料 70% 以上的，可在省内产能总量不增加条件下，统筹调节全省产能指标，实施等量置换。	
禁止僵尸产能等置换	1. 已超过国家明令淘汰期限的落后产能 2. 已享受产能退出补贴的生产线 3. 无水泥产品生产许可证/排污证或过期 4. 违反错峰生产规定被约谈后拒不改正 5. 2013 年以来，连续停产两年及以上	1. 已超过国家明令淘汰期限的落后产能 2. 已享受产能退出补贴的生产线 3. 无水泥产品生产许可证/排污证或过期 4. 已经置换过的产能 5. 用于建设项目置换的产能，应当为 2018 年元旦后在省工信厅网上公告关停退出的产能。

资料来源：工信部，中银证券

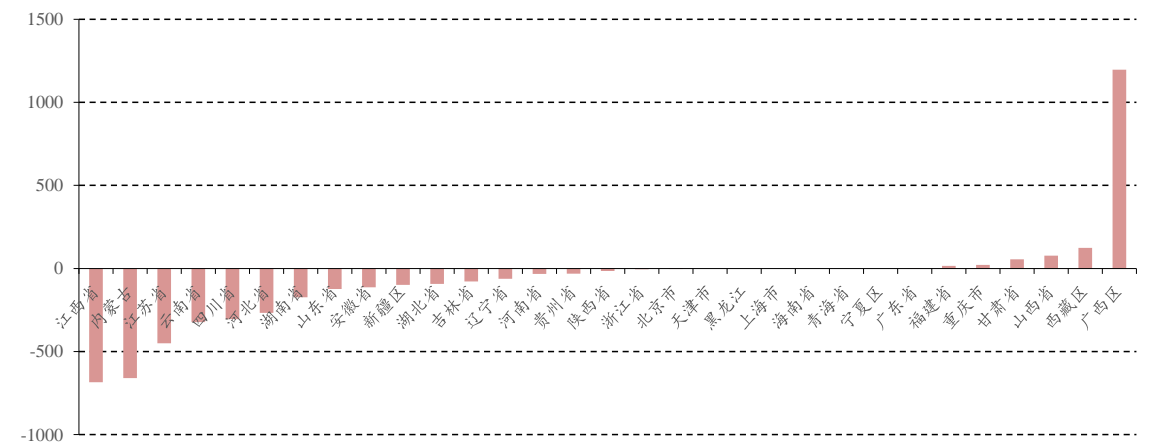
错峰生产约束产量。最早在 2014 年 3 月两会时，错峰生产已进入政策讨论范围。2015 年 8 月，水泥行业协会出台《关于 2015 年北方 15 省市自治区水泥企业冬季错峰停窑总体方案》以及同年 11 月工信部、环保部出台的《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，共同标志着我国错峰生产的开始，随后两年的改革中，错峰生产逐渐从北方向南方，从冬季向夏季扩散，目前已成为我国水泥行业熟料产线最强的约束机制。这一机制使得水泥行业可以协同主动限制供给，从而弱化产能过剩的影响，维持行业利润平衡。

2022 年水泥需求大幅下降，维护份额驱动龙头价格战，行业格局短期遭到破坏。

供给格局亦受挑战。错峰生产与产能置换实际上非常考验行业协同的执行力。对于错峰生产来说，不执行限产缩量的企业可以享受到协同带来的更多利好。违背协同者获利更多，限产的企业反而在竞争中受损，这实际上会使得想要限产的企业也无法单独维持协同，不得不被动相应生产，因此限产缩量考验竞争力。

跨省产能指标置换仍会改变局部产能格局。水泥企业在效益较好时当然倾向于主动增加产能，赢得份额优势。即使在产能置换要求下，水泥企业亦会选择退出效益较差地区的产线，而在效益好的地区新建产线，区域格局亦会出现恶化情况。

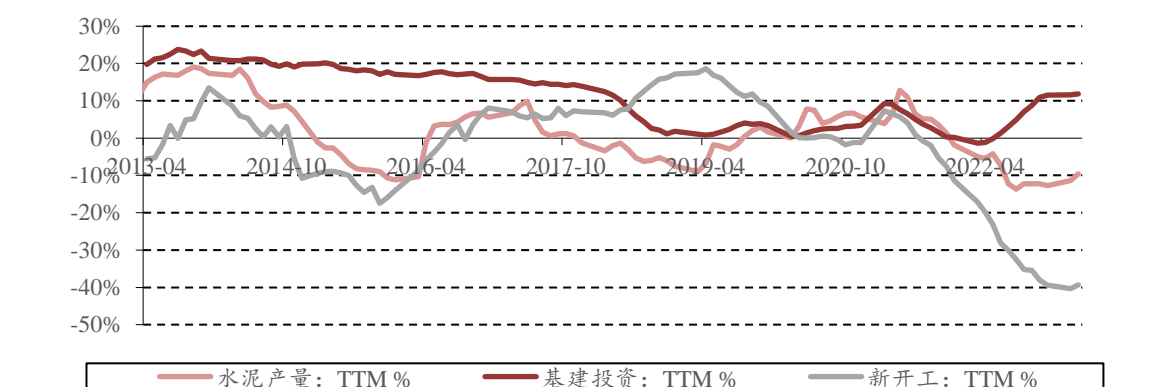
图表 39. 个别省份 2022 年产能仍有净新增（万吨）



资料来源：中国水泥网，中银证券

需求大幅下滑阶段，份额需要破坏协同格局。一般认为水泥需求通常由地产/基建/农村建设三部分组成，三部分占比接近，而农村建设需求通常认为相对平稳，地产与基建需求决定水泥需求的波动，对应的指标则通常是地产新开工/投资增速与基建投资增速。2022 年全年地产新开工面积累计同比下降 39.40%；制造业固定资产投资完成额累计同比增长 9.10%。财政前置的基础上，基建投资增速向上，但个位数的固定资产投资增速难以完全平滑新开工面积接近 40% 的降幅。**2022 年全年水泥产量 21.2 亿吨，同比下降 10.8%。**

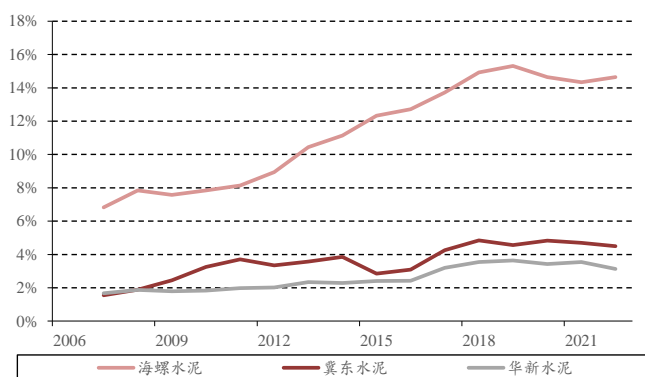
图表 40. 2022 年基建地产投资分化，水泥产量下降



资料来源：万得，中银证券

需求下滑，龙头企业保份额是行业格局失衡的直接原因。2022年地产需求下行，行业竞争激烈，龙头企业维护份额的意愿增强，行业格局短暂恶化。行业龙头往往要承担组织行业带头错峰、维护行业秩序的责任，因此行业龙头的错峰生产执行往往比中小企业更到位，份额也因之有所下滑。过去三年间，反而形成了中小企业蚕食行业龙头份额的情况。2020-2023年海螺水泥、华新水泥、冀东水泥销量增速均不同程度跑输各自主营区域。因之，在2022年行业需求大幅下行的情况下，龙头企业主动维护份额的意愿很强，行业竞争因之加剧，行业格局失衡。

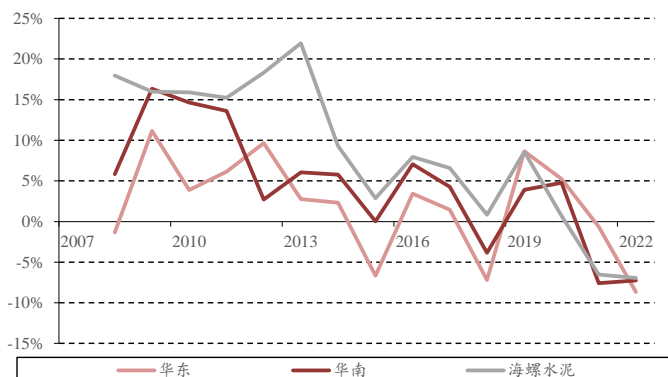
图表 41. 行业龙头近年有份额下降趋势



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

注：份额=公司年报披露销量/统计局披露全年产量*100%

图表 42. 近三年海螺水泥销量增速跑输华东/华南地区



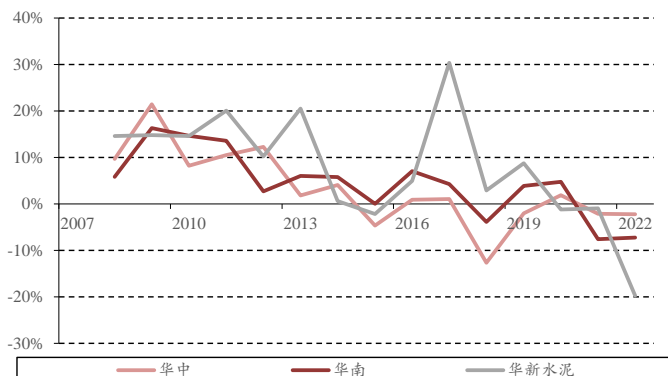
资料来源：海螺水泥公司公告，万得，中银证券

图表 43. 近年冀东水泥销量跑输华北/东北地区



资料来源：冀东水泥公司公告，万得，中银证券

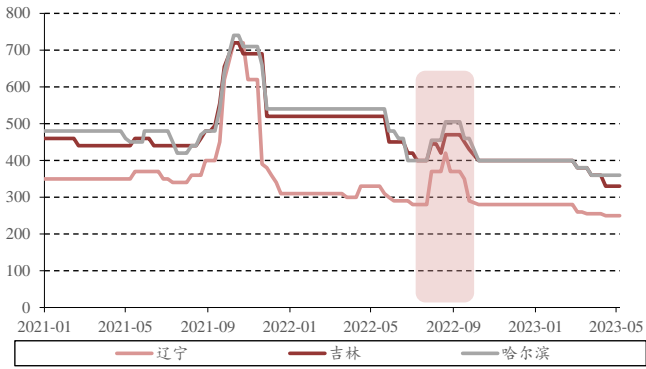
图表 44. 近年华新水泥销量跑输华中/西南地区



资料来源：华新水泥公司公告，万得，中银证券

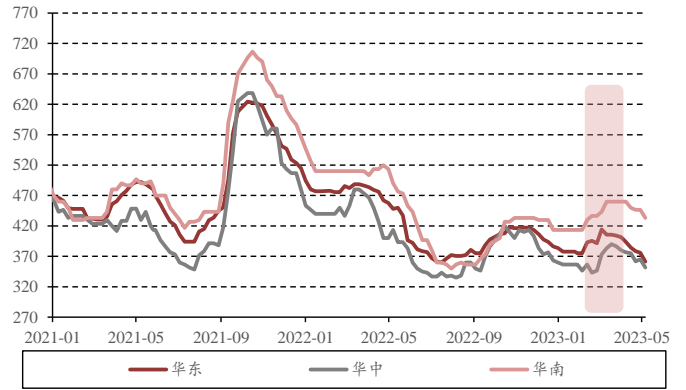
我们认为维护份额只是当前阶段的暂时情况。龙头企业为维护市场份额而打价格战的行为可以理解，但我们认为这不破坏行业的中长期供给侧协同格局。一方面，2022-2023年有许多区域在错峰生产执行到位时，水泥价格依然能够上涨，利润率能够得到提升，并且这并不依赖于需求的恢复，今年夏季仍然可以期待增加错峰停产天数。另一方面，错峰生产的监督管理正由行业协会执行转移到工信厅执行，错峰生产的刚性有望加强。

图表 45. 去年 8 月东北错峰，水泥价格上涨（元/吨）



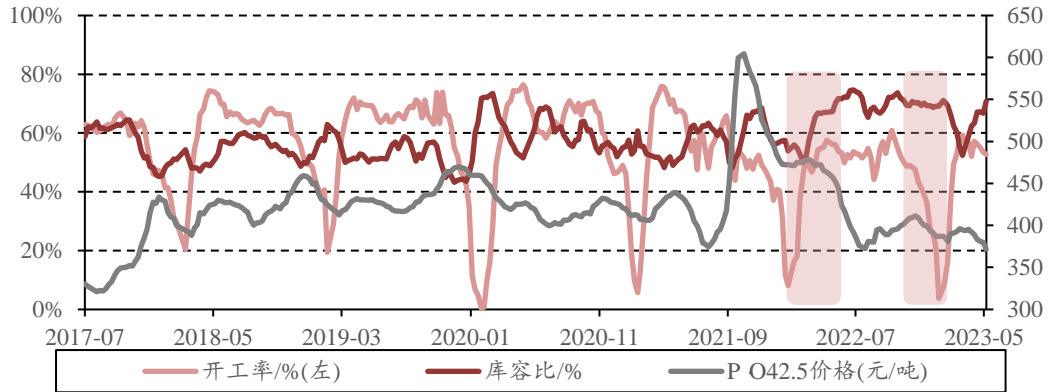
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 46. 2023 年 Q1 错峰，中南水泥价格上涨（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 47. 开工率领先库容比一个月左右，价格与库容比反方向变化仍然成立



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：价格右轴

图表 48. 2023 年错峰生产天数仍有增加空间 (天)

	2023 年		2022 年	
	冬季	夏季	冬季	夏季
陕西	130		100	30
新疆	180	30	90-175	
宁夏	130		100	20
青海	150	30	120	
甘肃	100		100	10
黑龙江	152		150	30
吉林	150		150	30
辽宁	135		120	30
河北	120	10	120	30
山西	77-120	10	120	14
内蒙古	150	30	120	10
江苏		70		70
江西		100		70
浙江		65	65	20
山东	120	30	120	10
安徽		90		90
福建		70		80
河南	120	20	120	20
湖北		60		80
湖南		75-80		75
广西		130		120
广东		80		60
贵州		150		200
四川		130		145
重庆		130		130
云南		100-150		105-150
西藏		210		180

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 49. 部分省份错峰生产计划有工信厅要求，执行力较强

省份	部门	文件名	内容
湖北	省经信厅、生态环境厅	《关于做好 2023 年水泥行业常态化错峰生产工作的通知》	要求绩效分级达到 A 级的水泥生产企业全年错峰生产天数不得少于 30 天；绩效分级达到 B 级，或有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的水泥熟料生产线可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷，参照 2023 年错峰生产天数不得少于 42 天执行；其他水泥生产企业不少于 45-60 天
云南	省工信厅、生态环境厅	《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》	《通知》要求，全省所有水泥熟料生产线，在春节、酷暑伏天、雨季、重大活动期间都应全面谋划有序开展错峰生产。昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 100 天；怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 130 天；其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 150 天
福建	省工信厅	《关于做好水泥行业常态化错峰生产工作的通知》(征求意见稿)	每条生产线全年错峰生产时间不少于 65 天。有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。对已完成超低排放改造和被评为国家或省级“能效领跑者”的生产线，可结合企业生产需要，适当减少错峰生产时间。
山东	省工信厅	《关于组织做好 2022-2023 年采暖季水泥常态化错峰省的通知》。	错峰时间：2022 年 11 月 15 日 0:00—2023 年 3 月 15 日 24:00 实施范围：全省水泥熟料企业的所有熟料生产线(含特种水泥熟料生产线)。承担居民供暖任务的生产线、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线，可通过“错峰置换”方式，合理调整错峰时间，在非采暖季补足错峰时间。
河南	省工信厅、生态环境厅	《关于实施 2022-2023 年度全省水泥行业错峰生产工作的通知》	省内所有水泥熟料生产线（不含水泥粉磨工序和粉磨站）在 2022 年 11 月 15 日至 2023 年 3 月 15 日采暖期间，实施错峰停产。
湖南	省工信厅、生态环境厅	《湖南省工业和信息化厅、湖南省生态环境厅关于做好 2022-2023 年大气污染防治特护期水泥行业错峰生产工作的通知》	2022-2023 年大气污染防治特护期间，长株潭及传输通道城市（岳阳市、常德市、益阳市）水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 80 天，其他州市为 75 天。
宁夏	工信厅、生态环境厅	《关于 2022-2023 年冬春季部分重点工业行业开展错峰生产的通知》	2022 年 11 月 1 日-2023 年 3 月 10 日全区所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 130 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足。
甘肃	省工信厅、生态环境厅	《关于印发 2022-2023 年度水泥熟料生产企业错峰生产计划的通知》	各水泥熟料企业要严格执行 100 天(2022 年 12 月 1 日-2023 年 3 月 10 日)错峰生产计划，不得随意改变错峰生产计划。协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的生产线应根据处置量确定错峰生产计划；利用电石渣生产水泥熟料、非采暖地区企业应在非错峰生产期间补足 100 天错峰停产时间；受疫情影响生产企业可在采暖季内(2022 年 11 月 1 日-2023 年 3 月 31 日)执行 100 天错峰生产计划，下个错峰季恢复常态化错峰生产。
新疆	自治区工信厅、生态环境厅；兵团工信局、兵团生态环境局	《关于下达 2022 至 2023 年水泥错峰生产计划的通知》	自治区(含兵团)所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产。其中，电石渣水泥熟料生产企业通过“错峰置换”参与错峰生产，协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的企业、使用生物质燃料替代化石燃料的企业可根据“利废量”申请适当延长开窑时间。

资料来源：中国水泥网，各省份工信厅，中银证券

刚性错峰助企业走出“囚徒困境”。水泥行业货值低运费贵，且无期货、亦无渠道商扰乱价格，所以水泥具有较强的区域性。对于供需、库存等指标的分析应当限定在一定的区域内。水泥行业随着供给侧改革推进，各区域集中度都有所提升，寡头竞争模型初现。经过分析，我们认为在区域市场参与者较多的情况下，理论上应该是成本加成法定价，企业没有超额收益。随着区域集中度提升，寡头存在区域协同的可能，2015 年以来供给侧改革带给水泥行业最大的利好就是区域内集中度提升，寡头区域协同基础增加，伴随着 2017-2019 年地产新开工需求持续高增，水泥行业需求刚性供给弹性，区域龙头将协同发挥到极致。而 2022 年，下游需求下滑较多，企业协同收益矩阵发生变化，协同基础减小，区域龙头陷入“囚徒困境”，价格出现超预期下行。而随着错峰生产的刚性逐渐增强，行业或将走出“囚徒困境”，协同加强，使行业向平衡状况靠拢。

图表 50. 下游需求改变了寡头的收益矩阵，协同基础也出现变化

	A 的行为		合作		不合作	
	B 的行为		A 收益	B 收益	A 收益	B 收益
下游需求上行	合作	合作	大幅盈利	大幅盈利	盈利	亏损
	不合作	不合作	亏损	盈利	亏损	亏损
下游需求下行	合作	合作	平衡	平衡	盈利	亏损
	不合作	不合作	亏损	盈利	亏损	亏损

资料来源：中银证券

短期需求展望：基本面疲弱，但地产链复苏或不需那么久

当前基本面疲弱，主因需求不足。当前水泥行业基本面非常疲弱，总体呈现销量基本持平，价格大幅下滑，需求疲软，竞争加剧的态势。基本面疲弱的最主要原因在于地产新开工面积及施工面积下滑幅度较大，基建难以完全支撑水泥需求。

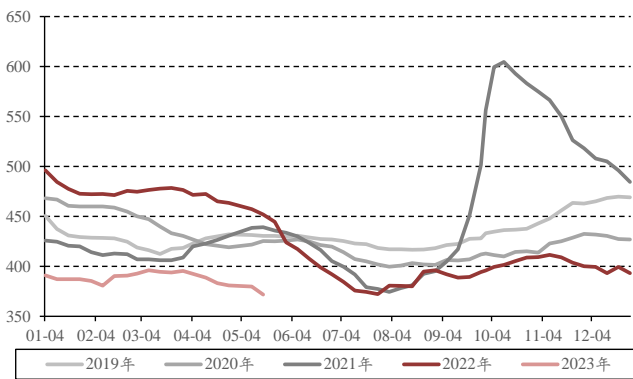
量：根据国家统计局，2023 年 1-4 月，全国水泥产量 5.84 亿吨，累积同比增长 2.5%。4 月，全国单月水泥产量 1.94 亿吨，同比增长 1.4%。

价：根据卓创资讯，2023 年 1 月-5 月，全国 42.5 水泥价格在 375-395 元/吨之间波动，同比去年同期价格下降 68-95 元/吨，价格较去年同期下降较多。

本：根据万得数据，动力煤山西优混平仓价在 2022 年 10 月触及 1600 元/吨大关，随后逐渐下行，年初回升至 1200 元左右，当前已回落较多，5 月中旬已回落至 970 元/吨左右。

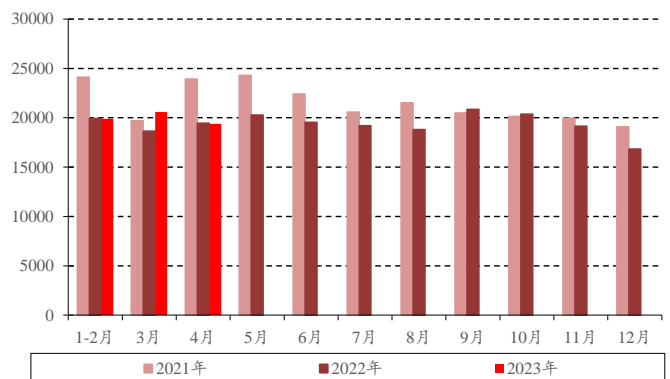
在量稳价跌成本高位慢回落的情况下，水泥行业一季度承压显著，上市公司业绩普遍下滑较多。

图表 51. 水泥价格较去年同期下降较多（元/吨）



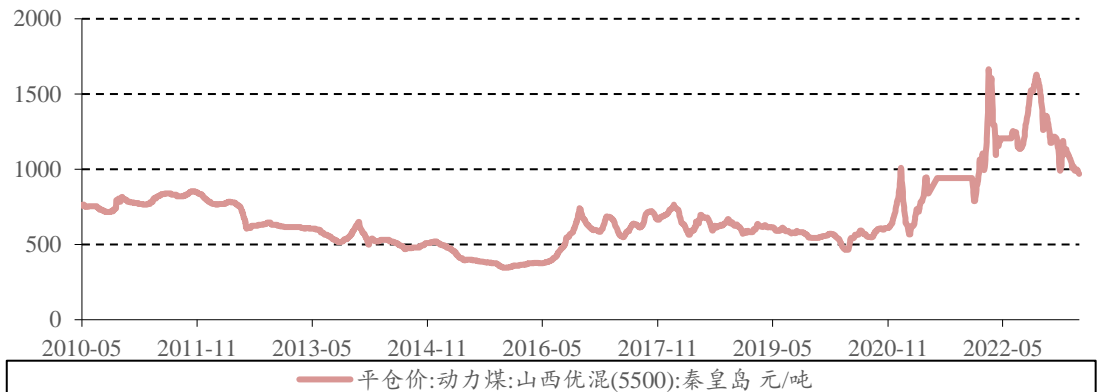
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 52. 1-4 月水泥产量较去年同期略有增长（万吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 53. 煤炭价格高位回落，仍高于历史中线水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

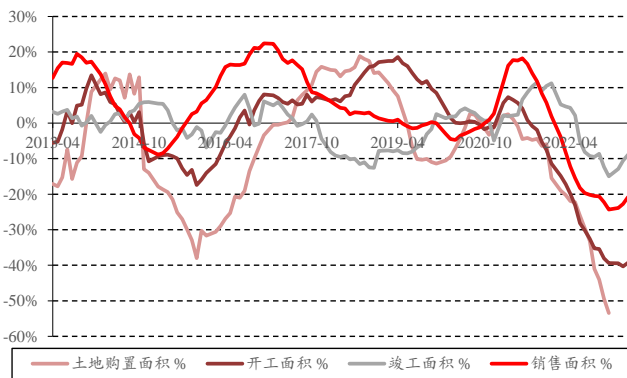
图表 54. 2023 年一季报水泥行业财报指标比较

单位	收入利润		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速 %	利润增速 %	净营运周期 天	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	折旧占比 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %
海螺水泥	31,368.45	2,550.61	23.20	(48.21)	195.42	18.50	243.70	0.13	50.52	16.50	7.09	1.38
天山股份	22,379.46	(1,231.16)	(20.80)	(220.36)	(22.02)	67.63	13.76	0.08	58.13	10.33	15.88	(1.51)
冀东水泥	5,184.29	(792.22)	4.35	续亏	98.99	49.63	46.81	0.08	64.56	5.03	22.69	(2.61)
华新水泥	6,628.44	247.98	1.49	(63.09)	(246.91)	52.36	47.97	0.10	69.93	20.23	12.82	0.90
塔牌集团	1,313.53	232.84	4.68	342.39	(64.19)	10.98	381.99	0.10	34.70	23.25	7.60	2.04
万年青	1,953.81	92.04	(28.60)	(55.97)	99.48	39.05	108.99	0.11	50.64	18.37	9.29	1.32
上峰水泥	1,390.29	172.60	(6.77)	(49.40)	(395.89)	46.78	91.05	0.08	42.54	26.35	14.03	2.03
祁连山	811.94	10.65	(12.57)	279.89	(230.75)	21.84	48.45	0.07	65.99	17.29	14.33	0.12
宁夏建材	1,140.01	6.46	16.16	(56.08)	296.44	26.95	89.94	0.11	47.88	4.62	5.00	0.09
青松建化	620.08	7.08	21.33	181.57	756.51	31.32	72.31	0.07	56.14	12.62	9.71	0.13
四川双马	233.31	211.97	(17.63)	(20.26)	(380.68)	8.77	208.04	0.03	11.73	38.03	17.49	3.21
福建水泥	446.54	(100.82)	(13.16)	续亏	(236.58)	64.20	8.89	0.10	65.74	(11.28)	15.06	(6.82)
西藏天路	531.89	(84.55)	(23.41)	续亏	110.56	56.20	70.94	0.04	31.06	4.78	26.17	(2.20)

资料来源：万得，中银证券

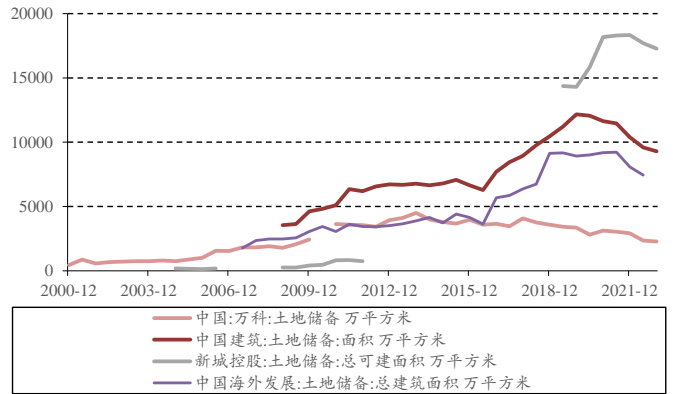
地产复苏的传导周期或不需那么久。一般认为地产修复的顺序是“销售-拿地-投资-新开工”，而由于当前地产拿地数据持续低迷，普遍认为地产新开工的复苏会经历更长时间。但我们分析认为，在过去几年的地产周期中，地产公司积累了较多的待开发土地。即使近两年拿地较少，但如果地产销售复苏，土地储备并不会成为新开工的限制。而拿地面积之外，地产新开工、竣工、销售面积的降幅均未进一步探底。

图表 55. 拿地面积之外，其他各项均已现拐点



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 房地产企业仍有较多土地储备



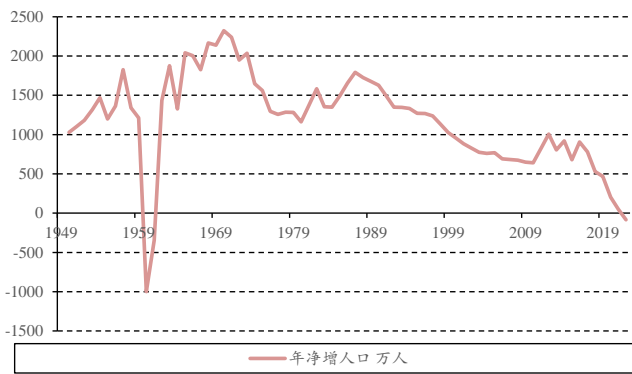
资料来源：万得，中银证券

中长期需求展望：城镇化率提升任重道远

长期思维下供给侧改革以及人口迁徙是水泥行业供需双方需重点考虑的方向。长期维度下，水泥需求变化与人口同步性较高，作为使用最普遍的建筑材料之一，水泥的下游无论是基建、地产还是农村自建房的需求，其量都可以与人口直接挂钩。简单看，人口需要从三个维度理解：1. **总人口变化**，2022 年全年中国常住人口净减少 85 万，多年来首次负增长，总人口或将较长时间处于平台期。2. **区域间的流动**，由于“短腿”属性，水泥供给的区域性较强，当人口跨区域流动时，无论是置业安家需求还是基础设施的需求，水泥需求亦会跨区域流动。3. **城镇化率**，即城镇户籍人口占总人口的比例。城镇化率提高本身是人口短途迁徙并长期定居的过程，新进入城镇的人口带来新的置业需求，城镇化率提高也将要求更加完善的基础设施，这都会带动水泥需求的变化。

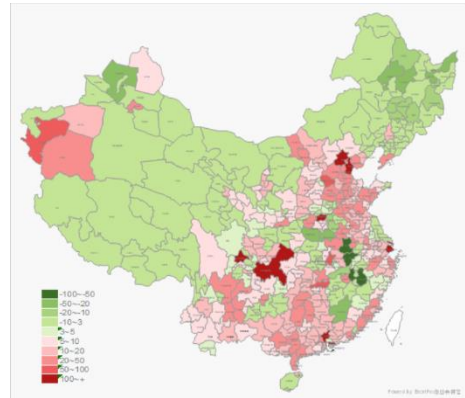
人口进入平台期，人口迁徙方向改变区域需求。我国人口持续向华东、东南沿海等经济发达地区迁入，也代表着未来华东、华南等区域景气度或将持续高于全国其他地区。

图表 57. 2022 年中国人口净减少 85 万



资料来源：万得，中银证券

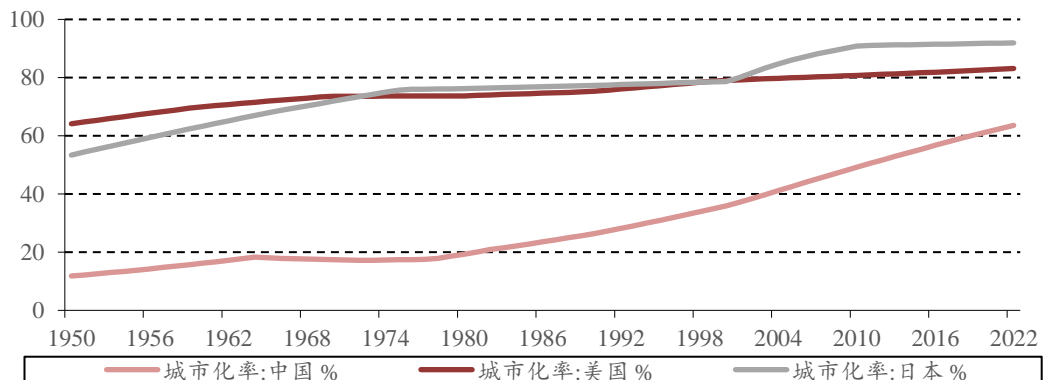
图表 58. 我国人口向华东、东南沿海聚集的趋势显著



资料来源：国家统计局，中银证券

我国的城镇化率或仍有较大提高空间。根据联合国的数据，2022 年我国城镇化率已超过 60%，且仍处于快速上升阶段，但仍较美日等发达国家有较大差距；统计局口径 2020 年我国城镇化率也已达到 63.89%。我们整理了各个省份“十四五”期间城镇化率发展目标发现，省一级政府对“十四五”期间的城镇化率提高仍然信心满满，我国的城镇化率或仍然有较大提高空间。

图表 59. 我国城镇化率快速提高，但较美日仍有差距



资料来源：万得，联合国，中银证券

注：本文常用“城镇化率”概念，但联合国数据原文为“城市化率”，此处不做区分

图表 60. 根据省级政府规划，我国城镇化率仍有提升空间

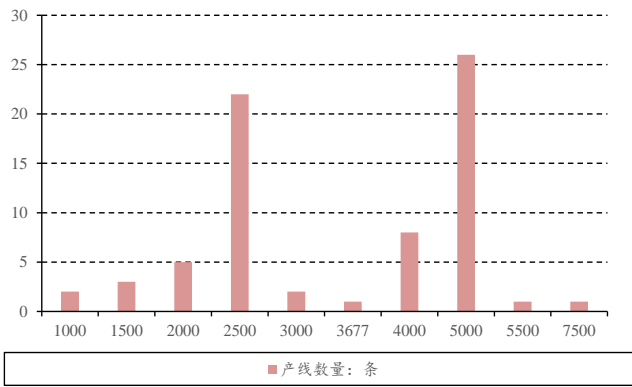
		常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人				常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人	
		2020年	2025年	2020年	2025年			2020年	2025年	2020年	2025年
华北	天津	83.60	85	37.10	175	华南	广东	74.15	77	717.25	559
	河北	60	65 以上	421	400		广西	54.20	57	206.50	175
	山西	62.53	68	257.50			海南	60.30	65	14.40	75
东北	内蒙古	67.48	69	128.44	100	西南	云南	50	60	248.10	250
	辽宁		69	45.20	210		贵州	50	58	61.64	300
	吉林	60	65	222.47	100		四川	55	60	522	425
华东	黑龙江	60.90	65		150	重庆	69.46	73	362	300	
	山东	63.05	68	122.70	500	西藏	32	40	26.70	25	
	浙江	72.20	75	606	500	西北	陕西	60.50	65	225.43	200
福建	68.75	71.5	299.94	250	甘肃		52.23	58	35.70	100	
安徽	58.33	65	342.90	300	宁夏		64.96	69	39.61	37.50	
华中	江苏	73.44	75	725.90	500	青海	57.10	62	31.20	30	
	江西	58.60	64	266.75	200	新疆	52.40	60	233	46	
	湖南	58.50	63	385.20	325						
	湖北	62.89	65-67	441.79	350						
	河南	55.43	63	122.59	500						

资料来源：各地方政府“十四五”新型城镇化规划文件，中银证券

新天山水泥：禀赋决定上升空间仍然较大，但需平衡资本开支的回收期

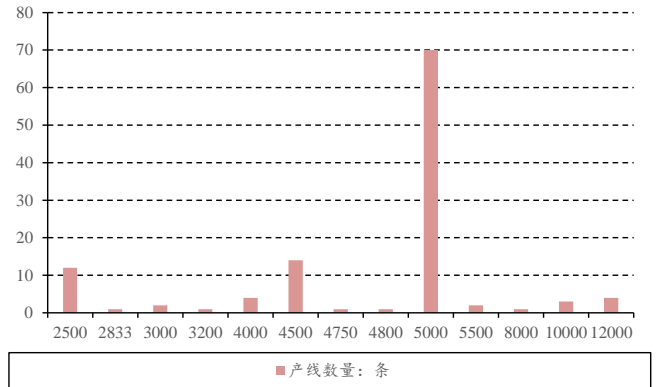
并购模式决定单线竞争力偏弱。由于中国建材的水泥资产大多是并购中小企业产线取得，所以产能分布分散，单线规模与效益参差不齐，矿山资源匹配程度不一的情况。因此，天山股份的单位成本、单位费用均高过海螺水泥，单位盈利能力也相对较低。

图表 61. 南方水泥有 3000t/d 以下产能的小产线较多



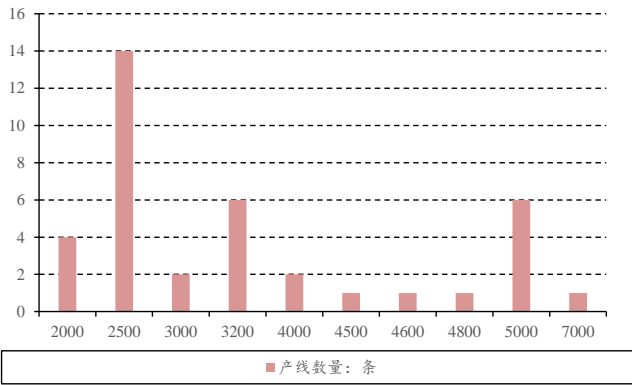
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 62. 海螺水泥产线大多集中在 5000t/d



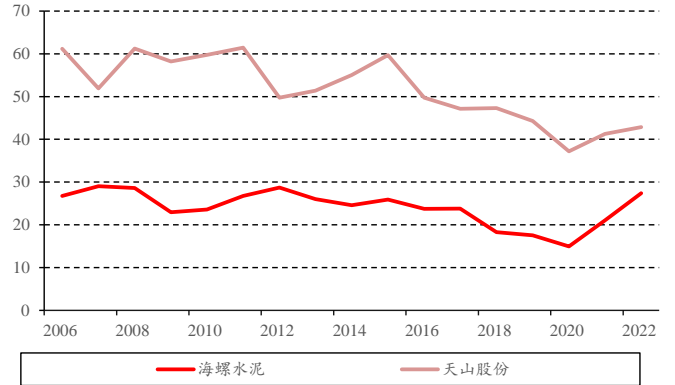
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 63. 西南水泥小产线占比较高



资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 64. 天山股份单位费用高于海螺水泥 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

产能指标比较珍贵，内部置换有望改善成本。在政策要求减量置换的当下，水泥产能指标十分宝贵。而天山股份早期并购的众多中小产线可以提供给公司置换新建的指标。我们认为当前天山股份新建产能可以解决以下问题：1) 落后小产线出清，新建规模产线，能耗、人耗、成本费用等方面均有改进空间；2) 产线由分散到集中分布，从而解决中小产线分布散乱、矿山配套以及运输设施配套不完善的问题。

但仍需考虑资本开支与回收期的问题。当前水泥行业产能已过剩较多，即使减量置换、拆二建一，仍需要面临单线过亿的资本开支，在此环境下新的产能能否顺利消化，资本开支的回收期是否会过长，这或许是公司需要考虑的问题。同样的，资本开支与分红的平衡也是当下水泥企业的课题之一，若要保证较高的分红率，资本开支力度或相对下降。

盈利预测与估值

基本假设

假设 1.水泥业务：我们预计公司水泥业务总体保持平稳，成本或随煤炭价格下行小幅下降。我们预计 2023-2025 年公司水泥及熟料的销售量总体稳定略有下降，销量分别为 2.72、2.63、2.50 亿吨，分别同比 0/-3/-5%；随着水泥行业格局的逐渐稳定，价格或有小幅增加，我们预计 2023-2025 年公司水泥及熟料销售的平均单价分别为 333.4/338.4/343.4 元/吨，分别同比+5/+5/+5 元/吨。平均成本随着煤炭价格走低而下降，同时平均毛利逐渐修复。

假设 2.骨料业务：我们预计公司的骨料业务持续发力，未来有望保持高盈利与高增长。随着公司产能布局的逐渐落地，我们预计公司骨料销量随之提高。预计 2023-2025 年分别实现 1.44/1.80/2.16 亿吨销量，分别同比增长 25/25/20%。销售价格与销售成本维持相对稳定，我们预计 2023-2025 年公司销售均价分别为 48/48/48 元/吨，成本为 25/25/25 元/吨，均做稳定预期。

假设 3.混凝土业务：我们预计混凝土业务 2023 年企稳，2024-2025 年恢复小幅增长，总体波动不大。

假设 4：由于中国建材的业绩补偿承诺影响较大，且属于营业外收入项目，本文的盈利预测暂不考虑其影响。

图表 65. 主要业务盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
水泥+熟料						
销售量	万吨	31,740.0	27,157.0	27,157.0	26,342.3	25,025.2
销量增速	%		(14.4)	0.0	(3.0)	(5.0)
平均单价	元/吨	358.7	328.4	333.4	338.4	343.4
平均成本	元/吨	257.0	281.2	270.8	265.8	260.8
平均毛利	元/吨	101.7	47.2	62.6	72.6	82.6
毛利率	%	28.4	14.4	18.8	21.5	24.1
总收入	百万	113,860.1	89,183.5	90,541.4	89,142.3	85,936.4
总成本	百万	81,565.8	76,368.4	73,530.2	70,007.2	65,255.6
骨料						
销售量	万吨	8,570.0	11,507.0	14,383.8	17,979.7	21,575.6
销量增速	%		34.3	25.0	25.0	20.0
平均单价	元/吨	48.9	47.8	48.0	48.0	48.0
单位成本	元/吨	26.2	25.1	25.0	25.0	25.0
单位毛利	元/吨	22.6	22.7	23.0	23.0	23.0
毛利率	%	46.31	47.44	47.92	47.92	47.92
总收入	百万	4,188.8	5,503.9	6,904.2	8,630.3	10,356.3
总成本	百万	2,248.9	2,892.7	3,595.9	4,494.9	5,393.9
混凝土						
收入	百万	48,562.4	34,321.3	36,650.5	38,483.0	40,407.1
成本	百万	41,420.6	29,524.5	30,819.7	32,360.7	33,978.7
其他						
收入	百万	3,367.2	3,571.8	3,750.3	3,937.9	4,134.8
成本	百万	2,353.4	2,502.7	2,627.9	2,759.2	2,897.2
合计						
收入	百万	169,978.54	132,580.52	137,846.41	140,193.37	140,834.61

资料来源：公司公告，中银证券

可比公司估值

天山股份是水泥行业龙头，我们选择同是水泥行业的海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、塔牌集团和万年青作为可比公司。我们发现公司 2022 年对应的市盈率 15.45 倍低于行业平均的 16.98 倍，但 2023-2025 年的市盈率预期以及最新报告期市净率均高于行业平均水平。考虑公司骨料业务占比较高，骨料业务成长性优于水泥业务，我们认为公司享有相对更高的估值水平比较合理。首次覆盖，给予公司 **增持** 评级。

图表 66. 可比公司估值比较

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)		市盈率 (X)		市净率 (X, 2023Q1)
					2022A	2023E	2022A	2023E	
600585.SH	海螺水泥	买入	25.06	1,262.14	2.96	3.48	8.48	7.20	0.74
600801.SH	华新水泥	买入	12.71	220.33	1.29	1.77	9.87	7.18	1.02
000401.SZ	冀东水泥	买入	7.71	209.47	0.51	0.76	15.10	10.14	0.68
000789.SZ	万年青	买入	8.13	65.31	0.49	1.04	16.70	7.82	0.95
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.62	91.45	0.22	0.67	34.13	11.37	0.78
	平均值						16.86	8.74	0.83
000877.SZ	天山股份	增持	8.52	728.59	0.52	0.69	16.25	12.35	0.87

资料来源：公司公告，中银证券预测

注：股价截止日 2023 年 5 月 31 日，2023 年预期来自于中银证券预测

风险提示

- 1.水泥业务持续下行。**水泥行业是公司营收占比最大的业务，但近年受地产下行影响需求下滑，利润率下降。若地产新开工持续走低、水泥需求不能即使企稳、同时过剩产能未能及时出清导致行业竞争加剧，错峰生产稳定格局并未见效，则水泥业务存在进一步下行的风险，会对公司业绩造成拖累。
- 2.骨料业务发展不及预期。**骨料业务是公司未来发展的核心方向，虽然供需错配有望稳定行业利润了，但仍然存在骨料随水泥需求同步下行风险，公司新增产能若不能及时消化，存在骨料业务发展不及预期的风险。
- 3.煤炭价格超预期上行。**能源成本是近年水泥行业的主要压力来源之一，近期煤炭价格有回落趋势，但仍处于相对高位。公司是煤炭价格的相对被动接受者，若煤价超预期走高，则公司毛利率将承压。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	169,979	132,581	137,846	140,193	140,835
营业收入	169,979	132,581	137,846	140,193	140,835
营业成本	127,589	111,288	110,574	109,622	107,525
营业税金及附加	2,207	2,439	2,481	2,523	2,535
销售费用	2,744	1,670	1,654	1,682	1,690
管理费用	8,546	7,346	7,582	7,711	7,746
研发费用	1,793	1,911	1,930	1,963	1,972
财务费用	4,684	4,476	6,214	7,421	6,916
其他收益	1,256	1,123	1,200	1,200	1,200
资产减值损失	(3,870)	(236)	(200)	(200)	(200)
信用减值损失	(1,350)	478	(408)	(410)	(410)
资产处置收益	291	1,402	5	30	30
公允价值变动收益	(98)	(114)	0	0	0
投资收益	1,766	499	500	500	500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	20,411	6,604	8,509	10,392	13,570
营业外收入	929	293	200	200	200
营业外支出	563	486	180	180	180
利润总额	20,777	6,412	8,529	10,412	13,590
所得税	5,855	1,337	1,876	2,291	2,990
净利润	14,922	5,074	6,653	8,121	10,600
少数股东损益	2,392	532	665	812	1,060
归母净利润	12,530	4,542	5,987	7,309	9,540
EBITDA	31,915	19,094	26,204	31,319	36,137
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.45	0.52	0.69	0.84	1.10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	73,155	67,933	49,720	68,702	48,649
货币资金	14,288	10,745	11,028	11,215	11,267
应收账款	32,930	31,671	18,107	32,519	18,338
应收票据	323	192	574	205	577
存货	10,060	11,763	9,737	10,360	7,560
预付账款	1,805	1,993	465	1,971	418
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	13,749	11,568	9,811	12,431	10,488
非流动资产	211,905	220,904	229,874	234,878	233,737
长期投资	12,503	11,790	12,190	12,590	12,990
固定资产	112,514	116,334	122,340	126,695	130,345
无形资产	35,785	39,034	43,394	45,253	46,612
其他长期资产	51,102	53,745	51,950	50,339	43,790
资产合计	285,060	288,837	279,595	303,580	282,386
流动负债	140,116	134,173	111,360	145,401	140,288
短期借款	24,545	25,875	50,007	61,965	73,210
应付账款	24,794	31,278	7,946	30,812	12,634
其他流动负债	90,778	77,020	53,407	52,624	54,444
非流动负债	53,624	57,362	67,274	52,752	30,841
长期借款	33,706	39,118	49,915	35,197	13,384
其他长期负债	19,917	18,244	17,360	17,554	17,457
负债合计	193,740	191,535	178,634	198,152	171,128
股本	8,349	8,663	8,663	8,663	8,663
少数股东权益	15,373	15,493	16,158	16,970	18,030
归属母公司股东权益	75,947	81,809	84,803	88,457	93,227
负债和股东权益合计	285,060	288,837	279,595	303,580	282,386

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	14,922	5,074	6,653	8,121	10,600
折旧摊销	10,035	10,925	13,186	15,237	17,381
营运资金变动	44,808	(10,521)	(25,689)	2,359	4,662
其他	(41,340)	9,775	1,362	9,406	5,429
经营活动现金流	28,425	15,252	(4,489)	35,122	38,071
资本支出	(20,024)	(15,525)	(22,040)	(20,040)	(16,040)
投资变动	(13,603)	707	(691)	(691)	(691)
其他	14,315	586	510	514	524
投资活动现金流	(19,313)	(14,232)	(22,221)	(20,217)	(16,206)
银行借款	57,488	6,742	34,928	(2,760)	(10,568)
股权融资	(96,428)	(2,949)	(2,994)	(3,654)	(4,770)
其他	29,313	(9,027)	(4,943)	(8,303)	(6,475)
筹资活动现金流	(9,626)	(5,234)	26,992	(14,717)	(21,814)
净现金流	(514)	(4,213)	282	188	51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	1,855.5	(22.0)	4.0	1.7	0.5
营业利润增长率(%)	844.2	(67.6)	28.8	22.1	30.6
归属于母公司净利润增长率(%)	726.4	(63.7)	31.8	22.1	30.5
息税前利润增长率(%)	973.8	(62.7)	59.3	23.5	16.6
息税折旧前利润增长率(%)	1,007.0	(40.2)	37.2	19.5	15.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	726.4	(63.7)	31.8	22.1	30.5
获利能力					
息税前利润率(%)	12.9	6.2	9.4	11.5	13.3
营业利润率(%)	12.0	5.0	6.2	7.4	9.6
毛利率(%)	24.9	16.1	19.8	21.8	23.7
归母净利润率(%)	7.4	3.4	4.3	5.2	6.8
ROE(%)	16.5	5.6	7.1	8.3	10.2
ROIC(%)	8.7	3.1	4.0	5.2	6.9
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	0.8	0.8	1.1	1.1	0.9
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	10.2	4.1	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	13.2	4.7	7.0	7.2	6.5
费用率					
销售费用率(%)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
管理费用率(%)	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5
研发费用率(%)	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
财务费用率(%)	2.8	3.4	4.5	5.3	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	0.5	0.7	0.8	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	1.8	(0.5)	4.1	4.4
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.4	9.8	10.2	10.8
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.6	15.4	11.7	9.6	7.4
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.8	9.8	8.5	6.6	4.8
价格/现金流(倍)	2.5	4.6	(15.6)	2.0	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371