

02233.HK 西部水泥

港股通（深）

审慎增持（首次）

供给受限带动盈利弹性，估值存在修复空间

2018年8月16日

市场数据

日期	2018.08.15
收盘价(港元)	1.37
总股本(亿股)	54.35
流通股本(亿股)	54.35
总市值(亿港元)	74.50
流通市值(亿港元)	74.50
净资产(亿元)	71.51
总资产(亿元)	122.31
每股净资产(元)	1.32

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,760	5,998	6,081	6,142
同比增长(%)	28.0	26.0	1.4	1.0
归属股东净利润(百万元)	711	1,623	1,801	1,882
同比增长(%)	6,788.7	128.3	11.0	4.5
毛利率(%)	24.9	39.6	40.2	40.6
净利率(%)	14.9	27.1	29.6	30.6
净资产收益率(%)	10.8	20.8	19.7	17.8
每股收益(元)	0.13	0.30	0.33	0.35
每股净资产(元)	1.22	1.45	1.70	1.97
每股股息(分)	2.60	7.47	8.29	8.66

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

公司披露 2018 年中期业绩: 营业额 26 亿元人民币, 同比增长 23.2%。毛利 9.66 亿元, 同比增长 107.0%, 毛利率由去年同期 22.1% 升至 37.1%。公司拥有人应占溢利 6.467 亿元, 同比增长 196.5%。每股基本盈利 11.9 分, 拟派发中期股息 1.2 分。

相关报告

《西北整合之路——水泥行业报告之西北市场》(20180723)

海外周期研究

分析师: 张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

- **陕西省水泥需求下滑态势得到改善。**在乡村振兴、脱贫攻坚等政策利好的持续推动下, 陕西水泥需求下滑态势得以改善, Q1 产量同比下滑 24.82%, Q2 产量恢复正增长, 房地产及城镇化是改善区域需求的主要动力。
- **汾渭平原“蓝天保卫战”及淡季错峰停产有力支撑供给端, 水泥价格上涨贡献业绩弹性。**公司上半年水泥销量 814 万吨, 同比下滑 4.7%。尽管需求表现平平, 但继“2+26”城市之后, 汾渭平原首次被列为大气污染防治主战场, 供给受限带动价格弹性, 公司 2018H1 吨售价 313 元, 同比上升 73 元。吨成本 193 元, 同比上升 8 元(煤炭和矿石开采成本上升), 吨毛利 120 元, 同比上升 65 元, 综合毛利率 37.1%。
- **受产量下滑影响, 吨费用小幅上升, 公司管理及运营能力出众依然出众。**
- **多元业务贡献新的增长点。**公司携手海创, 尧柏环保废物处置项目日渐成熟, H1 贡献收益 1225 万。融资租赁业务录得利息收入 6240 万。
- **我们的观点:** 陕西水泥行业盈利水平已接近历史顶部区域, 水泥需求有一定压力。悲观假设下, 西部水泥作为行业整合的重要“关口”, 目前 0.91 倍 PB, 整合潜力被低估。乐观假设下, 陕西是“一带一路”重要起点及“基建补短板”的潜在区域, 需求增量可期。预计公司 2018-2020 年实现归母净利润分别为 16.23 亿、18.01 亿和 18.82 亿元, 首次覆盖给予公司“审慎增持”评级, 目标价 1.68 港元, 对应 2018 年 4.9 倍 PE 和 1.02 倍 PB。

风险提示: 经济基本面恶化、行业协同破裂、原材料价格大幅波动、信贷风险



报告正文

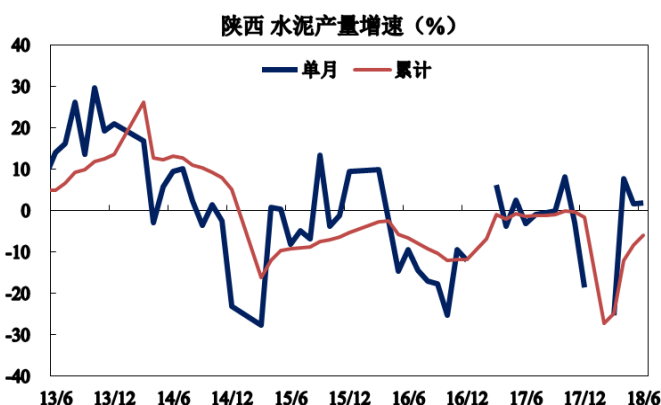
事件:

- 公司披露 2018 年中期业绩: 报告期内实现营业收入 26 亿元人民币(单位下同), 同比增长 23.2%。毛利为 9.66 亿元, 同比增长 107.0%, 毛利率由去年同期 22.1% 升至 37.1%。公司拥有人应占溢利为 6.467 亿元, 同比增长 196.5%。每股基本盈利为 11.9 分, 拟派发中期股息每股 1.2 分。

点评:

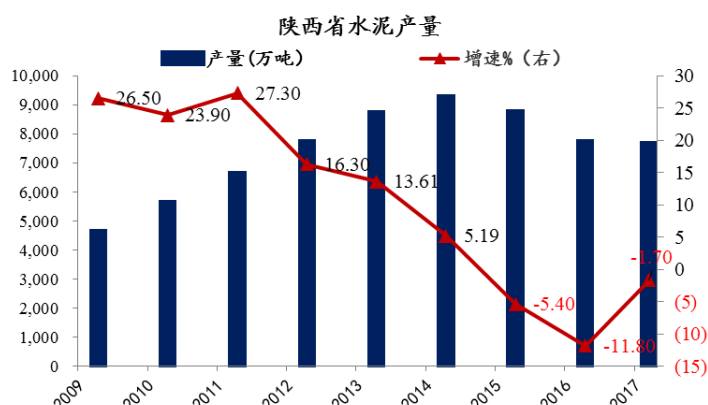
公司为陕西省最大的水泥生产商, 在陕南及关中东部具有市场主导地位, 亦在新疆及贵州省拥有据点。在乡村振兴战略、脱贫攻坚等政策利好的持续推动下, 二季度陕西省水泥需求下滑态势得以改善, Q1 产量同比下滑 24.82% (2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日冬防期间实施错峰生产, Q1 开工天数十分有限), Q2 产量恢复约 3.77% 的正增长, 房地产及城镇化是改善区域需求的主要动力。我们认为, 陕西的城镇化率和基础设施都不低于全国水平, 目前新开工项目面临后劲不足的风险, 但作为“一带一路”重要起点及“基建补短板”的潜在区域, 陕西省水泥需求有望实现平稳过渡及阶段触底回升。

图 1、陕西水泥产量增速



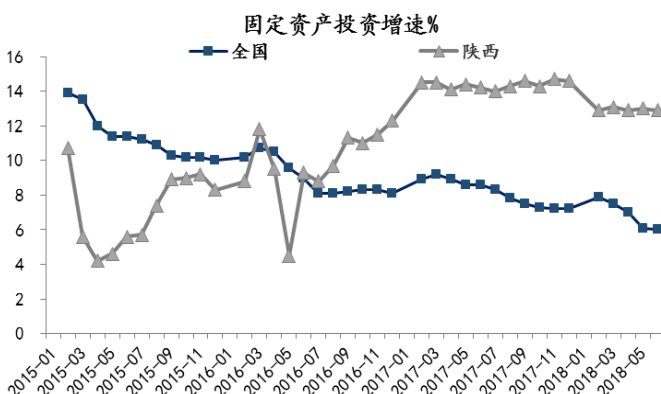
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、陕西省水泥产量及增速



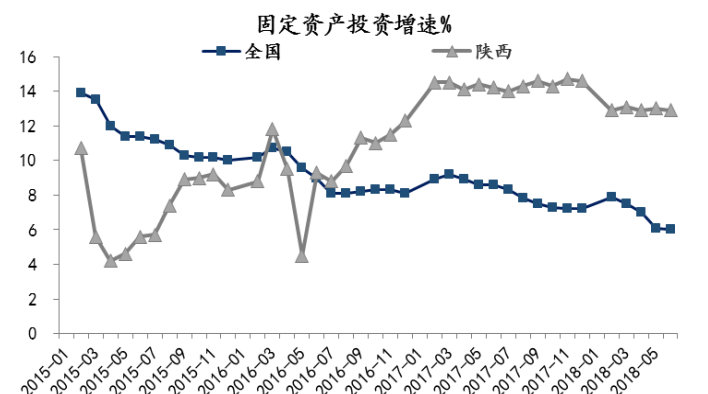
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、陕西固定资产投资增速高于全国



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、陕西省基建及地产投资增速



资料来源: WIND, 陕西省统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、陕西主要基础设施项目

项目名称	
平利至镇坪高速	陕西段建设里程 81.91 公里，于 2017 年末开工，水泥总需求量约 90 万吨。上半年已供应 23.7 万吨，下半年供应量约为 20 余万吨。
合阳至铜川高速公路	陕西境路线全长 160.41 公里，于 2017 年末开工，总需求量约 100 万吨。上半年供应量 4.8 万吨，下半年供应量约为 15 余万吨。
引汉济渭工程	该项目由 5 个主要部分：黄金峡水利枢纽、黄金峡水源泵站、黄金峡至三河口输水工程、三河口水库和 98 公里长的秦岭隧道组成。
内蒙古至江西(蒙华)煤炭运输铁路	陕西段全长 321.5 公里，其中 73% 以桥梁、隧道为主。截止 2017 年底已供应 151 万吨，2018 上半年已供应 15.5 万吨，下半年供应量为 10 万吨水泥。
安康至岚皋(陕渝界)高速公路	路线全长 88.583 公里。于 2017 年末开工，总需求量约 100 万吨。上半年供应量 17 万吨，下半年供应量约为 25 万余吨。
陕南移民搬迁工程	项目周期为 2011-2020 年，西部水泥对于此项目的年供应量约为 30 万吨至 40 万吨。

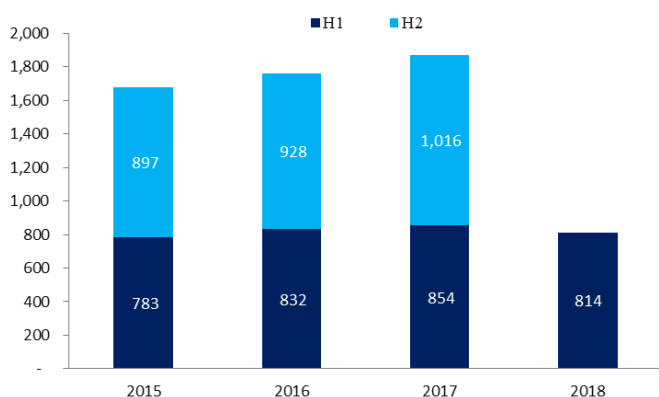
资料来源：公司资料，陕西省发改委数据，兴业证券经济与金融研究院整理

汾渭平原“蓝天保卫战”及严格的淡季错峰停产有力支撑供给端，水泥价格上涨贡献业绩弹性。公司上半年水泥销量 814 万吨，同比下滑 4.7%。其中，陕南市场同比下滑 7.5%，关中市场下滑 3.5%，新疆下滑 11%，贵州同比增加 15.8%。尽管需求表现平平，但继“2+26”城市之后，汾渭平原首次被环保部列为大气污染防治主战场，淡季错峰停产和汾渭平原“蓝天保卫战”对供给端形成有力的支撑，水泥价格保持良好态势，公司 2018H1 吨售价 313 元，同比上升 73 元/+30%。

期间吨成本 193 元，同比上升 8 元，主要由于：(1) 煤炭使用成本上升 24 元致水泥生产成本增加 6 元，(2) 环保趋严下加强对于矿石开采的规范，石灰石开采成本上升 3 元至 17 元/吨。

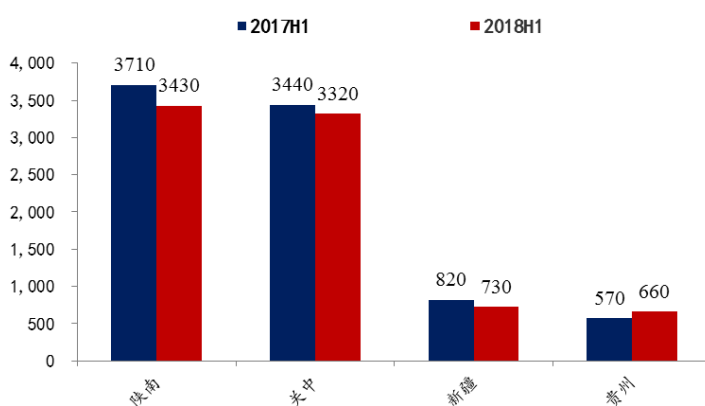
期间吨毛利 120 元，同比上升 65 元，综合毛利率 37.1%，为 2011 年以来最好水平。

图 6、公司水泥销量(万吨)同比下滑-4.7%



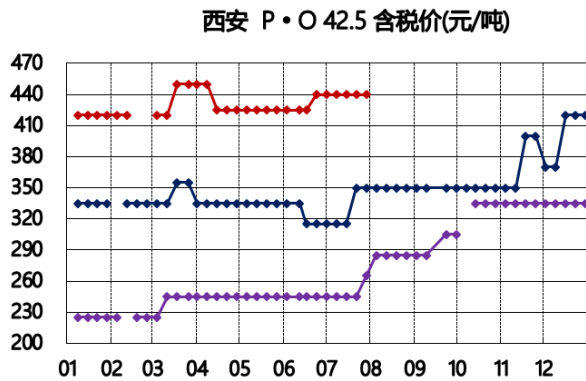
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司分区域水泥销量(千吨)



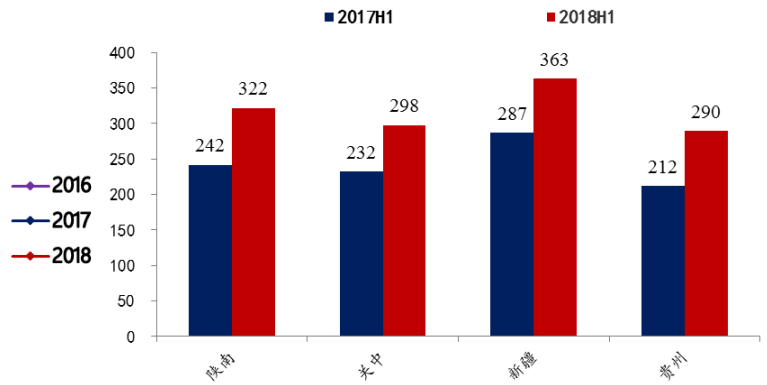
资料来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、陕西西安高标水泥价格(元/吨, 含税)



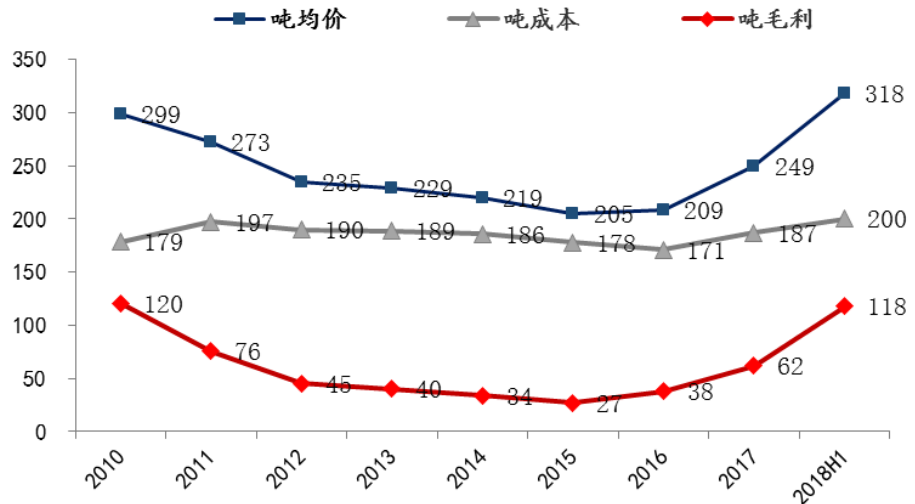
资料来源: 数字水泥网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司分区域水泥售价(元/吨, 不含税)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、水泥&熟料吨价格、成本、毛利(元)



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

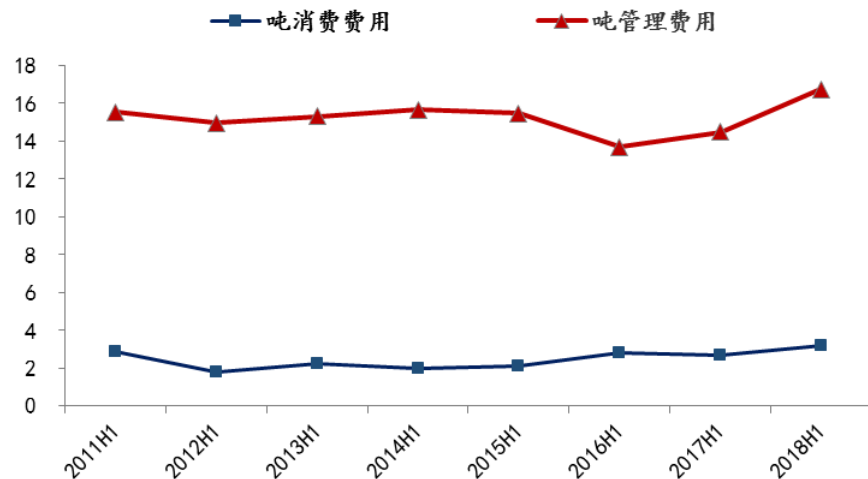
表 11、2018 年错峰生产涉及范围、停产时间为历史最严

区域	地区	错峰时间(2017-2018 年度)	错峰时间(2016-2017 年度)	历史比较
西北	新疆	不同地区停产时间不同, 在 3-6 个月之间。其中乌鲁木齐停产共计 6 个半月, 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日	不同地区停产时间不同, 在 4-5 个月月之间	延长 错峰时间, 停产时间在 3-6 个月之间
	陕西	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日冬防期间实施错峰生产。关中地区在夏季(6 月 1 日至 8 月 31 日)实施限产。	错峰时间不少于 120 天: 自 2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日, 停产不少于 90 天, 2017 年 5 月 20 日至 2017 年 6 月 20 日停产	延长 错峰时间, 停产 4-7 个月
	甘肃	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日期间实施错峰生产, 6 月初预计开启夏季错峰停窑计划	2016 年 12 月 15 日到 2017 年 3 月 31 日期间, 停产 90 天, 自 8 月 10 日起自发执行夏季错峰停产 11 天	延长 冬季错峰时间至 4 个月(2017 年 3 个月)
	青海	2017 年 12 月至 2018 年 4 月 30 日, 连续停产 150 天; 2018 年 7 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日期间, 根据市场需求情况合计停产 30 天	2016 年 12 月 15 日至 2017 年 4 月 1 日期间, 累计停窑 90 天	错峰时间 历史最长 , 停产 6 个月(2017 年 3 个月), 错峰生产 延伸至夏季
	宁夏	2017 年 12 月 10 日至 2018 年 3 月 20 日严格执行错峰生产	2016 年 12 月 1 日起至 2017 年 3 月 10 日严格执行错峰生产	错峰时间 3.3 个月, 持平 于去年

资料来源: 各省文件, 兴业证券经济与金融研究院整理

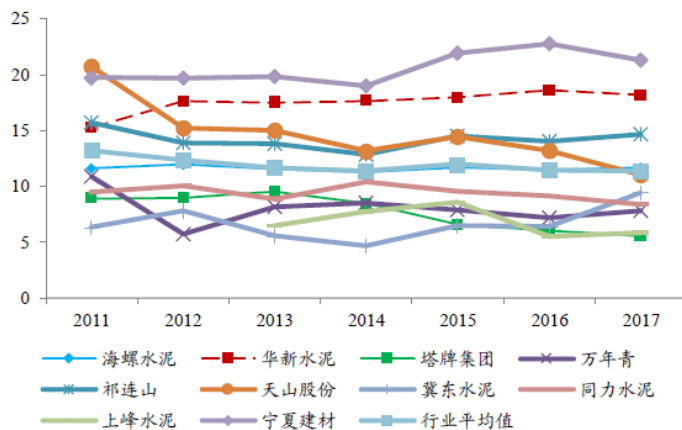
- **受产量下滑影响，吨费用小幅上升。**作为民营企业中的佼佼者，公司管理能力出众，吨费用显著低于行业水平。2018H1 受产量下滑影响，吨管理费用和吨销售费用合计小幅上升 3 元。

图 12、吨费用（元）



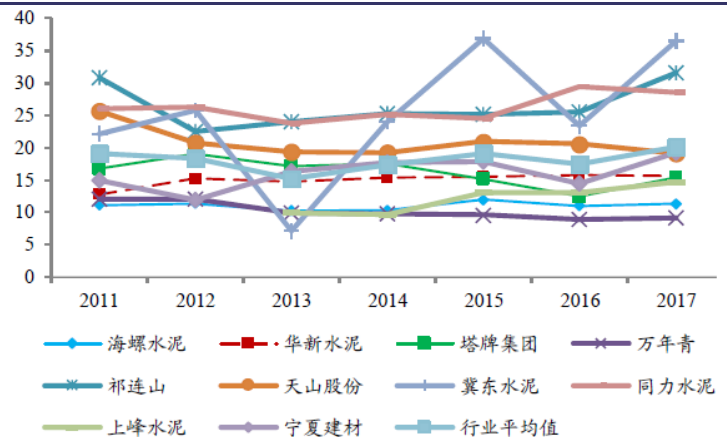
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、水泥企业吨销售费用比较（元）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院 A 股建材团队整理

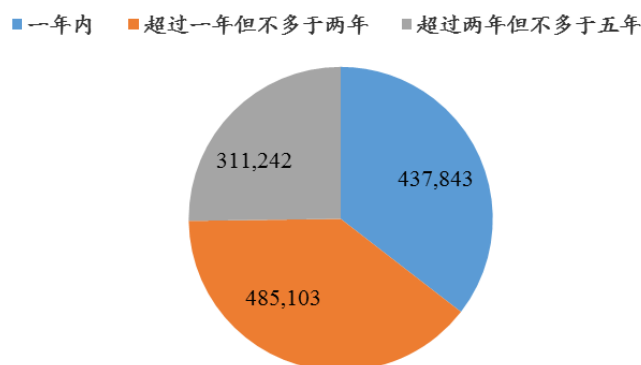
图 14、水泥企业吨管理费用比较（元）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院 A 股建材团队整理

- **携手海创协同处置固废和生活垃圾，尧柏环保贡献新的盈利点。**公司与海螺创业（芜湖海螺）成立的合资公司-尧柏环保日渐成熟。目前，蓝田污泥处置设施设计产能 80,500 吨，富平废物处置设施总产能 100,000 吨，勉县废物处置设施总产能 16,500 吨。废物处置贡献了新的盈利来源，估算尧柏环保 2018H1 实现逾 6000 万利润（西部水泥占比 20%，贡献上市公司收益 1225 万），平均每吨废物处置收益 600 元。
- **开展融资租赁业务。**全资子公司光信国际录得应收贷款 12.34 亿元，H1 利息收入为 6240 万，资金回报率约 10-12%（年化后）。确认贷款减值损失 421.7 万，信贷成本 0.81%（年化后）。

图 15、合约届满日期



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

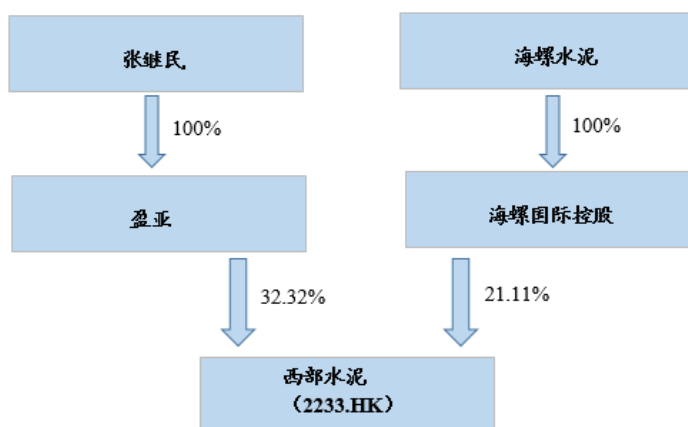
- **我们的观点：**我们认为，陕西市场水泥行业目前盈利水平已接近历史顶部区域，水泥需求端虽有一定压力，但本轮周期的盈利提升并非由需求扩张主导，而是大企业协同、环保限产和淘汰落后产能，共同限制了产能发挥。往后看，继“2+26”城市之后，汾渭平原和长三角同被列为环保主战场，环保常态化可有力支撑供给端向好。

(1) 乐观假设下，陕西作为“一带一路”重要起点及“基建补短板”的潜在区域，水泥需求或可阶段触底反弹。

(2) 悲观假设下，若需求进一步低迷，南海螺、北冀东进一步整合势在必行，而西部水泥作为重要的“关口”，不排除海螺进一步的收购行为，西部水泥目前 0.91 倍 PB，整合潜力被低估。

我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润分别为 16.23 亿、18.01 亿和 18.82 亿元，2018/8/15 收盘价对应 2018E 的 PE 为 4.0X，PB 为 0.83X。我们首次覆盖给予公司“审慎增持”评级，目标价 1.68 港元，对应 2018 年 4.9 倍 PE 和 1.02 倍 PB，建议重视绝对收益的中长线投资者积极关注。

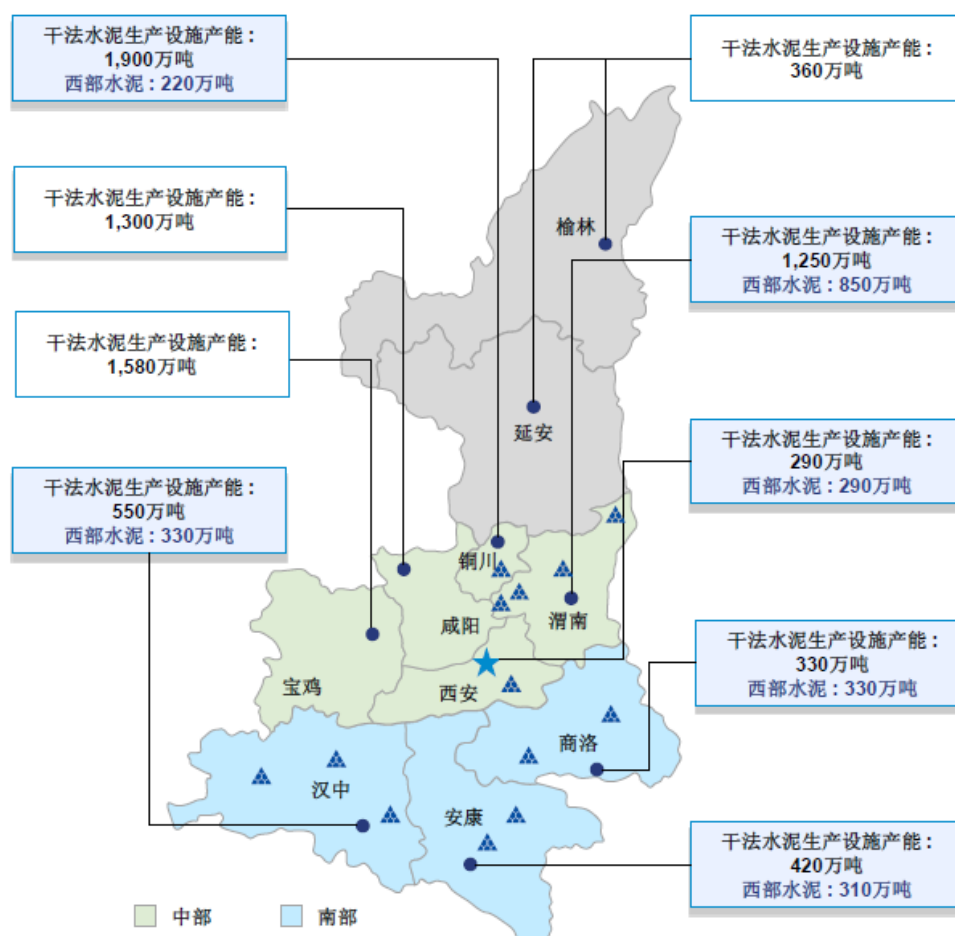
图 16、西部水泥股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 17、于陕西的产能分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、主要水泥上市公司的吨产能估值对比

	代码	简称	年熟料权益产能(万吨)	市值(亿元, 人民币)	吨产能市值(元/吨)
华东	600585.SH	海螺水泥	19302	1,948.55	1010
	000789.SZ	万年青	805	82.31	1023
华南	002233.SZ	塔牌集团	1163	160.36	1379
	01313.HK	华润水泥	9520	542.69	570
华中、西南	600801.SH	华新水泥	5000	302.81	606
	000877.SZ	天山股份	3000	91.24	304
西北	600720.SH	祁连山	1992	64.43	323
	600449.SH	宁夏建材	1418	43.32	306
	2233.HK	西部水泥	1879	65.31	348
华北	000401.SZ	冀东水泥	5550	157.39	284

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：对应 2018/8/15 收盘价和人民币兑港币汇率换算

风险提示：经济基本面恶化、行业协同破裂、原材料价格大幅波动、信贷风险

附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,760	5,998	6,081	6,142
营业成本	-3,574	-3,621	-3,633	-3,651
销售费用	-49	-57	-58	-59
管理费用	-266	-301	-292	-285
财务费用	-216	-84	44	105
其他收益及亏损	320	268	312	312
除税前溢利	974	2,203	2,453	2,564
所得税	-248	-549	-613	-641
年度全面收益	726	1,654	1,840	1,923
少数股东损益	15	31	39	40
归属股东净利润	711	1,623	1,801	1,882
EPS(元)	0.13	0.30	0.33	0.35

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,996	4,014	4,910	6,196
货币资金	1,452	2,371	3,298	4,602
应收账款	670	750	726	717
存货	436	456	448	440
其它	437	437	437	437
非流动资产	8,676	8,691	8,288	7,859
物业、厂房及设备	7,137	6,747	6,330	5,887
预付租金	471	471	471	471
无形资产	437	426	416	405
于合营公司的投资	57	82	107	133
其它	573	963	963	963
资产总计	11,672	12,705	13,198	14,055
流动负债	2,142	2,104	1,871	1,719
短期借款	984	920	684	526
应付账款	1,056	1,081	1,085	1,090
其他	102	102	102	102
非流动负债	2,901	2,724	2,061	1,618
长期借款	2,756	2,580	1,916	1,474
其他	144	144	144	144
负债合计	5,043	4,828	3,932	3,337
股本	142	142	142	142
储备	6,437	7,654	9,005	10,417
少数股东权益	50	81	119	160
股东权益合计	6,629	7,877	9,266	10,718
负债及权益合计	11,672	12,705	13,198	14,055

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
息税前利润	974	2,203	2,453	2,564
折旧和摊销	807	13	13	13
经营资本变动	56	-75	36	23
其它	-67	216	178	178
经营活动现金流	1,770	2,356	2,679	2,777
资本开支	-1,396	-1,395	-1,394	-1,393
其它	142	603	992	991
投资活动现金流	-1,254	-792	-402	-402
融资活动现金流	-2,791	-646	-1,350	-1,071
现金净变动	120	918	927	1,304
现金的期初余额	1,259	1,375	2,294	3,221
现金的期末余额	1,375	2,294	3,221	4,525

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.0	26.0	1.4	1.0
EBIT 增长率	715.9	126.1	11.3	4.5
净利润增长率	6788.7	128.3	11.0	4.5
盈利能力(%)				
毛利率	24.9	39.6	40.2	40.6
归属股东净利率	14.9	27.1	29.6	30.6
ROE	10.8	20.8	19.7	17.8
偿债能力(%)				
净资产负债率	43.2	38.0	29.8	23.7
流动比率	139.8	190.8	262.4	360.5
速动比率	119.5	169.1	238.4	334.9
营运能力(次)				
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.4
应收帐款周转率	7.2	8.0	8.4	8.6
每股资料(港元)				
每股收益	0.13	0.30	0.33	0.35
每股净资产	1.22	1.45	1.70	1.97
估值比率(倍)				
PE	9.2	4.0	3.6	3.5
PB	0.99	0.83	0.71	0.61

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明