



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

区域需求回暖，业绩增长可期

—— 祁连山（600720.sh）深度报告

2019 年 08 月 02 日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

证券研究报告

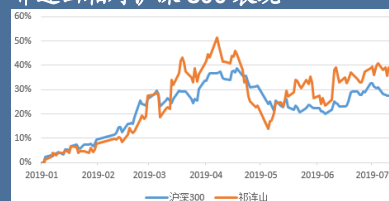
公司研究——首次覆盖

祁连山 (600720.sh)



首次评级

祁连山相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2019.8.2)

收盘价(元)	8.23
52周内股价波动区间(元)	5.76-9.43
最近一月涨跌幅(%)	-3.87
总股本(亿股)	7.76
流通 A 股比例(%)	99.98
总市值(亿元)	63.89

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.com

区域需求回暖，业绩增长可期

深度报告

2019 年 08 月 02 日

本期内容提要：

- ◆ **受益需求拉动，市场行情向好：**随着前期缓建工程的陆续复工，基建领域作为甘青地区水泥消费的主力军，带动当前区域水泥需求快速增长。甘青地区基础设施历来薄弱，在十九大“打赢脱贫攻坚战”以及“基建补短板”的引领下，政府基建投资力度不减。此外，2019 年甘肃省房地产市场依然表现强势，对水泥消费的拉动不容忽视。从中长期来看，“城镇化”和“一带一路”的推进，将使区域需求具备支撑。甘青区域新增产能有限，同时错峰生产仍然保持一定强度，加之外来水泥冲击减弱，供给整体可控。我们认为在在下游需求持续回升的背景下，区域市场行情有望继续向好。
- ◆ **甘青水泥龙头，享受区域景气回升：**祁连山是甘青地区最大的水泥熟料生产企业，同时在积极填补西藏市场的空白，将充分享受景气回升带来的业绩增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计祁连山 19-21 年摊薄 EPS 为 1.34 元、1.44 元和 1.51 元。考虑到水泥行业区域性较强，南北方市场景气有所分化，我们选取 A 股中部分北方水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE (2019E) 均值为 8 倍，而祁连山的 PE (2019E) 为 6 倍，低于行业平均水平。考虑到公司所处区域市场持续向好，且公司产能不断释放，产品有望实现量价齐升。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**下游需求超预期；行业供给放量不及预期；公司熟料产能释放超预期等。
- ◆ **风险因素：**基建投资不及预期；房地产投资下行；市场竞争风险；区域供给超预期释放；原燃材料成本上升；错峰生产不及预期；环保、安全突发事件；气候异常使当地水泥需求不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,968.97	5,774.76	6,948.22	7,500.48	7,857.72
增长率 YoY %	16.71%	-3.25%	20.32%	7.95%	4.76%
归属母公司净利润(百万元)	574.69	654.77	1,042.25	1,116.92	1,171.95
增长率 YoY%	245.00%	13.93%	59.18%	7.17%	4.93%
毛利率%	30.87%	33.10%	35.25%	35.21%	35.26%
净资产收益率 ROE%	11.25%	11.80%	16.91%	15.67%	14.17%
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.84	1.34	1.44	1.51
市盈率 P/E(倍)	11	10	6	6	5
市净率 P/B(倍)	1.20	1.11	0.97	0.83	0.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 08 月 02 日

目 录

投资聚焦	2
公司简介：甘青水泥霸主，期待再现辉煌	3
历史底蕴深厚，业务版图不断扩大	3
盈利能力提升，业绩进入加速释放期	4
甘青水泥行业：需求增长、供给可控，行情呈向好趋势	6
多重利好推动，需求回暖确定性高	6
供给整体可控	11
甘青两地最大水泥企业，充分受益景气回升	14
甘青市场龙头，享有区域主导权	14
填补西藏市场空白，开拓利润增长极	15
经营现金流持续好转，财务费用不断缩减	16
盈利预测与估值	17
盈利预测	17
相对估值与投资评级	18
风险因素	19

表 目 录

表 1：祁连山发展历程	3
表 2：2019 年甘肃、青海基础设施建设规划	8
表 3：2018、2019 年甘青两地错峰生产计划	11
表 4：公司在役熟料产线情况	14
表 5：祁连山盈利预测	17
表 6：祁连山可比公司估值	18

图 目 录

图 1：祁连山股权结构(截至 2019 年 3 月 31 日)	4
图 2：祁连山 2013-2018 营业收入及变化情况	5
图 3：祁连山 2013-2018 归母净利润及变化情况	5
图 4：祁连山 2018 年各业务营收占比	5
图 5：祁连山 2013-2018 毛利率及净利率变化情况	5
图 6：甘肃省水泥产量	6
图 7：青海省水泥产量	6
图 8：我国贫困地区分布图	7
图 9：甘肃省房地产开发投资完成额	9
图 10：甘肃省房屋销售情况	9
图 11：甘肃省房地产新开工面积	9
图 12：甘肃省房屋施工面积	9
图 13：全国各省城镇化率（%）	10
图 14：全国各省份数量 CR5（%）	12
图 15：甘肃省熟料产能利用率情况	12
图 16：青海省熟料产能利用率情况	12
图 17：甘肃及周边地域图	13
图 18：甘青及周边地区水泥价格（元/吨）	13
图 19：西藏水泥产量与增速	15
图 20：西藏及全国 P.O42.5 水泥价格走势（元/吨）	15
图 21：公司经营现金流情况	16
图 22：公司资产负债率及财务费用	16

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

随着前期缓建工程的陆续复工，基建领域作为甘青地区水泥消费的主力军，带动当前区域水泥需求快速增长。甘青地区基础设施历来薄弱，在十九大“打赢脱贫攻坚战”以及“基建补短板”的引领下，政府基建投资力度不减。此外，2019年甘肃省房地产市场依然表现强势，对水泥消费的拉动不容忽视。从中长期来看，“城镇化”和“一带一路”的推进，将使区域需求具备支撑。甘青区域新增产能有限，同时错峰生产仍然保持一定强度，加之外来水泥冲击减弱，供给整体可控。我们认为在下游需求持续回升的背景下，区域市场行情有望继续向好。祁连山是甘青地区最大的水泥熟料生产企业，同时在积极填补西藏市场的空白，将充分享受景气回升带来的业绩增长。

与市场不同之处

- 当前基建领域对甘肃省水泥需求的拉动作用已被市场接受。在棚改政策的继续推进下，2019年甘肃省房地产市场依然表现强势，各项指标均大幅增长。虽然近期房地产信托政策收紧，将对甘肃省房地产市场造成一定影响。不过我们认为，在地方政策推动下，应不改市场整体上行的趋势。房地产领域水泥消费需求不容忽视。
- 根据公司业绩预告，2019年上半年公司盈利大幅增长，但主要是受产品销量提升影响。我们认为，下半年随着供需格局向好，区域水泥价格将会出现一定涨幅，同时伴随公司新投产线产能的释放，公司业绩仍呈向好趋势。

股价催化剂

下游需求超预期；行业供给放量不及预期；公司熟料产能释放超预期等。

盈利预测与投资评级

我们预计祁连山 19-21 年摊薄 EPS 为 1.34 元、1.44 元和 1.51 元。考虑到水泥行业区域性较强，南北方市场景气有所分化，我们选取 A 股中部分北方水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE（2019E）均值为 8 倍，而祁连山的 PE（2019E）为 6 倍，低于行业平均水平。考虑到公司所处区域市场持续向好，且公司产能不断释放，产品有望实现量价齐升。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

基建投资回升不及预期；房地产投资下行风险；市场竞争风险；区域供给超预期释放风险；原燃材料成本上升风险；错峰生产不及预期；环保、安全等突发事件风险；气候异常使当地水泥需求不及预期。

公司简介：甘青水泥霸主，期待再现辉煌

历史底蕴深厚，业务版图不断扩大

甘肃祁连山水泥集团股份有限公司的前身是 1957 年成立的永登水泥厂，1996 年完成股份制改制，并于同年在上海证券交易所上市，股票代码为 600720.SH。公司是甘青藏地区最大的水泥生产企业，主营业务包括水泥、商品混凝土的研究、开发、制造、销售。近年来公司通过新建、并购等方式在甘、青、藏区域进行战略布局，目前已经形成永登、红古、天水、甘谷、平凉、成县、漳县、文县、陇南、嘉峪关、古浪、夏河、定西及青海湟中、民和等十五大水泥生产基地。

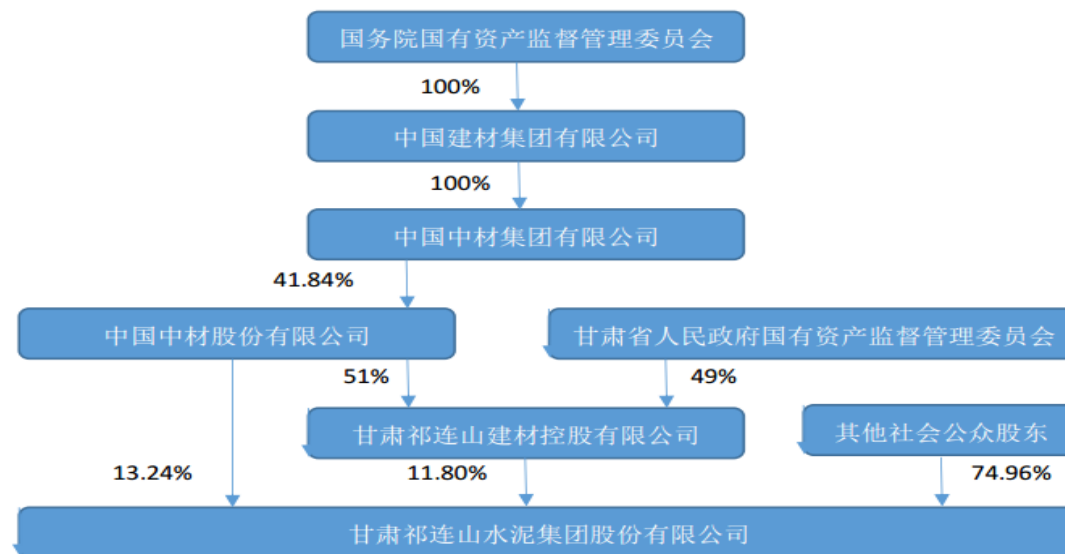
表 1：祁连山发展历程

时间	事件
1957	公司前身永登水泥厂成立
1996	公司完成股份制改革，更名甘肃祁连山水泥股份有限公司，并登陆上交所，股票代码 600720
2005	公司更名为“甘肃祁连山水泥集团股份有限公司”，向着集团化、规模化方向迈进
2009	祁连山水泥成为 H 股上市公司中材股份的控股子公司
2011	公司首次入选“中国水泥十大品牌”
2016	成为中国建材集团的核心成员单位
2017	公司子公司平凉祁连山公司新增骨料业务
2017	祁连山牌通用硅酸盐水泥等三种产品被评为甘肃名牌产品
2019	甘肃祁连山水泥集团武山 4500 吨新型干法水泥生产线点火投产

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

截至 2019 年 3 月 31 日，公司总股本为 7.76 亿股，其中中材股份持股 13.24%，为公司控股股东。中国建材集团持有中材股份 41.84% 股权，是公司实际控制人。

图 1: 祁连山股权结构(截至 2019 年 3 月 31 日)



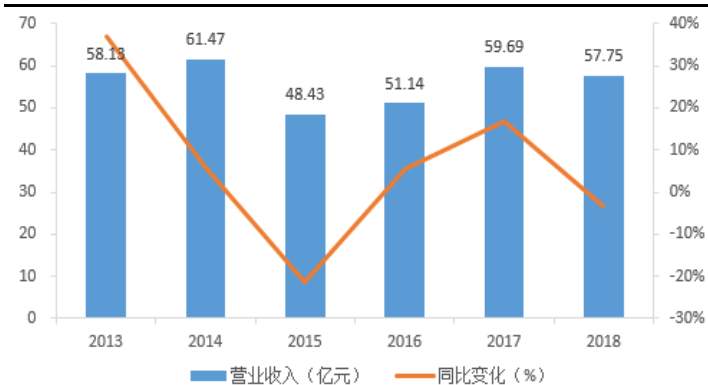
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

盈利能力提升, 业绩进入加速释放期

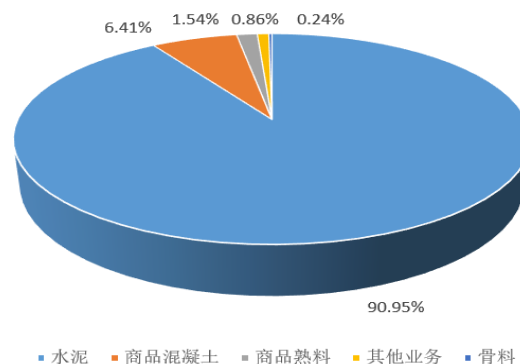
公司业务结构中, 水泥生产销售占据主导地位。2018 年公司实现营业收入 57.75 亿元, 其中水泥业务 52.52 亿元, 占营业收入的 90.94%; 商品混凝土业务 3.70 亿元, 占营业收入的 6.41%; 商品熟料业务 0.89 亿元, 占比 1.54%; 骨料业务 0.14 亿元, 占比 0.24%。

业绩逐步提升, 进入 2019 年迎来加速释放。2018 年, 公司实现营业收入 57.75 亿元, 较上年同期减少 3.25%; 实现归母净利润 6.55 亿元, 较上年同期增长 13.93%。2019 年一季度, 公司实现营业收入 5.96 亿元, 同比增长 36.94%; 实现归母净利润 0.13 亿元, 同比增长 109.29%。

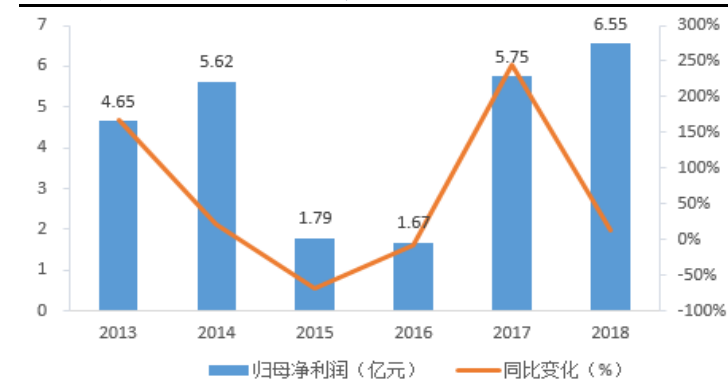
受益价格回升和销量增加, 公司盈利能力增强。2018 年, 公司销售毛利率为 33.10%, 同比增加 2.23 个百分点; 销售净利率为 11.93%, 同比增加 3.07 个百分点。2019 年一季度, 公司销售毛利率为 25.99%, 同比增加 22.3 个百分点; 销售净利率为 1.32%, 同比由负转正。根据公司中期业绩预报, 经财务部门初步测算, 预计公司 2019 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 5 亿元左右, 同比增加 128%左右。

图 2：祁连山 2013-2018 营业收入及变化情况


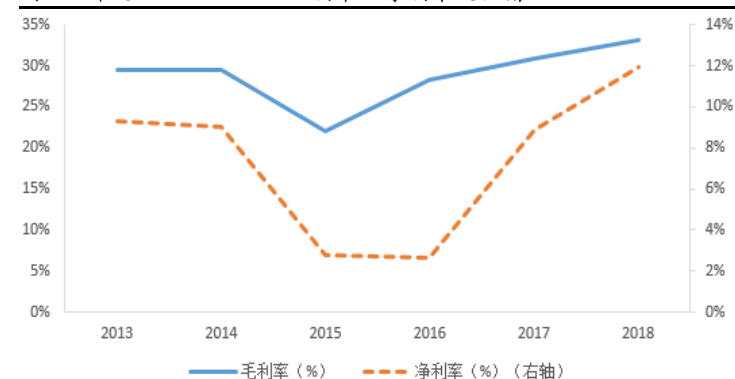
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：祁连山 2018 年各业务营收占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：祁连山 2013-2018 归母净利润及变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：祁连山 2013-2018 毛利率及净利率变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

甘青水泥行业：需求增长、供给可控，行情呈向好趋势

多重利好推动，需求回暖确定性高

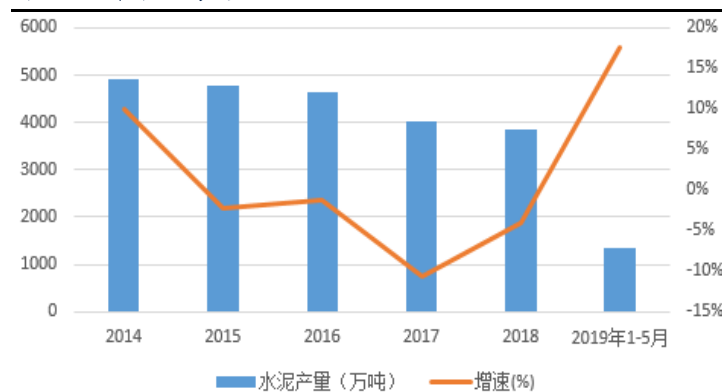
续建项目复工，拉升水泥需求

水泥需求与固定资产投资密切相关，甘青地区房地产投资占固定资产投资比例较低，基建领域是拉动水泥消费的主力军。2018年甘肃省全年固定资产投资为 5474 亿元（根据增速测算），房地产开发投资额 1116.39 亿元，占比 20.39%；青海省全年固定资产投资为 4099 亿元（根据增速测算），房地产开发投资额 351.82 亿元，占比 8.58%。

受国家去杠杆、严控地方政府隐性债务风险政策等因素的影响，2017、2018 两年，甘青两省基础设施建设速度放缓，导致水泥需求随之下滑。2017 年，甘肃省水泥产量 4009.36 万吨，同比减少 10.70%；青海省水泥产量 1449.54 万吨，同比减少 11.20%。2018 年，甘肃省水泥产量为 3847.15 万吨，青海省水泥产量为 1347.83 万吨，需求依旧承压。

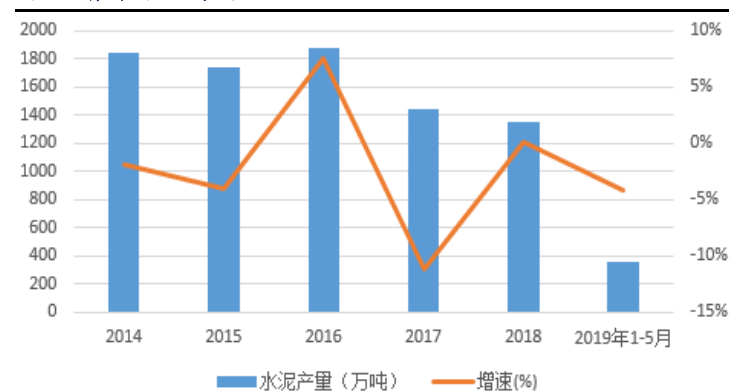
随着我国逆周期政策实施，在积极财政政策支撑下，2019 年甘肃省续建项目陆续重启，水泥需求增长明显。2018 年 10 月，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度。2018 年 12 月底举行的中央经济工作会议指出，2019 年宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在全国基建投资温和回暖的背景下，根据甘肃省交通运输工作会议要求，省内原先停滞的续建项目于 3 月 1 日全面复工，包括国家高速公路待贯通路段建设、省际出口路联通工程和普通国省道升级改造等。2019 年 1-5 月，甘肃省水泥产量达到 1353.95 万吨，同比增长 17.50%。

图 6：甘肃省水泥产量



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 7：青海省水泥产量



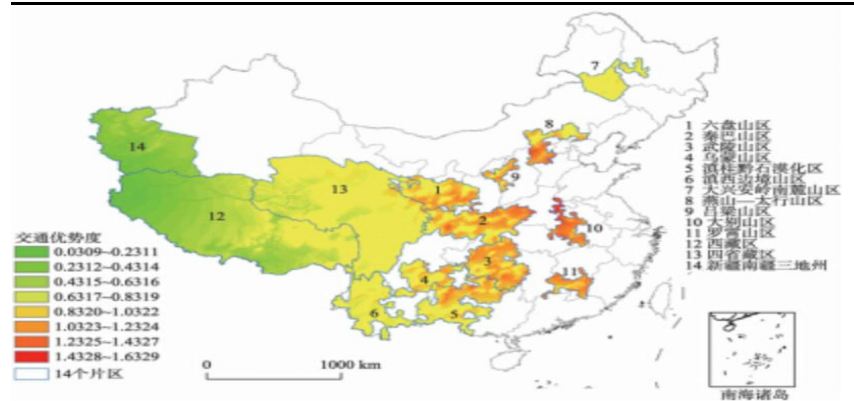
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

基础设施薄弱，政府基建投资力度不减

甘肃、青海由于地理位置、历史发展等原因，基础设施短板一直比较明显，尤其交通基础设施仍然较为滞后，铁路、高速公路以及农村道路建设等领域均有提升空间。根据国家统计局数据，截至 2017 年底，全国铁路营业里程共计 12.7 万公里，其中甘肃省单位国土面积上铁路里程为 0.011 公里/平方米，青海省单位国土面积上铁路里程为 0.003 公里/平方米，全国平均值为 0.013 公里/平方米；全国公路里程共计 477 万公里，其中甘肃省单位国土面积上公路里程为 0.334 公里/平方米，青海省单位国土面积上公路里程为 0.112 公里/平方米，全国平均值为 0.495 公里/平方。

在十九大“打赢脱贫攻坚战”以及“基建补短板”的引领下，作为我国贫困地区集中地的甘青两省，基础设施建设有望得到国家政策大力扶持。2018 年 9 月召开的国务院常务会议中明确提出，要紧扣国家规划和重大战略，加大“三区三州”（含甘肃的临夏州）等深度贫困地区基础设施建设力度。《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》更是将脱贫攻坚领域补短板作为首要任务，要求“深入推进易地扶贫搬迁工程，大力实施以工代赈，加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设”。此外《指导意见》也指出：“以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设”。

图 8：我国贫困地区分布图



资料来源:新华网, 信达证券研发中心整理

根据甘肃省发改委信息，2019 年甘肃省列重大项目达 151 个，总投资 7597 亿元，年度计划投资 1340 亿元（2018 年为 1240 亿元），其中续建项目 78 个，计划新开工项目 50 个，预备项目 23 个。甘肃省交通运输工作会议指出，2019 年计划完成交通运输固定资产投资 771 亿元，比上年同期增长 6%。

根据青海省政府信息，2019 年青海省安排重点项目共计 190 项，主要涉及水利、交通、能源、信息、城镇基础设施、产业优化升级、生态建设及民生改善等 8 个方面，项目总投资 6481 亿元，年度计划完成投资 1150.5 亿元。

表 2：2019 年甘肃、青海基础设施建设规划

	甘肃	青海
交通	计划完成交通运输固定资产投资 771 亿元,比上年同期增长 6%。确保敦煌至格尔木铁路、敦煌铁路提速改造、两当至徽县高速公路、渭源至武都高速公路陇南段年内建成;加快银川至西安铁路、中卫至兰州铁路和景泰至中川机场、平凉至天水、甜水堡至永和、武都至九寨沟等高速公路建设	综合交通基础设施项目 42 项,年度计划完成投资 321.7 亿元。其中,铁路主要包括格库铁路、西成铁路等项目;公路主要包括京藏高速扎麻隆至倒淌河改扩建、湟源至西海公路、农村公路等项目;机场主要包括西宁机场三期、青海湖机场、贵德县通用机场等项目
水利	开工建设中部生态移民扶贫开发供水工程,加快引洮二期及受益区配套供水工程、农业高效节水工程等项目建设,推进白龙江引水、引哈济党等项目前期工作	水利基础设施项目 6 项,年度计划完成投资 23.7 亿元。主要包括蓄集峡水利枢纽、引大济湟西干渠、湟水北干二期、引黄济宁等项目
城镇基础设施	加强城市基础设施建设。优化城市交通网络体系,构建级配合理的城市路网系统,强化城市轨道交通线网规划指导,完善非机动车、行人交通系统及行人过街设施,鼓励有条件城市建设自行车专用道	城镇基础设施项目 17 项,年度计划完成投资 86.5 亿元。主要包括西宁市“畅通西宁”绿色交通升级工程、海东市乐都区地下综合管廊、藏区城镇基础设施等项目
乡村振兴	实施农村公路窄路基路面加宽改造、农村公路路网改善工程,更好满足农村客运发展条件。新增通客车建制村 180 个,其中贫困地区 150 个,实现全省 99%的建制村通客车	持续推进“四好农村路”建设,新改建农村公路 4000 公里、便民桥梁 150 座。坚持“农地姓农”,彻底整治“大棚房”问题

资料来源:各地方政府官网,信达证券研发中心整理

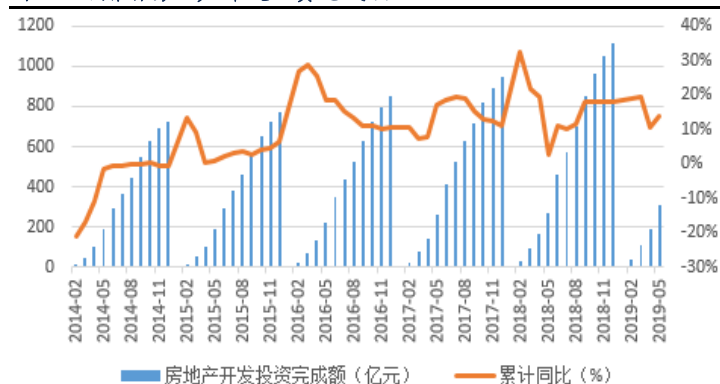
甘肃省房地产领域水泥消费不容忽视

在全国房地产市场下行趋势逐渐明朗的背景下,2019 年甘肃省房地产市场依然表现强势,各项指标均大幅增长。2019 年 1-5 月,房地产开发投资完成额 304.92 亿元,同比增长 13.9%,较上年同期提升 11.1 个百分点;商品房销售面积 470.25 万平方米,同比增长 8.43%,上年同期为下滑 12.70%;房地产新开工面积 805.97 万平方米,同比增长 74.30%,上年同期为下滑 36%;房屋施工面积 8421.17 万平方米,同比增长 13.10%,上年同期为下滑 0.9%。

棚改政策的继续推进是甘肃省房地产市场向好的重要原因。2018 年甘肃省计划实施棚户区改造 23.22 万套,创甘肃省历年棚改任务之最,开工率为 100%,基本建成 14.13 万套,超额完成任务。根据甘肃省住建厅计划,2019 年将继续对 18.27 万套棚户区房屋实施改造。近期房地产信托政策收紧,将使流入房地产领域资金进一步减少,这会对甘肃省房地产市场造成一定影响。不过我们认为,在地方政策推动下,应不改市场整体上行的趋势。

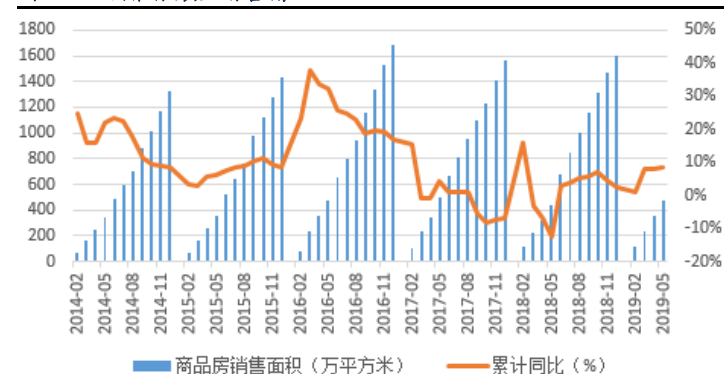
甘肃省水泥应用虽以基建领域为主,但房地产领域仍然是重要组成部分,其对水泥消费的拉动不容忽视。

图 9：甘肃省房地产开发投资完成额



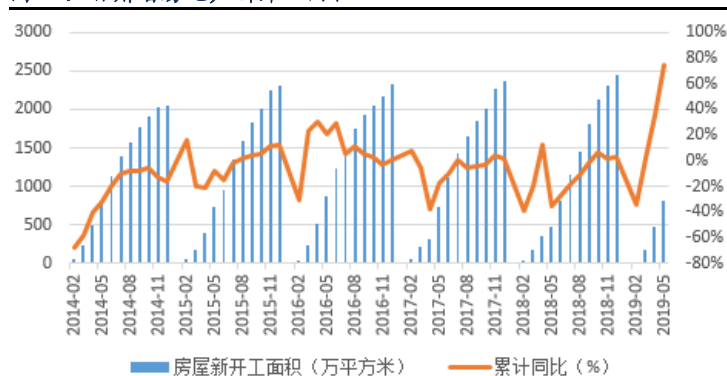
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：甘肃省房屋销售情况



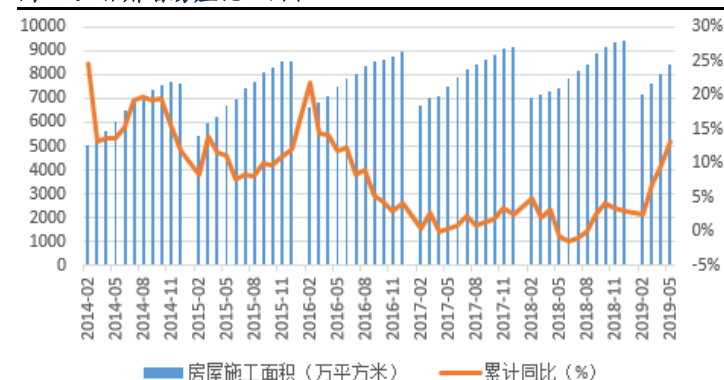
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：甘肃省房地产新开工面积



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：甘肃省房屋施工面积

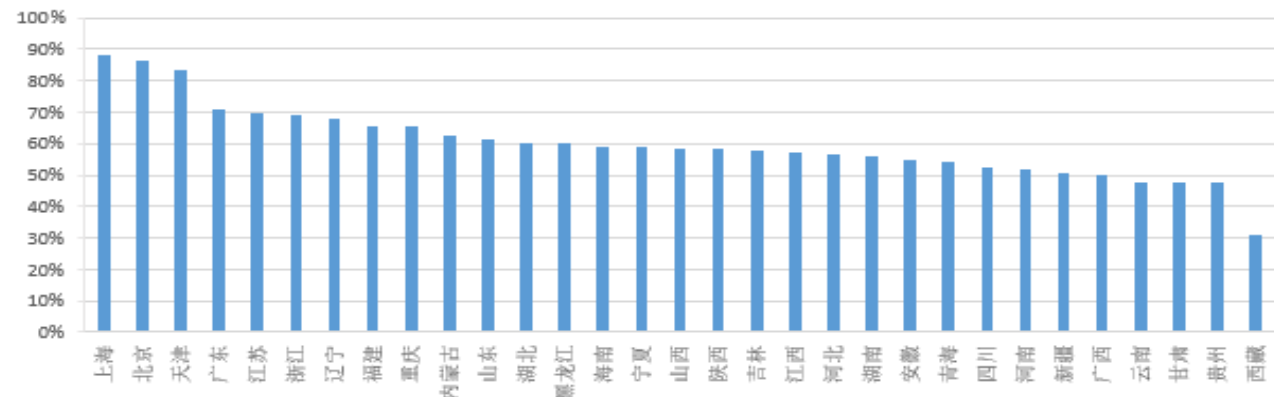


资料来源：万得，信达证券研发中心

“城镇化”叠加“一带一路”，中长期需求具备支撑

甘青两地城镇化水平较低，随着城镇化进程推进，蕴藏大量基建以及房建需求。截至 2018 年底，全国城镇化水平已经达到 59.58%，比上年末提高 1.06 个百分点，甘肃、青海城镇化率均低于全国平均水平，分别为 47.69%和 54.47%。甘肃城镇化率排名倒数第三，仅高于贵州和西藏。综合来看，甘青地区城镇化水平尚与全国平均水平有一定差距，更远低于东部发达地区。城镇化是现代化发展的必由之路，也是加快推进工业化、农业现代化的必经选择，因此甘青地区城镇化率的提升也将是必然结果。我们认为在城镇化推进的过程中，甘青地区基建和房建领域均有大量水泥需求亟待释放。

图 13: 全国各省城镇化率 (%)



资料来源: 各省市统计局, 信达证券研发中心

甘青地区是“一带一路”重要组成部分, 尤其甘肃河西走廊是丝绸之路经济带的黄金通道, 基础设施互联互通建设带来水泥需求增量。2015 年, 甘肃省人民政府出台《甘肃省参与丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路建设的实施方案》明确提出: 着力加强基础设施建设, 推进互联互通, 2020 年建成综合交通运输网络。2019 年 4 月, 第二届“一带一路”峰会在北京成功召开, “一带一路”政策再获强力推进。

供给整体可控

新增产能有限，错峰生产维持强度

甘肃、青海熟料产能占全国比例较低，且新增产能有限。根据数字水泥网数据，截至 2018 年底，甘肃省熟料产能 4278 万吨，占全国总产能的 2.35%；青海省熟料产能 1516 万吨，占全国总产能的 0.83%。2019 年甘肃省熟料新增产能主要来源于甘草的 5000t/d 产线和祁连山 4500t/d 产线，新增产能占比约为 6.90%。青海省则无新增产线投产计划。

甘肃省错峰生产边际放松，但仍保持较高强度，青海省政策则要求更加严格。根据甘青两省出台的错峰生产政策，甘肃省要求全省所有熟料产线在 2018 年 11 月 1 日-2019 年 3 月 10 日停产 90 天，而上年停产时间为 2017 年 11 月 1 日-2018 年 3 月 15 日；青海省要求省内熟料产线 2018 年 12 月起累计停窑 5.5 个月，上年同期为 150 天。

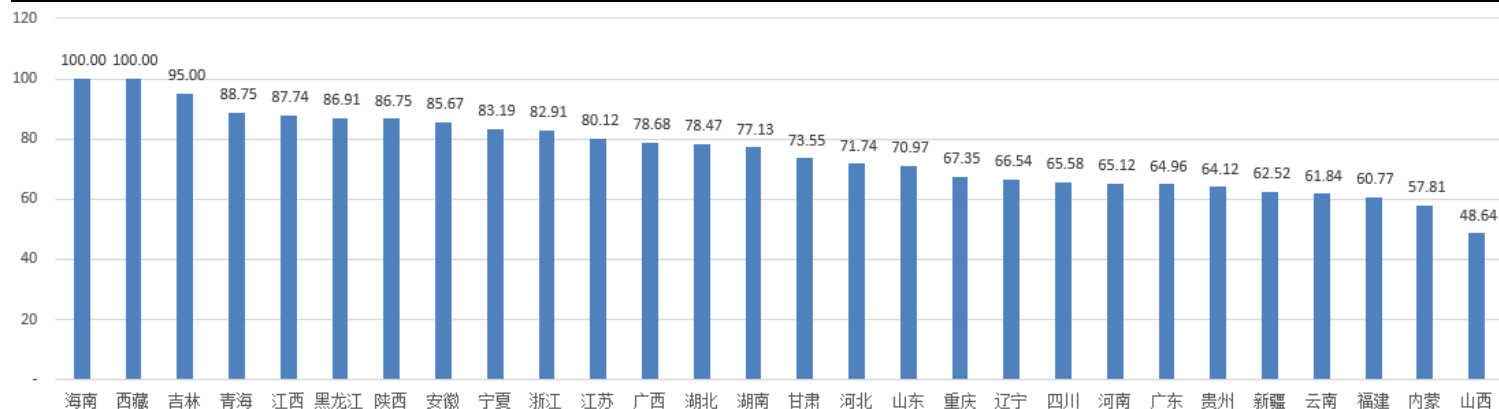
表 3：2018、2019 年甘青两地错峰生产计划

	2018 年	2019 年
甘肃省	自 2017 年 11 月 1 日起至 2018 年 3 月 15 日期间甘肃省全省所有水泥熟料生产线执行错峰生产。	自 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日期间，全省所有水泥熟料生产线按计划停产 90 天。
青海省	区域内 12 家水泥企业 20 条熟料生产线自 2017 年 12 月 1 日起错峰停产 150 天。	全省 12 户水泥企业 20 台水泥窑自 2018 年 12 月 6 日起，累计停窑 5.5 个月

资料来源：各地方政府官网，信达证券研发中心整理

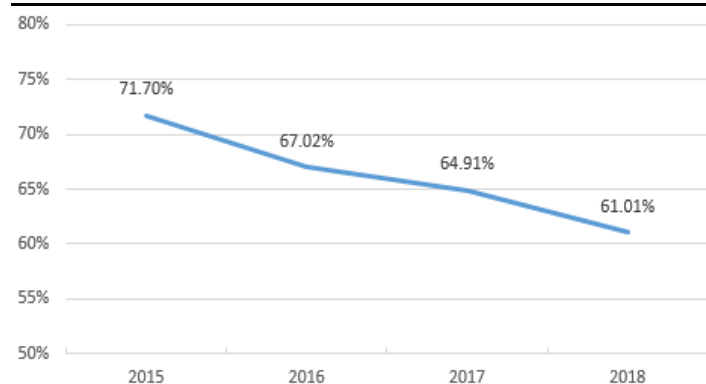
市场集中度较高，产能利用率有望回升

甘青两地水泥熟料行业集中度均高于全国平均水平，青海地区更是位于全国前列。2018 年，甘肃省和青海省 CR5 分别为 74%、89%，区域内大企业对市场具有一定主导作用。中国建材集团（包括祁连山和宁夏建材）和海螺水泥是甘肃省内两大巨头，合计市占率接近 60%，在行业协同的背景下，对区域市场稳定起到积极作用。目前祁连山和宁夏建材在部分市场仍存在竞争，不过根据 2017 年中国建材的承诺，2020 年底将解决二者同业竞争问题。我们认为，未来区域竞争格局仍存优化预期。

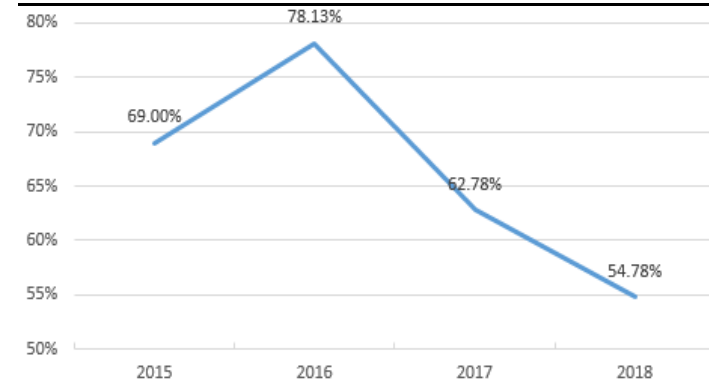
图 14: 全国各省份数量 CR5 (%)


资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

受需求下滑影响,近年来甘青地区熟料产能利用率受到压制。我们认为,后续随着需求释放,产能利用率将有所回升。2015-2018年,甘肃省熟料产能利用率分别为 71.70%、67.02%、64.91%和 61.01%; 青海省熟料产能利用率分别为 69.00%、78.13%、62.78%和 54.78%。

图 15: 甘肃省熟料产能利用率情况


资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

图 16: 青海省熟料产能利用率情况


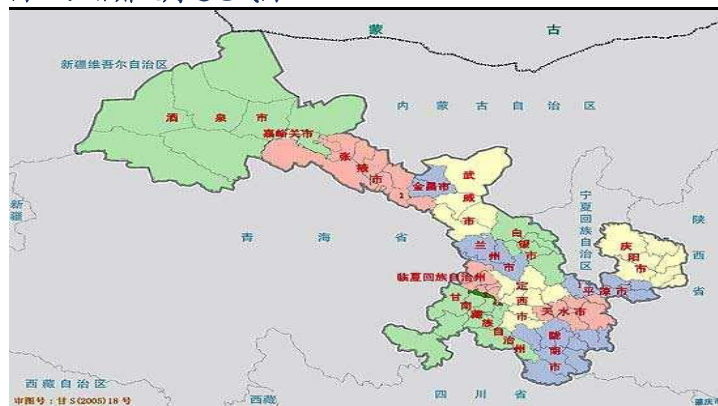
资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

外来水泥冲击减弱

青海省虽地域辽阔但人口稀少，水泥需求较少，且主要集中在西宁周边地区。青藏高原特殊的多山脉地形也使得水泥流入青海较少，市场较为封闭，供需主要靠自身调节。截至 2019 年 7 月 8 日，青海省水泥平均价为 402 元/吨，较上年同期上涨 1.77%。

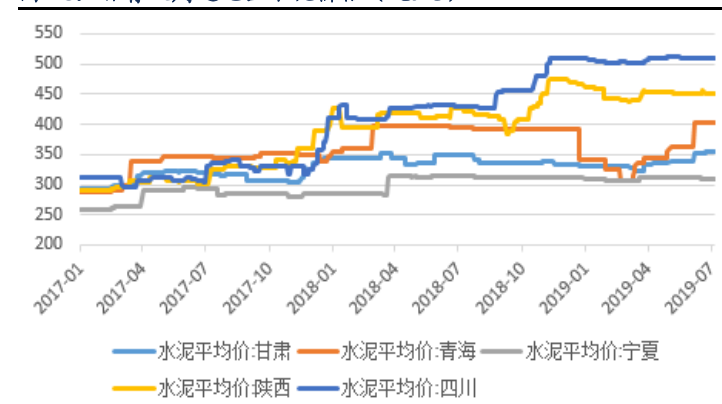
甘肃省地形狭长，相邻省份较多，但水泥流动主要集中在需求旺盛的甘中以及甘东南地区，面临的威胁来自宁夏、四川和陕西。进入 2019 年，川陕地区水泥行情向好，与甘肃地区水泥价差拉大，流入动能不足。而宁夏水泥在利益驱使下，东流的概率加大，对甘肃市场的冲击也将减轻。截至 2019 年 7 月 8 日，甘肃省水泥平均价为 356 元/吨，较上年同期上涨 2.01%。

图 17：甘肃及周边地域图



资料来源:信达证券研发中心整理

图 18：甘青及周边地区水泥价格（元/吨）



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

总而言之，甘青区域新增产能有限，此外错峰生产仍然保持一定强度，加之外来水泥冲击减弱，供给整体可控。我们认为在下游需求持续回升的背景下，区域市场行情有望继续向好。

甘青两地最大水泥企业，充分受益景气回升

甘青市场龙头，享有区域主导权

公司目前是甘青地区最大的水泥熟料生产企业，甘肃市场占有率达 42%，青海市场占有率达 24%。截至 2019 年 7 月，公司在甘肃、青海共拥有 15 个水泥生产基地，在役 18 条干法水泥熟料生产线，产能达到 62500t/d。

根据销售区域划分，公司在陇南、天水片区市场占有率较高，亦是公司盈利最好的两个片区。2018 年，公司陇南片区业务毛利率达到 41.90%，营收占比 26.26%；天水片区业务毛利率达到 33.97%，营收占比 21.44%。随着天水武山 4500t/d 产能逐步释放，公司对该地区的掌控力还将加强。

表 4: 公司在役熟料产线情况

序号	省份	地点	所属企业	产能 (d/t)	状态
1	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	2500	在产
2	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	2500	在产
3	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	5000	在产
4	甘肃省	天水市	甘谷祁连山水泥有限公司	2500	在产
5	甘肃省	天水市	天水祁连山水泥有限公司	4500	在产
6	甘肃省	武威市	古浪祁连山水泥有限公司	5000	在产
7	甘肃省	平凉市	祁连山平凉水泥股份有限公司	2500	在产
8	甘肃省	嘉峪关市	酒钢（集团）宏达建材有限责任公司	5000	在产
9	甘肃省	定西市	漳县祁连山水泥有限公司	3000	在产
10	甘肃省	定西市	漳县祁连山水泥有限公司	5000	在产
11	甘肃省	陇南市	成县祁连山水泥有限公司	3000	在产
12	甘肃省	陇南市	成县祁连山水泥有限公司	5000	在产
13	甘肃省	陇南市	陇南祁连山水泥有限公司	2500	在产
14	甘肃省	陇南市	文县祁连山水泥有限公司	2500	在产
15	甘肃省	甘南州	夏河祁连山安多水泥有限公司	2500	在产
16	青海省	西宁市	青海祁连山水泥有限公司	2500	在产
17	青海省	西宁市	青海祁连山水泥有限公司	5000	在产
18	青海省	海东地区	民和祁连山水泥有限公司	2000	在产
合计				62500	

资料来源：数字水泥网，信达证券研发中心

填补西藏市场空白，开拓利润增长极

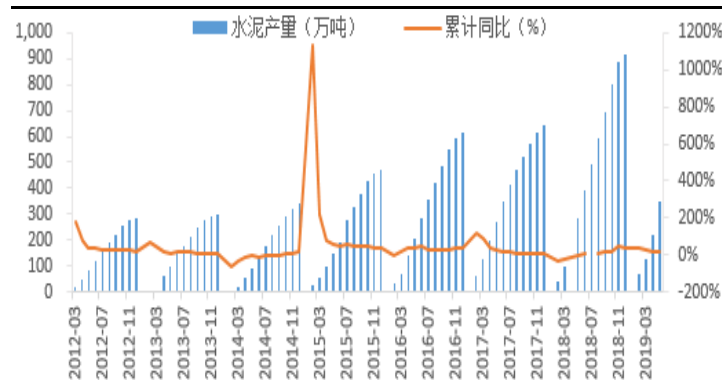
西藏地区基建需求较大，水泥消费有望维持高速增长。根据 2017 年西藏自治区政府工作报告规划，“十三五”期间，西藏地区固定资产要年均增长 20% 左右。由于地区交通基础设施薄弱，西藏政府计划在“十三五”期间投资 5431 亿元进行公路交通基础设施建设，铁路建设投资也将达到 1600 亿元。川藏、滇藏、甘藏和新藏四大入藏铁路中，川藏铁路目前已经开工建设，总投资达到 2700 亿元，其余三条也处于积极筹划当中。交通投资的高景气将极大利好地区水泥需求。

供不应求推动产能提升，但中短期供给短缺格局不改。由于产能严重不足，在全国水泥行业“去产能”的背景下，西藏地区仍有新增产能规划，2018 和 2019 年均有产线投产。根据西藏发改委数据，若目前规划产能全部投产后，水泥实际总产能将达到 900 万吨左右，然而到 2020 年水泥需求量预计将达 1700 万吨左右，水泥缺口仍将有 800 万吨。

由于西藏本地水泥产能难以满足需求，同时受地理位置等因素影响，外地水泥进入成本较高，导致水泥价格始终在高位震荡。2019 年 6 月，西藏 P.O42.5 水泥月均价为 651 元/吨，远高于全国平均价格。我们认为，西藏地区水泥供需紧张格局在短期不会反转，区域内企业仍将保持相对较好的盈利水平。

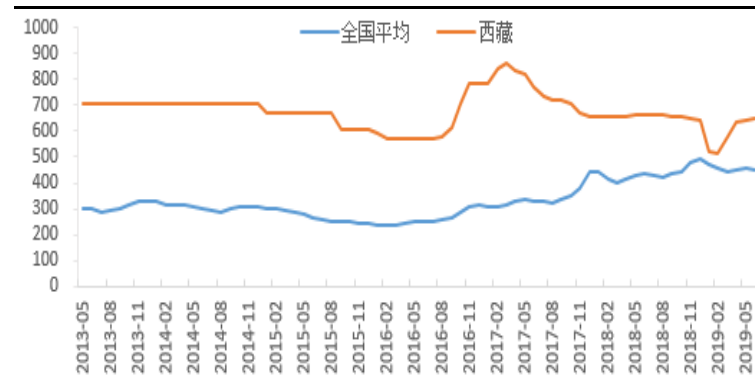
公司目前正在积极布局西藏市场，控股子公司西藏中材祁连山在建一条年产 120 万吨熟料产线，参股子公司拉萨城投祁连山在建一条 4500t/d 熟料产线，分别位于人口集中、需求较大的山南和拉萨。两条产线的建成将填补公司在西藏市场的空白，为公司贡献业绩增量。

图 19：西藏水泥产量与增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：西藏及全国 P.O42.5 水泥价格走势（元/吨）



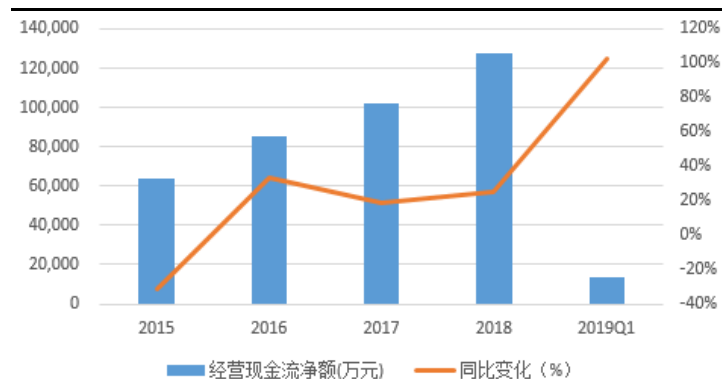
资料来源：万得，信达证券研发中心

经营现金流持续好转，财务费用不断缩减

自 2016 年开始，受益公司业绩向好，经营现金流情况不断好转。2018 年公司经营活动现金流净额为 12.77 亿元，同比增长 25.44%；2019 年一季度为 1.36 亿元，同比增长 102.71%。

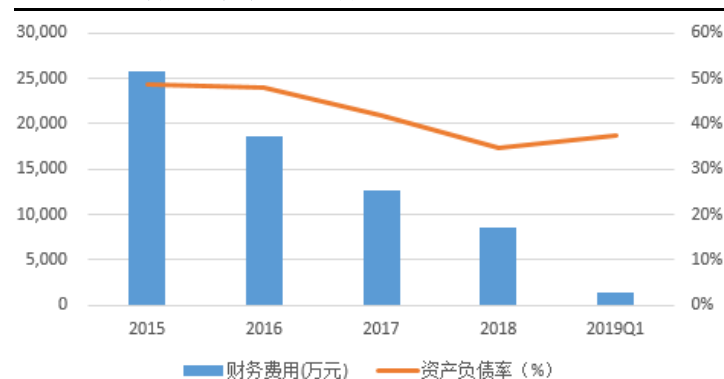
公司资产负债结构持续优化，财务费用随之降低，增厚公司利润。2015 年以来公司资产负债率及财务费用均呈下降趋势，截至 2019 年 3 月 31 日，公司资产负债率仅为 37.55%；2018 年公司财务费用为 8586.67 万元，同比减少 31.74%；2019 年一季度公司财务费用为 1,395.34 万元，同比减少 45.18%。

图 21: 公司经营现金流情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22: 公司资产负债率及财务费用



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与估值

盈利预测

根据祁连山目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 19-21 年营业收入分别为 69.48、75.00 和 78.58 亿元，同比增长 20.32%、7.95%和 4.76%；毛利率为 35.25%、35.51%和 35.26%。根据公司当前股本计算，我们预计祁连山 19-21 年摊薄 EPS 分别为 1.34 元、1.44 元和 1.51 元。以 2019-08-02 收盘价 8.23 元，对应的 19-21 年 PE 分别为 6X、6X 和 5X。

表 5：祁连山盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	57.75	69.48	75.00	78.58
同比（%）	-3.25	20.32	7.95	4.76
其中：水泥业务（亿元）	52.52	63.42	67.92	71.32
同比（%）	-3.56	20.75	7.10	5.01
其中：熟料业务（亿元）	0.89	1.08	1.15	1.21
同比（%）	414.64	21.35	6.48	5.22
其中：混凝土业务（亿元）	3.70	4.07	4.07	4.07
同比（%）	-19.60	10.00	0	0
其中：骨料业务（亿元）	0.14	0.42	1.27	1.27
同比（%）	325.33	200.00	202.38	0
营业成本（亿元）	38.63	44.99	48.60	50.87
同比（%）	-6.38	16.46	8.02	4.67
毛利率（%）	33.10	35.25	35.21	35.26

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

相对估值与投资评级

考虑到水泥行业区域性较强，南北方市场景气有所分化，我们选取 A 股中部分北方水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE（2019E）均值为 8 倍，而祁连山的 PE（2019E）为 6 倍，低于行业平均水平。考虑到公司所处区域市场持续向好，且公司产能不断释放，产品有望实现量价齐升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：祁连山可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
000877.SZ	天山股份	9.99	1.49	1.60	1.71	7	7	6	6
600449.SH	宁夏建材	8.42	0.93	1.02	1.15	9	9	8	7
000401.SZ	冀东水泥	16.91	2.18	2.50	2.81	11	8	7	6
行业均值			1.53	1.71	1.89	9	8	7	6
600720.SH	祁连山	8.23	1.34	1.44	1.51	8	6	6	5

资料来源：除祁连山为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为 2019 年 8 月 2 日收盘价

风险因素

- 1、基建投资回升不及预期。当前甘青地区基建力度开始加大，但地方政府融资渠道仍然受限，若基建投资回升幅度较小，必将影响相关企业业绩提升。
- 2、房地产投资下行风险。当前甘肃省房地产投资依旧高位，各项指标均向好，预示较大水泥消费潜力。若后期房地产领域水泥需求不及预期，将使水泥价格承压。
- 3、市场竞争风险。甘肃省东南部水泥需求较为旺盛，但周边水泥企业数量较多，市场竞争激烈。若未来水泥流入加大，将影响区域市场景气。
- 4、区域供给超预期释放风险。在甘肃省水泥消费需求回暖的情况下，若供给端增量明显，价格将难以继续维持高位，对行业经营状况造成冲击。
- 5、原燃材料成本上升风险。公司生产水泥的原燃材料以煤和电为主，占生产成本的 40%以上。煤炭价格波动将直接影响公司盈利水平。
- 6、错峰生产不及预期。行业错峰生产是控制区域供给的重要抓手，若后续错峰生产政策及执行力度有所放松，则将导致供给增加。
- 7、环保、安全等突发事件风险。公司产品生产过程中，若发生重大安全事故或环保事件，将给公司的正常生产经营及品牌声誉带来不利影响。
- 8、气候异常使当地水泥需求不及预期。若区域雨季天气明显增多，将拖累下游施工节奏，进而影响水泥需求。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,386.97	1,944.91	2,903.13	4,048.57	5,362.85
货币资金	792.52	478.65	1,168.25	2,179.00	3,406.98
应收票据	231.18	534.17	642.71	693.80	726.84
应收账款	470.60	369.60	444.71	480.06	502.92
预付账款	249.37	28.75	33.48	36.17	37.86
存货	596.42	487.64	567.87	613.44	642.14
其他	46.88	46.10	46.10	46.10	46.10
非流动资产	7,753.96	7,756.51	7,771.61	7,792.51	7,800.44
长期股权投资	0.00	127.86	127.86	127.86	127.86
固定资产(合计)	6,306.54	5,840.45	5,776.10	5,636.09	5,480.65
无形资产	787.68	804.74	836.12	867.36	891.19
其他	659.74	983.46	1,031.53	1,161.19	1,300.75
资产总计	10,140.93	9,701.42	10,674.74	11,841.07	13,163.29
流动负债	3,279.13	2,912.39	3,069.16	3,110.61	3,200.07
短期借款	1,125.00	465.00	365.00	265.00	265.00
应付票据	296.58	733.78	854.51	923.09	966.28
应付账款	812.16	552.98	643.97	695.65	728.20
其他	1,045.40	1,160.62	1,205.68	1,226.88	1,240.59
非流动负债	959.47	460.72	410.72	360.72	360.72
长期借款	228.00	250.00	200.00	150.00	150.00
其他	731.47	210.72	210.72	210.72	210.72
负债合计	4,238.60	3,373.11	3,479.88	3,471.33	3,560.79
少数股东权益	563.72	570.70	624.78	682.74	743.55
归属母公司股东权益	5,338.61	5,757.61	6,570.08	7,687.00	8,858.95
负债和股东权益	10,140.93	9,701.42	10,674.74	11,841.07	13,163.29

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,968.97	5,774.76	6,948.22	7,500.48	7,857.72
同比(%)	16.71%	-3.25%	20.32%	7.95%	4.76%
归属母公司净利润	574.69	654.77	1,042.25	1,116.92	1,171.95
同比(%)	245.00%	13.93%	59.18%	7.17%	4.93%
毛利率(%)	30.87%	33.10%	35.25%	35.21%	35.26%
ROE%	11.25%	11.80%	16.91%	15.67%	14.17%
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.84	1.34	1.44	1.51
P/E	11	10	6	6	5
P/B	1.20	1.11	0.97	0.83	0.72
EV/EBITDA	6.20	5.13	3.91	3.65	3.52

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,968.97	5,774.76	6,948.22	7,500.48	7,857.72
营业成本	4,126.62	3,863.25	4,498.87	4,859.91	5,087.30
营业税金及附加	62.49	74.35	89.45	96.56	101.16
销售费用	316.35	299.84	360.76	389.44	407.99
管理费用	679.99	583.30	625.34	675.04	707.19
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	125.79	85.87	35.49	27.07	17.04
减值损失合计	73.70	49.22	47.16	45.21	55.61
投资净收益	0.18	-6.98	3.00	-1.26	-1.75
其他	107.88	102.35	55.31	52.06	53.68
营业利润	692.10	914.31	1,349.45	1,458.04	1,533.36
营业外收支	-28.07	-77.78	-17.88	-31.06	-36.08
利润总额	664.03	836.54	1,331.57	1,426.98	1,497.27
所得税	134.98	147.79	235.24	252.10	264.52
净利润	529.05	688.75	1,096.33	1,174.88	1,232.76
少数股东损益	-45.64	33.98	54.08	57.96	60.81
归属母公司净利润	574.69	654.77	1,042.25	1,116.92	1,171.95
EBITDA	1,424.11	1,521.50	1,956.13	2,054.52	2,131.73
EPS(当年)(元)	0.74	0.84	1.34	1.44	1.51

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,018.11	1,277.11	1,699.00	1,802.27	1,862.62
净利润	529.05	688.75	1,096.33	1,174.88	1,232.76
折旧摊销	631.73	597.24	591.12	602.06	611.63
财务费用	128.36	87.72	33.43	25.48	22.83
投资损失	-0.18	6.98	-3.00	1.26	1.75
营运资金变动	-272.46	-89.70	-59.01	-38.44	-52.46
其它	1.61	-13.88	40.13	37.03	46.12
投资活动现金流	176.31	-383.62	-596.18	-616.04	-611.82
资本支出	181.97	-219.34	-599.18	-614.78	-610.07
长期投资	0.18	0.06	3.00	-1.26	-1.75
其他	-5.84	-164.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-904.17	-1,180.05	-413.21	-175.48	-22.83
吸收投资	0.00	26.51	0.00	0.00	0.00
借款	-644.09	-897.04	-150.00	-150.00	0.00
支付利息或股息	260.08	309.52	263.21	25.48	22.83
现金流净增加额	290.25	-286.56	689.60	1,010.75	1,227.98

研究团队简介

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。