

祁连山（600720）：成长中的西北水泥龙头

——祁连山深度报告

2020年02月17日

强烈推荐/维持

祁连山 公司报告

报告摘要：

祁连山是甘肃和青海区域的水泥龙头。公司水泥熟料设计产能为甘肃省最大，青海省第三，分别占到甘肃省全省的43.18%和青海省全省的15.31%。祁连山是中国建材集团布局在西北地区的重要水泥成员企业，是北方水泥企业中的优秀公司，公司经营质量优异盈利能力突出。

区域需求恢复且可持续，供给严控，高景气具备向上空间。2019年甘肃省内重点项目的恢复建设带动区域需求改善，全省固投增速改善明显，省内地产投资韧性不改。同时青海地产投资增速也大幅改善。甘青地区基建项目存量需求旺盛，项目的持续建设将对区域水泥需求形成稳定支撑。供给端方面2016年后甘肃几无新增产能，区域错峰限产执行力度一直较强，甘肃省水泥价格景气度保持在高位。甘肃水泥价格远低于西北地区均价，西北地区均价低于华北地区，也远低于华东和中南地区。甘肃水泥价格上涨空间仍大。

基建补短板的重点区域，交通建设空间大。2020年是全面建设小康社会的收官之年，新冠疫情也使得稳增长必要性上升，2019年下半年以来国家陆续出台政策从融资层面支持基础设施建设，甘肃作为脱贫攻坚战和基建补短板的重点区域，人均铁路和公路密度存在较大短板，交通建设空间广阔。

西藏新建产能即将投产，产能规模跻身地区三强。西藏地区水泥供小于求，价格长期大幅高于周边省市，目前祁连山位于西藏的在建产能为240万吨，2020年全部投产后公司产能规模或跻身地区前三强。

资产整合助力业务协同，甘肃水泥有望进入极高寡占阶段。2020年是中国建材承诺整合西北水泥同业竞争期限的最后一年，祁连山、天山股份与宁夏建材有望迎来整合。整合方案的落地将使得甘肃水泥市场进入寡占阶段，并有力遏制外来水泥的流入，增强祁连山对甘肃市场的控制力。

投资建议和估值：考虑到公司作为中建材的水泥上市平台，具备优秀经营品质，市场控制力强，区域需求弹性空间大，西藏新产能投放和区域整合带来公司的成长性确定，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5968.9	5774.7	6896.4	8437.6	9525.3
增长率（%）	16.71	-3.25	19.42	22.35	12.89
归母净利润（百万）	574.69	654.77	1200.8	1424.7	1660.1
增长率（%）	245.00	13.93	83.40	18.64	16.52
净资产收益率（%）	10.76	11.37	17.71	17.36	16.82
每股收益（元）	0.74	0.84	1.55	1.84	2.14
PE	16	14	8	6	6
PB	1.72	1.59	1.35	1.12	0.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

祁连山是中国建材集团旗下企业，主营业务为水泥及水泥熟料的生产和销售。公司是青甘地区水泥行业龙头，在甘肃市场占有率达42%，在青海市场占有率达24%。

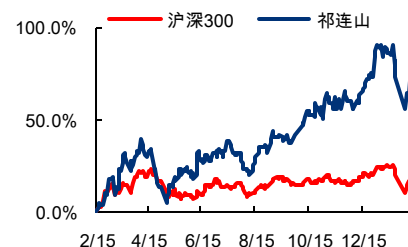
未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	12.06-7.04
总市值（亿元）	93.62
流通市值（亿元）	93.61
总股本/流通A股（万股）	77629/77616
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.88

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554041

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

目 录

1. 甘青地区水泥龙头，中国建材布局在西北的重要水泥企业	4
1.1 祁连山是甘青地区水泥行业龙头	4
1.2 中国建材布局在西北的重要水泥企业，实控人为国务院国资委	5
1.3 北方水泥企业中的优秀公司，盈利能力突出	6
1.3.1 中材股份入主助力祁连山成为甘肃水泥龙头	6
1.3.2 经营质量优异的北方水泥公司，盈利能力突出	6
2. 区域需求恢复且可持续，供给严控高景气具备向上空间	8
2.1 区域需求的恢复有望得到基建存量项目的持续支撑	8
2.1.1 甘青区域固投增速改善明显	8
2.1.2 甘肃地产投资增长依旧，青海地产投资增速大幅改善	9
2.2 基建项目存量和增量成为区域水泥需求改善的基础	9
2.3 供给端严控依旧，区域高景气仍有向上空间	11
2.3.1 2016 年后甘肃几无新增产能，错峰限产执行力度依旧	11
2.3.2 甘肃水泥价格涨幅明显，区域对比下价格仍是洼地	11
3. 甘青是基建补短板的重点区域，增量需求可期	12
3.1 全面小康的收官的 2020 年，新冠疫情之下稳增长要求提升	12
3.2 甘肃地区是基建补短板的重点区域，公路和铁路建设空间大	13
3.2.1 甘肃地区是脱贫攻坚战和基建补短板的重点区域	13
3.2.2 甘肃交通建设短板明显，公路和铁路建设空间广阔	15
4. 西藏新建产能即将投产，产能规模跻身地区三强	15
5. 中国建材旗下西北水泥资产有望迎来整合	16
5.1 中国建材承诺解决西北水泥资产同业竞争问题	16
5.2 资产整合助力业务协同，甘肃水泥有望进入极高寡占阶段	17
5.2.1 祁连山和中材股份的省内整合将会使甘肃水泥进入极高寡占阶段	17
5.2.2 祁连山、中材股份和宁夏建材的整合将有力遏制甘肃地区外来水泥	17
6. 盈利预测和投资评级	18
7. 风险提示	18
相关报告汇总	20

表格目录

表 1：2019 年即将开工或正在进行的甘青地区重大基建项目（部分）	10
表 2：2018 年 7 月以来有关基础设施建设的文件或政策	13
表 3：西藏地区正在施工的重要工程项目（部分）	16
表 4：市场结构与集中度情况对照表	17

插图目录

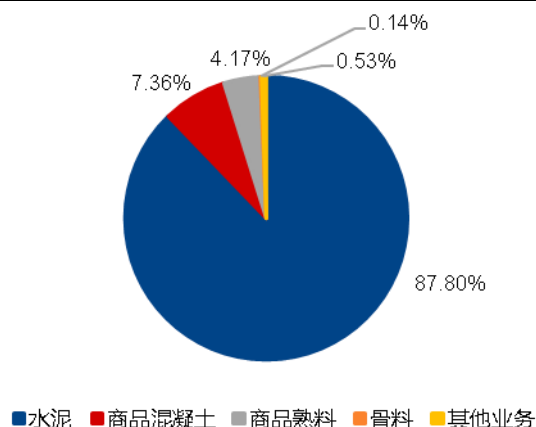
图 1：祁连山 2019H1 年各项业务收入占比	4
图 2：祁连山 2019H1 年各项业务毛利占比	4
图 3：祁连山当前产销布局图	4
图 4：祁连山 2019H1 收入分地区构成情况	5
图 5：祁连山 2019H1 毛利分地区构成情况	5
图 6：祁连山水泥熟料设计产能为甘肃省最大	5
图 7：祁连山水泥熟料设计产能为青海省第三	5
图 8：祁连山的股权结构	6
图 9：祁连山水泥熟料产能变化情况 单位：万吨	6
图 10：祁连山水泥产量占甘肃省全省之比不断增大	6
图 11：祁连山吨管理费用为北方水泥最低 单位：元/吨	7
图 12：祁连山吨销售费用为北方水泥最低之一单位：元/吨	7
图 13：2015-2018 年间祁连山吨成本保持在北方水泥同业中最低	7
图 14：祁连山 2014-2017 年间 ROE 为北方水泥同业中最高	8
图 15：祁连山 2014-2018 年间权益乘数保持在较低位置	8
图 16：祁连山 2014-2018 年间总资产周转率保持在较高位置	8
图 17：祁连山 2014-2018 销售净利率保持在较高位置	8
图 18：甘肃省和青海省固定资产投资完成额及其同比增速 单位：亿元 ..	9
图 19：甘肃省和青海省房地产开发投资完成额及其同比增速 单位：亿元 ..	9
图 20：甘肃省交通固定资产投资增速在 2019 年出现大幅改善 单位：亿元	10
图 21：2016 年之后甘肃省几无新增水泥熟料产能 单位：万吨	11
图 22：甘肃省水泥产量 2019 年以来明显恢复	12
图 23：甘肃省水泥价格 2019 年以来涨幅明显单位：元/吨	12
图 24：全国各大区水泥价格对比 单位：元/吨	12
图 25：我国 14 大贫困区分布图	14
图 26：甘肃省人均固投完成额在“西部大开发”所有省份中排名倒数第一 单位：元	14
图 27：2018 年全国各省市铁路网密度情况 单位：公里/万平方公里	15
图 28：2018 年各省市公路网密度情况 单位：公里/万平方公里	15
图 29：西藏地区水泥价格显著高于周边地区（单位：元/吨）	16
图 30：西藏地区房地产开发投资完成额及同比增速（单位：亿元）	16
图 31：甘肃水泥价格长期高于内蒙古和宁夏（单位：元/吨）	18
图 32：甘肃省外水泥流转通道	18

1. 甘青地区水泥龙头，中国建材布局在西北的重要水泥企业

1.1 祁连山是甘青地区水泥行业龙头

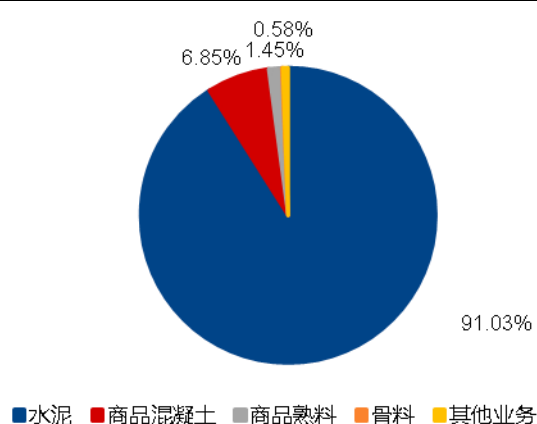
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（祁连山）主营业务为水泥，近年来，公司积极延伸产业链，以水泥系列产品为主，协同发展商品混凝土和骨料业务。2019H1 公司水泥、商品混凝土、商品熟料以及骨料占营业收入的比例分别为 87.80%、7.36%、4.17%以及 0.14%。公司主要市场分布在甘肃、青海和西藏三地，是甘肃和青海地区的水泥龙头，在两省的市占率分别达到 42%和 24%。公司目前在甘肃和青海共有 16 座水泥产销基地，有 17 条在产干法水泥熟料生产线，2018 年水泥产能 2800 万吨，商品混凝土产能 690 万立方米，余热发电装机容量 98MW。2019H1 公司收入的 87.95%和毛利的 90.44%来自于甘肃省内地区。

图 1：祁连山 2019H1 年各项业务收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：祁连山 2019H1 年各项业务毛利占比

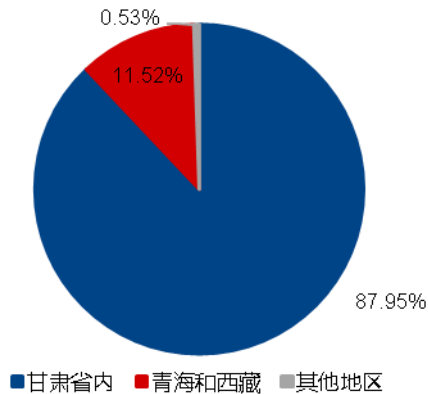


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

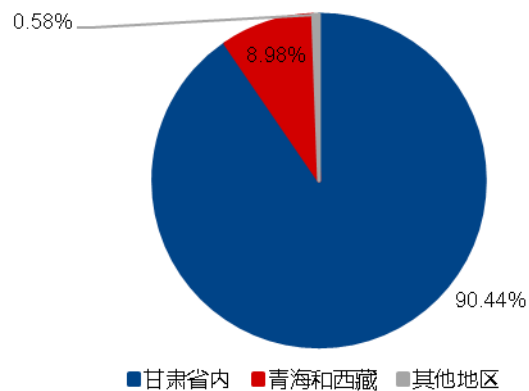
图 3：祁连山当前产销布局图



资料来源：中国建材集团公众平台、东兴证券研究所

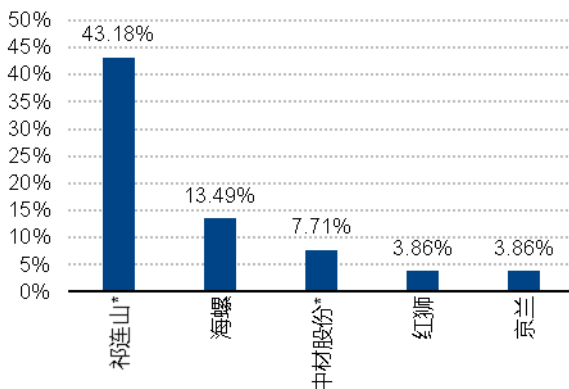
图 4：祁连山 2019H1 收入分地区构成情况


资料来源：wind、东兴证券研究所

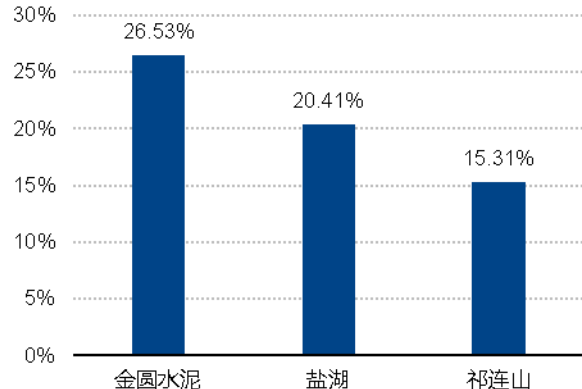
图 5：祁连山 2019H1 毛利分地区构成情况


资料来源：wind、东兴证券研究所

按照水泥熟料的设计产能口径，祁连山为甘肃省龙头，在青海省排名第三，公司在当地的水泥熟料设计产能分别占到甘肃省全省的 43.18% 和青海省全省的 15.31%，公司总的水泥熟料设计产能占到整个西北地区的 9.6%，仅次于同为建材集团旗下的天山股份（该公司以新疆地区为主要市场）。

图 6：祁连山水泥熟料设计产能为甘肃省最大


资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所，加“*”表示为中建材旗下水泥企业

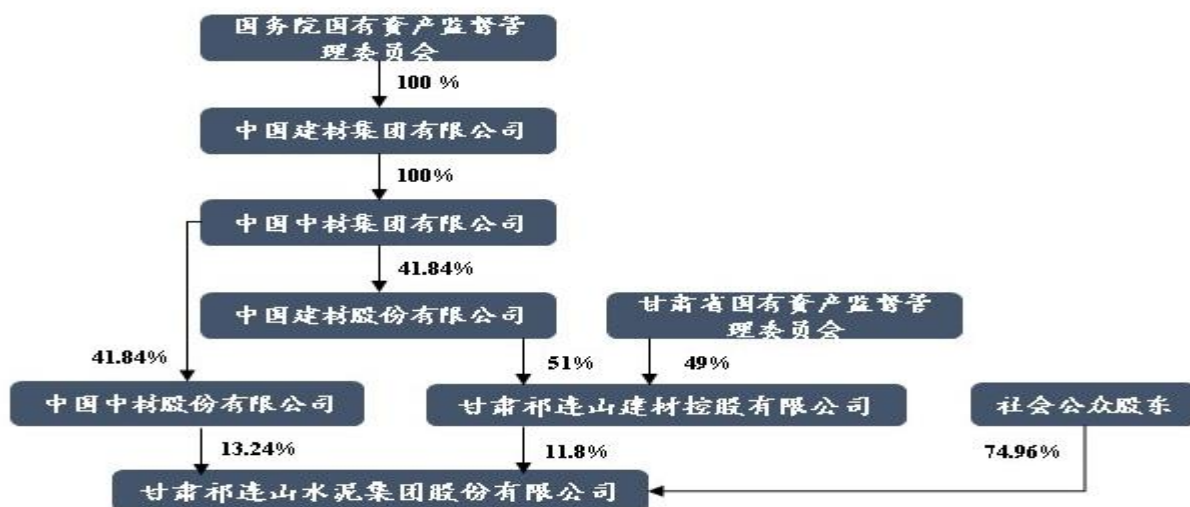
图 7：祁连山水泥熟料设计产能为青海省第三


资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

1.2 中国建材布局在西北的重要水泥企业，实控人为国务院国资委

祁连山是中国建材集团布局在西北地区的重要水泥企业，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国务院国资委通过中国建材集团有限公司和中国中材股份有限公司持有公司的股份，甘肃省国资委通过甘肃祁连山建材控股有限公司持有公司的股份。

图 8：祁连山的股权结构



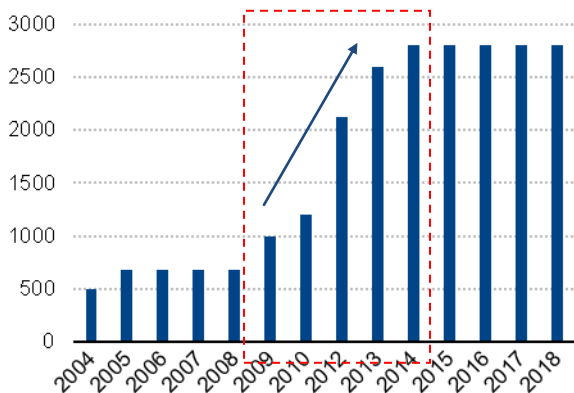
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3 北方水泥企业中的优秀公司，盈利能力突出

1.3.1 中材股份入主助力祁连山成为甘肃水泥龙头

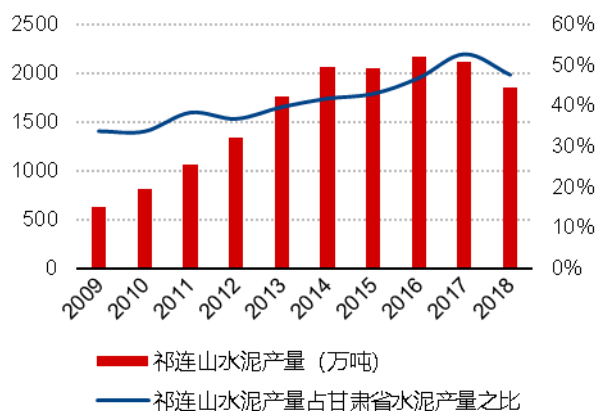
2009 年中材股份入主祁连山水泥后，在产能方面帮助公司以“自建+并购”的思路进行合理规划和扩张，叠加 2009 年国家推出“4 万亿”投资计划促使全国范围内水泥产能迅速扩张，2009-2014 年间，公司水泥产能快速扩大，由 1000 万吨左右增长到 2800 万吨，产能规模增长了 180%，并且水泥产量在甘肃省内占比不断扩大，由 2009 年的 33.69% 增长到 2018 年的 47.65%。现如今已经归入中国建材集团的祁连山已经是甘肃地区市占率最高的水泥企业，在甘肃区域影响力大。

图 9：祁连山水泥熟料产能变化情况 单位：万吨



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 10：祁连山水泥产量占甘肃省全省之比不断增大



资料来源：wind、东兴证券研究所

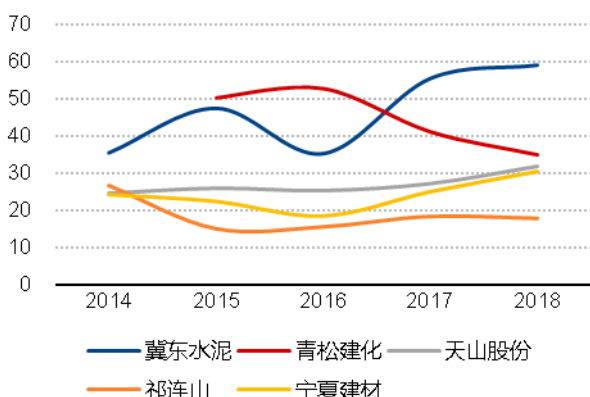
1.3.2 经营质量优异的北方水泥公司，盈利能力突出

祁连山吨管理费用长期保持在北方水泥同业中最低。背后的原因一方面，公司通过建立“数字祁连山 2.0”信息化系统对人财物和产供销进行 IT 化改造，全方位提升了公司集团化管理水平，另一方面，

甘肃省全年错峰限产时间较少，公司停产损失较少。2015-2018 年间，公司吨管理费用基本保持在 20 元/吨以下的水平上，为北方水泥公司中最低。

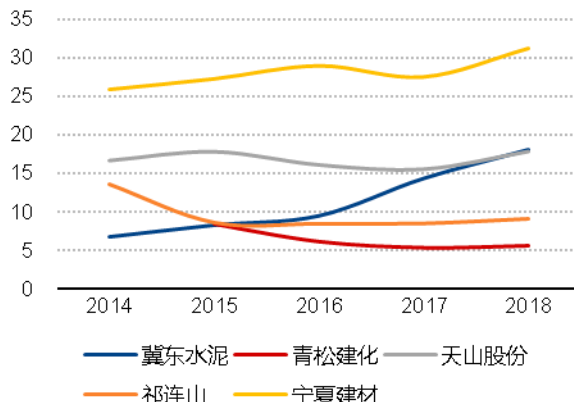
在水泥及熟料产品的销售方面，公司内外结合，对外积极与京东、西域等优质电商平台对接；对内推进自建祁连山水泥商城，目前 90% 以上水泥产品通过线上销售。内外结合且拥抱互联网电商的销售策略使公司销售费用使用效率高，吨销售费用在 2015-2018 年间基本保持在 9 元/吨之下，为北方水泥同业中最低之一。

图 11：祁连山吨管理费用为北方水泥最低 单位：元/吨



资料来源：wind、东兴证券研究所

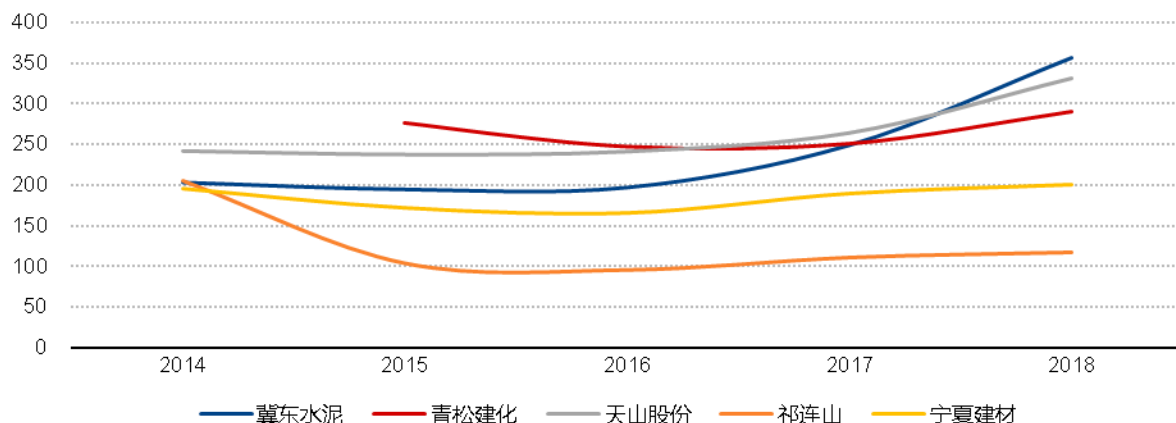
图 12：祁连山吨销售费用为北方水泥最低之一单位：元/吨



资料来源：wind、东兴证券研究所

吨成本来看，公司坐拥大量品位高且储量丰富的廉价石灰石矿山资源，且水泥熟料产能大多围绕石灰石原料产地而布局，与此同时公司持续加大技改力度，提升产线运营效率，综合措施之下公司成本优势明显，2015-2018 年间公司吨成本保持在 120 元/吨之下，为北方水泥同业最低。

图 13：2015-2018 年间祁连山吨成本保持在北方水泥同业中最低

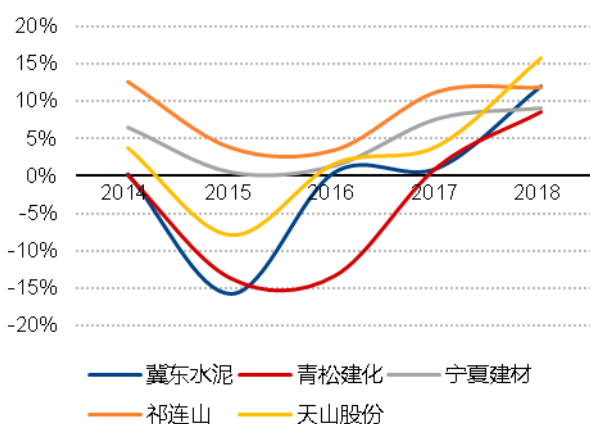


资料来源：wind、东兴证券研究所

祁连山盈利能力突出，加权净资产收益率（ROE）和投入资本回报率（ROIC）在 2014-2018 年间基本保持在北方水泥同业中最高，我们对所有北方水泥公司的 ROE 进行杜邦分析，发现祁连山在 ROE 保持高位

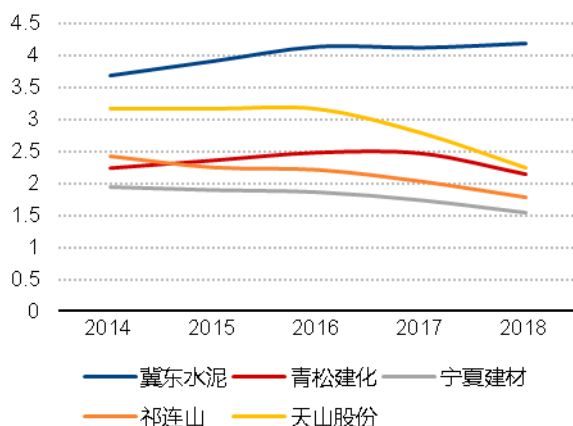
的同时, 权益乘数保持在较低的位置而总资产周转率和销售净利率保持在同业最高, 这说明推高公司盈利能力的不是财务杠杆而是上文所分析过的优秀的成本管控、运营管理和销售能力。

图 14: 祁连山 2014-2017 年间 ROE 为北方水泥同业中最高



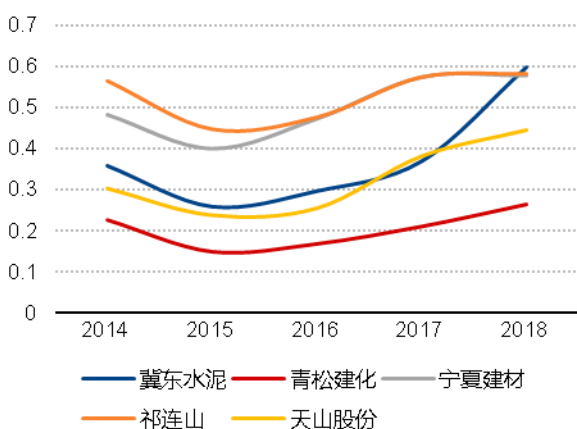
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 15: 祁连山 2014-2018 年间权益乘数保持在较低位置



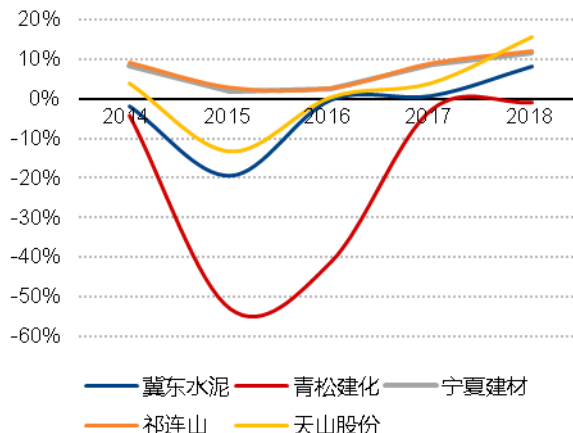
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 16: 祁连山 2014-2018 年间总资产周转率保持在较高位置



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 17: 祁连山 2014-2018 销售净利率保持在较高位置



资料来源: wind、东兴证券研究所

2. 区域需求恢复且可持续, 供给严控高景气具备向上空间

祁连山在甘肃和青海的市占率分别达到了 42% 和 24%, 公司有接近 90% 的收入来自于甘肃市场, 甘青两地, 特别是甘肃省的水泥需求对公司业绩影响很大。

2.1 区域需求的恢复有望得到基建存量项目的持续支撑

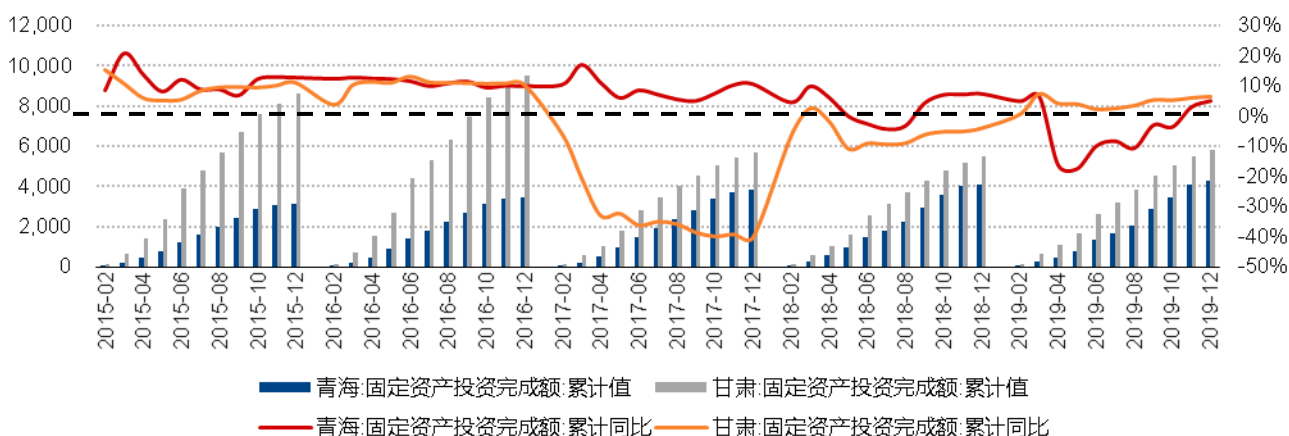
2.1.1 甘青区域固投增速改善明显

2019 年年初以来甘肃省一批基建重大项目工程恢复建设带动区域投资需求恢复, 2019 年甘肃省固定资产投资同比增长 6.6%, 相较于 2018 年 -3.9% 的增速大幅改善, 青海省固定资产投资增速在 2019 年初出现

大幅下滑之后，于11月和12月连续2个月增速转正且向上改善。

图 18：甘肃省和青海省固定资产投资完成额及其同比增速

单位：亿元



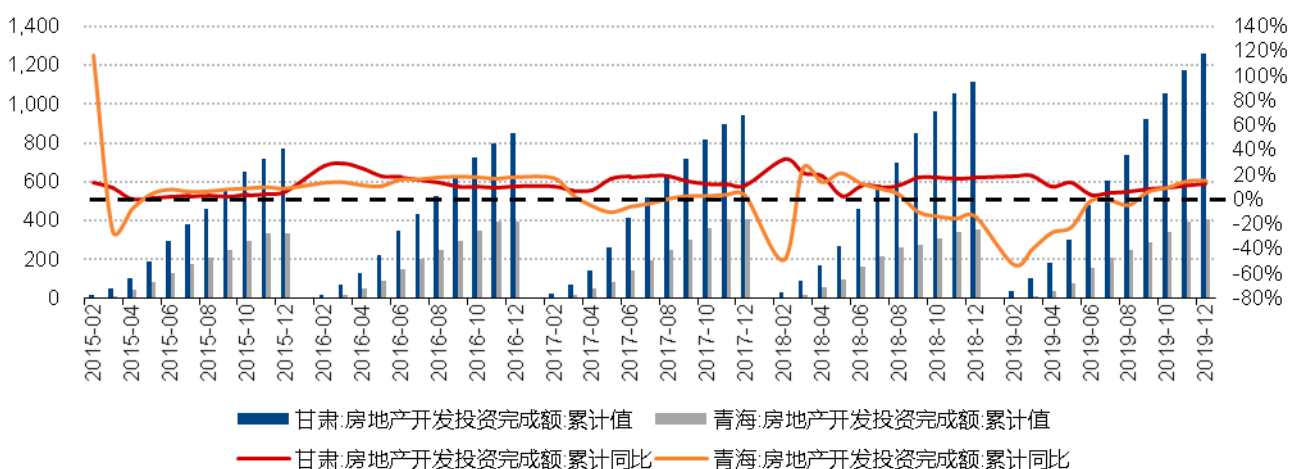
资料来源：wind、东兴证券研究所

2.1.2 甘肃地产投资增长依旧，青海地产投资增速大幅改善

2019年初以来，甘肃省房地产开发投资在2018年较高的增速基础上，依然保持了一定的增长速度，2019年甘肃省房地产开发投资累计同比增长12.7%。青海省房地产开发投资在2019年初的大幅下滑中不断改善，2019年累计投资增速已回升至15.5%。

图 19：甘肃省和青海省房地产开发投资完成额及其同比增速

单位：亿元



资料来源：wind、东兴证券研究所

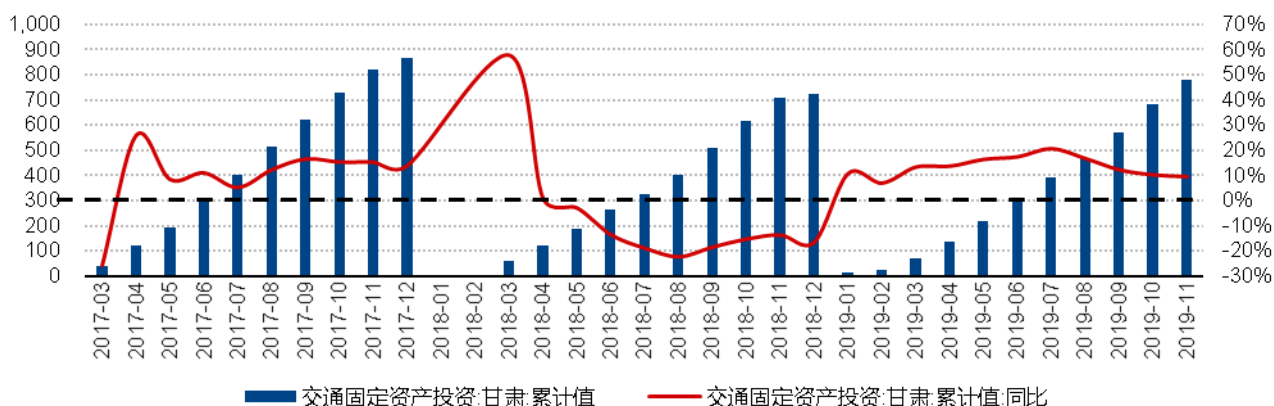
2.2 基建项目存量和增量成为区域水泥需求改善的基础

根据甘肃省发改委，2019年甘肃省省列重大项目达到151个，总投资规模7597亿元，年度计划投资额度为1340亿元，2019年1-9月份，省列重大建设项目中的128个续建和新开工项目已完成年度计划投资规模的71%，进展情况良好，这些基建项目中交通基建类占到30%左右，再叠加甘肃省内交通建设在

受 2018 年整顿工程质量问题的影响后开始恢复施工,甘肃交通固定资产投资回暖明显,2019 年 1-11 月,甘肃省交通固定资产投资累计同比增速达到 9.53%,相较于 2018 年同期-13.60%的增速大幅改善。

图 20：甘肃省交通固定资产投资增速在 2019 年出现大幅改善

单位：亿元



资料来源：wind、东兴证券研究所

另外 2019 年甘肃、青海将要开工或继续建设的铁路、轨道交通、公路、机场等项目总投资额约 8000 亿元，这些项目施工的持续时间分布在 4-7 年之间，这些项目的建设将为甘青地区未来 3-5 年的水泥需求提供持续支撑。

表 1：2019 年即将开工或正在进行的甘青地区重大基建项目（部分）

项目	投资（亿元）	里程（km）	开工情况	地区
银川-西安铁路	823.40	120.81	已于 2015 年 12 月 26 日开工建设，预计 2020 年底竣工	宁夏、甘肃、陕西
西宁至成都铁路	814.9	851.73	前期筹备阶段，建设工期 7.5 年	青海、甘肃、四川
兰州至张掖三四线中川机场至武威段	194.27	266.24	方案过审，2019 年 7 月开工	甘肃
酒泉至额济纳铁路酒泉至东风段	395.00	90.00	预计 2019 年 7 月开工	甘肃
兰州—天水—汉中铁路	520.00	433.00	2019 开建，2023 年建成	甘肃、陕西
榆中金崖至西固河口（张家台）高速公路	215.00	82.00	2017 年 9 月 26 日开工，工期 5 年	甘肃
渭源至武都高速公路	370.54	244.00	2018 年底阶段性通车，预计 2019 年底全面通车	甘肃
平凉至天水高速公路	398.00	227.00	计划 2020 年建成通车	甘肃
甜水堡至永和高速公路	348.20	295.54	预计 2021 年底前完工	甘肃
静宁至天水高速公路张家川至天水段	179.37	111.76	2018 年开工	甘肃
尖扎—贵德—共和段沿黄重点	156.80	177.24	2017 年开工，工期为 4 年	青海

交通项目				
扁都口（甘青界）至门源公路	117.00	150.00	2018 年开工，计划工期 4 年	青海
甘肃兰州中川国际机场三期扩建工程	316.9	-	项目建议书已获得国家发改委批复	甘肃
青海西宁曹家堡机场三期扩建工程	107.2	-	项目建议书已获得国家发改委批复	青海

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

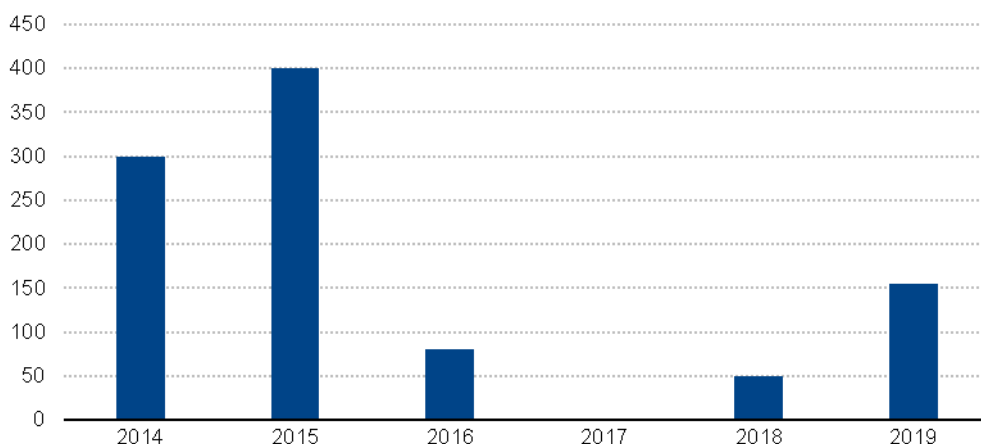
2.3 供给端严控依旧，区域高景气仍有向上空间

2.3.1 2016 年后甘肃几无新增产能，错峰限产执行力度依旧

2016 年至今，甘肃省水泥熟料新增产能很少，根据 2016 年 3 月甘肃省人民政府印发的《甘肃省工业领域去产能去库存降成本实施方案》的要求，未来要通过兼并重组来优化区域生产布局，我们认为甘肃省水泥行业已经进入到存量产能优化调整的阶段，新增产能将会受到严格限制，并且落后产能还将不断退出。另一方面，甘肃省错峰限产每年保持在 60 天左右，且在区域龙头企业的带动下执行较严，对淡季水泥市场行情形成有力支撑。

图 21：2016 年之后甘肃省几无新增水泥熟料产能

单位：万吨



资料来源：数字水泥、东兴证券研究所

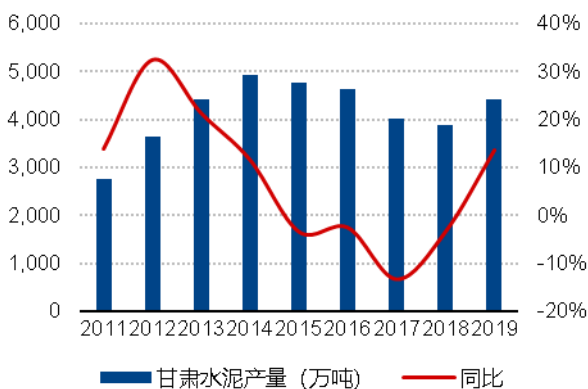
2.3.2 甘肃水泥价格涨幅明显，区域对比下价格仍是洼地

2019 年以来甘肃区域需求大幅好转，省内水泥产量 2019 年累计同比增长 13.55%，相较于 2018 年 3.43% 的下降，改善明显。叠加新增产能受限和错峰限产依然执行较严，甘肃水泥价格在经历 2018 年几乎整年的平台期后开始上涨，2019 年价格涨幅为 11.18%，而 2018 年整年为下降 3.92%。需求侧来看甘肃省内需求已经恢复且可持续，供给侧来看区域严格控制新增产能且错峰限产执行良好，我们认为甘肃省水泥行业将至少保持高景气的态势。

2020 年 1 月末，甘肃 P042.5 水泥散装平均价为 352 元/吨，远低于西北地区 445.8 元/吨的 P042.5 水泥均价，西北地区 P042.5 水泥均价分别大幅低于华东和中南地区 145.20 元/吨和 102.53 元/吨，并

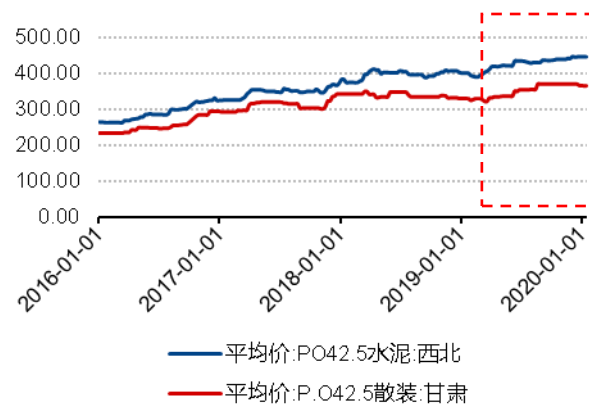
且相较华北地区也较低，幅度在 10 元/吨左右，不论是对比同属于大北方的华北水泥价格，还是从相比于华南和中南的南方地区，在区域需求较好的情况之下，我们认为西北水泥价格上涨空间仍大。

图 22：甘肃省水泥产量 2019 年以来明显恢复



资料来源：wind、东兴证券研究所

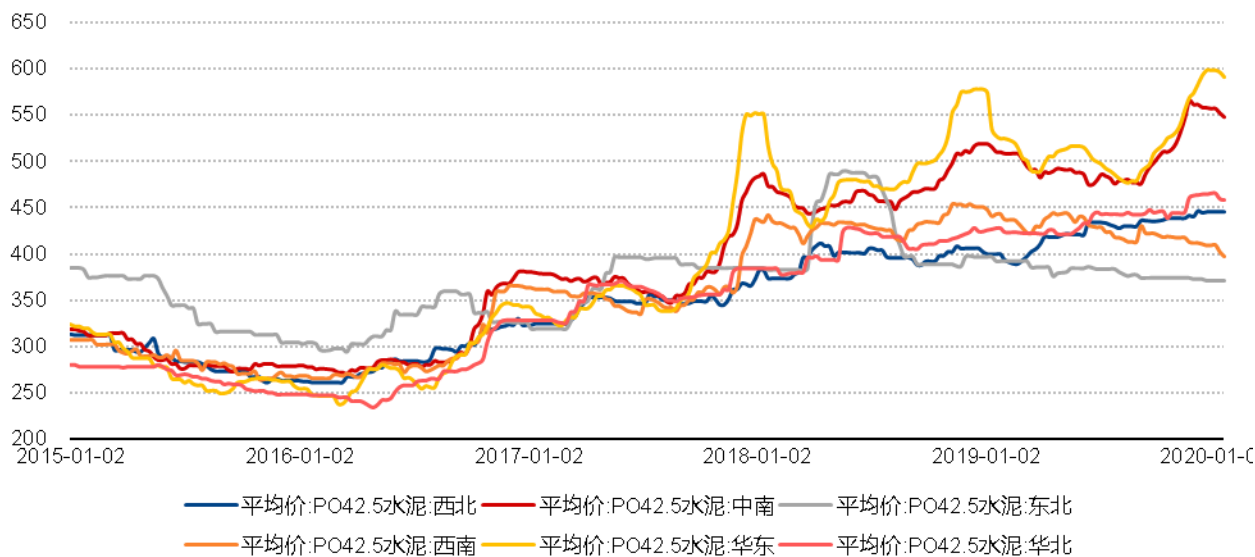
图 23：甘肃省水泥价格 2019 年以来涨幅明显单位：元/吨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 24：全国各大区水泥价格对比

单位：元/吨



资料来源：数字水泥、东兴证券研究所

3. 甘青是基建补短板的重点区域，增量需求可期

3.1 全面小康的收官的 2020 年，新冠疫情之下稳增长要求提升

在中国经济转型的背景下，2020 年是全面建设小康社会的收官之年，经济稳增长的必要性非常突出。新冠肺炎影响中国阶段性的经济增长，但是不能改变 2020 年中国增长的决心，稳增长要求进一步提升。

从政策层面来看，自 2018 年 7 月政治局会议后，2019 年 12 月 6 日的政治局会议再次提出要加强基础设施建设，并且 2019 年下半年以来，政策在基建融资上进行支持，包括下调港口、沿海及内河航运项目的最低资本金比例并允许公路（含政府收费公路）、铁路等领域的补短板基础设施项目适当降低资本金比例不超过 5 个百分点，同时 2020 年专项债已规定不得用于土地储备和房地产相关领域，且在 2020 年初提前下达额度达到 1.29 万亿，为 2020 年基建投资增速回升提供了资金支持，并且项目最低资本金比例下调也将推动基建项目的建设。

表 2：2018 年 7 月以来有关基础设施建设的文件或政策

时间	文件或会议	基建相关内容
2018 年 7 月	中央政治局会议	把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务， 加大基础设施领域补短板的力度
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	1. 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金； 2. 重大项目主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目。
2019 年 9 月 4 日	国务院常务会议	1. 专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域； 2. 扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施； 3. 以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。
2019 年 11 月 13 日	国务院常务会议	补短板等方面基础设施项目可适当降低资本金最低比例 ，下调幅度不超过 5 个百分点；部分基础设施项目最低资本金比例由 25% 降至 20%；基础设施领域通过发行权益型、股权类金融工具筹措的资本金不得超过项目资本金总额的 50%
2019 年 12 月 10 日-12 日	中央经济工作会议	加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板

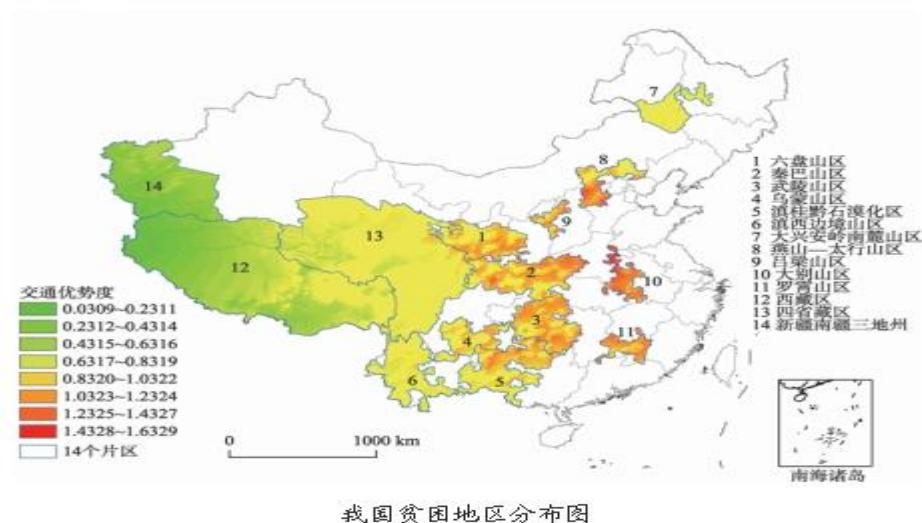
资料来源：东兴证券研究所整理

3.2 甘肃地区是基建补短板的重点区域，公路和铁路建设空间大

3.2.1 甘肃地区是脱贫攻坚战和基建补短板的重点区域

2019 年 12 月 12 日结束的中央经济工作会议提到要坚决打好三大攻坚战，要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜。“三区三州”中的临夏州位于甘肃，并且我国 14 大贫困区的之一的“六盘山区”大部分区域位于甘肃境内，甘肃地区将是 2020 年是脱贫攻坚战的重点区域。

图 25：我国 14 大贫困区分布图

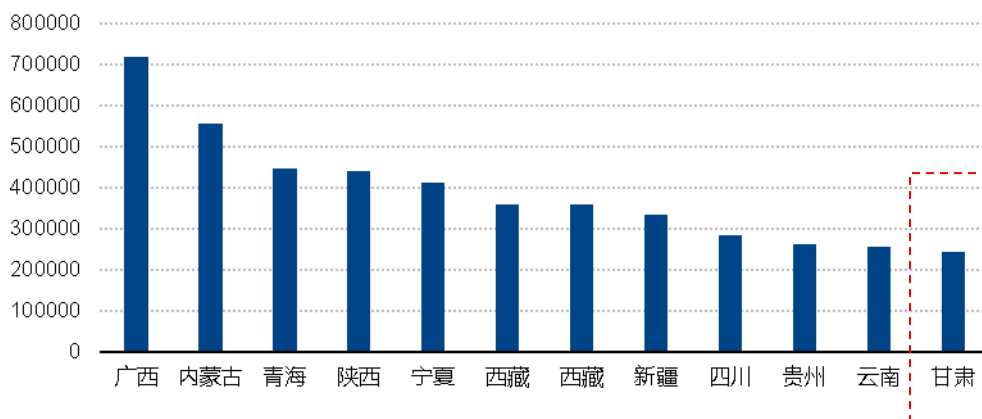


资料来源：互联网、东兴证券研究所

甘肃人均固定资产投资完成额为西部省份中最低。我国西部地区相较于东部地区发展程度较为落后，2000 年 3 月左右国务院西部开发办的正式开始运作，标志着“西部大开发”战略的正式开始，甘青地区是西部大开发的重点区域。我们分别加总 2000 年到 2018 年各省份总的固定资产投资完成额，并用其除以该省 2018 年末的常住人口来计算得到其人均固定资产投资完成额，我们测算得到甘肃省人均固投完成额为 24.28 万元，在西部大开发所有省份中最低，远低于临近省份宁夏的 41.27 万元、青海的 44.7 万元以及内蒙古的 55.66 万元，人均固投完成额较低从一个侧面反映出甘肃省人居生活和生产基本设施尚存在较大的短板。2020 年是全面建设小康社会的最后一年，逆周期政策支持基建补短板项目，我们认为甘肃地区大概率将会基建补短板的重点区域。

图 26：甘肃省人均固投完成额在“西部大开发”所有省份中排名倒数第一

单位：元



资料来源：wind、东兴证券研究所

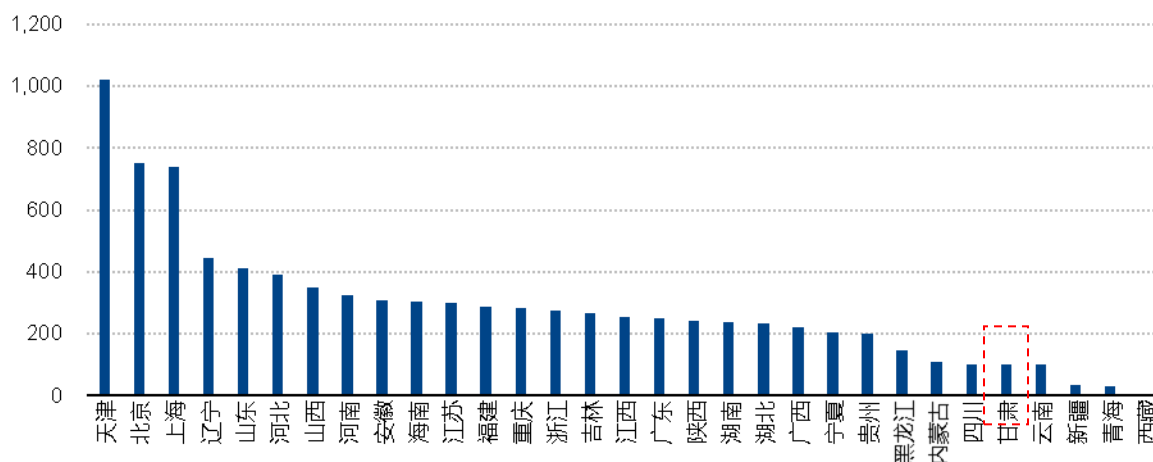
3.2.2 甘肃交通建设短板明显，公路和铁路建设空间广阔

甘肃省铁路网密度在全国各省中排名较低。2018 年末甘肃省铁路网密度仅为 102.81 公里/万平方公里，在全国各省市中排名倒数第五位，并且铁路网密度仅为临近省份宁夏的二分之一，陕西的二分之一不到，甘肃的铁路网短板明显。

甘肃省公路网密度在全国各省中同样排名较低。2018 年末甘肃省公路网密度仅为 3152.02 公里/万平方公里，在全国各省市中排名倒数第五位，并且公路网密度仅为临近省份宁夏的百分之六十左右，陕西的百分之四十不到，甘肃的公路网短板同样明显。

图 27：2018 年全国各省市铁路网密度情况

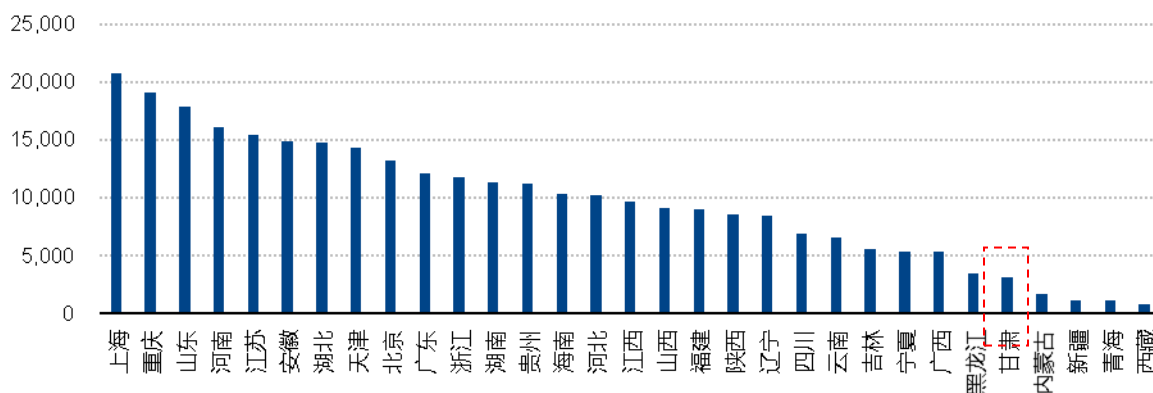
单位：公里/万平方公里



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 28：2018 年各省市公路网密度情况

单位：公里/万平方公里



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 西藏新建产能即将投产，产能规模跻身地区三强

西藏地区是全国范围内唯一没有出现水泥产能过剩的省份，西藏省内大部分为青藏高原区域，国家既积极支持西藏地区的经济发展，又强调要注重在发展过程中对西藏脆弱的生态环境加以保护，因而区域新增水泥熟料产能有限。随着川藏铁路等一系列重大工程的开工和区内地产投资的高速增长，西藏省内水泥供小于求，水泥价格长期保持在高位，高于周边的云南、四川以及青海等地。

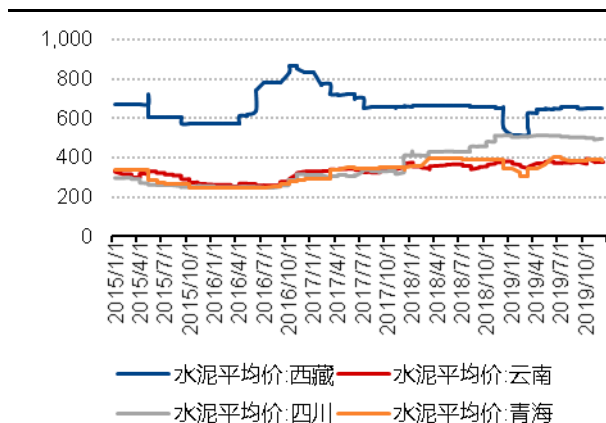
西藏自治区目前有水泥熟料设计产能 706.8 万吨，有 9 条产线，其中华新水泥和西藏天路旗下的高争水泥目前是省内两家最大的水泥生产企业。结合“十三五”期间西藏地区因固定资产投资而产生的水泥需求状况，西藏发改委在省内规划了 450 万吨的新建产能，如果目前在建的产线全部投产，西藏省内的水泥熟料总产能有望达到 1155 万吨。祁连山在西藏地区目前有 2 条分别年产 120 万吨水泥熟料的新型干法水泥产线在建，预计分别在 2020 年年中和第三季度末建成投产，建成投产后，公司水泥熟料设计产能将占到西藏全区的 21% 左右，有望成为西藏区域三大水泥生产企业之一。

表 3：西藏地区正在施工的重要工程项目（部分）

项目名称	计划总投资额（亿元）	计划开工时间	计划完工时间
西藏自治区 G4218 线拉萨至日喀则和平机场公路工程	5 亿	2017 年 7 月	2019 年 10 月
G6 格尔木至拉萨高速公路那曲至拉萨工程	300 亿	2016 年 01 月	2020 年 01 月
川藏铁路拉萨至林芝段工程	366 亿	2015 年 01 月	2022 年 01 月
拉萨贡嘎机场航站区改扩建工程	39.07 亿元	2016 年	2020 年底

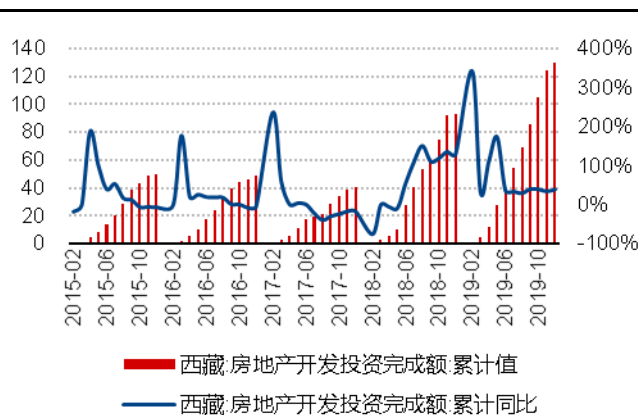
资料来源：天工网。各政府网站，东兴证券研究所整理

图 29：西藏地区水泥价格显著高于周边地区（单位：元/吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 30：西藏地区房地产开发投资完成额及同比增速（单位：亿元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 中国建材旗下西北水泥资产有望迎来整合

5.1 中国建材承诺解决西北水泥资产同业竞争问题

2016 年 8 月中材集团与中建材集团“两材”合并，成立中国建材集团。“两材”完成重组后，中国建材集

团在西北地区布局有天山股份、祁连山、宁夏建材以及中材股份 4 家水泥企业，其中中材股份水泥公司由上市公司宁夏建材所控股，中材股份在甘肃省内布局有水泥生产线，因而在上市公司层面，祁连山和宁夏建材在经营区域上有重叠，且都与控股股东中国建材集团存在同业竞争的问题。2017 年 11 月 13 日与 12 月 19 日，天山股份与祁连山分别发布公告：中国建材集团承诺自该承诺出具日起 3 年内，并力争用更短的时间，综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决旗下水泥资产的同业竞争问题，**2020 年为该承诺期限的最后一年，三家企业的具体整合方案有望落地。**

5.2 资产整合助力业务协同，甘肃水泥有望进入极高寡占阶段

美国经济学家贝恩和日本通产省根据集中度情况把行业分为寡占和竞争两类：前 8 大企业占比超过 40% 的属于寡占型，小于 40% 则属于竞争型。其中寡占型中把前 8 家企业占比超过 70% 称为极高寡占型，在 40% 和 70% 之间的称为低集中寡占型；竞争型中前 8 大企业占比处 20% 和 40% 之间的称为低集中竞争型，小于 20% 的称为分散竞争型。

表 4：市场结构与集中度情况对照表

市场结构	CR4(%)	CR8(%)
寡占 I 型	$CR4 \geq 85$	
寡占 II 型	$85 > CR4 \geq 75$	$CR8 \geq 85$
寡占 III 型	$75 > CR4 \geq 50$	$85 > CR8 \geq 75$
寡占 IV 型	$50 > CR4 \geq 35$	$75 > CR8 \geq 45$
寡占 V 型	$35 > CR4 \geq 30$	$45 > CR8 \geq 40$
竞争型	$30 > CR4$	$40 > CR8$

资料来源：东兴证券研究所整理

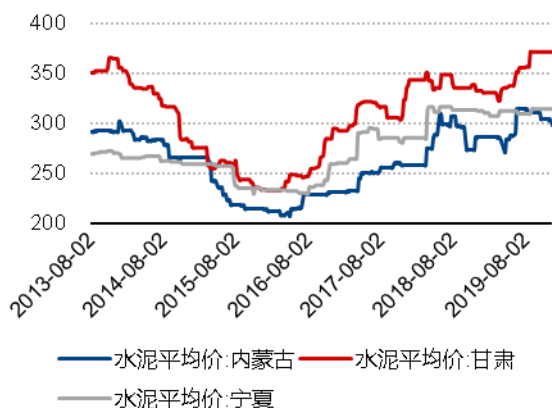
5.2.1 祁连山和中材股份的省内整合将会使甘肃水泥进入极高寡占阶段

就甘肃省内的情况来看，目前祁连山和中材股份（宁夏建材控股）分别占据甘肃省 43.18% 和 7.71% 的产能，如果中材股份在甘肃省内的产线交由祁连山托管，那么祁连山在甘肃省内的产能占比将达到 50.89%，依然为省内第一大水泥企业，且领先第二名海螺 37.4 个百分点，同时甘肃区域的 CR4 将达到 72.09%，根据上述产业集中度定义，甘肃省水泥行业将进入极高的寡占阶段，区域龙头企业，特别是绝对龙头祁连山的区域统治力会得到进一步加强。

5.2.2 祁连山、中材股份和宁夏建材的整合将有力遏制甘肃地区外来水泥

内蒙和宁夏的外来水泥是对甘肃水泥市场影响最大的外部因素，甘肃的白银、定西、天水等地区与宁夏交界，由于区域市场供需状况的不同，甘肃水泥价格长期高于宁夏，而宁夏水泥价格长期高于内蒙古，沿价格梯度，形成了北起内蒙古乌海，经过宁夏，而南至兰州的甘肃外来水泥流转通道，此外，陕西宝鸡和四川广元也有少量流入，每年甘肃地区总的水泥流入量在 200-300 万吨之间，占到甘肃省水泥年度产量的 6% 左右。

图 31：甘肃水泥价格长期高于内蒙古和宁夏（单位：元/吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 32：甘肃省外水泥流转通道



资料来源：水泥地理、东兴证券研究所

如果祁连山和宁夏建材在甘肃省内的水泥资产（即中材股份）进行重组，并与宁夏建材在宁夏省内的水泥资产进行整合，那么中国建材集团在甘肃和宁夏两省的产能占比将达到 45.55%，这将极大地提高祁连山和宁夏建材水泥业务的协同性，宁夏是内蒙古水泥及宁夏省内水泥流入甘肃的必经通道，祁连山和宁夏建材水泥资产的整合将有效控制甘肃省的外来水泥流入，减少外部因素对区域供需的影响，稳定区域竞争关系。

6. 盈利预测和投资评级

公司作为中建材的水泥上市平台，具备优秀经营品质，市场控制力强，不但存量项目建设带来需求的改善，同时作为扶贫、交通建设缺口大的区域，需求弹性空间大。西藏新产能投放和区域整合带来公司的成长性确定。2019 年下半年 5000t/d 新产能投放，为公司 2019 年放量提供更大的支撑。2020 年西藏产能的投放将继续为公司提供增量业绩。2020 年作为中国建材整合西北水泥同业竞争的最后一年，以有利于祁连山的发展为标准，整合后西北的水泥市场将更加有序。公司背靠中建材这棵大树未来成长性确定。我们预计公司 2019 年到 2021 年的每股收益为 1.55 元、1.84 元和 2.14 元，对应的动态 PE 为 8 倍、6 倍和 6 倍。维持公司“强烈推荐”投资评级。

7. 风险提示

基建补短板推行进度不及预期，区域整合情况不计预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2387	1945	3239	4811	6052	营业收入			5969	5775	6896	8438	9525
货币资金	793	479	1434	2660	3653	营业成本			4127	3863	4353	5174	5786
应收账款	471	370	441	540	610	营业税金及附加			62	74	72	89	100
其他应收款	20	13	15	19	21	营业费用			316	300	355	435	491
预付款项	249	29	27	26	24	管理费用			680	583	697	852	962
存货	596	488	549	652	729	财务费用			126	86	28	10	6
其他流动资产	74	134	134	134	134	资产减值损失			74	49	49	49	49
非流动资产合计	7754	7757	7564	7803	8545	公允价值变动收			0	0	80	0	0
长期股权投资	0	128	128	128	128	投资净收益			0	(7)	90	0	0
固定资产	6307	5840	6084	6538	7428	营业利润			692	914	1512	1829	2131
无形资产	788	805	724	644	563	营业外收入			20	14	80	0	0
其他非流动资产	74	134	134	134	134	营业外支出			48	92	50	0	0
资产总计	10141	9701	10804	12614	14597	利润总额			664	837	1542	1829	2131
流动负债合计	3279	2912	2569	2799	2954	所得税			135	148	277	329	384
短期借款	1125	465	0	0	0	净利润			529	689	1264	1500	1747
应付账款	812	553	620	737	824	少数股东损益			(46)	34	63	75	87
预收款项	142	134	100	58	10	归属母公司净利			575	655	1201	1425	1660
一年内到期的	590	700	700	700	700	EBITDA			1437	1584	2213	2576	2983
非流动负债合计	959	461	326	326	326	EPS（元）			0.74	0.84	1.55	1.84	2.14
长期借款	228	250	250	250	250	主要财务比率							
应付债券	500	0	0	0	0				2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4239	3373	2895	3125	3280	成长能力							
少数股东权益	564	571	634	709	796	营业收入增长			16.71%	-3.25%	19.42%	22.35%	12.89%
实收资本(或股	776	776	776	776	776	营业利润增长			416.65%	32.11%	65.32%	21.00%	16.52%
资本公积	1341	1341	1341	1341	1341	归属于母公司净			245.00%	13.93%	83.40%	18.64%	16.52%
未分配利润	2649	3079	4212	5557	7124	获利能力							
归属母公司股	5339	5758	6782	8207	9867	毛利率(%)			30.87%	33.10%	36.88%	38.68%	39.26%
负债和所有者	10141	9701	10804	12614	14597	净利率(%)			9.63%	11.34%	17.41%	16.89%	17.43%
现金流量表		单位：百万元					总资产净利润			5.22%	7.10%	12.26%	12.46%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE (%)			10.76%	11.37%	17.71%	17.36%
经营活动现金	1018	1277	1729	2179	2555	偿债能力							
净利润	529	689	1264	1500	1747	资产负债率(%)			41.80%	34.77%	28.08%	25.95%	23.52%
折旧摊销	620	584	0	737	845	流动比率			0.73	0.67	1.26	1.72	2.05
财务费用	(126)	(86)	(28)	(10)	(6)	速动比率			0.55	0.50	1.05	1.49	1.80
应付账款的变	128	(259)	67	117	87	营运能力							
预收账款的变	(23)	(7)	(34)	(42)	(48)	总资产周转率			0.57	0.58	0.67	0.72	0.70
投资活动现金	176	(384)	(279)	(943)	(1556)	应收账款周转率			12.23	13.75	17.01	17.20	16.57
公允价值变动	0	0	80	0	0	应付账款周转率			5.52	5.66	7.42	7.62	7.41
长期股权投资	0	128	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	(7)	90	0	0	每股收益(最新			0.74	0.84	1.55	1.84	2.14
筹资活动现金	(904)	(1180)	(493)	(10)	(6)	每股净现金流			0.37	(0.37)	1.23	1.58	1.28
应付债券增加	(200)	(500)	0	0	0	每股净资产(最			6.88	7.42	8.74	10.57	12.71
长期借款增加	(534)	22	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E			16.29	14.30	7.80	6.57	5.64
资本公积增加	2	0	0	0	0	P/B			1.75	1.63	1.38	1.14	0.95
现金净增加额	290	(287)	956	1226	993	EV/EBITDA			7.66	6.50	4.01	2.97	2.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	祁连山（600720）2019 年年报预告点评：进军西藏，整合期限临近	2020-01-15
公司	祁连山（600720）2019 年三季报点评：基建带来业绩弹性，整合政策将要到来	2019-10-22
公司	祁连山（600720）2019 三季报业绩预告点评：等待整合和增量需求新弹性	2019-10-11
公司	祁连山（600720）2019 年半年报点评：存量需求旺盛，等待增量带来新弹性	2019-08-16
公司	祁连山（600720）2019 年上半年业绩预告点评：放量不惧，待西部基建新增量上弹	2019-07-12
公司	祁连山（600720）2019 年 1 季度点评：基建地产双发力，需求弹性空间大	2019-04-19
公司	祁连山（600720）2018 年年报点评：需求弱导致量缩价涨，2019 年受益基建	2019-03-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4 名。2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。2016 和 2017 年卖方分析师水晶球奖公募基金连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。