

祁连山（600720）：区域需求改善和整合带来新成长

2020年03月20日

强烈推荐/维持

祁连山 公司报告

公司发布 2019 年年度报告，2019 年实现营业收入和归母净利分别为 69.31 亿元和 12.34 亿元，分别同比增长 20.03%和 88.48%，实现每股收益 1.6 元。

基建项目恢复建设带动区域水泥市场量价齐升。受益于甘肃省补短板项目在 2019 年的恢复施工，省内水泥产量和水泥价格分别同比增长 14.2%和 11.18%，呈现量价齐升的高景气局面，公司在甘肃省市占率达到 42%，且有 90%左右的毛利来自于甘肃省内，是区域景气度改善的直接受益者。

盈利能力继续提升，财务费用大幅下降。2019 公司 ROE 大幅提升 6.77 个百分点，经营活动净现金流同比增长 58.02%，受益于高增的盈利和充足的现金流，公司积极归还贷款减少有息负债规模，一年内到期的非流动负债减少 6.98 个亿，到 2019 年末仅剩 200 万元，2019 年财务费用大幅下降 53.35%。

甘肃水泥市场启动较晚，疫情对公司影响有限。甘肃省处于我国西北，由于气候条件的原因每年 4-5 月项目工地才恢复动工，水泥市场也是在 4 月后开始启动。以 2019 年为例，一季度水泥产量仅占到甘肃省全年水泥产量的 11.36%。2020 年 1-2 月，受疫情影响，全国水泥产量同比下降 29.5%，而甘肃省同期水泥产量降幅为 16.9%，大幅小于全国降幅。公司层面来看，2019 年 1 季度归母净利仅占到全年的 1%，随着疫情在我国国内基本得到控制和项目恢复正常开工，我们判断疫情对公司全年业绩的影响非常有限。

甘肃是基建补短板的重点区域，重大项目投资高增带来水泥价格弹性。2020 年是全面建设小康社会的收官之年，新冠疫情对经济影响大，稳增长的需要提升。同时 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，2019 年末至今提前下达的专项债额度已经达到 1.29 万亿，从 1-2 月的发行情况来看，专项债投向基建的比例分别达到了 63%和 77%，而 2019 年这一比例不超过 35%。甘肃人均铁路和公路密度都排在全国倒数第 5 位，交通基础设施存在较大短板，是脱贫攻坚和基建补短板的重点区域。从发布的投资计划来看，甘肃省 2019 年重大项目计划投资完成额为 1779 亿元，同比增长 32.76%，重大项目高增的建设需求将为疫情之后的水泥价格带来弹性。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,774.76	6,931.33	8,346.01	9,393.76	10,396.23
增长率（%）	-3.25	20.03	20.41	12.55	10.67
归母净利润（百万元）	654.77	1,234.15	1,445.57	1,659.48	1,772.12
增长率（%）	13.93	88.48	17.13	14.80	6.79
净资产收益率（%）	11.37	18.14	17.87	17.02	15.38
每股收益（元）	0.84	1.59	1.86	2.14	2.28
PE	14.58	7.74	6.61	5.75	5.39
PB	1.66	1.40	1.18	0.98	0.83

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：

-

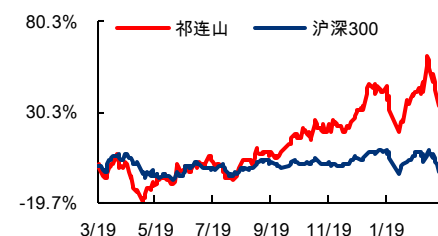
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	14.15-7.03
总市值（亿元）	93.23
流通市值（亿元）	93.22
总股本/流通 A 股（万股）	77,629/77,616
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.9

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

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。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 年到 2022 年的每股收益为 1.86 元、2.14 元和 2.28 元，对应的动态 PE 为 6.61 倍、5.75 倍和 5.39 倍，考虑到公司区域市场控制力强，区域需求增量空间仍大，受疫情影响较小，随着稳增长推动水泥需求释放和中建材整合政策的将要到来公司成长性确定，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：地产和基建增速不及预期。

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		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产合计	1945	2241	2418	4281	6248	营业收入	5775	6931	8346	9394	10396	
货币资金	479	449	1194	2929	4764	营业成本	3863	4395	5223	5850	6555	
应收账款	370	392	471	531	587	营业税金及附	74	84	101	114	126	
其他应收款	13	8	9	11	12	营业费用	300	346	417	470	520	
预付款项	29	23	22	20	18	管理费用	583	697	839	944	1045	
存货	488	487	572	641	718	财务费用	86	40	37	21	15	
其他流动资产	134	149	149	149	149	资产减值损失	49	(98)	0	0	0	
非流动资产合	7757	8462	9603	9817	10074	公允价值变动	0	56	0	0	0	
长期股权投资	128	126	126	126	126	投资净收益	(7)	13	13	13	13	
固定资产	5840	6438	7499	8213	8764	营业利润	914	1472	1742	2008	2149	
无形资产	805	896	806	717	627	营业外收入	14	82	82	82	82	
其他非流动资	134	149	149	149	149	营业外支出	92	23	23	23	23	
资产总计	9701	10703	12022	14098	16322	利润总额	837	1531	1801	2067	2208	
流动负债合计	2912	2555	2294	2524	2782	所得税	148	224	270	310	331	
短期借款	465	370	0	0	0	净利润	689	1307	1531	1757	1877	
应付账款	553	763	894	1002	1123	少数股东损益	34	73	85	98	105	
预收款项	134	0	0	0	0	归属母公司净	655	1234	1446	1659	1772	
一年内到期的	700	2	2	2	2	EBITDA	1584	2046	2547	2849	3051	
非流动负债合	461	664	487	487	487	EPS (元)	0.84	1.59	1.86	2.14	2.28	
长期借款	250	400	400	400	400	主要财务比 率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	3373	3219	2782	3011	3269	成长能力						
少数股东权益	571	681	766	864	969	营业收入增长	-3.25%	20.03	20.41%	12.55%	10.67%	
实收资本(或股	776	776	776	776	776	营业利润增长	32.11%	60.98	18.35%	15.30%	6.99%	
资本公积	1341	1341	1341	1341	1341	归属于母公司	13.93%	88.48	17.13%	14.80%	6.79%	
未分配利润	3079	4081	5454	7031	8715	获利能力						
归属母公司股	5758	6802	8090	9750	11522	毛利率(%)	33.10%	36.59	37.41%	37.72%	36.94%	
负债和所有者	9701	10703	12022	14098	16322	净利率(%)	11.34%	17.81	17.32%	17.67%	17.05%	
现金流量表						总资产净利润 (%)	6.13%	7.10%	12.21%	13.15%	12.90%	
单位: 百万元						ROE(%)	11.37%	18.14	17.87%	17.02%	15.38%	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E							
经营活动现金	1277	2018	2450	2687	2891	偿债能力						
净利润	689	1307	1531	1757	1877	资产负债率(%)	34.77%	30.08	23.90%	22.10%	20.74%	
折旧摊销	584	534	0	820	887	流动比率	0.67	0.88	1.05	1.70	2.25	
财务费用	(86)	(40)	(37)	(21)	(15)	速动比率	0.50	0.69	0.80	1.44	1.99	
应付帐款的变	(259)	210	132	107	121	营运能力						
预收帐款的变	(7)	(134)	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.68	0.73	0.72	0.68	
投资活动现金	(384)	(1104)	(1298)	(931)	(1042)	应收账款周转	13.75	18.21	19.34	18.75	18.60	
公允价值变动	0	56	0	0	0	应付账款周转	5.66	6.68	6.30	6.17	6.17	
长期股权投资	128	(2)	0	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	(7)	13	13	13	13	每股收益(最新	0.84	1.59	1.86	2.14	2.28	
筹资活动现金	(1180)	(1021)	(406)	(21)	(15)	每股净现金流	(0.37)	(0.14)	0.96	2.23	2.36	
应付债券增加	(500)	0	0	0	0	每股净资产(最	7.42	8.76	10.42	12.56	14.84	
长期借款增加	22	150	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.58	7.74	6.61	5.75	5.39	
资本公积增加	0	(0)	0	0	0	P/B	1.66	1.40	1.18	0.98	0.83	
现金净增加额	(287)	(106)	746	1735	1834	EV/EBITDA	6.62	4.82	3.44	2.46	1.70	

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
公司深度报告	祁连山（600720）深度报告：成长中的西北水泥龙头	2020-02-17
公司财报点评	祁连山（600720）2019 年业绩预告点评：进军西藏，整合期限临近	2020-01-16
公司财报点评	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
公司财报点评	祁连山（600720）2019 年三季报业绩预告点评：等待整合和增量需求新弹性	2019-10-11
公司财报点评	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
公司财报点评	祁连山（600720）2019 年半年报预告点评：放量不惧，待西部基建新增量上弹	2019-07-12
公司财报点评	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
公司财报点评	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	2019-04-10

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 4，2015 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。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526