

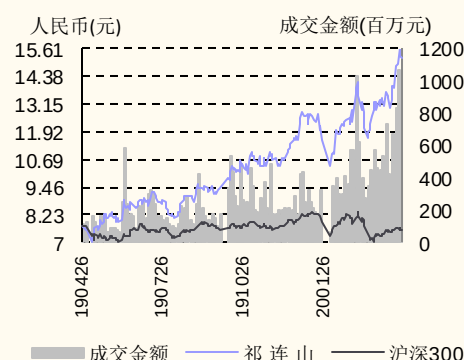
祁连山 (600720.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 15.24 元

目标价格 (人民币): 18.71 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.76
已上市流通 A 股(亿股)	7.76
总市值(亿元)	118.31
年内股价最高最低(元)	15.63/12.90
沪深 300 指数	3797
上证指数	2809

**甘青水泥龙头，当理想照进现实****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,775	6,931	8,094	8,624	8,946
营业收入增长率	-3.25%	20.03%	16.78%	6.55%	3.74%
归母净利润(百万元)	655	1,234	1,547	1,783	1,923
归母净利润增长率	13.93%	88.48%	25.39%	15.20%	7.85%
摊薄每股收益(元)	0.843	1.590	1.993	2.296	2.477
每股经营性现金流净额	1.65	2.60	2.89	3.40	3.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.37%	18.14%	20.27%	20.33%	19.25%
P/E	7.65	7.89	7.65	6.64	6.15
P/B	0.87	1.43	1.55	1.35	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **区域水泥龙头，新产线贡献产能：**公司是甘青区域最大的水泥企业，甘肃省占率 42%、青海省占率 24%。由于张掖产线并表和天水武山产线投产，预计 2020 年产能增长 12%；西藏产线投产后，预计 2021 年产能增长 6%。2017 年中建材与中材合并，中建材承诺三年内解决子公司间的同业竞争。假如同业竞争如期解决，公司对甘肃市场的掌控力更大。
- **区域供给格局良好，外来水泥减少：**甘肃和青海 CR5 分别为 75%、85%，龙头企业对价格掌控力度大。由于严控新增产能，甘肃和青海均无新增产能。受到周边省份需求向好和内蒙电石渣错峰影响，外省流入甘肃的量只减不减，区域内水泥企业市占率提升。
- **重大基建项目启动，水泥需求高增长：**甘青水泥需求以基建投资为主，2019 年随着重大基建项目陆续复工，甘肃水泥需求增速 14%。2020 年甘肃省重大项目同比增加 7 个，年度投资额增长 33%，交运领域投资增速加快 0.37 个百分点，铁路营运里程复合增速 6.5%、且具有持续性。未来五年，青海基建投资复合增速 10%。在脱贫攻坚和城镇化水平提高的背景下，甘青区域农村市场和房地产市场需求也有望保持快速增长。
- **基建复工进度快，业绩超预期：**疫情短期影响后，当地基建项目迅速启动，甘肃卡车物流强度恢复至年初 1.2-1.3 倍，青海恢复至年初 1.4-1.5 倍。基建项目的迅速恢复导致公司一季报超预期，扣非后净利润九年来首次盈利，在水泥上市公司中收入降幅最小。
- **盈利能力强，费用率存下降空间：**公司 ROE 在北方水泥企业中排名首位，主要与公司利润率和周转率高有关。2017-2019 年公司期间费用率持续下行，随着管理改善和盈利向好，费用率存下降空间。

投资建议与估值

- 我们采用市盈率相对估值法进行估值，预计公司 2020-2022 年 EPS1.99 元/2.3 元/2.48 元。假设行业 2020 年平均市盈率维持在当前的 9.4 倍，按照公司 2020 年 EPS1.99 元计算，给予公司未来 6-12 个月 18.71 元 (9.4X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 经济下行；价格下跌；项目进度低于预期；错峰政策变化；环保风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 水泥和熟料销量：与 2019 年相比，2020 年甘肃省重大基建项目数量和投资金额仍处于增长的态势，同时周边水泥流入甘肃市场的量只减不减，因此我们判断 2020 年甘肃水泥需求增速会高于 2019 年。2019 年甘肃省水泥需求增速 14.2%，公司销量增速 13%。我们预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销量增速 15%/5%/3%。
- 2) 水泥和熟料价格：根据对公司 2020 年一季报数据分析，我们判断公司一季度销售均价同比涨幅 2%。目前甘肃和青海市场已经开始提价，参考 2019 年提价次数，我们预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销售价格涨幅 3%/2%/1%。
- 3) 水泥和熟料成本：水泥和熟料成本构成中最大的变量为石灰石和煤炭。我们假设单位成本中的直接材料、人工、燃料及动力成本保持不变。由于销量增加，单位制造费用会出现下降。我们预计公司水泥单位成本降幅 3%/0%/0%，熟料单位成本降幅 2%/0%/0%。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为，公司盈利增长主要受益于价格的上涨。

我们认为，公司盈利增长源于量价齐升。从价格看，由于错峰生产政策延续，且 2019 年当地提价三次，我们判断 2020 年区域水泥价格延续上涨态势。从需求看，区域内固定资产投资以基建投资为主，前期停滞的项目从 2019 年陆续复工，在脱贫攻坚和城镇化水平提高的背景下，区域内水泥需求有望保持较快的增速。销量的增加有利于固定费用的摊销，比单纯价格上涨带来的业绩弹性更大。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) 甘、青区域水泥企业继续提价
- 2) 当地重大项目建设进度加快带动水泥需求增加
- 3) 中国建材同业竞争问题如期解决
- 4) 行业市盈率水平继续提升

■ 估值和目标价格

我们采用市盈率相对估值法对祁连山进行估值。预计公司 2020 年 EPS 为 1.99 元，假设行业 2020 年平均市盈率维持在当前的 9.4 倍，给予公司未来 6-12 个月 18.71 元（9.4X）的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

- 1) 估值下行风险：我们假设水泥行业的市盈率能够维持在当前 9.4 倍，并假设祁连山的估值可以提升至行业平均水平。如果未来行业估值下滑，将同步影响公司的估值水平。
- 2) 当地天气恶劣影响施工进度：水泥的出货量与下游施工进度相关，影响施工进度的因素中，天气因素属于不可抗力。如果今年旺季持续降水，将影响基建施工进度，进而对水泥出货量产生影响，并对价格产生负面影响。

内容目录

投资要件	2
1. 甘、青水泥龙头，量价齐升再现辉煌	5
1.1 公司是中国建材下属甘、青水泥龙头	5
1.2 量价齐升带来盈利能力提升	6
2. 基建项目密集开工，城镇化带动地产需求	6
2.1 甘、青固定资产投资以基建投资为主	6
2.2 脱贫攻坚政策下，甘、青基建潜力大	7
2.3 甘肃交通领域投资潜力巨大	8
2.4 青海交通领域投资潜力巨大	10
2.5 城镇化带动地产投资	11
3. 供给增加有限，格局优势凸显	12
3.1 错峰生产政策执行严格	12
3.2 龙头集中度高，区域市场格局好	12
3.3 外来水泥冲击减弱	13
4. 产能增长，费用率存下降空间	16
4.1 甘肃地区是公司主要收入和利润来源	16
4.2 “一参一控”参与西藏基建	17
4.3 当地基建需求旺盛 多次提价可期	17
4.4 盈利能力强，费用率存下降空间	20
5. 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议与估值	23
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1：2019 年新产线将于 2020 年达产	5
图表 2：国务院国资委为实际控制人	5
图表 3：公司收入增长相对稳定	6
图表 4：2019 年净利润同比大幅增长	6
图表 5：水泥业务是公司主要收入来源	6
图表 6：毛利率和净利润持续提升	6
图表 7：甘肃省固定资产投资从 2017 年大幅下滑	7
图表 8：2019 年甘肃省水泥需求逆转	7
图表 9：房地产在青海固定资产投资占比低	7
图表 10：近三年青海省水泥需求几乎零增长	7
图表 11：我国贫困地区主要分布在中西部地区	8
图表 12：2020 年甘肃省重大计划开工交通项目	9

图表 13: 2020 年甘肃省重大续建项目.....	9
图表 14: 2017-2018 年公路和铁路项目几乎停滞.....	10
图表 15: 2020-2030 年甘肃省远期铁路规划建设项目概况表.....	10
图表 16: 甘肃省城镇化水平全国倒数第二.....	11
图表 17: 2019 年甘肃省房地产投资保持快速增长.....	11
图表 18: 2019 年甘肃省新开工面积大幅增长.....	11
图表 19: 甘、青地区 CR3 集中度高于全国平均水平.....	12
图表 20: 甘、青地区 CR5 集中度高于全国平均水平.....	12
图表 21: 甘肃省主要参与者为中国建材（祁连山）.....	12
图表 22: 青海省主要参与者为金圆水泥.....	12
图表 23: 青海市场相对封闭.....	13
图表 24: 陕西和宁夏需求由负转正.....	13
图表 25: 川陕水泥价格高于甘肃市场.....	13
图表 26: 乌鲁木齐水泥价格跌回 2017 年电石渣错峰生产前的价格.....	14
图表 27: 内蒙古和宁夏电石渣水泥产线布局.....	15
图表 28: 银川是西北价格最低的区域.....	15
图表 29: 有电石渣产能地区的水泥价格偏低.....	15
图表 30: 甘肃省有十六条生产线.....	16
图表 31: 收入占比高的区域利润占比也高.....	16
图表 32: 西藏水泥需求保持快速增长.....	17
图表 33: 拉萨水泥价格远高于全国平均水平.....	17
图表 34: 甘肃水泥进入提价期.....	18
图表 35: 青海水泥进入提价期.....	18
图表 36: 甘肃水泥库容比率先见顶.....	18
图表 37: 甘肃水泥出货率超过全国平均.....	18
图表 38: GDP 排名靠后省份的卡车物流强度高.....	19
图表 39: 卡车物流强度弱的地区水泥价格出现下滑.....	19
图表 40: 2020 年 4 月份至今甘青藏区域卡车物流强度仍处于回升中.....	20
图表 41: 盈利能力和运营能力是公司 ROE 高的原因.....	21
图表 42: 公司管理费用率略高.....	21
图表 43: 期间费用率呈现回落趋势.....	21
图表 44: 薪酬和修理费在管理费用中占比高.....	22
图表 45: 薪酬和福利是导致管理费用同比增长的原因.....	22
图表 46: 未来三年公司主要假设参数.....	23
图表 47: 自 2017 年以来行业市盈率持续下行.....	23
图表 48: 公司是北方水泥上市公司中一季度唯一盈利的企业.....	24

1. 甘、青水泥龙头，量价齐升再现辉煌

1.1 公司是中国建材下属甘、青水泥龙头

甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（简称：祁连山或公司）的前身是 1957 年成立的永登水泥厂，1996 年完成股份制改造，并在上交所上市。公司是甘、青地区最大的水泥生产企业，主营业务包括水泥、商品混凝土的制造与销售。

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、青海、成县、漳县、古浪、嘉峪关、红古、天水、甘谷、平凉、陇南、张掖、文县、夏河、兰州、定西等十六家水泥生产基地。同时，公司还积极延伸产业链，投入运营九个商品混凝土生产基地和两个骨料生产基地，形成了以水泥系列产品为主，商品混凝土和骨料为辅的业务结构。2019 年，公司武山异地重建 4500t/d 熟料生产线点火投产。由于投产当年产线调试原因，该产线将于 2020 年贡献产量。

图表 1：2019 年新产线将于 2020 年达产

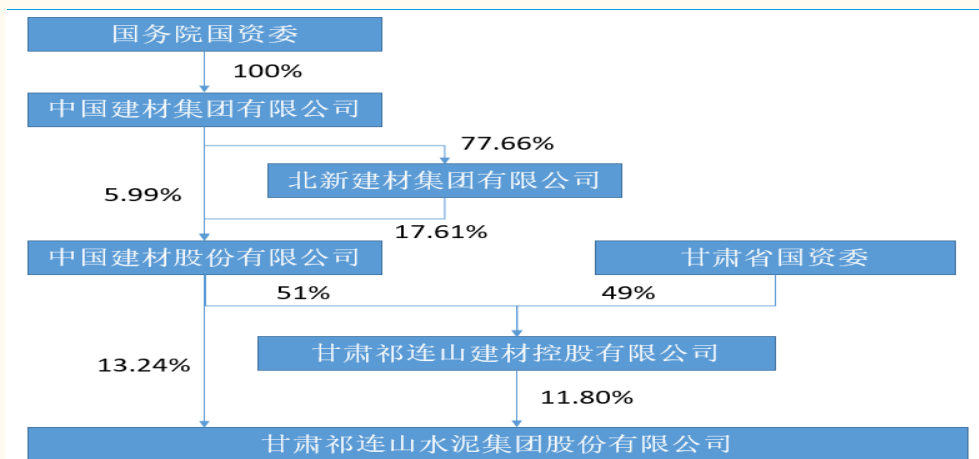
时间	事件
1957	公司前身永登水泥厂成立
1996	公司完成股份制改革，更名甘肃祁连山水泥股份有限公司，并登陆上交所，股票代码 600720
2005	公司更名为“甘肃祁连山水泥集团股份有限公司”，向着集团化、规模化方向迈进
2009	祁连山水泥成为 H 股上市公司中材股份的控股子公司
2011	公司首次入选“中国水泥十大品牌”
2016	成为中国建材集团的核心成员单位
2017	公司子公司平凉祁连山公司新增骨料业务
2017	祁连山牌通用硅酸盐水泥等三种产品被评为甘肃名牌产品
2019	甘肃祁连山水泥集团武山 4500 吨新型干法水泥生产线点火投产

来源：公司公告，国金证券研究所

公司总股本为 7.76 亿股，第一大股东是中国建材（股份），实际控制人是国务院国资委。由于中国建材和中材股份合并，2017 年 12 月 19 日中国建材做出承诺，未来三年将本着有利于祁连山发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，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同业竞争问题。

宁夏建材的第一大股东也是中国建材（股份），在甘肃市场共有三条水泥熟料生产线，与同在甘肃市场的祁连山构成同业竞争，一条位于白银市、产能 5000t/d，两条位于天水市、产能合计 5000t/d，以上三条线占祁连山总产能 15.4%。天水片区为祁连山毛利率最高的片区之一，我们认为如果同业竞争能够如期解决，将提高公司对当地的掌控力，提升盈利能力。

图表 2：国务院国资委为实际控制人



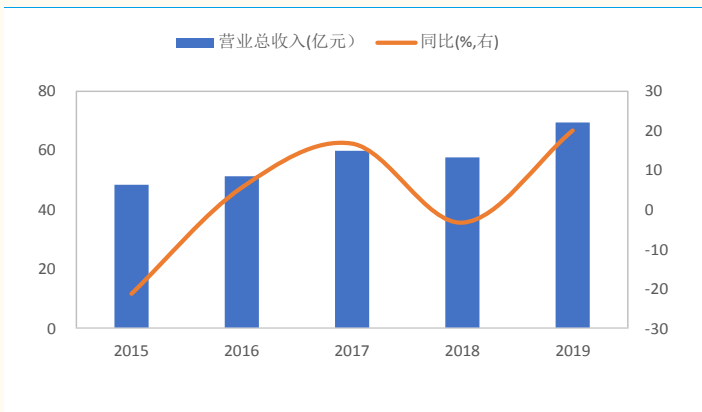
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 量价齐升带来盈利能力提升

公司业务结构中，水泥生产销售占据主导地位。2019 年公司实现营业收入 69.31 亿元，其中：水泥业务 60.17 亿元，占营业收入的 86.81%；商品混凝土业务 5.83 亿元，占营业收入的 8.41%；商品熟料业务 2.85 亿元，占比 4.11%；骨料业务 0.1 亿元，占比 0.15%。

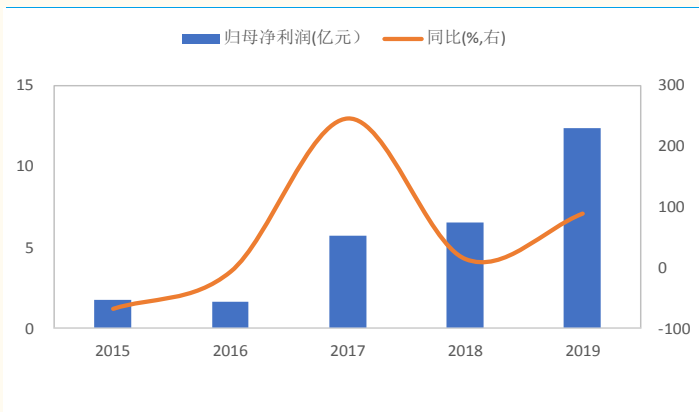
业绩逐步提升，2019 年开始迎来加速释放。2019 年，公司实现营业收入 69.31 亿元，同比增长 20.03%；实现归母净利润 12.34 亿元，同比增长 88.48%。2020 年一季度，公司实现营业收入 5.76 亿元，同比减少 3.36%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比减少 2.53%；扣非后归母净利润 0.21 亿元，为 2011 年以来首次在一季度实现盈利。由于一季度是西北传统水泥需求淡季，同时叠加疫情影响，公司一季度经营业绩超出市场预期。

图表 3：公司收入增长相对稳定



来源：Wind，国金证券研究所

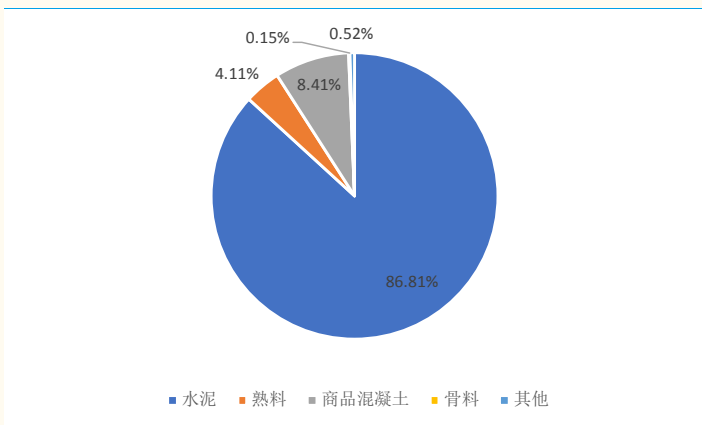
图表 4：2019 年净利润同比大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

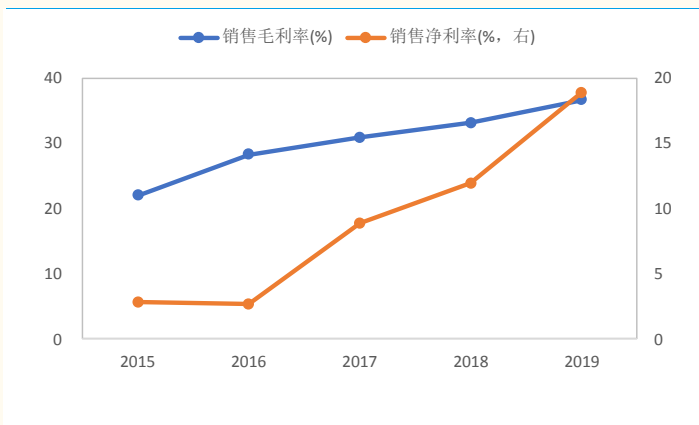
受益价格回升和销量增加，公司盈利能力增强。2019 年，公司水泥销量 2128 万吨、同比增长 13%，水泥售价（不含税）283 元、同比上涨 1%。在量价齐升的带动下，公司销售毛利率 36.59%、同比增加 3.49 个百分点，销售净利率 18.86%、同比增加 6.93 个百分点。

图表 5：水泥业务是公司主要收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：毛利率和净利润持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

2. 基建项目密集开工，城镇化带动地产需求

2.1 甘、青固定资产投资以基建投资为主

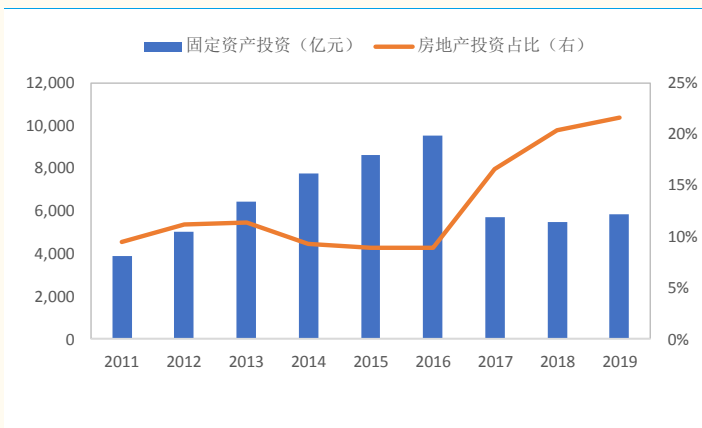
水泥需求与固定资产投资密切相关，甘肃和青海地区房地产投资在固定资产投资中占比低，基建是拉动当地水泥消费的主要力量。2019 年甘肃省固定资产投资 5835 亿元（根据增速测算），房地产开发投资 1258 亿元、占比 22%；

青海省固定资产投资 4304 亿元（根据增速测算），房地产开发投资 406 亿元、占比 9%。

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 年，甘、青两省基础设施建设速度放缓，导致水泥需求下滑。2017 年，甘肃省水泥需求量 4009.36 万吨，同比减少 10.7%；青海省水泥需求量 1449.54 万吨，同比减少 11.2%。2018 年，甘肃省水泥需求量为 3847.15 万吨，同比减少 4%；青海省水泥需求量为 1347.83 万吨，同比小幅增长 0.1%。

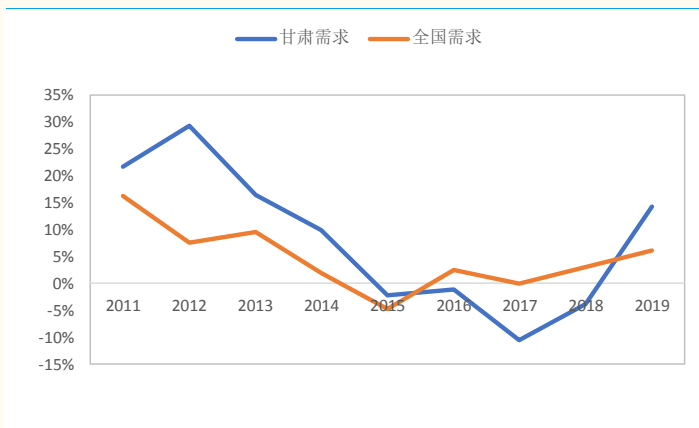
随着我国逆周期政策实施，在积极财政政策支撑下，2019 年甘肃省在建项目陆续重启，水泥需求增长明显。2018 年 10 月，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度。2018 年 12 月底举行的中央经济工作会议指出，2019 年宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在全国基建投资温和回暖的背景下，根据甘肃省交通运输工作会议要求，省内原先停滞的建设项目于 2019 年 3 月 1 日全面复工，包括：国家高速公路待贯通路段建设、省际出口路联通工程、普通国省道升级改造等。受到国家和地方政策的影响，2019 年甘肃省水泥需求大幅好转。2019 年甘肃省水泥需求量 4409 万吨，同比增长 14.2%，结束了连续四年的负增长。

图表 7：甘肃省固定资产投资从 2017 年大幅下滑



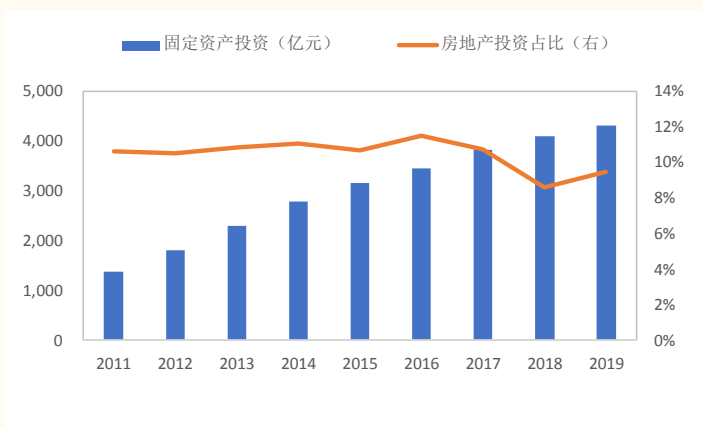
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2019 年甘肃省水泥需求逆转



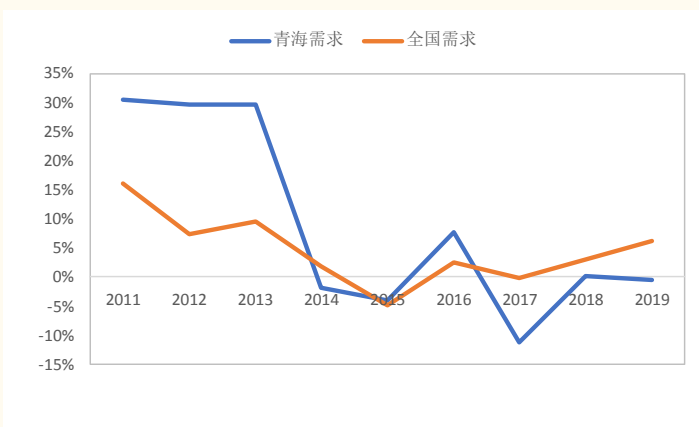
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：房地产在青海固定资产投资占比低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：近三年青海省水泥需求几乎零增长



来源：Wind，国金证券研究所

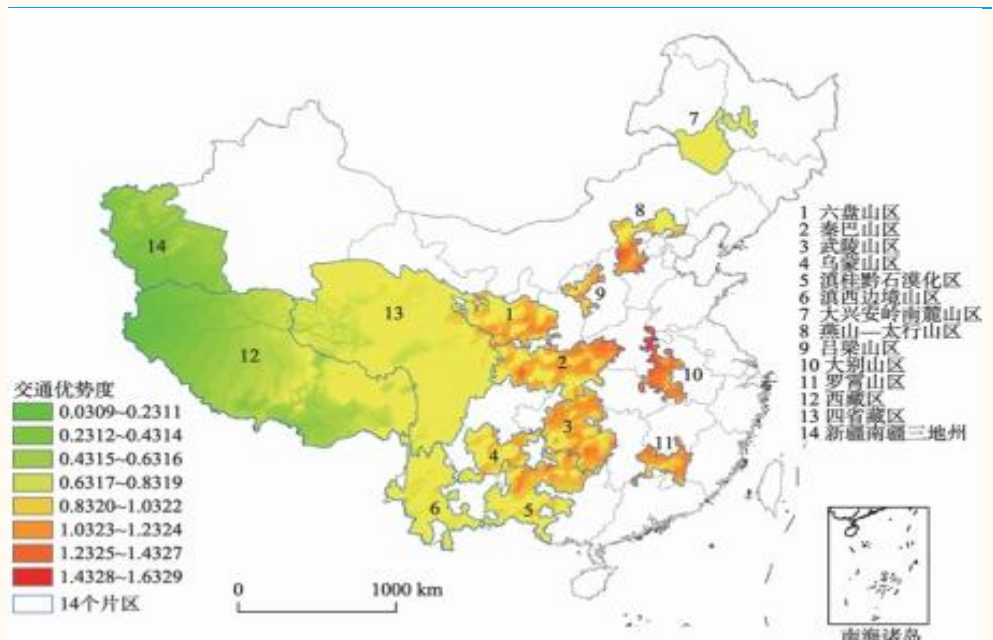
2.2 脱贫攻坚政策下，甘、青基建潜力大

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，2018 年底，全国铁路密度 0.0137 公里/平方公里，其中：甘肃省铁路密度 0.0103 公里/平方公里，为全国水平的 75%；

青海省铁路密度 0.0033 公里/平方公里，仅为全国水平的 24%。2018 年底，全国公路密度 0.5048 公里/平方公里，其中：甘肃省公路密度 0.3157 公里/平方公里，为全国水平的 63%；青海省公路密度 0.1139 公里/平方公里，仅为全国水平的 23%。

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》（简称：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”。2020 年 2 月，财政部强调，各级财政部门要加大投入，聚焦短板，支持如期全面完成脱贫攻坚目标任务。由于甘、青两省均有贫困地区分布，脱贫攻坚政策有利于带动当地的基建需求。

图表 11：我国贫困地区主要分布在中西部地区



来源：新浪《“互联网+农业”实现产业扶贫的精准之道》，国金证券研究所

2.3 甘肃交通领域投资潜力巨大

■ 重大项目数量和投资金额同比提高

根据甘肃省重大项目建设管理办公室发布的重大项目名单，2020 年甘肃省共确定省内重大建设项目 158 个，计划总投资 9958 亿元、年度计划投资 1779 亿元。与 2019 年相比，项目总数增加 7 个，计划总投资和年度计划投资额分别提高 31% 和 33%。为确保任务完成，甘肃省发展改革委制定了“1+3+6”项目谋划储备方案，编制 2020 年全省重点投资项目清单、省列重大建设项目清单、全省重大前期项目清单的“三个清单”，对省级重大项目日调度、重点投资项目周调度，对清单实施情况月调度，全面掌握重大项目复工、开工情况。

图表 12：2020 年甘肃省重大计划开工交通项目

计划开工项目	项目介绍
西宁经合作至成都铁路（甘肃段）	投资总额 871.11 亿元，甘肃境内线路总长 183.47 公里，建设工期 5-7 年
兰州至合作铁路	投资总额 104.57 亿元，兰州至合作铁路正线全长 183.12 公里，建设工期 4.5 年
新建天水至陇南铁路	投资总额 141 亿元，天水至陇南线总长 269.76 公里
平凉至庆阳铁路	总长 112 公里
兰州中川国际机场综合交通枢纽环线铁路	投资总额 41.52 亿元，线路全长 14.005 公里，建设工期 36 个月
S10 线凤县（陕西）至合作高速公路马坞至西寨段	投资总额 209.39 亿元，全长 125.34 公里
G312 线清水驿至傅家窑公路工程	投资总额 133.7 亿元，全长 62.41 公里
S35 景泰至礼县高速公路陇南段	全长 53.951 公里，建设时间 2019-2023 年
S06 酒（泉）嘉（峪关）绕城高速公路	投资总额 31.85 亿元，全长 59.76 公里，建设工期为 3 年
兰州中川国际机场三期扩建工程	项目总投资 335.5 亿元

来源：甘肃省重点项目管理处，国金证券研究所

■ 交通领域固定资产投资增速加快

2019 年，甘肃省交通运输行业（公路和高速）完成固定资产投资 771 亿元，同比增长 5.99%，完成投资总量居全国第 11 位。建成高速公路 211 公里，新、改建普通国省道及旅游公路 1442 公里，全省公路总里程达到 15.14 万公里，其中：高速公路达到 4453 公里，一级公路达到 763 公里，二级公路达到 1.05 万公里，农村公路达到 12.09 万公里。

2020 年，甘肃省交通运输行业（公路和高速）计划完成固定资产投资 820 亿元，同比增长 6.36%，增速加快 0.37 个百分点。建成高速及一级公路 1300 公里，全省高速及一级公路建成里程达到 6000 公里以上，实现 70 个县区通高速公路，建成国省干线及旅游公路 1000 公里以上，新改建农村公路 11000 公里以上。

图表 13：2020 年甘肃省重大续建项目

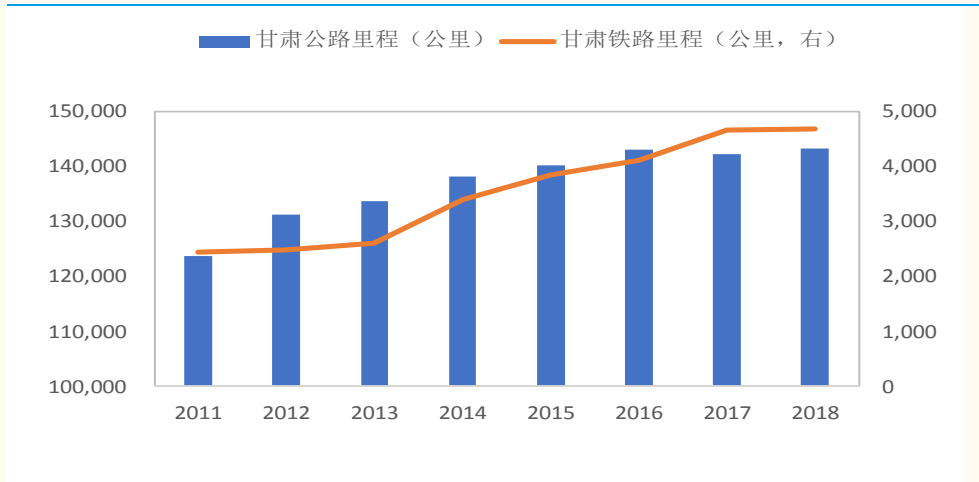
银川至西安铁路（甘肃段）	S32 临夏至大河家高速公路
新建中卫至兰州铁路（甘肃段）	定西至临洮高速公路
兰州至张掖三四线铁路中川机场至武威段	G1816 乌海至玛沁高速景泰至中川机场段
酒泉至额济纳铁路酒泉至东风段升级改造工程	S25 静宁至天水高速公路静宁至庄浪段
G75 兰州至海口高速渭源至武都段	G341 线环县二十里沟口至车路腰岷段
G69 银川至百色高速甜水堡（宁甘界）至永和段	S38 王格尔塘至夏河高速公路
G8513 平凉至绵阳高速平凉（华亭）至天水段	G341 线胶南至海晏公路白银至中川段
G8513 武都至九寨沟高速公路	陇西至漳县高速公路
S25 静宁至天水高速公路庄浪至天水段	G0611 张掖至汶川高速张掖至扁都口（甘青界）段
G244 乌海至江津公路打扮梁（陕甘界）至庆城段	S34 临夏双城至达力加高速公路
G1816 乌海-玛沁高速兰州新区至兰州（中通道）	S217 线景泰大水?至白银区段公路改建工程
通渭至定西高速公路	中川机场 T3 航站楼连接线
G3011 柳园至格尔木高速敦煌至当金山口段	G312 线张掖（甘州城区）过境段、甘州至临泽段、临泽过境段公路
G85 银川至昆明国家高速彭阳至大桥村段	S11 涇源（甘宁界）至华亭高速公路
S10 凤县（陕西）—合作高速卓尼至合作段（一期工程）	兰州市轨道交通 2 号线一期工程
S28 灵台至华亭高速公路	

来源：甘肃省重点项目管理处，国金证券研究所

■ 2020-2030 年规划显示交通领域潜力大

根据《甘肃省“十三五”交通运输发展规划》，2020 年甘肃省铁路营运总里程（预期）为 7200 公里、2018 年甘肃省铁路营运总里程仅为 4672 公里，2020 年甘肃省高速公路通车里程预期为 7300 公里、2018 年甘肃省高速公路通车里程仅为 4242 公里。无论是铁路营运里程还是公路通车里程均与 2020 年预期值有较大差距，这种差距的产生的原因主要与当地的生态政治有关。2019 年，随着当地生态政治的好转，甘肃重大基建项目已经开始陆续复工，前期被耽误的基建项目可以通过延长施工时间、加快施工进度进行弥补。

图表 14：2017-2018 年公路和铁路项目几乎停滞



来源：Wind，国金证券研究所

除了“十三五”规划外，甘肃省根据经济发展、产业布局、城镇化发展的需要，结合运输需求分析，还制定了远期 2020-2030 年规划建设 16 个项目，总投资额 1527 亿元，项目建设规模约 2469 公里。到 2030 年，铁路营运总里程达到 9900 公里。按照 2018 年甘肃省铁路营运总里程 4672 公里计算，并假设 2030 年铁路营运总里程目标实现，2018-2030 年甘肃省铁路新增营运里程复合增速 6.5%，甘肃省铁路领域基建投资预计会保持在一个较高的增速。

图表 15：2020-2030 年甘肃省远期铁路规划建设项目概况表

序号	建设项目	线路里程 (公里)		投资估算 (亿元)	
		全长	省内	总额	省内
1	敦煌至红柳河铁路	170	170	68	68
2	环县至华池至延安铁路	149	65	60	26
3	阳平关至陇南至九寨沟铁路	315	205	227	148
4	固原至庆阳铁路	161	92	52	29
5	定西至临洮至临夏铁路	145	145	58	58
6	合作至哈达铺至徽县铁路	346	346	190	190
7	靖远至会宁铁路	103	103	41	41
8	兰州至天水至汉中城际铁路	510	433	612	520
9	甘藏铁路	740	200	518	133
10	镜铁山木里铁路	198	60	79	24
11	马鬃山口岸铁路	85	85	34	34
12	包兰线银兰段扩能	483	193	279	147
13	嘉策线电化改造	459	114	23	6
14	敦煌至罗中铁路	398	157	119	47
15	兰新线扩能改造			9	6
16	鄯善至敦煌铁路	563	100	225	50
建设规模小计		4825	2468	2594	1527

来源：甘肃省发改委网站，国金证券研究所

2.4 青海交通领域投资潜力巨大

2018 年 11 月，为了做好“十三五”后两年及“十四五”投资项目工作准备，青海省政府办公厅印发“百项万亿”重大工程项目责任分工通知。项目总数 170 项，估算总投资 1.09 万亿，其中：基建领域 60 项，估算投资 4084 亿元（按照 7 年计算，平均每年投资 583 亿元，复合增速 10%），包括西成铁路、西昌铁路、格成铁路，格尔木至茫崖（青新界）公路、贵德至大武高速公路，西宁机场三期、青海湖机场、黄南机场、久治机场等项目。

2020 年 3 月，青海省政府办公厅发布《关于印发全省 2020 年一季度开复工项目责任计划的通知》，确定 4 月底前计划开复工重大项目 80 项，总投资

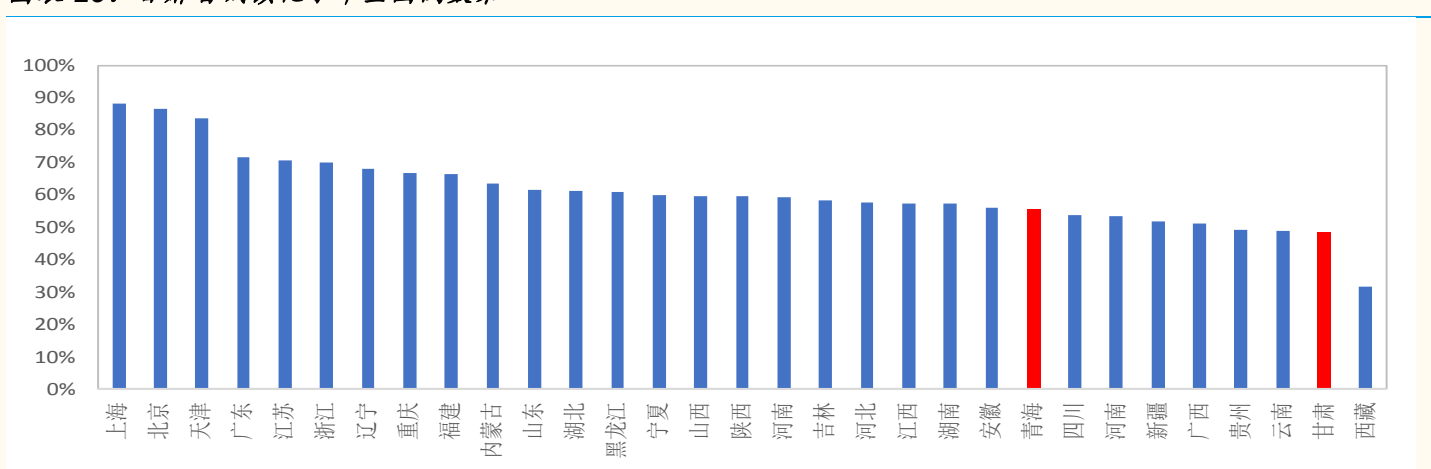
2823.6 亿元，一季度计划投资 63.6 亿元，上半年计划投资 305 亿元。

2020 年青海省建设公路重点项目 26 个，计划完成投资 180 亿元。其中，持续推进西海至察汉诺、扁都口至门源等 22 个公路续建项目，计划完成投资 145 亿元；拟开工建设油砂山叉口至茫崖石棉矿、老茫崖至油砂山叉口等 4 个新建公路项目，计划完成投资 35 亿元。

2.5 城镇化带动地产投资

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。2019 年底，全国城镇化水平已经达到 60.6%，同比提高 1.02 个百分点。甘肃、青海城镇化率分别为 55.52% 和 48.49%，均低于全国平均水平。甘肃城镇化率排名倒数第二，仅高于西藏。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，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，当地基建和房建领域均有大量水泥需求亟待释放。

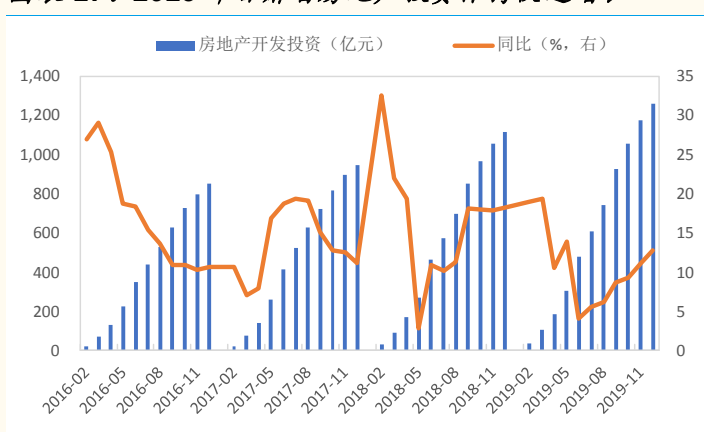
图表 16：甘肃省城镇化水平全国倒数第二



来源：国家统计局，国金证券研究所

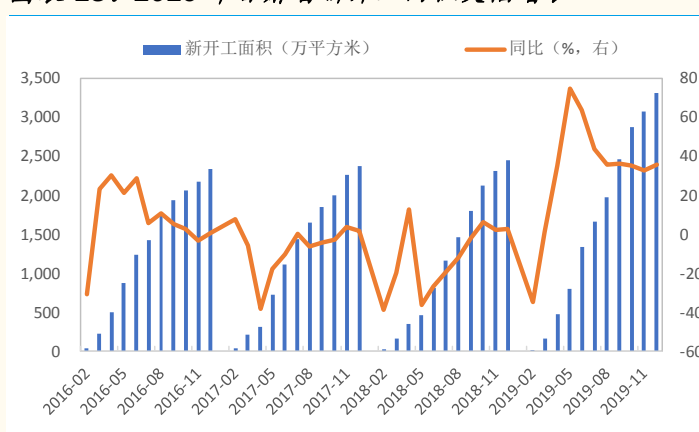
2019 年甘肃省房地产投资 1258 亿元，同比增长 12.7%，高于全国平均水平 2.8 个百分点；新开工面积 3307 万平方米，同比增长 35%，高于全国平均水平 26.5 个百分点。虽然房地产投资在甘肃省固定资产投资中占比低，但是地产投资的快速增长也将带来当地水泥需求的增加。

图表 17：2019 年甘肃省房地产投资保持快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：2019 年甘肃省新开工面积大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

3. 供给增加有限，格局优势凸显

3.1 错峰生产政策执行严格

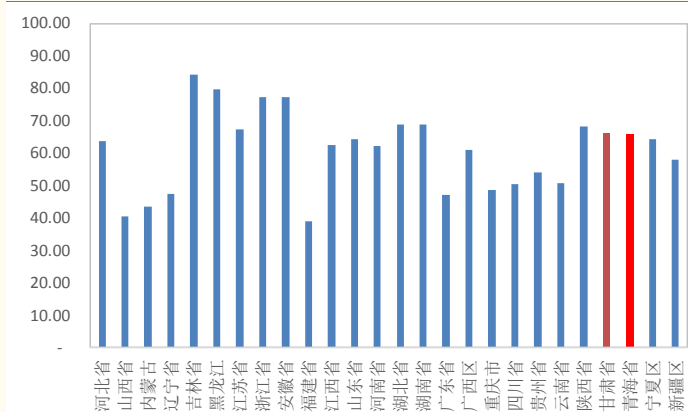
甘肃、青海熟料产能占全国比例较低，且新增产能有限。根据数字水泥网数据，2019 年底，甘肃省熟料产能 4402 万吨，占全国总产能的 2.42%；青海省熟料产能 1578 万吨，占全国总产能的 0.87%。2019 年甘肃省熟料新增产能主要来源于甘草的 5000t/d 产线，青海省无新增产线投产。2020 年甘肃和青海均无新增产能投产计划。

错峰生产政策依然严格。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 2019 年 10 月 20 日-2020 年 3 月 31 日停产 90 天，而上年停产时间为 2018 年 11 月 1 日-2019 年 3 月 10 日停产 90 天；青海省水泥熟料生产线在 2019 年 11 月 15 日-2020 年 9 月 30 日期间执行错峰生产，海西州水泥企业累计停窑时间 120 天，其余地区累计停窑时间 5.5 个月。

3.2 龙头集中度高，区域市场格局好

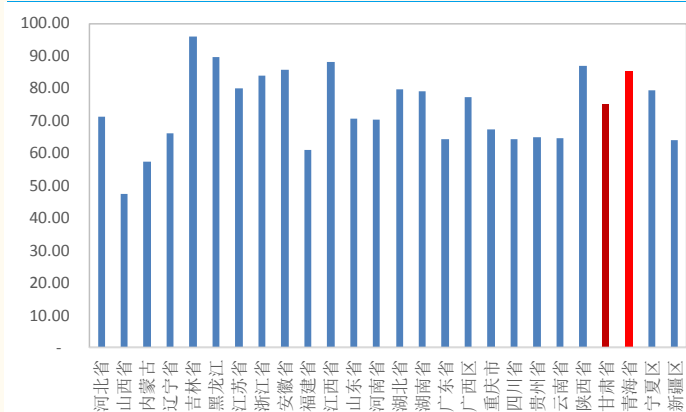
甘、青两地水泥熟料行业集中度均高于全国平均水平，青海地区更是位于全国前列。2019 年，甘肃省和青海省 CR5 分别为 75%、85%，区域内大企业对市场具有一定主导作用。中国建材集团（包括祁连山和宁夏建材）和海螺水泥是甘肃省内两大巨头，合计市占率接近 61%。其他参与者包括红狮集团和湖北京兰，均为南方企业，错峰生产执行力度强于北方企业，对区域市场稳定起到积极作用。目前祁连山和宁夏建材在甘肃市场仍存在同业竞争，随着中国建材解决同业竞争日期的临近，未来区域竞争格局存优化预期。

图表 19：甘、青地区 CR3 集中度高高于全国平均水平



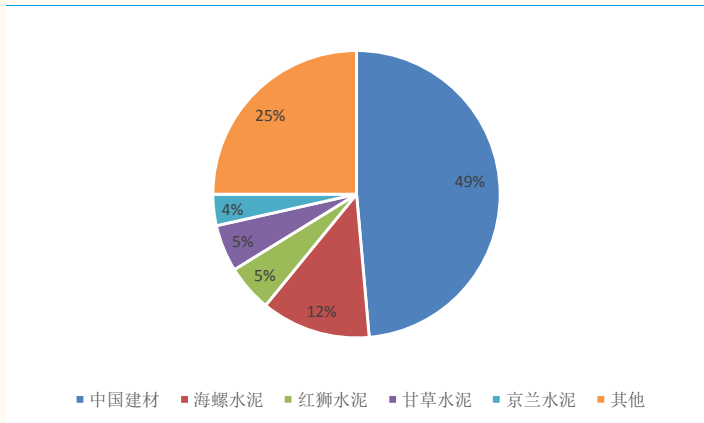
来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 20：甘、青地区 CR5 集中度高高于全国平均水平



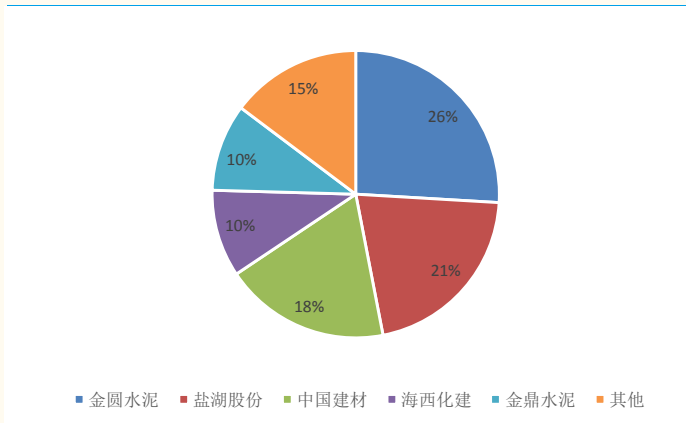
来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 21：甘肃省主要参与者为中国建材（祁连山）



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 22：青海省主要参与者为金圆水泥

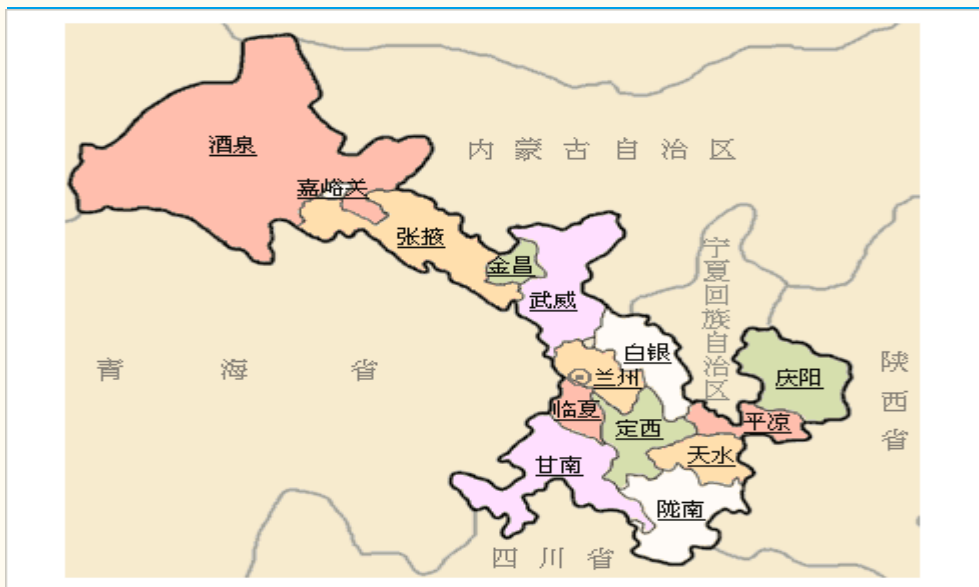


来源：数字水泥网，国金证券研究所

3.3 外来水泥冲击减弱

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。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。

图表 23：青海市场相对封闭

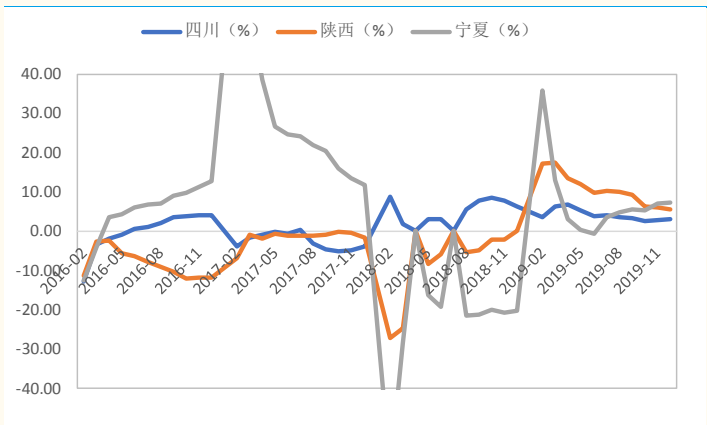


来源：中国长运网站，国金证券研究所

■ 周边水泥需求向好，流入动力不足

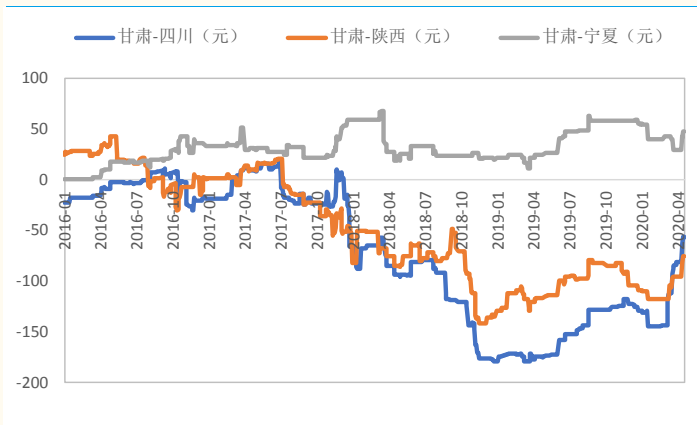
2019 年，宁夏和陕西水泥需求向好。2019 年宁夏水泥需求增速 7.3%，较 2018 年回升 27.6 个百分点；2019 年陕西水泥需求增速 5.6%，较 2018 年回升 5.6 个百分点。同时，2018 年起，四川与陕西的水泥价格高于甘肃水泥价格，导致流入甘肃市场动力不足；宁夏地区由于需求恢复，流入甘肃的量出现下滑。

图表 24：陕西和宁夏需求由负转正



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：川陕水泥价格高于甘肃市场



来源：Wind，国金证券研究所

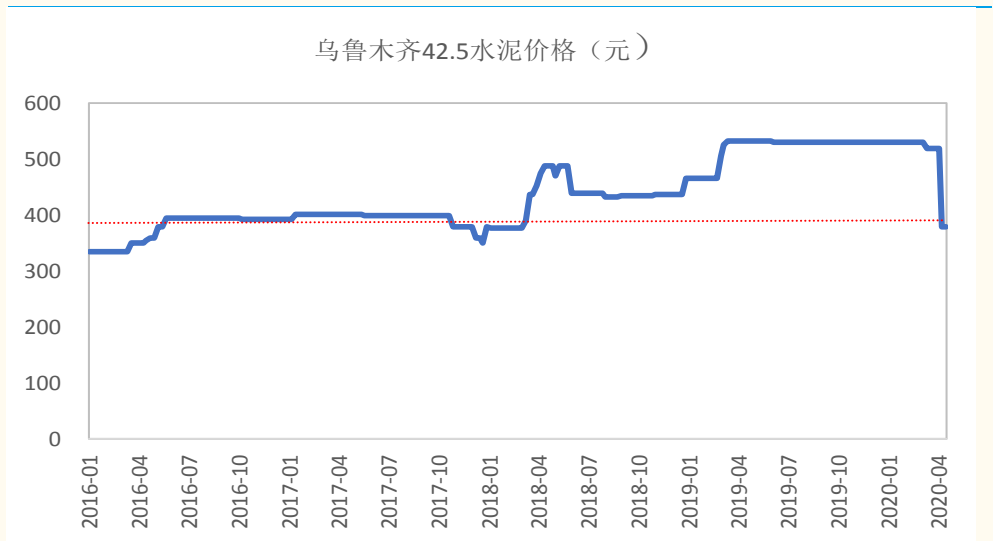
■ 内蒙电石渣水泥错峰生产进而减少流入量

水泥产品可以通过传统石灰石作为原料，也可以通过电石渣作为原料。电石渣是电石制取乙炔过程中产生的废弃物，目前我国生产聚氯乙烯（PVC）以电石法工艺为主，每消耗 1 吨电石，要产生 1.1 吨电石渣。利用电石渣生产水泥是电石渣资源化最成熟、最经济的方法，既可节约水泥生产所用的天然石灰石资源，降低水泥成本，又可减少二氧化碳排放和废物堆存造成的污染。为了尽快消耗掉电石渣，用电石渣作为原料的水泥企业无法停产，因此一直“无缘”水泥行业的错峰生产。从 PVC 分布情况看，主要集中在新疆、宁夏、内蒙等地。

2017年9月，新疆建材行业管理办公室召开《新疆电石渣水泥企业错峰生产协调会议》，创新提出通过“错峰置换”使电石渣水泥企业间接参与错峰生产的思路，即：电石渣水泥企业在采暖季错峰生产期间可以不停窑，由传统水泥企业在非采暖季、非错峰生产期间，增加停窑时间予以置换补偿，以此协同保证电石法PVC企业在水泥行业错峰生产期间的正常生产。电石渣水泥企业错峰生产期间生产的合格水泥熟料，由区域内传统水泥企业统筹消化处理，熟料的价格参考接收熟料的传统水泥企业的变动成本制定，同时给予运输费用补贴。该政策的执行缓解了新疆水泥产能严重过剩的矛盾，为实现新疆水泥行业的稳增长起到了关键作用。

2020年受到疫情影响，新疆地区水泥需求有所下滑，持续两年的电石渣水泥企业与传统水泥企业的错峰生产政策在执行中遇到问题，这直接导致了新疆水泥价格大幅度下跌。2020年4月10日，乌鲁木齐水泥（42.5袋装）报价从519元下调至379元，价格跌回至2017年电石渣错峰生产政策推出前的水平。

图表 26：乌鲁木齐水泥价格跌回2017年电石渣错峰生产前的价格



来源：Wind，国金证券研究所

2020年3月底，内蒙古工信厅发布《关于对电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案》。内蒙古冀东水泥有限公司等四家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区的内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司、内蒙古君正化工有限责任公司、内蒙古君正能源化工有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司、西部环保有限公司等五家电石渣熟料企业签订了产能置换协议，并编制了错峰生产产能置换方案，出具了错峰生产产能置换承诺书。至此，电石渣水泥错峰生产产能置换方案在内蒙古正式落地。

内蒙水泥熟料总产能6637万吨，内蒙PVC熟料产能合计992万吨、产能占比15%，主要集中在鄂尔多斯、包头、乌海、乌兰察布。内蒙古电石渣企业参与错峰生产，将有助于缓解内蒙古的水泥供给压力，减少内蒙古水泥向甘肃、宁夏流入量。

随着新疆和内蒙古电石渣水泥企业错峰生产政策的陆续出台，后续有望推广至宁夏。宁夏水泥熟料总产能 2089 万吨，宁夏 PVC 熟料产能合计为 279 万吨、产能占比 13%。受到内蒙古电石渣水泥流入和本地市场电石渣水泥供给的影响，银川的水泥价格在西北五省区的省会城市中最低。宁夏的电石渣水泥产能主要分布在石嘴山、银川、吴忠，与周边没有电石渣产能的白银、平凉、兰州相比，水泥价格明显偏低。

我们预计，随着内蒙古电石渣水泥企业错峰政策的执行以及政策向宁夏的推广，宁夏市场的水泥供给格局有望好转，进一步减少向甘肃市场的流入量。由于供需格局改善，2020年3月中旬，银川率先在全国进行水泥提价。

2019年均价(元)

城市	2019年均价(元)
西安	520
兰州	380
西宁	400
银川	360
乌鲁木齐	520

电石渣水泥区域与周边水泥价格对比（元）

地区	价格 (元)
石嘴山	350
吴忠	350
银川	360
白银	430
平凉	405
兰州	405

来源：Wind，国金证券研究所

4. 产能增长，费用率存下降空间

4.1 甘肃地区是公司主要收入和利润来源

公司是甘、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%。2019 年底，公司在甘肃、青海共拥有 16 个水泥生产基地，在役 19 条干法水泥熟料生产线，产能达到 65000t/d。从区域产能占比看，公司甘肃产能占比 85%，青海产能占比 15%，甘肃产能对公司盈利影响大。由于张掖祁连山并表和天水武山投产，我们预计 2020 年公司产能增速为 12%。

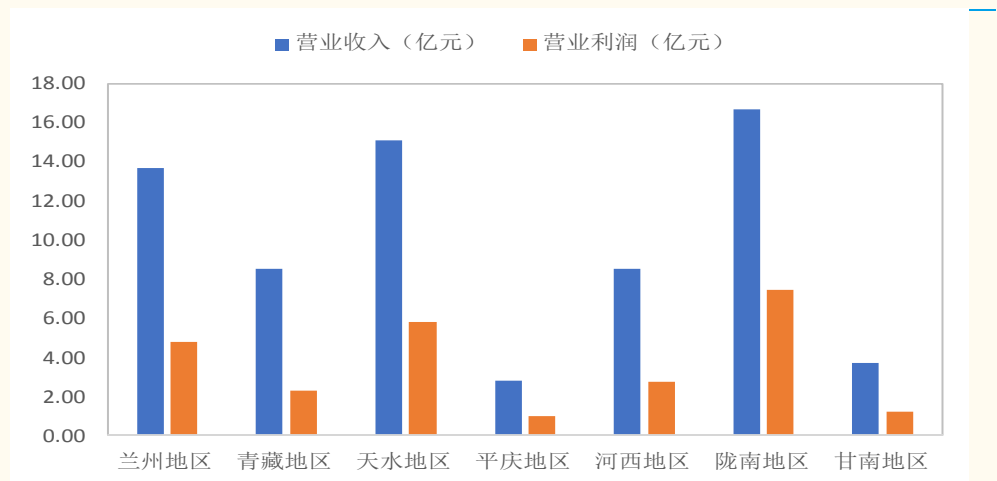
图表 30：甘肃省有十六条生产线

序号	省份	地点	所属企业	熟料产能（吨/天）
1	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	2500
2	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	2500
3	甘肃省	兰州市	永登祁连山水泥有限公司	5000
4	甘肃省	天水市	甘谷祁连山水泥有限公司	2500
5	甘肃省	天水市	天水祁连山水泥有限公司	4500
6	甘肃省	武威市	古浪祁连山水泥有限公司	5000
7	甘肃省	平凉市	祁连山平凉水泥股份有限公司	2500
8	甘肃省	嘉峪关市	酒钢（集团）宏达建材有限责任公司	5000
9	甘肃省	定西市	漳县祁连山水泥有限公司	3000
10	甘肃省	定西市	漳县祁连山水泥有限公司	5000
11	甘肃省	陇南市	成县祁连山水泥有限公司	3000
12	甘肃省	陇南市	成县祁连山水泥有限公司	5000
13	甘肃省	陇南市	陇南祁连山水泥有限公司	2500
14	甘肃省	陇南市	文县祁连山水泥有限公司	2500
15	甘肃省	甘南州	夏河祁连山安多水泥有限公司	2500
16	甘肃省	张掖市	张掖祁连山水泥有限公司	2500
17	青海省	西宁市	青海祁连山水泥有限公司	2500
18	青海省	西宁市	青海祁连山水泥有限公司	5000
19	青海省	海东地区	民和祁连山水泥有限公司	2000
合计				65000

来源：公司公告，国金证券研究所

根据销售区域划分，公司在陇南、天水片区市场占有率较高，这也是公司盈利最好的两个片区。2019 年，公司陇南片区业务毛利率达到 44.74%，营收占比 24.02%；天水片区业务毛利率达到 38.37%，营收占比 21.79%。2019 年 7 月，天水武山 4500t/d 产能投产。由于天水片区的毛利率水平在公司各大片区中位列第二，2020 年该产线的达产对公司的利润贡献增加。

图表 31：收入占比高的区域利润占比也高



来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 “一参一控”参与西藏基建

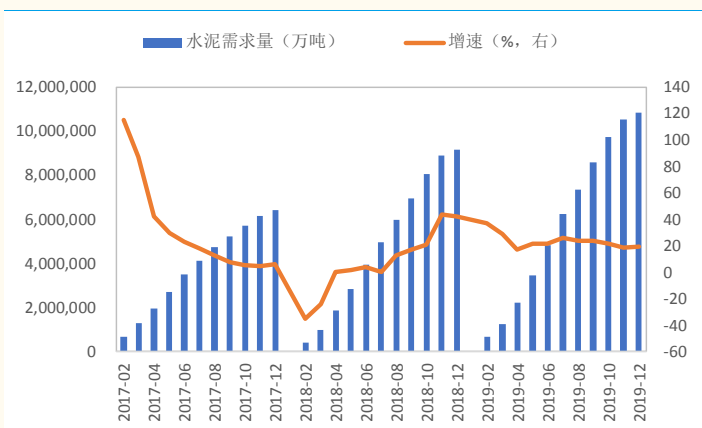
西藏地区基建需求较大，水泥消费有望维持高速增长。根据 2017 年西藏自治区政府工作报告规划，“十三五”期间，西藏地区固定资产复合增速约 20%。由于地区交通基础设施薄弱，西藏政府计划在“十三五”期间投资 5431 亿元进行公路交通基础设施建设，铁路建设投资也将达到 1600 亿元。川藏、滇藏、甘藏和新藏四大入藏铁路中，总投资 2700 亿元的川藏铁路已经开工建设，其余三条也在筹划中，交通投资的高景气将极大利好地区水泥需求。

供不应求推动产能提升，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。根据测算，若目前规划产能全部投产后，水泥供给仍有缺口。

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。2020 年 4 月，西藏 P.O42.5 水泥月均价为 698 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变化，区域内水泥产能仍将保持较好的盈利水平。

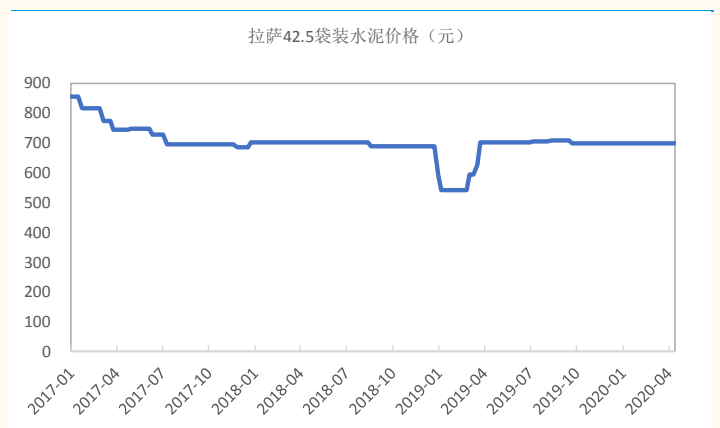
祁连山目前正在积极布局西藏市场，控股子公司西藏中材祁连山在建一条年产 120 万吨熟料产线，参股子公司拉萨城投祁连山在建一条 4500t/d 熟料产线，分别位于人口集中、需求较大的山南和拉萨。两条产线的建成将填补公司在西藏市场的空白，为公司贡献业绩增量。

图表 32：西藏水泥需求保持快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：拉萨水泥价格远高于全国平均水平



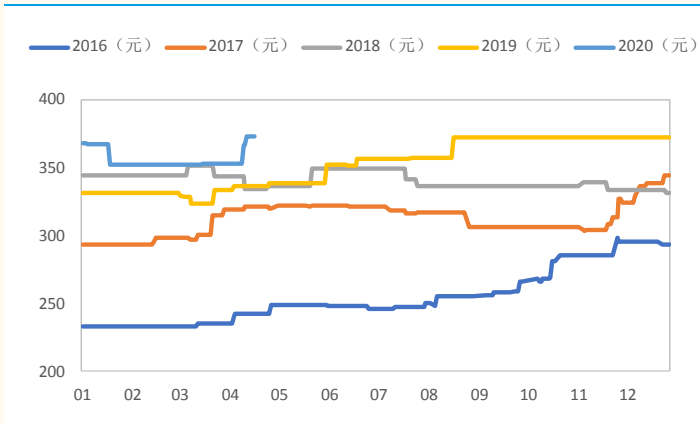
来源：Wind，国金证券研究所

4.3 当地基建需求旺盛 多次提价可期

2020 年一季度虽然有疫情影响，但是在旺盛的基建需求下，西北水泥企业率先提价。2020 年 3 月中旬，银川市场率先提价，随后西宁加入提价行列。2020 年 4 月开始，甘肃市场开始提价。4 月 9 日，祁连山平凉公司将 PO42.5 水泥价格上调 10 元；4 月 18 日，祁连山平凉公司将 PC42.5 水泥价格上调 10 元；4 月 18 日，祁连山天水公司上调西散水泥价格 20 元，天水公司和甘谷公司上调 PC42.5 价格 10 元；4 月 18 日，祁连山兰州公司上调散装水泥 30 元；4 月 23 日，祁连山天水公司和甘谷公司上调袋装水泥 40 元/吨，上调散装水泥 50 元/吨。

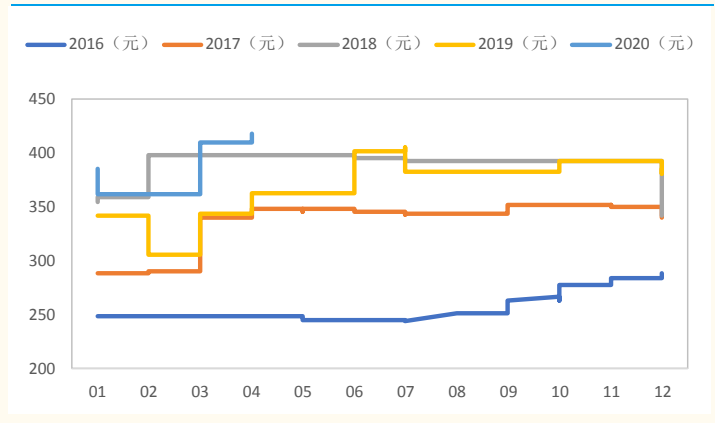
由于 2017-2018 年甘肃水泥需求下滑，价格走势不具有参考性，我们以 2019 年水泥价格走势为例。2019 年甘肃省水泥价格进行三次上调，第一次在 3 月中下旬、第二次在 5 月下旬、第三次在 8 月中旬，这与甘肃的下游施工节奏吻合。目前，甘肃市场的价格仅是第一次调整，随着下游施工旺季的到来，全年多次提价可以期待。

图表 34：甘肃水泥进入提价期



来源：Wind，国金证券研究所

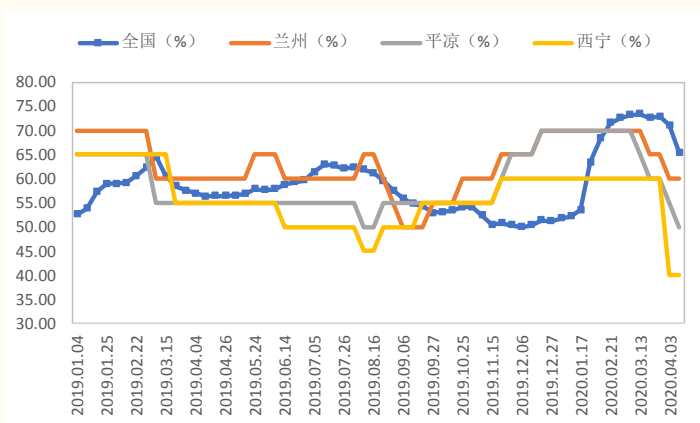
图表 35：青海水泥进入提价期



来源：Wind，国金证券研究所

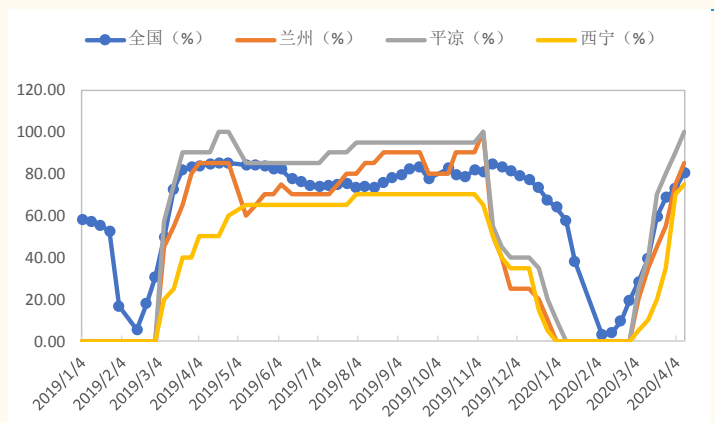
在一季度疫情影响下，甘肃和青海市场的提价底气主要来自于当地旺盛的需求。兰州、平凉、西宁的库容比在三月中旬见顶后出现回落，三地的库容比值分别低于全国平均水平 5.44 个百分点、15.44 个百分点、25.44 个百分点。从出货量数据看，三地的出货量从 3 月上旬开始好转，兰州的出货率高于全国平均水平 4.73 个百分点，平凉的出货率为 100%。由于青海采暖季比甘肃长一个月，青海下游需求启动较晚，因此青海的出货率略低于全国平均水平。

图表 36：甘肃水泥库容比率先见顶



来源：数字水泥网，国金证券研究所

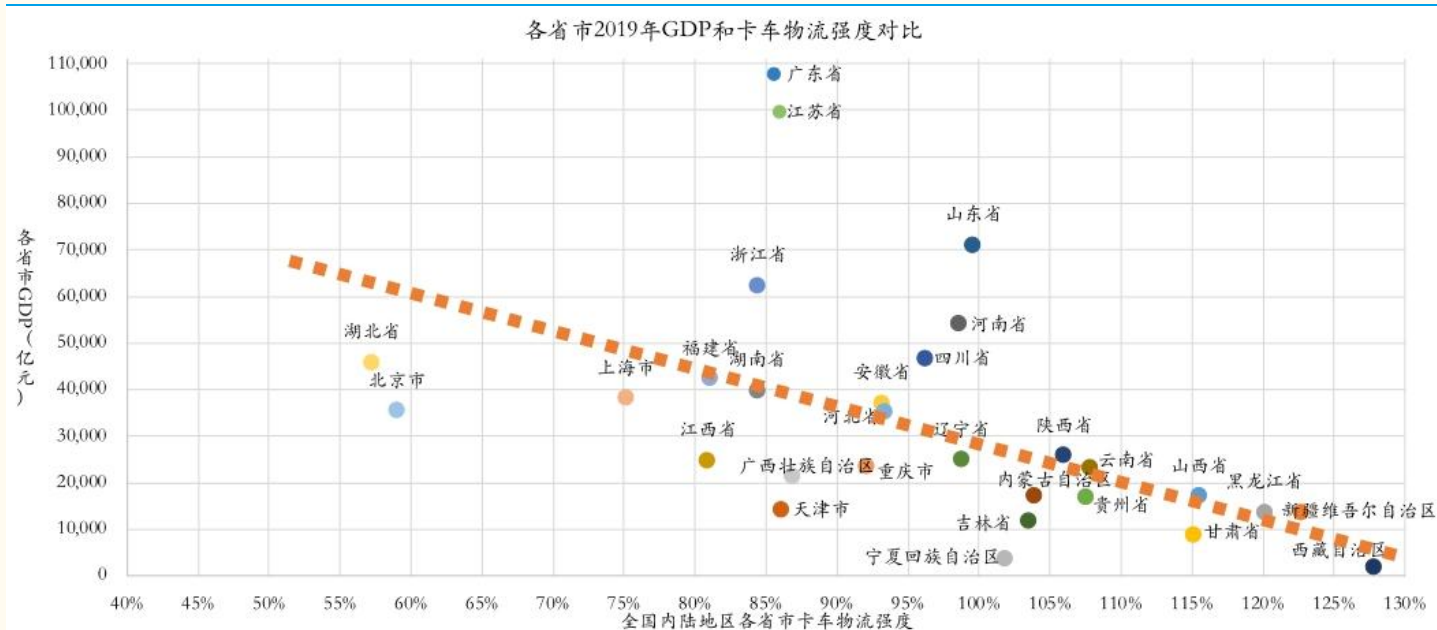
图表 37：甘肃水泥出货率超过全国平均



来源：数字水泥网，国金证券研究所

根据国石化组和数据中心建立的“区域 GDP-卡车物流强度高频监测模型”显示，全国内陆地区各省市的卡车物流强度和经济水平之间存在直接关联性，当下经济较为落后地区的基建活动更为活跃。根据我们的监测，青海、甘肃、西藏等省份的卡车物流强度已经恢复到年初的 100% 以上。

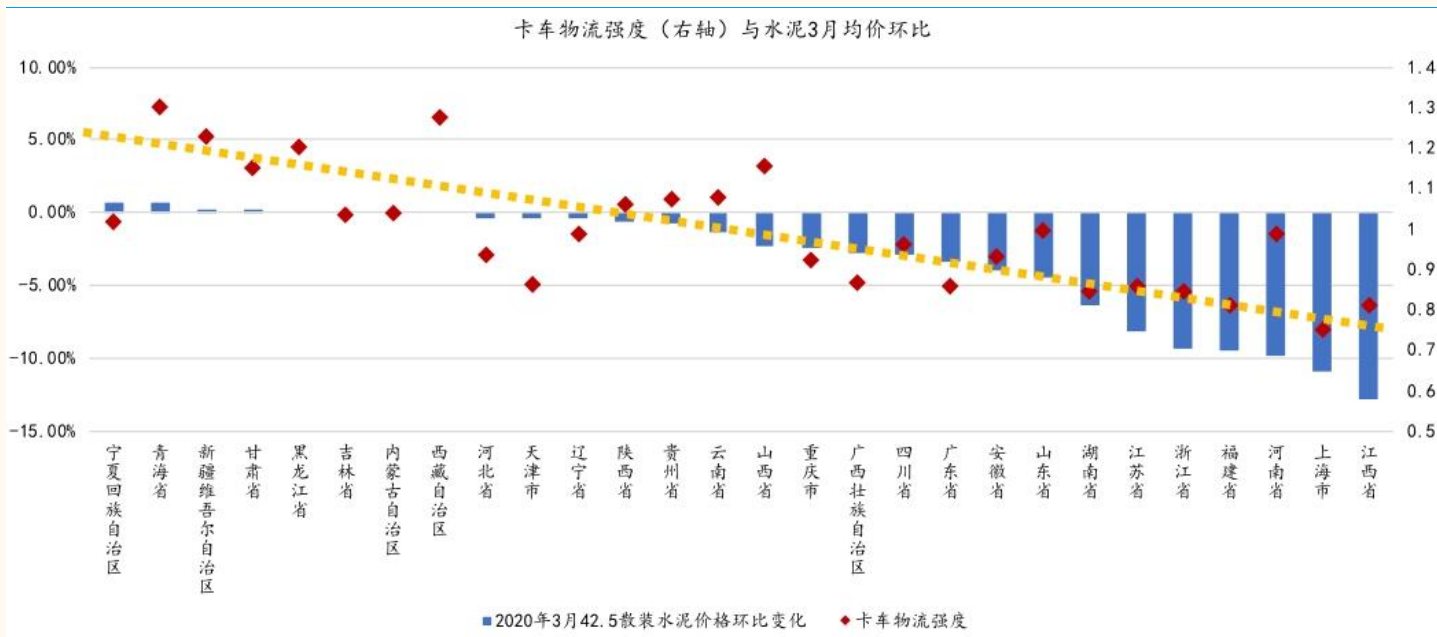
图表 38：GDP 排名靠后省份的卡车物流强度高



来源：数行科技，亚智科技，宏路科技，Wind，国金证券研究所

与此同时，我们发现，在卡车物流强度较高的地区，水泥的月度平均价格在3月出现环比上升或价格不变，卡车活跃度较低的地区，水泥价格则出现了不同程度的下滑。

图表 39：卡车物流强度弱的地区水泥价格出现下滑



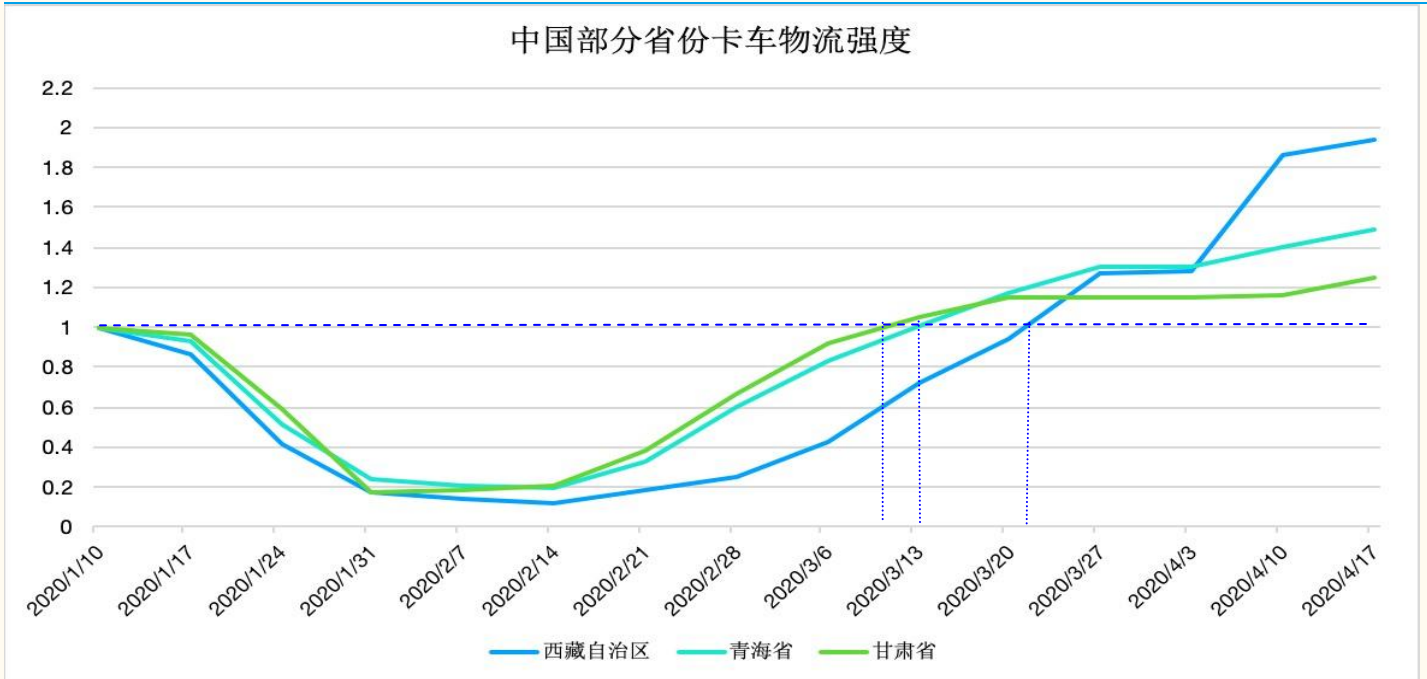
来源：数行科技，亚智科技，宏路科技，Wind，国金证券研究所

根据我们对最新的卡车物流强度的监测数据显示：甘肃省于2020年3月11日前后恢复到年初正常水平后，卡车物流强度一直处于回升中，4月17日已经回升至1.2倍-1.3倍；青海省于2020年3月14日前后恢复到年初正常水平后，卡车物流强度一直处于回升中，4月17日已经回升至1.4倍-1.5倍；西藏自治区于2020年3月23日前后恢复到年初正常水平后，卡车物流强度一直处于回升中，4月17日已经回升至1.9倍-2倍。

卡车物流强度的数据与祁连山2020年一季度的业绩表现基本吻合。根据我们测算，2020年一季度受疫情影响，祁连山出货量同比降幅在10%左右，

这部分影响主要是受二月份疫情的影响。随着三月需求的恢复和西宁市场提价，公司销售均价同比涨幅在 2% 左右。由于出货量降幅小，且价格出现上涨，在已公布一季报的水泥公司中，公司收入同比降幅最小（宁夏建材下降 20%，塔牌集团下降 28%，金圆股份下降 32%，冀东水泥下降 39%，天山股份下降 43%），业绩大幅超出市场预期，与我们观测到的卡车物流强度数据吻合。

图表 40：2020 年 4 月份至今甘青藏区域卡车物流强度仍处于回升中



来源：数行科技，亚智科技，宏路科技，Wind，国金证券研究所

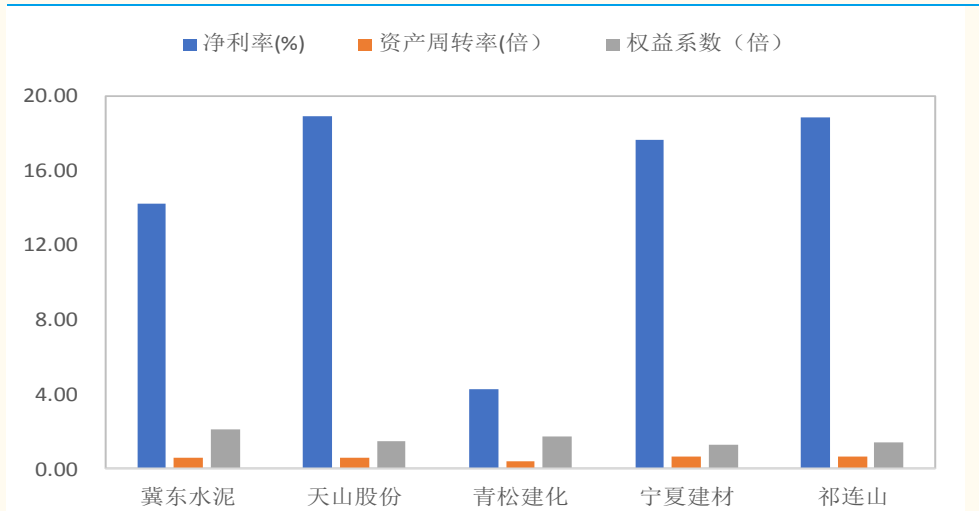
2020 年甘肃省《政府工作报告》提出“实施重大项目突破行动，加快交通基础设施建设，推进实施重大水利工程”，在国家加大逆周期调节力度的宏观背景下，前期重大项目的加速实施和新项目的启动，将对水泥需求产生积极影响。我们预计，2020 年甘肃水泥市场景气有望稳中向好，青海水泥市场预计将维持一种稳定的市场供求关系。

4.4 盈利能力强，费用率存下降空间

由于南方水泥企业和北方水泥企业在淡旺季和错峰生产政策上存在差异，因此我们选择北方水泥企业作为可比公司。

在已公布 2019 年报的北方水泥公司中，祁连山 ROE 水平最高，达到 19.65%，这主要得益于公司的盈利能力和运营效率。公司的资产周转率 0.68，净利率 18.86%，在五家可比公司中位列第一位、第二位。

图表 41：盈利能力和运营能力是公司 ROE 高的原因

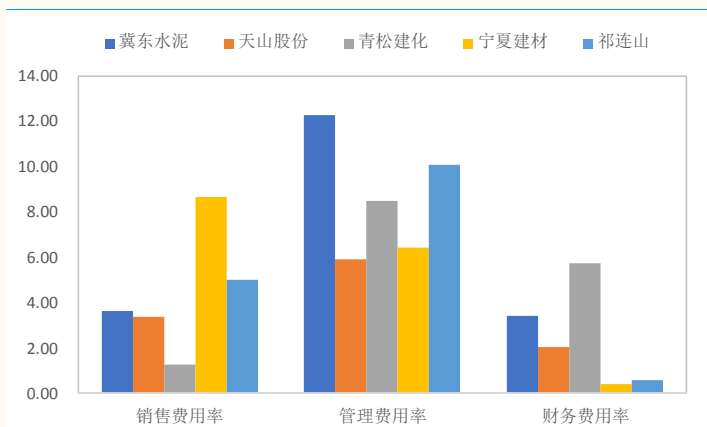


来源：Wind，国金证券研究所

自 2015 年以来，得益于公司管理水平改善，期间费用率逐年下滑。2015 年公司期间费用率 23.02%，2019 年期间费用率降至 15.63%。在这其中，财务费用率的下降对费用率下降贡献最为明显。与其他北方水泥公司相比，公司管理费用率偏高，公司管理费用率 10.05%，略低于冀东水泥。

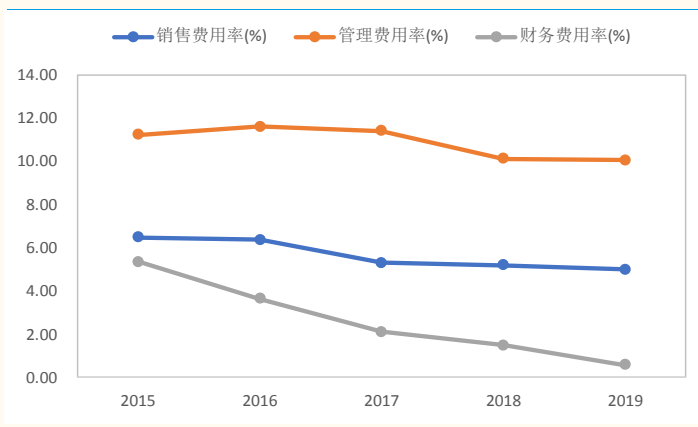
进入 2020 年，公司费用率延续了下降的走势。由于一季度是全年生产淡季，刚性费用支出占比高，2020 年一季度公司期间费用率与 2019 年全年相比有所回升，但是与 2019 年一季度相比，同比回落 5.42 个百分点。

图表 42：公司管理费用率略高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：期间费用率呈现回落趋势

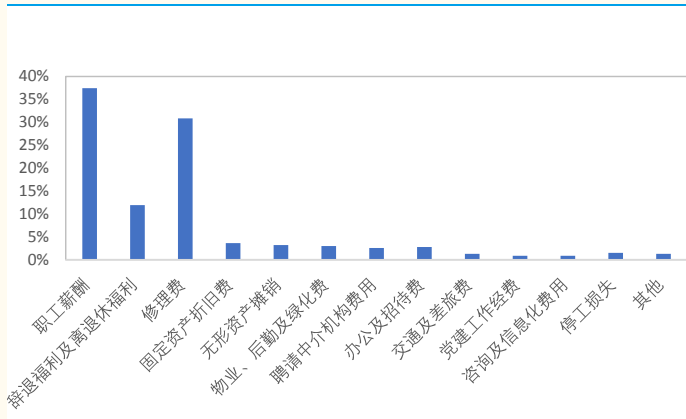


来源：Wind，国金证券研究所

通过细分公司管理费用构成发现，2019 年公司管理费用中占比最高的为职工薪酬和修理费，分别达到 37%和 31%。从具体细分看，2019 年职工薪酬较 2018 年增加 0.71 亿元，辞退福利及离退休福利较 2018 年增加 0.48 亿元，是导致公司管理费用增加的主要原因。

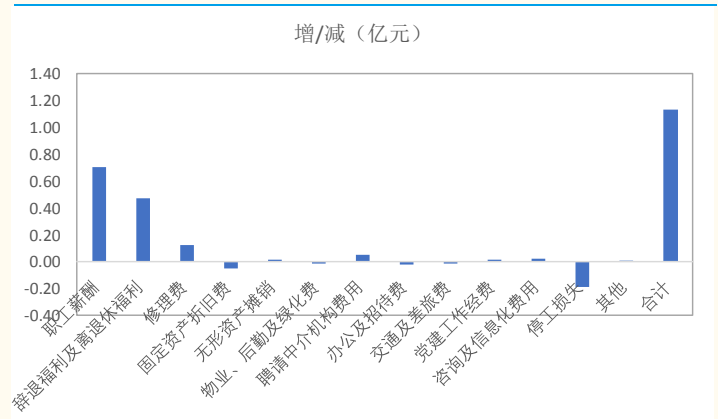
由于公司开始对人力成本进行考核，且设备修理费为一次性支出，因此我们预计公司管理费用率已经见顶，未来存在下降的空间。

图表 44：薪酬和修理费在管理费用中占比高



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 45：薪酬和福利是导致管理费用同比增长的原因



来源：公司年报，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 水泥和熟料销量：与 2019 年相比，2020 年甘肃省重大基建项目数量和投资金额仍处于增长的态势，同时周边水泥流入甘肃市场的量只减不减，因此我们判断 2020 年甘肃水泥需求增速会高于 2019 年。我们的卡车物流强度数据显示，甘肃省卡车物流强度回升至年初的 1.2 倍-1.3 倍。2019 年甘肃省水泥需求增速 14.2%，公司销量增速 13%。我们预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销量增速 15%/5%/3%。
- 2) 水泥和熟料价格：根据对公司 2020 年一季报数据分析，我们测算公司一季度销售均价同比涨幅 2%。目前甘肃和青海市场已经开始提价，参考 2019 年提价次数，我们预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销售价格涨幅 3%/2%/1%。
- 3) 水泥和熟料成本：水泥和熟料成本构成中最大的变量为石灰石和煤炭。公司石灰石自给率在 70%以上，自采石灰石采选成本相对固定；公司余热发电比例约 40%，煤炭价格下跌会导致发电成本下降。因此，我们假设单位成本中的直接材料、人工、燃料及动力成本保持不变。由于销量增加，单位制造费用会出现下降。我们预计公司水泥单位成本降幅 3%/0%/0%，熟料单位成本降幅 2%/0%/0%。
- 4) 其他业务：由于商品混凝土和骨料业务对公司收入和利润贡献小，我们假设 2020-2022 年以上两个产品的收入和成本与 2019 年持平。

图表 46：未来三年公司主要假设参数

产品	主要指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
水泥	营业收入（元）	5,445,926,376	5,252,276,028	6,017,072,138	7,127,221,948	7,633,254,706	7,940,874,871
	营业成本（元）	3,760,317,779	3,471,577,992	3,737,702,625	4,197,133,150	4,406,989,808	4,539,199,502
	销量（万吨）	2,146	1,885	2,128	2,448	2,570	2,647
	价格（元/吨）	254	279	283	291	297	300
	单位成本（元/吨）	175	184	176	171	171	171
	吨毛利（元）	79	94	107	120	126	129
	毛利率	31%	34%	38%	41%	42%	43%
熟料	营业收入（元）	17,308,159	89,075,406	285,221,103	337,844,397	361,831,349	376,413,152
	营业成本（元）	14,641,855	69,040,524	238,029,029	268,382,515	281,801,641	290,255,690
	销量（万吨）	7	41	138	159	167	172
	价格（元/吨）	232	215	206	212	217	219
	单位成本（元/吨）	196	167	172	169	169	169
	吨毛利（元）	36	48	34	44	48	50
	毛利率	15%	22%	17%	21%	22%	23%
商品混凝土	营业收入（元）	460,067,806	369,907,817	582,798,022	582,798,022	582,798,022	582,798,022
	营业成本（元）	323,003,874	273,932,986	389,061,827	389,061,827	389,061,827	389,061,827
	毛利率	30%	26%	33%	33%	33%	33%
骨料	营业收入（元）	3,308,913	14,073,812	10,519,123	10,519,123	10,519,123	10,519,123
	营业成本（元）	1,069,676	9,719,319	6,546,239	6,546,239	6,546,239	6,546,239
	毛利率	68%	31%	38%	38%	38%	38%

来源：公司年报，国金证券研究所

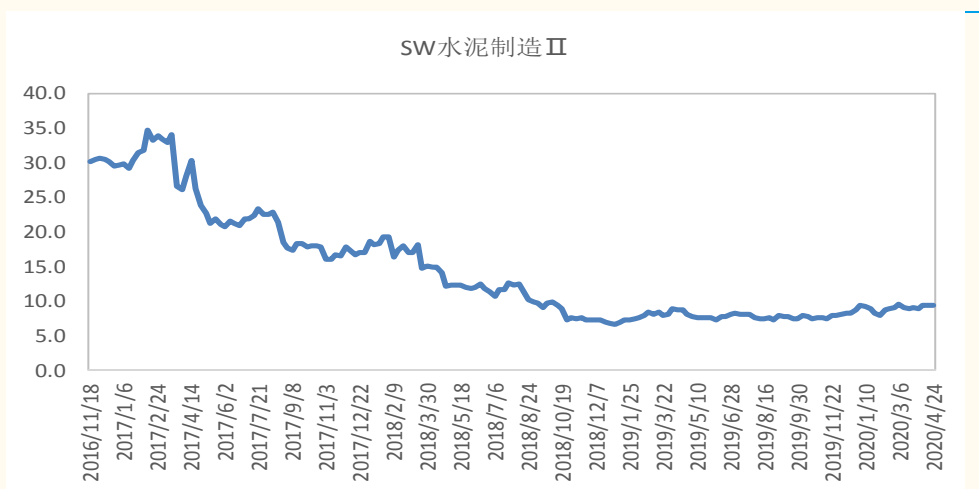
■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 81 亿元/86 亿元/89 亿元，同比增长 17%/7%/4%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.47 亿元/17.83 亿元/19.23 亿元，同比增长 25%/15%/8%；对应 EPS 分别为 1.99 元/2.3 元/2.48 元。

5.2 投资建议与估值

自 2016 年错峰生产政策执行以来，水泥价格单边上行，行业盈利好转，行业市盈率从 35 倍降至 7 倍。由于水泥行业是纯内需行业，受疫情影响相对较小。自 2020 年 1 月疫情爆发以来，水泥板块市盈率已经从 8 倍提升至 9.4 倍。在国家逆周期调节和下游复产复工背景下，行业盈利确定性高，2020 年板块市盈率有望维持在 9.4 倍。

图表 47：自 2017 年以来行业市盈率持续下行



来源：Wind，国金证券研究所

祁连山是甘肃和青海区域的水泥龙头，区域地位突出。未来三年区域水泥需求增长的确定性高，公司在西藏的生产线将在 2021 年贡献利润。2019 年水泥行业利润增速 19.6%，公司利润增速 88.48%，远高于行业平均水平。无论是行业地位，还是区域需求、利润增速，公司估值（根据我们的盈利预测，按照 2020 年 4 月 24 日收盘价计算，2020 年市盈率为 7.7X）都具备达到行业平均估值的能力。

我们采用市盈率相对估值法，预计公司 2020-2022 年 EPS1.99 元 /2.3 元/2.48 元。假设行业 2020 年平均市盈率维持在当前的 9.4 倍，按照 2020 年 EPS1.99 元计算，给予公司未来 6-12 个月 18.71 元（9.4X）的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 48：公司是北方水泥上市公司中一季度唯一盈利的企业

证券代码	证券简称	收盘价	2020 年一季度业绩			2020 年万得一致预期	
			收入增速	净利润增速	每股收益	每股收益	市盈率
000401.SZ	冀东水泥	19.31	-38%	-724%	-0.25	2.51	7.7
000877.SZ	天山股份	11.36	-43%	-118%	-0.03	1.74	6.5
600449.SH	宁夏建材	13.77	-20%	69%	-0.04	2.15	6.4
600425.SH	青松建化	3.82	暂未公布			0.40	9.5
600720.SH	祁连山	15.24	-3%	-3%	0.02	1.89	8.1

来源：Wind，国金证券研究所

6. 风险提示

- 宏观经济下行风险：水泥行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 水泥价格下跌风险：如果区域内供给放松，将导致水泥价格出现下跌，对公司利润产生不利影响。
- 项目建设进度低于预期风险：基建项目的建设进度受政策、资金、天气等因素影响，可能存在影响项目建设进度的事件发生，进而影响公司出货量。
- 错峰生产政策变化风险：如果错峰生产政策放松，可能导致水泥价格下跌；如果错峰生产政策严格，公司产线停产时间增加，会导致停工损失增加，导致管理费用增加。
- 环保政策变化风险：如果区域内环保政策趋严，公司在环保领域的技改投入存在增加的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,969	5,775	6,931	8,094	8,624	8,946
增长率		-3.3%	20.0%	16.8%	6.5%	3.7%
主营业务成本	-4,127	-3,863	-4,395	-4,885	-5,108	-5,249
%销售收入	69.1%	66.9%	63.4%	60.4%	59.2%	58.7%
毛利	1,842	1,912	2,536	3,209	3,516	3,697
%销售收入	30.9%	33.1%	36.6%	39.6%	40.8%	41.3%
营业税金及附加	-62	-74	-84	-98	-104	-108
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-316	-300	-346	-389	-405	-412
%销售收入	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
管理费用	-680	-583	-697	-793	-837	-859
%销售收入	11.4%	10.1%	10.1%	9.8%	9.7%	9.6%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	784	954	1,409	1,929	2,169	2,319
%销售收入	13.1%	16.5%	20.3%	23.8%	25.2%	25.9%
财务费用	-126	-86	-40	-22	-4	18
%销售收入	2.1%	1.5%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-74	-49	-98	-74	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	56	0	0	0
投资收益	0	-7	13	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	692	914	1,472	1,901	2,183	2,354
营业利润率	11.6%	15.8%	21.2%	23.5%	25.3%	26.3%
营业外收支	-28	-78	59	0	0	0
税前利润	664	837	1,531	1,901	2,183	2,354
利润率	11.1%	14.5%	22.1%	23.5%	25.3%	26.3%
所得税	-135	-148	-224	-266	-306	-329
所得税率	20.3%	17.7%	14.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	529	689	1,307	1,635	1,877	2,024
少数股东损益	-46	34	73	88	95	102
归属于母公司的净利润	575	655	1,234	1,547	1,783	1,923
净利率	9.6%	11.3%	17.8%	19.1%	20.7%	21.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	529	689	1,307	1,635	1,877	2,024
少数股东损益	-46	34	73	88	95	102
非现金支出	705	646	647	667	719	794
非经营收益	56	32	-55	67	0	-12
营运资金变动	-272	-90	119	-123	48	30
经营活动现金净流	1,018	1,277	2,018	2,246	2,643	2,836
资本开支	182	-219	-730	-1,033	-990	-1,140
投资	-6	-159	-454	-10	-10	-10
其他	0	-5	80	0	0	0
投资活动现金净流	176	-384	-1,104	-1,043	-1,000	-1,150
股权募资	0	27	38	0	0	0
债权募资	-644	-897	-700	-31	-574	0
其他	-260	-310	-359	-745	-670	-710
筹资活动现金净流	-904	-1,180	-1,021	-777	-1,245	-710
现金净流量	290	-287	-107	427	399	976

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	793	479	449	876	1,275	2,251
应收账款	722	917	689	768	819	849
存货	596	488	487	495	518	532
其他流动资产	276	62	616	632	643	654
流动资产	2,387	1,945	2,241	2,771	3,255	4,286
%总资产	23.5%	20.0%	20.9%	24.0%	26.4%	31.2%
长期投资	164	215	130	130	130	130
固定资产	6,509	6,381	7,080	7,537	7,744	8,078
%总资产	64.2%	65.8%	66.1%	65.2%	62.8%	58.8%
无形资产	951	971	1,036	1,121	1,205	1,238
非流动资产	7,754	7,757	8,462	8,789	9,080	9,446
%总资产	76.5%	80.0%	79.1%	76.0%	73.6%	68.8%
资产总计	10,141	9,701	10,703	11,560	12,335	13,733
短期借款	1,715	1,165	372	476	2	1
应付款项	1,456	1,587	1,782	1,970	2,062	2,120
其他流动负债	108	160	401	321	348	365
流动负债	3,279	2,912	2,555	2,767	2,412	2,486
长期贷款	228	250	400	300	200	200
其他长期负债	731	211	264	88	91	93
负债	4,239	3,373	3,219	3,155	2,703	2,779
普通股股东权益	5,339	5,758	6,802	7,636	8,768	9,989
其中：股本	776	776	776	776	776	776
未分配利润	2,649	3,079	4,081	5,063	6,196	7,417
少数股东权益	564	571	681	769	863	965
负债股东权益合计	10,141	9,701	10,703	11,560	12,335	13,733

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.740	0.843	1.590	1.993	2.296	2.477
每股净资产	6.877	7.417	8.763	9.836	11.295	12.868
每股经营现金净流	1.312	1.645	2.599	2.894	3.405	3.653
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.727	0.838	0.904
回报率						
净资产收益率	10.76%	11.37%	18.14%	20.27%	20.33%	19.25%
总资产收益率	5.67%	6.75%	11.53%	13.39%	14.45%	14.00%
投入资本收益率	7.42%	10.09%	14.49%	17.99%	18.89%	17.80%
增长率						
主营业务收入增长率	16.71%	-3.25%	20.03%	16.78%	6.55%	3.74%
EBIT增长率	66.39%	21.76%	47.66%	36.94%	12.45%	6.87%
净利润增长率	245.00%	13.93%	88.48%	25.39%	15.20%	7.85%
总资产增长率	-4.91%	-4.33%	10.32%	8.01%	6.70%	11.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.8	26.6	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	56.0	51.2	40.5	37.0	37.0	37.0
应付账款周转天数	66.2	64.5	54.6	54.6	54.6	54.6
固定资产周转天数	385.6	369.2	339.0	309.8	297.4	298.2
偿债能力						
净负债/股东权益	27.97%	14.80%	-2.60%	-7.35%	-16.52%	-23.44%
EBIT利息保障倍数	6.2	11.1	35.2	89.5	564.6	-129.6
资产负债率	41.80%	34.77%	30.08%	27.30%	21.92%	20.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	7
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH