

公司研究/动态点评

2020年07月28日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.22
合理价格区间(元): 22.05~26.95

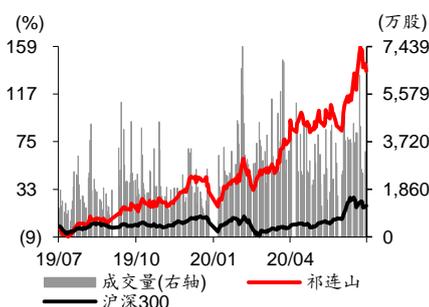
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《祁连山(600720 SH,买入): Q1 主业经营良好, 区域价格弹性大》2020.04
- 2《祁连山(600720 SH,买入): 财务负债优化, 受益西北基建高弹性》2020.03
- 3《祁连山(600720 SH,买入): Q3 量价齐升, 看好长期资产布局》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

西北水泥整合开启, 业绩弹性可期

祁连山(600720)

中建材水泥资产整合开启, 西北水泥龙头业绩弹性可期

公司公告控股股东中建材水泥资产整合拉开序幕, 第一阶段由天山股份收购中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥等内部未独立上市的水泥板块资产。本阶段重组整合方案暂未涉及公司资产整合, 但公司此前持续推进甘肃核心市场的整合并购, 未来西北地区水泥企业整合有望加快, 行业格局有望进一步改善。公司作为甘青水泥龙头, 上半年量价齐升, 下半年基建投资或加速, 全年业绩快速增长可期。上调公司 20-22 年 EPS 至 2.45/2.64/2.72 元 (调整前 1.76/1.87/1.96 元), 维持“买入”评级。

甘肃省占率高达 43%, 预计上半年主业量价齐升

根据国家统计局, 甘肃上半年水泥产量 201 万吨, 同比+8%, 增速仅低于新疆及辽宁(辽宁增长较快系外运较多), 青海省上半年水泥产量 462 万吨, 同比-12%, 但 6 月单月降幅已收窄至 1.4%, 我们预计 7 月有望迎来正增长。根据数字水泥网, 上半年甘肃、青海水泥价格同比分别增长 16%/21%, 甘肃/青海水泥上周五时点价 445/500 元/吨, 较年初增长 50/80 元。根据卓创资讯, 截至 6 月底, 公司约 8 成熟料产能布局在甘肃, 市占率高达 43%, 龙头地位显著。我们预计公司上半年水泥主业量价齐升, 推动收入高增长, 同时 Q1 费用率同比-5.4pct, 全年业绩有望继续受益费用弹性。

政策加码下半年基建有望快增长, 水泥价格涨势乐观

今年 5 月 17 日, 《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》中明确提出 2020 年及 2035 年西部地区发展目标, 根据甘肃省发改委, 甘肃省 2020 年共确定省列重大建设项目 158 个, 总投资 9958 亿元, 同比+31%, 年度计划投资 1779 亿元, YoY+33%。上半年甘肃省固定资产投资同比增长 4%, 其中基建投资增速同比下降 0.2%, 我们认为疫情影响下民工到位率低或是主要因素, 政策加码下, 预计下半年基础设施建设将会加速, 提振水泥需求。根据数字水泥网, 截至上周五, 甘肃省水泥库存仅 50%, 低库位叠加需求向好, 预计下半年水泥价格仍有望上涨。

上调 20-22 年盈利预测, 维持“买入”评级

公司此前持续推进对甘肃核心市场的整合并购, 20Q1 原控股股东中材股份已将所持有的公司股份过户给中建材。随着中建材水泥资产整合第一阶段规划的逐步落地, 我们预计西北区域整合有望进一步加速, 区域供需格局将持续改善。公司作为西北水泥龙头, 上半年受益量价齐升, 业绩弹性值得期待。我们上调公司 20-22 年归母净利润至 19.1/20.5/21.2 亿元 (调整前 20-22 年 13.7/14.5/15.2 亿), 当前对应 20 年 8.5xPE。可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 8.2xPE, 但考虑公司 20 年业绩高增长, 维持认可给予公司 20 年 9-11xPE, 目标价 22.05-26.95 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 甘青藏重大建设项目投资推进缓慢, 成本及费用未能持续下降。

公司基本资料

总股本 (百万股)	776.29
流通 A 股 (百万股)	776.16
52 周内股价区间 (元)	8.06-22.04
总市值 (百万元)	15,697
总资产 (百万元)	10,974
每股净资产 (元)	8.78

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,775	6,931	8,408	8,642	8,884
+/-%	(3.25)	20.03	21.31	2.78	2.80
归属母公司净利润 (百万元)	654.77	1,234	1,905	2,048	2,115
+/-%	13.93	88.48	54.35	7.48	3.30
EPS (元, 最新摊薄)	0.84	1.59	2.45	2.64	2.72
PE (倍)	23.97	12.72	8.24	7.67	7.42

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 核心假设及业绩预测变动表

	本次调整前			本次调整后			调整幅度 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
水泥销量 (万吨)	2383.7	2455.2	2528.8	2383.7	2455.2	2528.8	0%	0%	0%
吨均价 (元)	282.0	280.0	278.0	313.0	312.0	311.0	11.0%	11.4%	11.9%
吨毛利 (元)	106.0	106.0	106.0	139.0	140.0	139.0	31.1%	32.1%	31.1%
营业收入 (亿元)	76.7	78.6	80.5	84.1	86.4	88.8	9.6%	10.0%	10.4%
归母净利润 (亿元)	13.7	14.5	15.2	19.1	20.5	21.2	40.1%	41.2%	39.2%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2020/7/28)

公司名称	股票代码	市值 (百万元)	评级	目标价 (元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
宁夏建材	600449 CH	7,933	增持	20.70-23.00	1.61	2.23	2.51	10.30	7.44	6.61	11.68	13.28	15.06	1.42	1.25	1.10
冀东水泥	000401 CH	25,104	买入	22.32-24.80	2.00	2.49	2.82	9.36	7.52	6.64	12.76	15.09	17.54	1.47	1.24	1.07
天山股份	000877 CH	18,898	买入	13.44-16.80	1.56	1.85	2.08	11.55	9.74	8.66	9.20	10.43	11.82	1.96	1.73	1.52
平均值								10.41	8.23	7.30				1.62	1.41	1.23
祁连山	600720 CH	15,697	买入	22.05-26.95	1.59	2.45	2.64	12.72	8.24	7.67	11.28	13.98	16.77	1.79	1.45	1.21

注: 除祁连山外, 盈利预测均来自Wind一致预期, 可比公司评级及目标价来自华泰建材团队

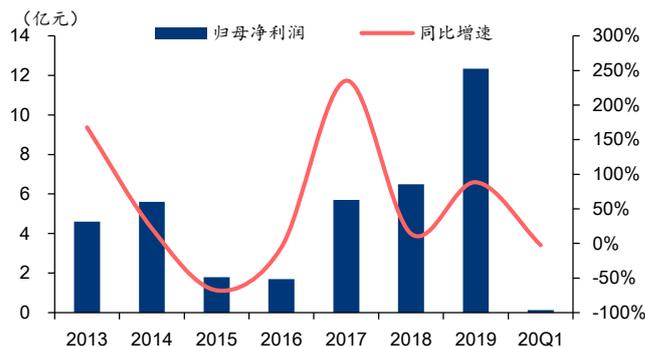
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

图表3: 祁连山收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

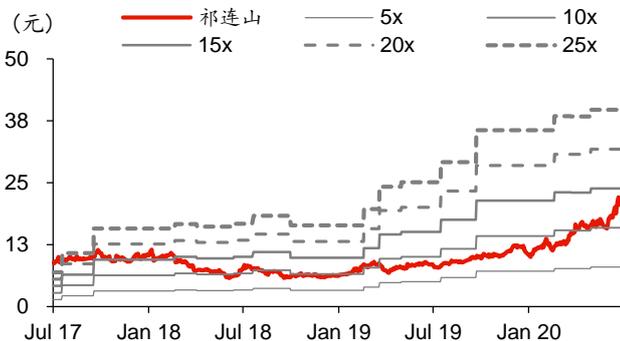
图表4: 祁连山归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

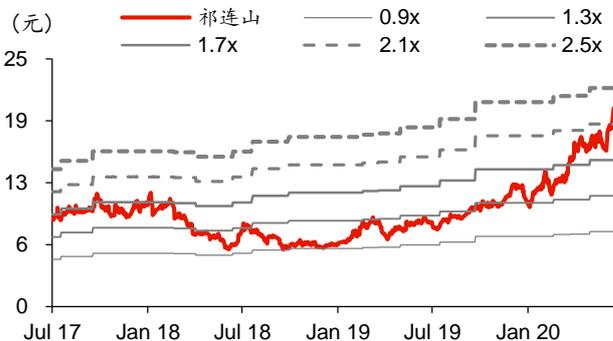
PE/PB - Bands

图表5: 祁连山历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 祁连山历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,945	2,241	4,738	7,133	9,633
现金	478.65	448.75	2,385	4,817	7,254
应收账款	369.60	391.65	475.12	488.34	502.01
其他应收账款	12.85	7.83	40.06	36.96	34.78
预付账款	28.75	23.29	174.90	135.58	97.28
存货	487.64	486.93	539.69	550.84	567.89
其他流动资产	567.42	882.23	1,124	1,104	1,177
非流动资产	7,757	8,462	8,646	8,734	8,708
长期投资	127.86	125.65	125.65	125.65	125.65
固定投资	5,840	6,438	6,680	6,770	6,734
无形资产	804.74	896.03	932.08	976.09	1,017
其他非流动资产	983.46	1,002	908.57	861.69	830.92
资产总计	9,701	10,703	13,384	15,867	18,341
流动负债	2,906	2,555	3,049	3,155	3,184
短期借款	465.00	370.00	400.00	400.00	400.00
应付账款	552.98	762.55	795.89	829.10	849.01
其他流动负债	1,888	1,422	1,853	1,926	1,935
非流动负债	466.70	664.20	783.89	940.77	1,095
长期借款	250.00	400.00	550.00	700.00	850.00
其他非流动负债	216.70	264.20	233.89	240.77	245.45
负债合计	3,373	3,219	3,833	4,096	4,280
少数股东权益	570.70	681.11	794.00	915.34	1,041
股本	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29
资本公积	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341
留存公积	3,464	4,527	6,590	8,637	10,752
归属母公司股东权益	5,758	6,802	8,757	10,855	13,020
负债和股东权益	9,701	10,703	13,384	15,867	18,341

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,277	2,018	2,222	3,004	3,034
净利润	688.75	1,307	2,018	2,169	2,240
折旧摊销	597.24	549.26	624.02	690.31	749.43
财务费用	85.87	40.06	21.56	(11.64)	(20.40)
投资损失	6.98	(12.57)	(12.57)	(12.57)	(12.57)
营运资金变动	(89.70)	141.81	(461.01)	115.42	23.01
其他经营现金	(12.03)	(7.43)	32.44	53.76	53.84
投资活动现金	(383.62)	(1,104)	(818.53)	(776.82)	(724.06)
资本支出	333.79	762.84	750.00	700.00	650.00
长期投资	159.25	453.75	0.12	(0.04)	0.01
其他投资现金	109.42	112.78	(68.41)	(76.86)	(74.04)
筹资活动现金	(1,180)	(1,021)	532.25	204.61	127.30
短期借款	(660.00)	(95.00)	30.00	0.00	0.00
长期借款	22.00	150.00	150.00	150.00	150.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(0.02)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(542.05)	(1,076)	352.25	54.61	(22.70)
现金净增加额	(286.56)	(106.38)	1,936	2,432	2,437

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,775	6,931	8,408	8,642	8,884
营业成本	3,863	4,395	4,872	4,972	5,126
营业税金及附加	74.35	83.97	100.90	103.71	106.61
营业费用	299.84	346.36	403.61	406.19	408.68
管理费用	583.30	696.93	840.84	829.67	835.13
财务费用	85.87	40.06	21.56	(11.64)	(20.40)
资产减值损失	(49.22)	(97.52)	(81.42)	(86.78)	(84.99)
公允价值变动收益	0.00	56.20	50.00	50.00	50.00
投资净收益	(6.98)	12.57	12.57	12.57	12.57
营业利润	914.31	1,472	2,314	2,492	2,576
营业外收入	13.98	81.94	80.00	80.00	80.00
营业外支出	91.76	23.03	20.00	20.00	20.00
利润总额	836.54	1,531	2,374	2,552	2,636
所得税	147.79	223.87	356.09	382.74	395.36
净利润	688.75	1,307	2,018	2,169	2,240
少数股东损益	33.98	72.80	112.89	121.34	125.34
归属母公司净利润	654.77	1,234	1,905	2,048	2,115
EBITDA	1,597	2,061	2,960	3,170	3,305
EPS (元, 基本)	0.84	1.59	2.45	2.64	2.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(3.25)	20.03	21.31	2.78	2.80
营业利润	32.11	60.98	57.21	7.68	3.38
归属母公司净利润	13.93	88.48	54.35	7.48	3.30
获利能力 (%)					
毛利率	33.10	36.59	42.06	42.47	42.30
净利率	11.34	17.81	22.66	23.69	23.81
ROE	11.37	18.14	21.75	18.86	16.24
ROIC	12.01	17.83	25.13	26.79	27.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.77	30.08	28.64	25.82	23.34
净负债比率 (%)	41.95	23.99	34.46	37.01	37.91
流动比率	0.67	0.88	1.55	2.26	3.02
速动比率	0.49	0.69	1.38	2.09	2.85
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.68	0.70	0.59	0.52
应收账款周转率	10.64	15.73	19.40	17.94	17.94
应付账款周转率	5.66	6.68	6.25	6.12	6.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.59	2.45	2.64	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.60	2.86	3.87	3.91
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.76	11.28	13.98	16.77
估值比率					
PE (倍)	23.97	12.72	8.24	7.67	7.42
PB (倍)	2.73	2.31	1.79	1.45	1.21
EV_EBITDA (倍)	9.96	7.72	5.37	5.02	4.81

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、方晏荷本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司