

600720.SH

买入

市场价格：人民币 15.76

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	27.9	7.6	(20.6)	47.7
相对上证指数	18.9	5.0	(20.3)	32.0

发行股数(百万)	776
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	12,234
3 个月日均交易额(人民币 百万)	413
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	13

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

祁连山

西北水泥龙头，受益区域需求回升核心标的

公司是西北水泥龙头，主要产能分布于陕西和青海，分别是两省份第一和第三大熟料厂商。随着西北地区需求改善景气度提升，公司作为区域龙头有望充分受益。

支撑评级的要点

- **西北水泥龙头，坐拥 1,968 万吨水泥熟料产能：**公司是中国建材集团旗下水泥企业，前身是建于 1957 年的永登水泥厂；1996 年公司股票挂牌上交所交易。根据数字水泥网，2019 年公司合计拥有水泥产能 1,968.5 万吨。2019 年公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%；公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年一至三季度公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%。行业整体景气度下降的情况下，公司基本面逆势提升。
- **深耕西北地区，专注传统水泥业务：**2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 60.2、5.8、2.9、0.1 亿元；收入占比分别为 86.8%、8.4%、4.1%、0.2%；传统水泥业务占营收绝对主力。甘肃和青藏地区营收额分别为 60.4、8.5 亿元；营收占比分别为 87.2%、12.3%，合计达到 99.5%，业务集中在西北地区。
- **多因素驱动下，公司盈利弹性有望充分释放：**2020 年以来，甘青地区水泥价格同比明显提升，库容比下降到近年来历史最低水平。随着西北地区需求有望持续性提升，2020-2021 年公司依然存在一定销量弹性，单位成本也有望下降。多因素影响下，公司盈利弹性有望充分释放。

估值

- 考虑公司基本面处于向上态势，估值有望提升，预计 2020-2022 年，公司营收为 81.6、89.6、94.1 亿元；归母净利 18.3、20.4、21.4 亿元；EPS 2.36、2.62、2.76 元。首次给予公司 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 区域景气度下降，竞争格局恶化，原材料价格波动。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	5,775	6,931	8,158	8,958	9,406
变动(%)	(3)	20	18	10	5
净利润(人民币 百万)	655	1,234	1,830	2,035	2,140
全面摊薄每股收益(人民币)	0.843	1.590	2.357	2.621	2.757
变动(%)	13.9	88.5	48.2	11.2	5.2
全面摊薄市盈率(倍)	18.3	9.7	6.5	5.9	5.6
价格/每股现金流量(倍)	13.4	4.7	5.0	4.5	4.4
每股现金流量(人民币)	1.15	3.28	3.06	3.40	3.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.8	4.2	3.8	3.7
每股股息(人民币)	0.30	0.55	0.71	0.79	0.83
股息率(%)	1.9	3.6	4.6	5.1	5.4

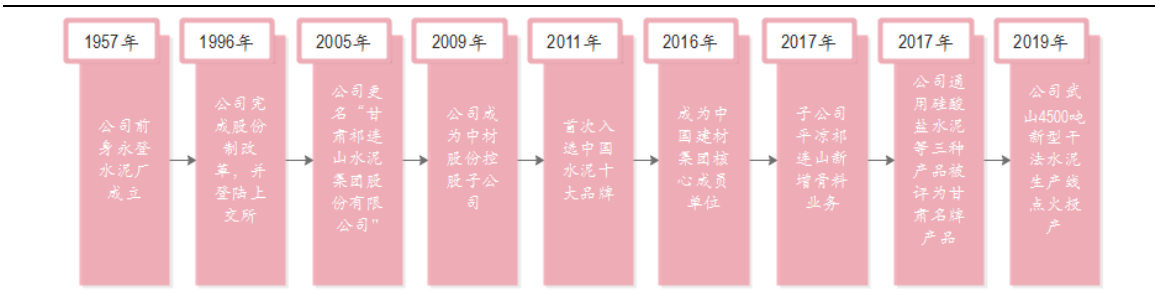
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、公司概况：中国建材旗下西北水泥龙头

1. 深耕水泥行业多年的西北水泥龙头

深耕水泥行业多年的西北水泥龙头：公司前身是“一五”时期全国 156 个重点工业项目永登水泥厂。1996 年，公仔在永登水泥厂的基础上进行股份制改制成立，并于 1996 年 7 月份在上交所挂牌上市。公司通过新建、并购等方式在甘青地区进行战略布局。目前公司已经形成兰州、永登、天水、甘谷、平凉、成县、漳县、文县、龙南等十六家水泥生产基地。同时积极延伸产业链，投入运营 9 个商品砼生产基地和 2 个骨料生产基地。

图表 65. 公司历史沿革

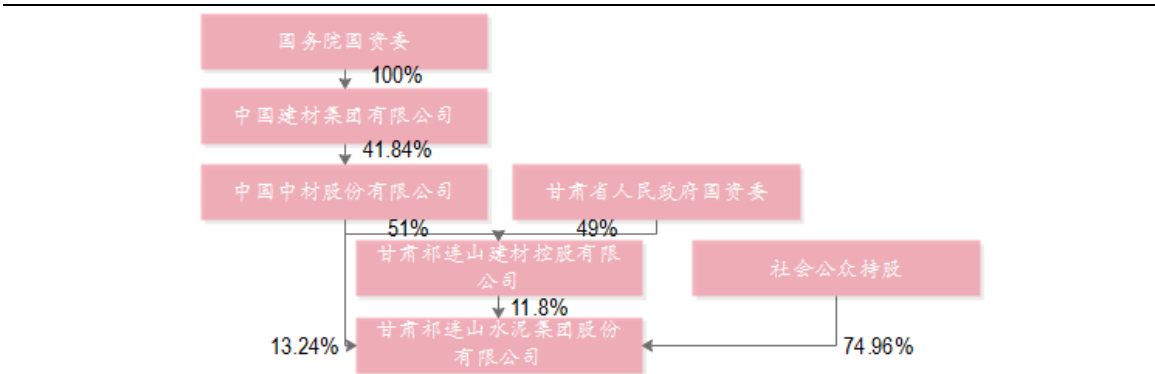


资料来源：万得，中银证券

2. 中国建材旗下水泥企业

中国建材旗下水泥企业：公司实际控制人为中国建材集团。中国建材集团子公司中国中材通过持有甘肃祁连山控股集团 51% 股份间接持有公司 11.8% 股份；另外中国中材直接持有公司 13.2% 股份，合计持有公司 25% 股份，是公司实际控制人。甘肃省国资委持有祁连山建材控股集团 49% 股份。

图表 66. 公司股权结构图

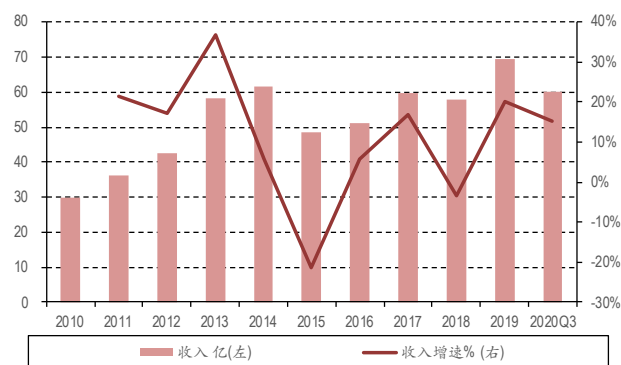


资料来源：万得，中银证券

二、业务概况：深耕甘青地区，专注水泥主业

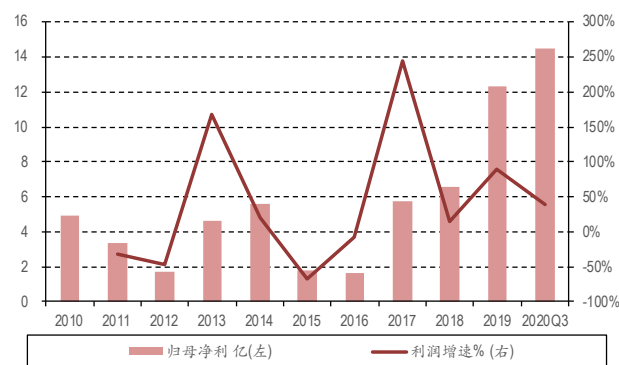
行业整体景气度下降的情况下，2020 年公司基本面逆势提升。：2019 年公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%；公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年一至三季度公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%。行业整体景气度下降的情况下，公司基本面逆势提升。

图表 67. 公司近年来营业收入变动情况



资料来源：万得，中银证券

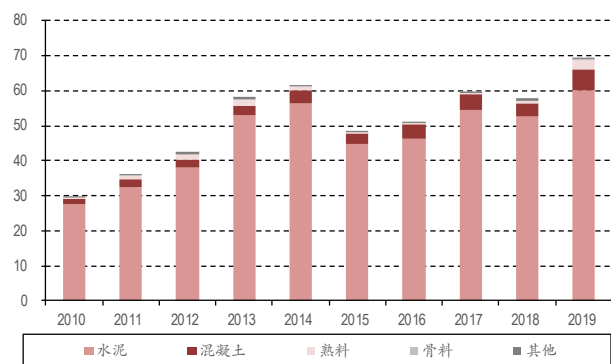
图表 68. 公司近年来归母净利变动情况



资料来源：万得，中银证券

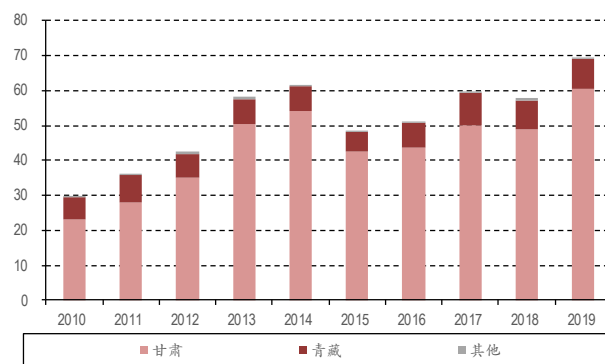
深耕西北地区，专注传统水泥业务：2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 60.2、5.8、2.9、0.1 亿元；收入占比分别为 86.8%、8.4%、4.1%、0.2%；传统水泥业务占营收绝对主力。甘肃和青藏地区营收额分别为 60.4、8.5 亿元；营收占比分别为 87.2%、12.3%，合计达到 99.5%，业务集中在西北地区。

图表 69. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 70. 甘肃青藏是公司收入主要来源区域

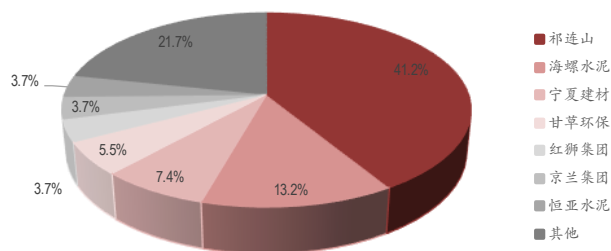


资料来源：万得，中银证券

三、区域分析：西北地区整体景气度上行

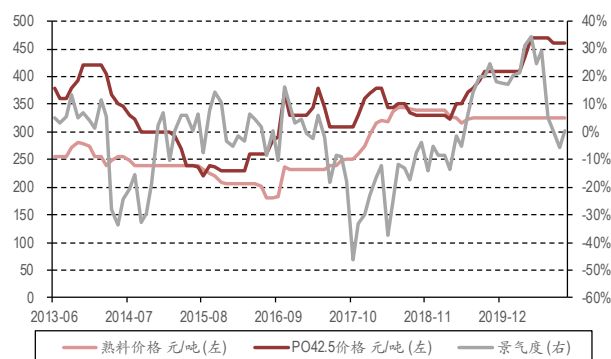
甘肃省内第一龙头地位不可撼动，省内水泥景气度持续高位：甘肃省是公司产能投放最为集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在甘肃省内投放熟料产能合计 1,736 万吨，省内占比达到 41.2%，排名第一。其他主要竞争对手为海螺水泥、宁夏建材、甘草环保；熟料产能分别为 558、310、232 万吨；省内占比分别为 13.2%、7.4%、5.5%。其他主要竞争对手产能规模和公司相比仍有较大差距，公司省内龙头的地位不可撼动。2020 年以来，甘青地区水泥价格同比明显提升，库容比下降到近年来历史最低水平。随着西北地区需求有望持续性提升，2020-2021 年公司依然存在一定销量弹性，单位成本也有望下降。多因素影响下，公司盈利弹性有望充分释放。

图表 71. 公司是甘肃省内第一龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

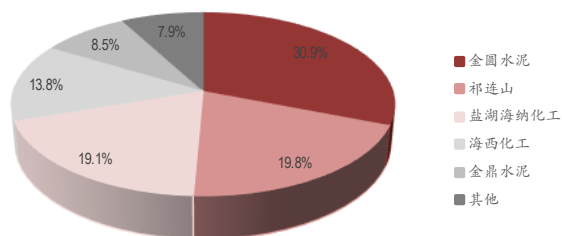
图表 72. 甘肃省内水泥景气度持续攀升



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

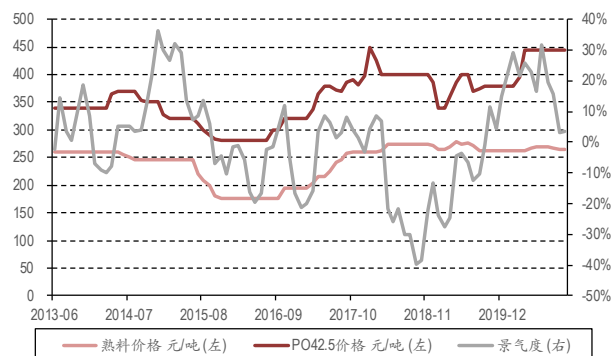
青海省主要龙头，省内水泥景气度持续高位，公司业绩有望释放：公司其他产能主要布局在青海省。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在青海省内有熟料产能 1,085 万吨，省内占比 19.8%，排名第二。省内其他主要竞争对手为金圆水泥、盐湖海纳化工、海西化工、金鼎水泥；熟料产能分别为 1,695.7、1,044.7、759.5、465.0 万吨；省内占比分别为 30.9%、19.1%、13.8%、8.5%。省内前三龙头熟料产能规模较为接近。青海省景气水平和甘肃省内接近，随着区域景气度持续高位，公司业绩有望逐步释放。

图表 73. 公司是青海省第二龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

图表 74. 青海省内水泥景气度持续攀升

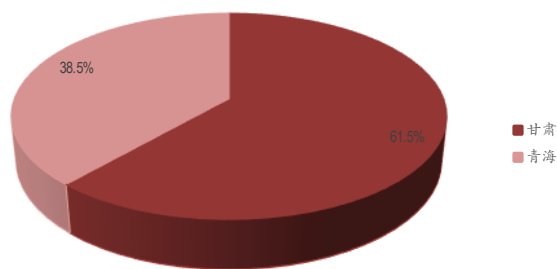


资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

四、公司基本面：多因素作用，弹性有望释放

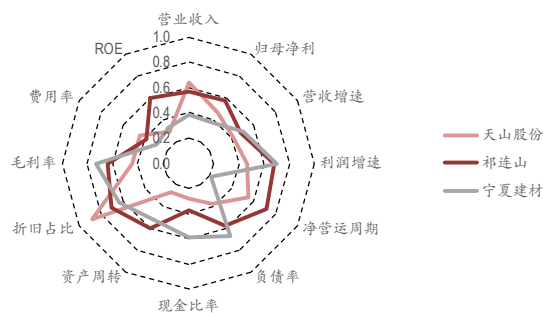
产能主要布局在甘、青两省，各项财务指标与同行相比西北水泥上市公司表现较好：公司产能主要集中在甘肃和青海两个省份，产能分别为 1,736.0 和 1,085.0 万吨，占比分别为 61.5% 和 38.5%。公司各项财务指标相比天山股份、宁夏建材等其他西北水泥上市公司表现较好，均优于同行。

图表 75. 公司产能主要布局在甘肃、青海两省



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

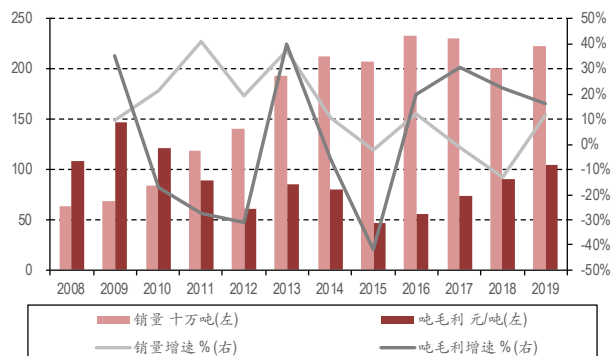
图表 76. 公司各项财务指标与西北同行相比处于中上水平



资料来源：万得，中银证券

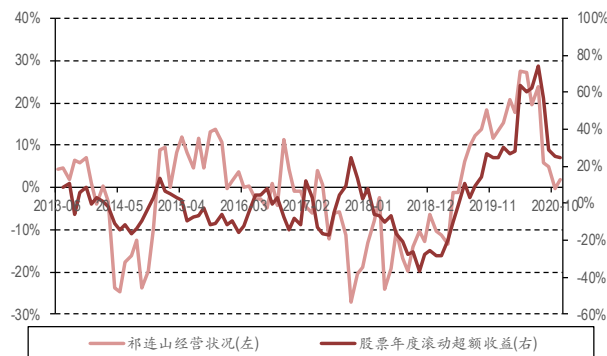
2019 年以来公司经营基本面向好，随着区域景气度持续保持高位，业绩仍将持续释放：公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年，公司经营延续整体向好态势。通过加权计算公司所在不同区域市场景气度，可以发现当前公司经营基本面整体处于较高水平，公司股票相对水泥指数年度滚动超额收益有所提升，目前公司估值水平整体合理，随着甘青地区需求持续提升，区域景气度持续保持高位，公司业绩持续释放，股价仍有持续提升空间。

图表 77. 近年来公司水泥销售量价本情况



资料来源：万得，中银证券

图表 78. 近年来公司股价表现和基本面基本一致



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	5,775	6,931	8,158	8,958	9,406
销售成本	3,863	4,395	4,863	5,338	5,605
经营费用	957	1,127	1,028	1,129	1,185
息税折旧前利润	1,486	2,047	2,841	3,109	3,240
折旧及摊销	597	549	659	683	690
经营利润(息税前利润)	888	1,498	2,182	2,426	2,550
净利息收入/(费用)	(86)	(40)	(40)	(45)	(46)
其他收益/(损失)	(85)	128	7	32	32
税前利润	803	1,458	2,142	2,381	2,503
所得税	148	224	312	346	363
少数股东权益	34	73	87	92	93
净利润	655	1,234	1,830	2,035	2,140
核心净利润	740	1,106	1,823	2,003	2,108
每股收益(人民币)	0.843	1.590	2.357	2.621	2.757
核心每股收益(人民币)	0.953	1.425	2.348	2.580	2.716
每股股息(人民币)	0.300	0.550	0.710	0.790	0.830
收入增长(%)	(3)	20	18	10	5
息税前利润增长(%)	12	69	46	11	5
息税折旧前利润增长(%)	5	38	39	9	4
每股收益增长(%)	14	88	48	11	5
核心每股收益增长(%)	39	50	65	10	5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	803	1,458	2,142	2,381	2,503
折旧与摊销	597	549	659	683	690
净利息费用	86	40	40	45	46
运营资本变动	239	60	300	312	358
税金	558	704	702	783	822
其他经营现金流	(528)	(674)	(889)	(964)	(1,019)
经营活动产生的现金流	1,277	2,018	2,355	2,615	2,684
购买固定资产净值	219	730	7	2	1
投资减少/增加	159	378	(22)	(22)	(22)
其他投资现金流	(5)	1,637	7	2	1
投资活动产生的现金流	(384)	529	22	22	22
净增权益	27	38	0	0	0
净增债务	(897)	(700)	0	0	0
支付股息	233	427	551	613	644
其他融资现金流	(77)	68	(39)	(44)	(45)
融资活动产生的现金流	(1,180)	(1,021)	(590)	(657)	(690)
现金变动	(287)	(106)	1,779	1,978	2,016
期初现金	793	479	559	2,369	4,347
公司自由现金流	893	2,547	2,376	2,637	2,706
权益自由现金流	(80)	1,915	2,337	2,593	2,661

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	479	559	2,369	4,347	6,363
应收帐款	917	399	465	506	528
库存	488	487	568	620	648
其他流动资产	276	62	616	616	616
流动资产总计	1,945	2,062	4,018	6,089	8,155
固定资产	5,840	6,438	6,262	5,747	5,129
无形资产	805	896	866	836	806
其他长期资产	1,111	1,118	671	536	495
长期资产总计	7,757	8,452	7,799	7,119	6,430
总资产	9,701	10,514	11,818	13,208	14,584
应付帐款	1,287	1,618	1,815	1,984	2,079
短期债务	465	370	370	370	370
其他流动负债	1,161	383	32	(356)	(759)
流动负债总计	2,912	2,371	2,217	1,998	1,690
长期借款	250	400	400	400	400
其他长期负债	211	259	351	447	543
股本	776	776	776	776	776
储备	5,552	6,707	8,073	9,587	11,175
股东权益	6,328	7,484	8,849	10,363	11,951
少数股东权益	571	681	768	861	953
总负债及权益	9,701	10,514	11,818	13,208	14,584
每股帐面价值(人民币)	7.42	8.76	10.41	12.24	14.17
每股有形资产(人民币)	11.27	12.23	13.94	15.77	17.58
每股净负债/(现金)(人民币)	0.58	0.61	(1.61)	(4.03)	(6.50)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.7	29.5	34.8	34.7	34.4
息税前利润率(%)	15.4	21.6	26.7	27.1	27.1
税前利润率(%)	13.9	21.0	26.3	26.6	26.6
净利率(%)	11.9	18.9	23.5	23.7	23.7
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	1.8	3.0	4.8
利息覆盖率(倍)	17.3	51.1	70.8	69.4	70.1
净权益负债率(%)	7.1	6.3	(14.1)	(30.2)	(42.3)
速动比率(倍)	0.5	0.7	1.6	2.7	4.4
估值					
市盈率(倍)	18.3	9.7	6.5	5.9	5.6
核心业务市盈率(倍)	16.2	10.8	6.6	6.0	5.7
市净率(倍)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	13.4	4.7	5.0	4.5	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.8	4.2	3.8	3.7
周转率					
存货周转天数	30.8	25.6	25.4	25.3	25.1
应收帐款周转天数	57.9	21.0	20.8	20.6	20.5
应付帐款周转天数	121.6	134.4	136.2	135.7	135.4
回报率					
股息支付率(%)	35.6	34.6	30.1	30.1	30.1
净资产收益率(%)	10.9	17.5	21.7	20.5	18.7
资产收益率(%)	7.1	12.4	16.2	16.1	15.3
已运用资本收益率(%)	10.0	14.9	18.7	17.9	16.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测