



建材

2020.05.05

## 把脉西北水泥弹性

## ——“西北水泥研判”系列之二

	<b>鲍雁辛(分析师)</b>	<b>徐强(分析师)</b>	<b>赵晨阳(分析师)</b>
	0755-23976830	010-83939805	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	xuqiang@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880517040002	S0880519100005

## 本报告导读:

我们认为4月中上旬甘青宁供不应求的大幕已经拉开,涨价正在进行时,西北地区水泥水泥龙头2020年业绩有望超预期。

## 摘要:

- **水泥行业维持“增持”评级。**我们认为“错峰置换”为蒙甘宁供给困境提供解决之道,而基建“保增长”将全面驱动2020年区域需求。实际上4月中下旬甘青宁供不应求的大幕已经拉开,涨价已然进行时,2020年西北水泥龙头业绩有望超预期。重点推荐甘青水泥龙头祁连山,宁夏水泥龙头宁夏建材,存水泥资产整合预期的天山股份以及青海水泥龙头金圆股份。
- **供给:“错峰置换”为蒙甘宁困境提供解决之道。**我们在“西北水泥研判”系列之一《宁夏建材首次覆盖:“错峰置换”破局,高弹性可期》中提出:内蒙古为我国PVC工业重镇,其配套消纳废料所制电石渣水泥长期低价外售,致宁夏地区水泥价格沦为西北“洼地”,进而拉低甘肃水泥价格。19Q4始在中国建材、冀东水泥、上峰水泥等大型企业主导下蒙西开始严格执行“错峰置换”,同时区域龙头整合力度增强,蒙西、宁夏、甘肃市场有望从无序走向有序,价格“洼地”有望逐步被填平。
- **需求:甘青需求全面爆发,水泥供不应求。**2020年甘肃省共确定省列重大建设项目158个,较2019年增加7个,计划总投资9958亿元,年度计划投资1779亿元,分别同增31%和33%。甘肃省按项目量化重大项目投资安排,明确计划新开工项目开工时间,全面推进重大工程开工复工,甘肃基建发力亦带动周边的青海、宁夏及陕西需求向好。测算4月中旬后甘青水泥企业产能基本打满,龙头祁连山日发货量超9万吨(2019年同期为8万吨)。根据中国水泥网数据,4月底甘青宁水泥熟料库存仅40%上下,比2019年同期低20-30pct。我们判断随着疫情的缓解,基建力度愈强,2020年甘青宁水泥需求有望超预期。
- **甘青宁涨价进行时,区域龙头高弹性值得期待。**区域水泥供不应求已传导至价格端:甘肃4月中下旬仅半月时间水泥价格普涨两轮,总涨幅达50-70元/吨,2019年价格鲜有上涨;宁夏3月中旬涨价20-30元/吨,全国率先涨价;青海3月中旬至今亦涨价两轮,分别提涨65/20元/吨。时点看,根据中国水泥网数据,4月29日甘肃/青海/宁夏水泥含税均价较2019年同期分别提涨48/73/14元(4月30日甘肃兰州、白银将第二轮提涨30-50元,此处未计),我们认为区域市场供不应求的大幕已经拉开,水泥涨价仍在进行时,2020年弹性丰盈。重点推荐甘青水泥龙头祁连山,宁夏水泥龙头宁夏建材,存水泥资产整合预期的天山股份以及青海水泥龙头金圆股份。
- **风险提示:宏观政策风险、“错峰置换”执行不及预期、原燃料成本风险**

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

水泥制造业

增持

## 相关报告

建材《核心周期资产逐渐成为市场主赛道》	2020.04.26
建材《再论需求超预期,水泥全面涨价开始》	2020.04.26
建材《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20200425》	2020.04.26
建材《详解减水剂行业的三点思考》	2020.04.23
建材《空调研长三角,需求领先或进一步强劲》	2020.04.23
建材《宁夏建材首次覆盖:“错峰置换”破局,高弹性可期》	2020.04.01

## 1. 投资故事：甘青宁供不应求的大幕拉开，涨价有望超预期

- **水泥行业维持“增持”评级。**我们认为“错峰置换”为蒙甘宁供给困境提供解决之道，而基建“保增长”将全面驱动 2020 年区域需求。实际上 4 月中下旬甘青宁供不应求的大幕已经拉开，涨价已然进行时，2020 年西北水泥龙头业绩有望超预期。重点推荐甘青水泥龙头祁连山，宁夏水泥龙头宁夏建材，存水泥资产整合预期的天山股份以及青海水泥龙头金圆股份（本公司持有本报告所述“金圆股份(000546)”股票达到其已发行股份的 1%）。
- **供给：“错峰置换”为蒙甘宁困境提供解决之道。**我们在“西北水泥研判”系列之一《宁夏建材首次覆盖：“错峰置换”破局，高弹性可期》中提出：内蒙古为我国 PVC 工业重镇，其配套消纳废料所制电石渣水泥长期低价外售，致宁夏地区水泥价格沦为西北“洼地”，进而拉低甘肃水泥价格。19Q4 始在中国建材、冀东水泥、上峰水泥等大企业主导下蒙西开始严格执行“错峰置换”，同时区域龙头整合力度增强，蒙西、宁夏、甘肃市场有望从无序走向有序，价格“洼地”有望逐步被填平。
- **需求：甘青需求全面爆发，水泥供不应求。**2020 年甘肃省共确定省列重大建设项目 158 个，较 2019 年增加 7 个，计划总投资 9958 亿元，年度计划投资 1779 亿元，分别同增 31%和 33%。甘肃省人民政府以省列重大项目、重点投资项目、重大前期项目“三个清单”为抓手，按月量化重大项目投资安排，明确计划新开工项目开工时间，全面推进重大工程开工复工，甘肃基建发力亦带动周边的青海、宁夏及陕西需求向好。测算 4 月中旬后甘青水泥企业产能基本打满，龙头祁连山日发货量超 9 万吨（2019 年同期为 8 万吨）。根据中国水泥网数据，4 月底甘青宁水泥熟料库存仅 40%上下，比 2019 年同期低 20-30pct（亦有 19Q4-20Q1 错峰生产执行情况良好的因素）。我们判断随着疫情的缓解，基建力度愈强，2020 年甘青宁水泥需求有望超预期。
- **甘青宁涨价进行时，高弹性值得期待。**区域水泥供不应求已传导至价格端：甘肃 4 月中下旬仅半月时间水泥价格普涨两轮，总涨幅达 50-70 元/吨，2019 年价格鲜有上涨；宁夏 3 月中旬涨价 20-30 元/吨，全国率先涨价；青海 3 月中旬至今亦涨价两轮，分别提涨 65/20 元/吨。时点看，根据中国水泥网数据，4 月 29 日甘肃/青海/宁夏水泥含税均价较 2019 年同期分别提涨 48/73/14 元（4 月 30 日甘肃兰州、白银将第二轮提涨 30-50 元，此处未计），我们认为区域市场供不应求的大幕已经拉开，水泥涨价仍在进行时，2020 年弹性丰盈。重点推荐甘青水泥龙头祁连山，宁夏水泥龙头宁夏建材，存水泥资产整合预期的天山股份以及青海水泥龙头金圆股份。

**表 1: 西北水泥企业估值及盈利测算表 (对应 2020 年 4 月 29 日收盘)**

代码	公司	收盘价 (2020年4月29日)	EPS (2020E)	EPS (2021E)	EPS (2022E)	PB	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)	评级
600720	祁连山	17.14	2.26	2.56	2.88	1.77	7.58	6.70	5.95	增持
600449	宁夏建材	15.20	2.43	2.94	3.27	1.31	6.26	5.17	4.65	增持
000877	天山股份	12.14	1.77	2.00	2.12	1.32	6.86	6.07	5.73	增持
000546	金圆股份	9.34	1.09	1.23	1.47	1.61	8.57	7.59	6.35	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 宁夏建材 2020 年 EPS 按中性偏保守预测; 金圆股份为国泰君安环保团队预测

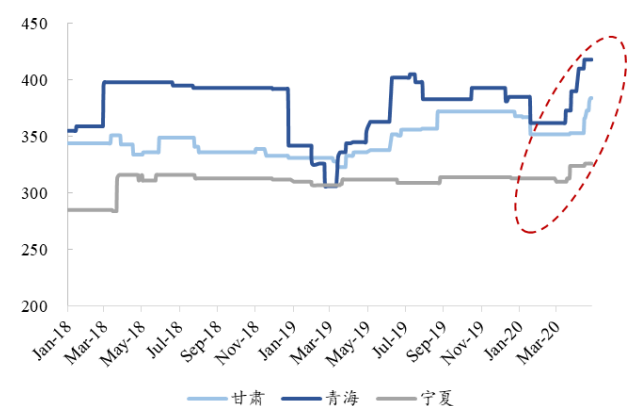
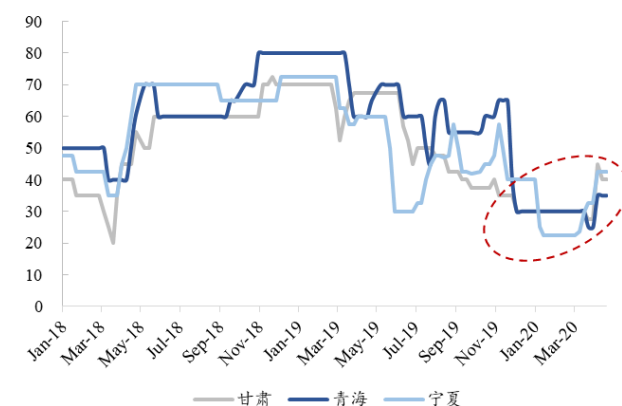
## 2. 甘青宁水泥龙头低估值、高弹性可期

- **祁连山:** 假设 2020 年销量同增 5% (中性), 水泥价格每提涨 20 元 (不含税, 下同), 2020 年业绩增厚 3.3 亿元, 中性预测 2020 年公司水泥价格中枢同增 30 元/吨, 则预计 2020 年归母净利润 17.8 亿元, 对应 2020 年 PE 7.5X;
- **宁夏建材:** 假设 2020 年销量同增 5% (中性), 水泥价格每提涨 20 元, 2020 年业绩增幅 2.3 亿元, 中性预测 2020 年公司水泥熟料价格中枢同增 40 元/吨, 则预计 2020 年归母净利润 12.9 亿元, 对应 2020 年 PE 仅 5.6X;
- **金圆股份:** 假设 2020 年销量同增 5% (中性), 水泥价格每提涨 20 元, 2020 年业绩增幅 1 亿元, 中性预测 2020 年公司水泥熟料价格中枢同增 50 元/吨, 则预计 2020 年归母净利润 10.6 亿元, 对应 2020 年 PE 仅 6.3X。

**表 2: 甘青宁水泥企业弹性及估值测算表 (假设: 中性预测 2020 年熟料销量增速 +5%)**

均价涨幅 (元/吨)	2020 净利润 (亿元)				PE_动态			
	+10	+30	+50	+70	+10	+30	+50	+70
祁连山	14.5	17.8	21.1	24.3	9.2	7.5	6.3	5.4
宁夏建材	9.5	11.8	14.1	16.3	7.7	6.2	5.2	4.5
金圆股份	8.6	9.6	10.6	11.6	7.1	7	6.3	5.8

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**图 1: 20Q1 甘青宁水泥持续涨价 (元/吨)**

**图 2: 20Q1 甘青宁库存显著低于 2019 年同期 (%)**


数据来源：中国水泥网，国泰君安证券研究

数据来源：中国水泥网，国泰君安证券研究

### 3. 风险提示

- **国内宏观政策风险。**国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。
- **“错峰置换”执行不及预期。**环保等措施一定程度上限制了行业低端产能投入，若“错峰停窑”政策执行力度不强，水泥行业有效供给可能再度提高，带来水泥价格回落风险，从而令水泥企业盈利水平低于我们预期。
- **原材料成本风险。**煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		