

经营性利润大幅增长

公司简报

◆报告期内业绩同比下降7.1%，EPS 0.21元

2016年1-12月公司实现营业收入51.1亿元，同比增长5.6%，归属上市公司股东净利润1.7亿元，同比下降7.1%，扣非后归属母公司净利润1.6亿元，同比上升170.7%，每股收益0.21元；单4季度公司营收13.2亿元，同增23%，归属上市公司股东净利润-3721.5万元，同比由正转负。利润分配方案：每10股派发0.65元现金股利（含税）。

需求方面，2016年甘肃省固定资产投资增速10.5%，较2015年回落0.7个百分点，房地产投资增速10.7%，较2015年上升4.2个百分点；水泥产量4633万吨，较15年下降1.2%。报告期内公司水泥销量2162.4万吨，同比上升6.7%，水泥及熟料销量2179万吨，同比上升5.8%。

◆毛利率上升，期间费率下降

报告期内，公司营收同升5.6%，综合毛利率28.2%，同比上升6.2个百分点；销售费率、财务费率分别为6.4%、3.6%，分别同比下降0.1和1.7个百分点；管理费率为11.6%，同比上升0.4个百分点；期间费率21.6%，同降1.4个百分点；

单4季度，公司营收同增23%；综合毛利率32.4%，同比增长7.9个百分点；销售费率、管理费率和财务费率分别为6%、17%和2.8%，分别同比下降1.7、0.9和2.6个百分点，期间费率25.8%，同降5.1个百分点。

◆水泥产品毛利率同比上升，主要产销地区中河西区营收增长较快

报告期内，分产品，水泥、熟料、混凝土主营收入占比分别为91.1%、0.6%和8.4%，主营利润占比分别为90.9%、0.5%和8.6%，毛利率分别为28.1%、23.7%和28.9%，水泥、熟料和混凝土毛利率同比15年增加6.3、20.7和0.6个百分点；水泥、混凝土营收同升3.5%、42.6%，熟料营收同降46.1%。

分地区，天水、陇南、河西和其他地区主营收入占比分别为22.5%、20.3%、19.8%和37.4%，天水地区营收同比下降10.8%，陇南地区营收同比上升0.6%，河西地区营收同比上升31.6%。

◆盈利预测与投资建议

2016年公司产品销售尤其是水泥的增速较快，因单位产品成本下降可观，公司毛利率回升明显。以扣非后归属母公司净利润计，其经营性盈利现大幅增长，但因16年资产减值损失增加、处置可供出售金融资产取得投资收益及营业外收入等的减少，公司整体归属母公司净利润有所下降。当前公司总水泥产能达2800万吨，在甘肃、青海拥有较高市占率，区域需求改善则经营性利润弹性较高；此外，公司推进中亚项目，且作为中材集团旗下公司，存一定资产整合预期。我们预计公司17-19年EPS分别为0.3、0.35、0.42元，目标价11元，“增持”评级。

◆风险提示：需求与价格下滑，原材料涨价等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,843	5,114	5,666	6,223	6,704
营业收入增长率	-21.22%	5.62%	10.78%	9.83%	7.74%
净利润(百万元)	179	167	230	275	325
净利润增长率	-68.10%	-7.06%	38.07%	19.64%	18.22%
EPS(元)	0.23	0.21	0.30	0.35	0.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.73%	3.42%	4.55%	5.23%	5.90%
P/E	45	48	35	29	25
P/B	2	2	2	2	1

增持(维持)

当前价/目标价：10.34/11.00元

目标期限：12个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050
chenhaowu@ebsec.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329
sunwf@ebsec.com

联系人

师克克
021-22169158
shikk@ebsec.com

市场数据

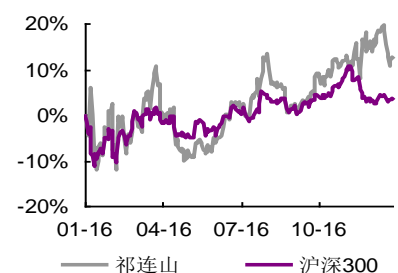
总股本(亿股)：7.76

总市值(亿元)：80.27

一年最低/最高(元)：6.25/11.19

近3月换手率：374.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.69	24.83	45.05
绝对	8.87	28.88	57.71

相关研报

第2-3季度已奠定全年盈利基础
.....2016-10-22
旺季盈利改善明显，中材系存资产整合预期
.....2016-08-18
淡季续亏，“两材合并”增资产整合预期
.....2016-04-22

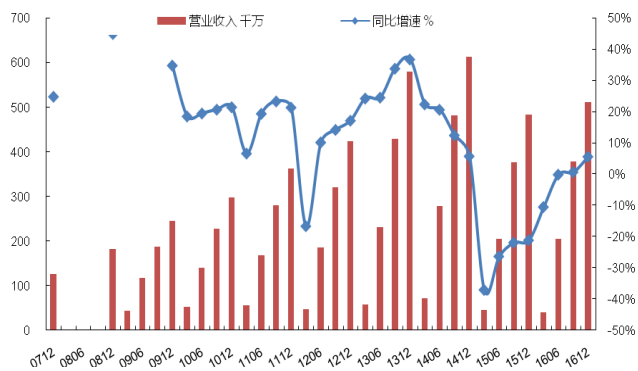
表 1：祁连山主要财务指标

业绩预测和估值指标						
指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,146.97	4,842.54	5,114.47	5,665.56	6,222.51	6,704.00
营业收入增长率	5.74%	-21.22%	5.62%	10.78%	9.83%	7.74%
归属母公司净利润 (百万元)	561.90	179.22	166.58	229.99	275.16	325.29
净利润增长率	20.92%	-68.10%	-7.06%	38.07%	19.64%	18.22%
EPS (元)	0.72	0.23	0.21	0.30	0.35	0.42
毛利率	29.52%	21.98%	28.24%	28.92%	29.12%	29.19%
净利率	9.04%	2.79%	2.64%	4.67%	5.08%	5.58%
费用率	18.47%	23.02%	21.58%	21.35%	21.10%	20.60%

资料来源：公司公告

图 1：祁连山营业收入增长情况- 分报告期

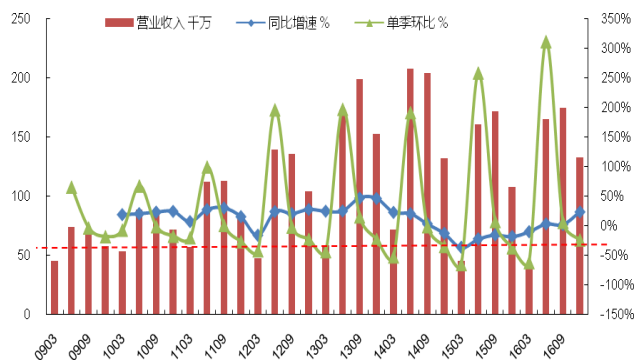
2016 年 1-12 月公司营业收入 51.1 亿元，同比增长 5.6%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：祁连山营业收入增长情况- 分季度

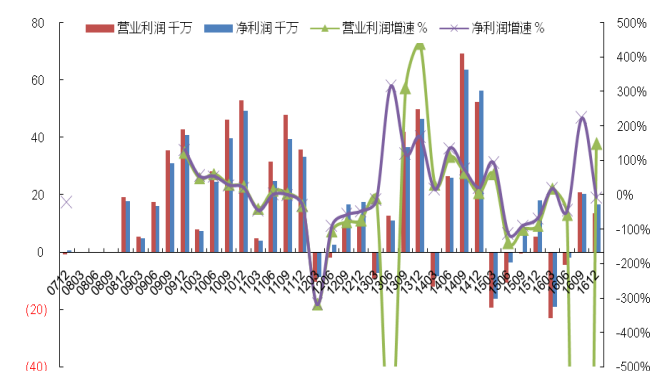
2016 年单 4 季度公司营业收入 13.2 亿元，同比增长 23%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：祁连山营业利润及净利润变化情况- 分报告期

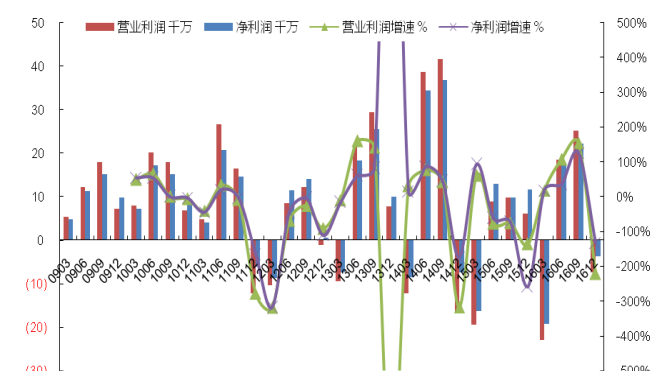
2016 年 1-12 月公司营业利润同增 148.9%，净利润同降 7.1%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

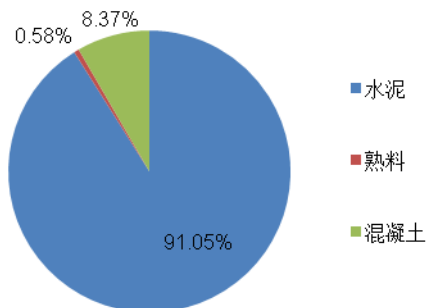
图 4：祁连山营业利润及净利润变化情况- 分季度

2016 年单 4 季度公司营业利润和净利润同比转亏



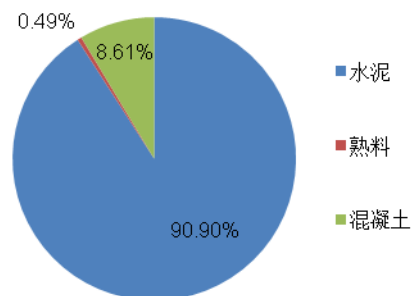
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 5: 报告期内祁连山分产品主营收入占比情况
2016 年 1-12 月公司水泥主营收入占比 91.1%



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

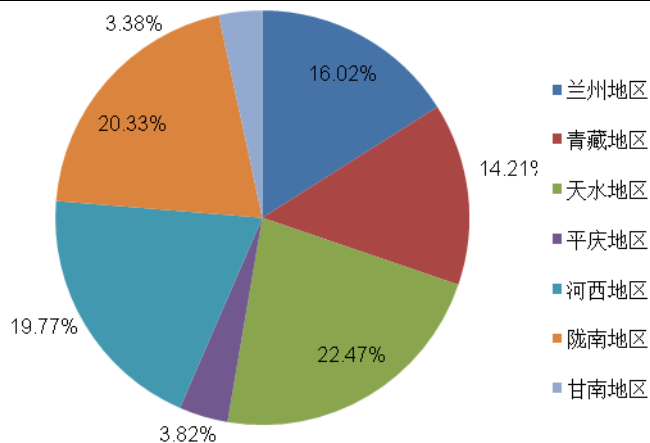
图 6: 报告期内祁连山分产品主营业务毛利润占比情况
2016 年 1-12 月公司水泥主营业务毛利润占比 90.9%



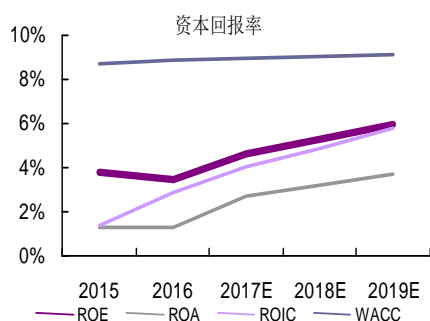
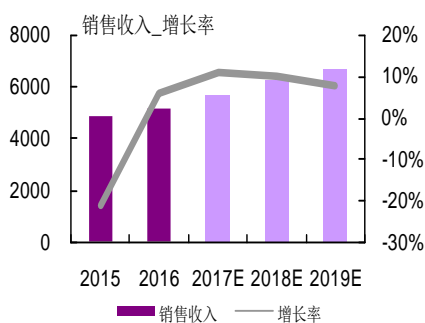
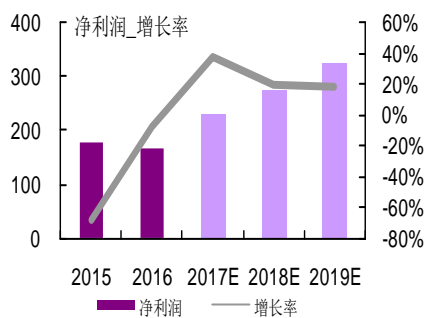
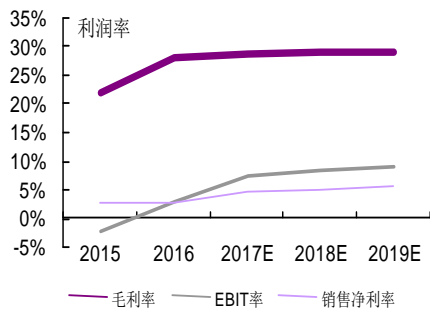
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 7: 报告期内祁连山分区域收入占比情况

2016 年 1-12 月公司天水、陇南、河西地区收入占比分别为 22.5%、20.3%、19.8%



资料来源: 公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,843	5,114	5,666	6,223	6,704
营业成本	3,778	3,670	4,027	4,410	4,747
折旧和摊销	602	644	1,023	1,075	1,122
营业税费	43	55	61	67	72
销售费用	314	325	357	373	402
管理费用	543	593	652	716	737
财务费用	258	186	201	224	241
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	175	2	60	60	60
营业利润	54	134	278	342	414
利润总额	161	186	330	395	467
少数股东损益	-44	-31	34	41	49
归属母公司净利润	179.22	166.58	229.99	275.16	325.29

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	10,840	10,664	9,952	10,014	10,137
流动资产	2,358	2,550	2,319	2,576	3,141
货币资金	604	622	397	436	747
交易型金融资产	0	0	3	3	3
应收账款	598	505	433	459	550
应收票据	145	439	340	373	402
其他应收款	31	34	34	37	40
存货	663	670	795	872	935
可供出售投资	341	251	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	6	12	18
固定资产	7,045	6,545	6,258	5,987	5,521
无形资产	696	736	699	664	631
总负债	5,278	5,116	4,190	4,002	3,831
无息负债	1,478	2,049	1,433	1,527	1,519
有息负债	3,800	3,068	2,757	2,476	2,312
股东权益	5,562	5,548	5,762	6,012	6,307
股本	776	776	776	776	776
公积金	1,673	1,675	1,698	1,726	1,727
未分配利润	2,029	2,138	2,295	2,476	2,720
少数股东权益	753	674	708	749	798

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	642	857	1,054	1,556	1,542
净利润	179	167	230	275	325
折旧摊销	602	644	1,023	1,075	1,122
净营运资金增加	-8	-365	557	163	295
其他	-131	412	-757	43	-201
投资活动产生现金流	240	-39	-717	-946	-746
净资本支出	-133	-102	-1,000	-1,000	-800
长期投资变化	0	0	-6	-6	-6
其他资产变化	373	63	289	60	60
融资活动现金流	-675	-996	-562	-571	-484
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-202	-733	-311	-281	-164
无息负债变化	-101	571	-616	94	-8
净现金流	207	-179	-226	39	312

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-21.22%	5.62%	10.78%	9.83%	7.74%
净利润增长率	-68.10%	-7.06%	38.07%	19.64%	18.22%
EBITDA/EBITDA 增长率	-54.16%	61.23%	50.04%	9.61%	8.63%
EBIT/EBIT 增长率	-126.06%	-208.75%	32.08%	20.83%	17.55%
估值指标					
PE	45	48	35	29	25
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	17	12	8	8	7
EV/EBIT	93	38	29	24	20
EV/NOPLAT	110	52	36	30	24
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.98%	28.24%	28.92%	29.12%	29.19%
EBITDA 率	9.93%	15.16%	25.46%	25.40%	25.61%
EBIT 率	-2.50%	2.57%	7.39%	8.13%	8.87%
税前净利润率	3.32%	3.64%	5.83%	6.35%	6.97%
税后净利润率 (归属母公司)	3.70%	3.26%	4.06%	4.42%	4.85%
ROA	1.25%	1.27%	2.66%	3.16%	3.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.73%	3.42%	4.55%	5.23%	5.90%
经营性 ROIC	1.32%	2.84%	3.94%	4.78%	5.72%
偿债能力					
流动比率	0.75	0.75	0.88	1.32	2.35
速动比率	0.54	0.56	0.58	0.87	1.65
归属母公司权益/有息债务	1.27	1.59	1.83	2.13	2.38
有形资产/有息债务	2.61	3.17	3.30	3.71	4.04
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.21	0.30	0.35	0.42
每股红利	0.07	0.07	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	0.83	1.10	1.36	2.00	1.99
每股自由现金流(FCFF)	0.80	1.66	-0.06	0.60	0.84
每股净资产	6.20	6.28	6.51	6.78	7.10
每股销售收入	6.24	6.59	7.30	8.02	8.64

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

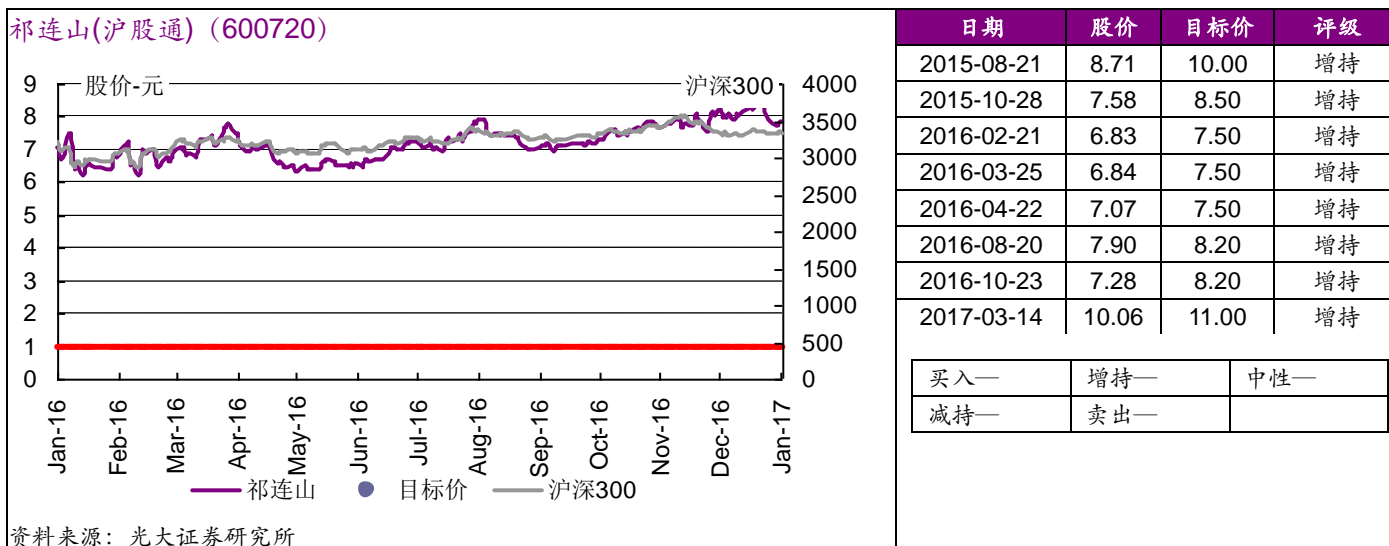
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	