

祁连山业绩预告点评 (600720.SH)

2017 上半年业绩继续上升，全年弹性有望进一步显现

公司 2017 上半年预计归母净利润 1.8 亿，EPS 预计 0.2319 元，相比上年同期扭亏（2016H1 亏损 1864 万元，EPS 为-0.0240 元）。

● 2017H1 保持 2016 年下半年以来的回升趋势，表现业绩受减值影响

公司 2017 上半年（归母净利润 1.8 亿）相比去年同期（亏损 1864 万元）扭亏明显。2016 年 Q3 归属净利润 2.22 亿元，同比+127%，业绩出现转折；2016 年 Q4 归属净利润亏损 3722 万元，同比转亏（2015 同期 1.16 亿元），主要原因是子公司红谷祁连山、夏河祁连山、甘谷祁连山以及天水祁连山计提资产减值大幅增加所致，2016Q4 计提资产减值 1.32 亿元（2016 全年计提 1.54 亿元），剔除减值影响后（以 20%所得税率计）净利润为 4438 万元，同比-57%；2017Q1 继续计提资产减值 1790 万，剔除减值影响后（以 20%所得税率计）净利润为-1.29 亿元，同比减亏（2016 同期-2.26 亿元）。

● 盈利回升背后是区域量价齐升，受益景气回暖，盈利改善趋势明显

从区域销量来看，青海和西藏地区水泥销量从去年下半年以来处于增长趋势，甘肃相比其他两地回升幅度略小，但相比 2015 年有所好转。从水泥价格来看，甘肃和青海水泥价格 2016 年以来上升幅度显著且目前仍处于高位。受益于区域量价齐升，公司 2016 年水泥熟料销量 2179 万吨，同比+5.8%，2016 年吨毛利 67 元/吨，同比上涨 15 元/吨，2016 年下半年吨净利 8 元/吨，相比 2016 上半年-2 元/吨由负转正，盈利改善明显。

● 投资建议：维持“买入”评级

公司 2009-2016 年吨净利中枢为 26 元/吨，2010 年吨净利高点一度达到 63 元/吨。2016 年公司业绩已经出现底部拐点，2017 年上半年表现良好，供需关系改善，全年业绩弹性有望进一步显现。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.88、1.04、0.96 元，且存在超预期可能。

● 风险提示

基建开工不达预期、价格大幅下降、产量不达预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,842.54	5,114.47	6,046.33	6,427.25	6,555.80
增长率(%)	-21.22%	5.62%	18.22%	6.30%	2.00%
EBITDA(百万元)	766.58	1,114.99	1,667.68	1,819.36	1,724.53
净利润(百万元)	179.22	166.58	679.49	807.49	746.42
增长率(%)	-68.10%	-7.06%	307.91%	18.84%	-7.56%
EPS (元/股)	0.231	0.215	0.875	1.040	0.962
市盈率 (P/E)	38.25	38.07	11.78	9.91	10.72
市净率 (P/B)	1.53	1.38	1.52	1.32	1.17
EV/EBITDA	13.11	7.88	5.99	4.94	4.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 8.34 元

前次评级 买入

报告日期 2017-07-11

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究：

祁连山 (600720.SH)：2017 年业绩弹性有望进一步显现	2017-03-17
祁连山 (600720.SH)：甘青地区水泥龙头，业绩弹性有望显现	2017-02-21
祁连山 3 季报点评	2014-10-20

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件公告	4
事件点评	4
2017H1 保持 2016 年下半年以来的回升趋势，表观业绩受减值影响	4
盈利回升背后是区域量价齐升，受益景气回暖，盈利改善趋势明显	4
甘青地区产能利用率高，2017 年业绩弹性有望进一步显现	6
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 甘肃、青海水泥价格 (元/吨)	5
图 2: 甘肃、青海、西藏水泥产量增速	5
图 3: 祁连山吨净利 (元/吨)	6
图 4: 甘青熟料产能利用率维持在较高水平	6
图 5: 2016 甘青熟料产能利用率较高	6
图 6: 甘肃和全国固投增速	7
图 7: 甘肃与全国水泥产量增速	7
图 8: 2016 年陇南地区市场格局 (熟料产能占比)	7
图 9: 2016 年甘西地区市场格局 (熟料产能占比)	7
图 10: 2016 年甘东地区市场格局 (熟料产能占比)	7
图 11: 2016 年甘中地区市场格局 (熟料产能占比)	7
图 12: 2016 年青海地区市场格局 (熟料产能占比)	8
表 1: 祁连山单季度净利润考虑加回资产减值损失测算	4

事件公告

公司2017上半年预计归母净利润1.8亿，EPS预计0.2319元，相比上年同期扭亏（2016H1亏损1864万元，EPS为-0.0240元）。

事件点评

2017H1 保持 2016 年下半年以来的回升趋势，表观业绩受减值影响

公司2017上半年（归母净利润1.8亿）相比去年同期（亏损1864万元）扭亏明显。2016年Q3归属净利润2.22亿元，同比+127%，业绩出现转折；2016年Q4归属净利润亏损3722万元，同比转亏（2015同期1.16亿元），主要原因是子公司红谷祁连山、夏河祁连山、甘谷祁连山以及天水祁连山计提资产减值大幅增加所致，2016Q4计提资产减值1.32亿元（2016全年计提1.54亿元），剔除减值影响后（以20%所得税率计）净利润为4438万元，同比-57%；2017Q1继续计提资产减值1790万，剔除减值影响后（以20%所得税率计）净利润为-1.29亿元，同比减亏（2016同期-2.26亿元）。

表 1：祁连山单季度净利润考虑加回资产减值损失测算

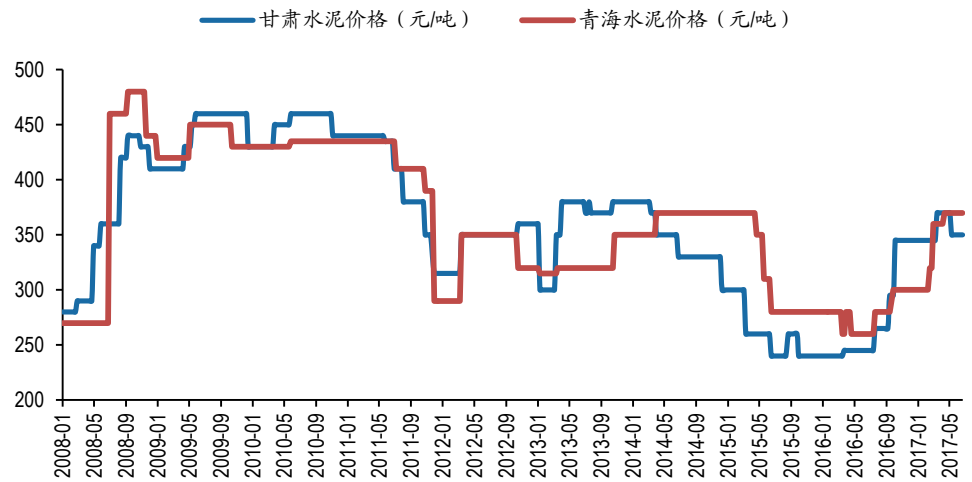
	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q1	2015Q4	2015Q3
资产减值损失（万元）	1,790	13,196	1,193	46	780	29
净利润（万元）	-14,289	-6,119	23,994	-22,642	9,746	10,218
税率（%）	20%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润考虑税率加回资产减值损失（万元）	-12,857	4,438	24,948	-22,605	10,370	10,241
同比增速（%）	-	-57%	144%	-	-	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利回升背后是区域量价齐升，受益景气回暖，盈利改善趋势明显

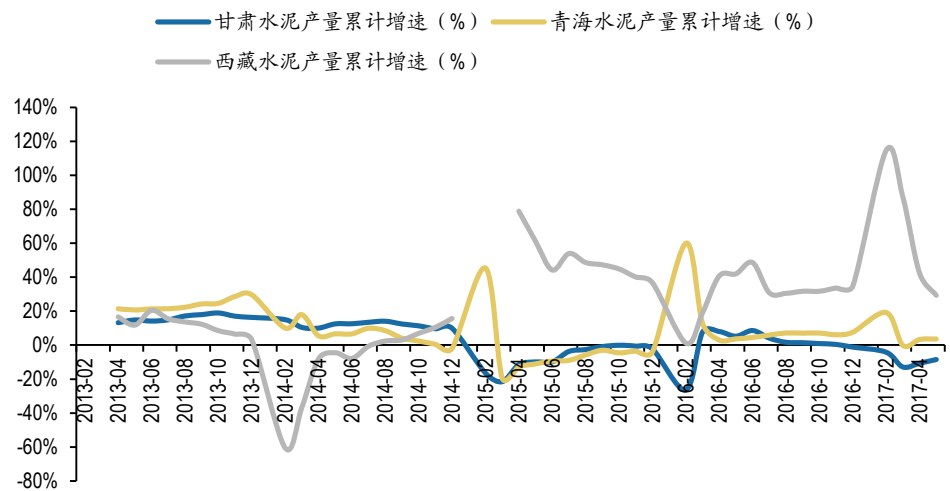
从区域销量来看，青海和西藏地区水泥销量从去年下半年以来处于增长趋势，甘肃相比其他两地回升幅度略小，但相比2015年有所好转。从水泥价格来看，甘肃和青海水泥价格2016年以来上升幅度显著且目前仍处于高位，2016年上半年两地平均价格分别为243元/吨、272元/吨，2016年下半年分别为299元/吨、286元/吨，2017年上半年分别为354元/吨、344元/吨，2017年7月7日两地最新价格分别为350元/吨、370元/吨。受益于区域量价齐升，公司2016年水泥熟料销量2179万吨，同比+5.8%，2016年吨毛利67元/吨，同比上涨15元/吨，2016年下半年吨净利8元/吨，相比2016上半年-2元/吨由负转正，盈利改善明显。

图1：甘肃、青海水泥价格（元/吨）



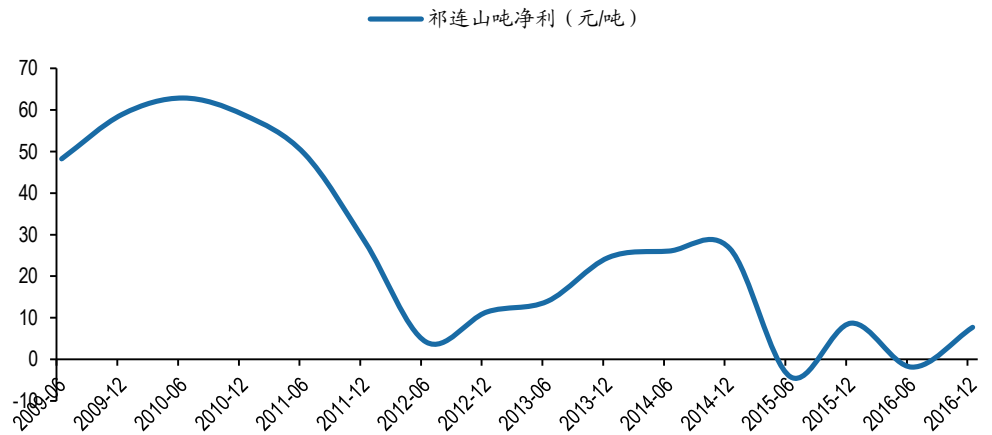
数据来源：水泥行业协会，广发证券发展研究中心

图2：甘肃、青海、西藏水泥产量增速



数据来源：水泥行业协会，广发证券发展研究中心

图3: 祁连山吨净利 (元/吨)

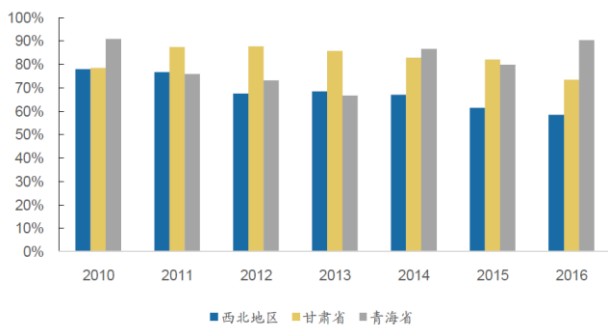


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

甘青地区产能利用率高, 2017 年业绩弹性有望进一步显现

甘青地区历来供需关系不错, 产能利用率维持高位。作为一带一路重要节点, 具备区位优势, 基建将支撑需求保持稳定增长 (2016年甘肃固投增速10.5%, 全国8.1%); 供给方面区域市场集中度高, 格局好 (甘肃陇南、甘西、甘东、甘中产能占比分别为80%、34%、38%、38%, 青海40%, 是两地龙头), 且供给侧改革有望进一步推进, 驱动供需关系持续改善。我们于2017年2月21日发布的深度报告《祁连山: 甘青地区水泥龙头, 业绩弹性有望显现》, 看好祁连山所在区域格局和公司未来发展, 继续维持之前的判断, 年内来看, 去年底今年初错峰停产有效执行奠定全年良好供需关系基础, 公司作为区域龙头, 全年业绩弹性有望进一步显现。

图4: 甘青熟料产能利用率维持在较高水平



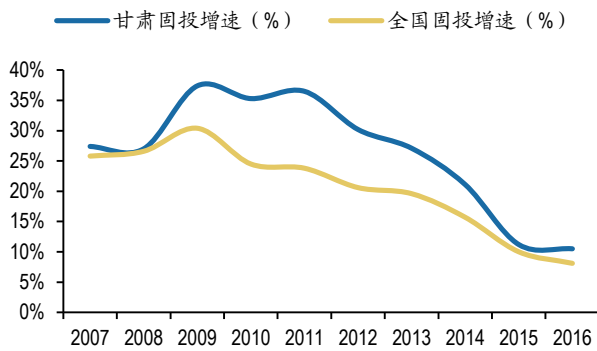
数据来源: Wind, 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图5: 2016甘青熟料产能利用率较高



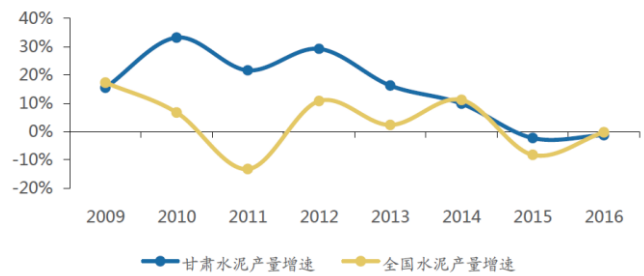
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图6: 甘肃和全国固投增速



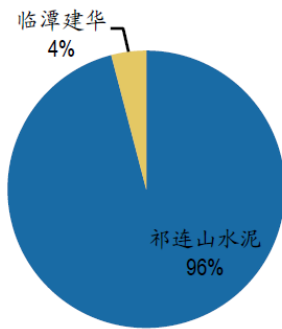
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图7: 甘肃与全国水泥产量增速



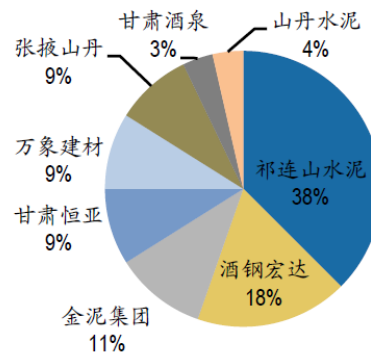
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图8: 2016年陇南地区市场格局 (熟料产能占比)



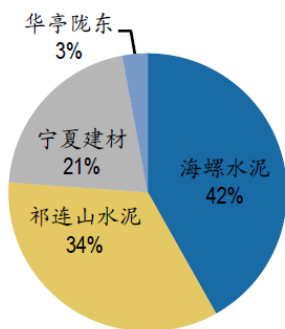
数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

图9: 2016年甘西地区市场格局 (熟料产能占比)



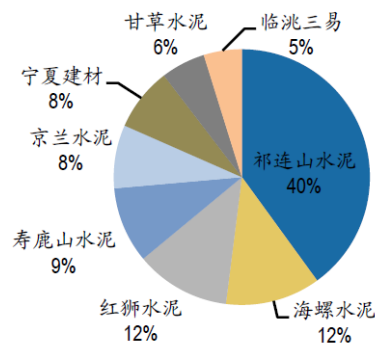
数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

图10: 2016年甘东地区市场格局 (熟料产能占比)



数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

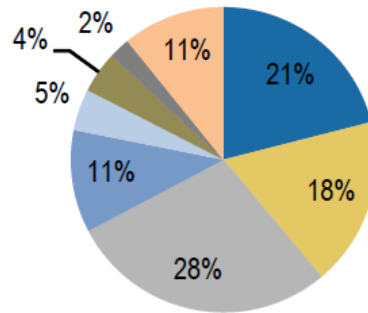
图11: 2016年甘中地区市场格局 (熟料产能占比)



数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

图12: 2016年青海地区市场格局(熟料产能占比)

■ 祁连山 ■ 青海水泥 ■ 金圆水泥 ■ 金鼎水泥
■ 泰宁水泥 ■ 青海新型建材 ■ 江河源水泥 ■ 盐湖钾肥



数据来源: 水泥地理, 广发证券发展研究中心

投资建议: 维持“买入”评级

公司2009-2016年吨净利中枢为26元/吨, 2010年吨净利高点一度达到63元/吨。2016年公司业绩已经出现底部拐点, 2017年上半年表现良好, 供需关系改善, 全年业绩弹性有望进一步显现。预计公司2017-2019年EPS分别为0.88、1.04、0.96元, 且存在超预期可能。

风险提示

基建开工不达预期、价格大幅下降、产量不达预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2358	2550	2804	3083	3610
货币资金	604	622	803	984	1362
应收及预付	1073	1237	1254	1318	1421
存货	663	670	748	781	827
其他流动资产	18	20	0	0	0
非流动资产	8482	8115	7799	7619	7491
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7046	6545	6393	6089	5869
在建工程	151	306	246	346	426
无形资产	868	899	906	930	942
其他长期资产	418	364	254	254	254
资产总计	10840	10664	10604	10702	11101
流动负债	3153	3381	2795	2074	1715
短期借款	1660	1415	1326	500	0
应付及预收	1182	1739	1470	1574	1715
其他流动负债	310	227	0	0	0
非流动负债	2029	1627	1462	1462	1462
长期借款	465	762	762	762	762
应付债券	1400	700	700	700	700
其他非流动负债	164	165	0	0	0
负债合计	5182	5008	4257	3536	3177
股本	776	776	776	776	776
资本公积	1340	1339	1339	1339	1339
留存收益	2362	2474	3153	3961	4707
归属母公司股东权	4478	4589	5269	6076	6823
少数股东权益	753	674	684	696	708
负债和股东权益	10840	10664	10604	10702	11101

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	642	857	1075	1591	1508
净利润	135	135	690	820	758
折旧摊销	602	644	596	628	664
营运资金变动	-195	-245	-361	7	-8
其它	100	322	151	137	94
投资活动现金流	240	-39	-336	-442	-551
资本支出	-133	-102	-336	-442	-551
投资变动	373	63	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-675	-996	-558	-967	-580
银行借款	1860	2175	-89	-825	-500
债券融资	-2062	-2887	-267	0	0
股权融资	9	0	0	0	0
其他	-483	-285	-202	-142	-80
现金净增加额	207	-179	180	182	377
期初现金余额	425	604	622	803	984
期末现金余额	632	425	803	984	1362

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-21.2	5.6	18.2	6.3	2.0
营业利润增长	-89.7	148.9	577.6	18.3	-5.8
归属母公司净利润增长	-68.1	-7.1	307.9	18.8	-7.6
获利能力(%)					
毛利率	22.0	28.2	33.6	34.4	31.9
净利率	2.8	2.6	11.4	12.8	11.6
ROE	4.0	3.6	12.9	13.3	10.9
ROIC	1.6	4.3	10.1	11.5	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	47.0	40.1	33.0	28.6
净负债比率	0.6	0.4	0.3	0.1	-
流动比率	0.75	0.75	1.00	1.49	2.10
速动比率	0.44	0.48	0.63	0.96	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.48	0.57	0.60	0.60
应收账款周转率	8.88	9.27	10.53	10.17	9.67
存货周转率	5.31	5.50	5.47	5.47	5.44
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.21	0.88	1.04	0.96
每股经营现金流	0.83	1.10	1.38	2.05	1.94
每股净资产	5.77	5.91	6.79	7.83	8.79
估值比率					
P/E	38.2	38.1	11.8	9.9	10.7
P/B	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.1	7.9	6.0	4.9	4.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4843	5114	6046	6427	6556
营业成本	3778	3670	4013	4214	4466
营业税金及附加	43	55	36	39	39
销售费用	314	325	381	405	420
管理费用	543	593	544	578	570
财务费用	258	186	164	118	49
资产减值损失	27	154	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	175	2	0	0	0
营业利润	54	134	908	1074	1011
营业外收入	116	63	10	15	5
营业外支出	9	11	10	10	19
利润总额	161	186	908	1079	997
所得税	26	51	218	259	239
净利润	135	135	690	820	758
少数股东损益	-44	-31	10	12	11
归属母公司净利润	179	167	679	807	746
EBITDA	767	1115	1668	1819	1725
EPS(元)	0.23	0.21	0.88	1.04	0.96

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。