



祁连山 (600720)

投资评级: 增持

报告日期: 2019-11-22

股价走势:



研究员: 吴海滨

S0010512090001

0551-65161591

wllvswbh@163.com

联系人: 成星宇

0551-65161591

cxzywawa@mail.ustc.edu.cn

西北地区投资维持高增速, 带动公司业绩超预期

事件: 公司发布 2019 年三季报, 报告期内, 公司实现营业收入 52.19 亿元, 同比增长 20.90%; 实现归母净利润 10.42 亿元, 同比增长 88.98%; 实现基本每股收益 1.3416 元。

主要观点:

□ 受益甘肃省维持高投资增速, 公司业绩略超预期

2019 年 1-9 月份, 甘肃省固定资产投资完成额同比增加 5.5%, 甘肃省水泥产量为 3329.07 万吨, 同比增长 14.45%。祁连山作为甘肃省水泥龙头企业, 市占率达到 42%, 继续受益甘肃省较高的投资增速。

□ 经营现金流增长明显, 资产负债率持续下行

2019 年三季度公司经营性现金流为 19.25 亿元, 同比增长 88.37%。此外, 公司资产负债结构持续优化, 财务费用的降低也增厚了公司利润。截至 2019 年 9 月 30 日, 公司资产负债率仅为 29.98%, 为历史新低。公司同期的财务费用为 0.33 亿元, 同比下降 52.2%。

□ 西北水泥投资逻辑在需求端, 基建持续发力带动水泥需求向好

西北地区的水泥用量主要集中在基建, 受益流动性改善和基建补短板, 西北整体水泥需求有所回升, 公司核心区域甘肃省表现亮眼。2019 年 8 月发改委印发的《西部陆海新通道总体规划》也有望提振西北地区水泥需求。

□ 积极布局“水泥+”业务, 有望贡献新利润增长点

公司长期来看依旧有产能的增长, 甘肃天水淘汰落后异地改建 4500t/d 熟料产线已成功点火, 西藏中材祁连山年产 120 万吨熟料产线以及参股投资的拉萨城投祁连山年产 120 万吨熟料产线, 有望陆续在今明两年投产。此外, 公司还将加快其他相关业务共同发展, 比如开展水泥窑协同处置城市生活垃圾项目, 力争在“十三五”期间改造完成 2-3 条的水泥窑协同处置危废生产线, 并大力发展骨料、墙材等产业, 利润增长空间有望打开。

□ 盈利预测

我们预计 2019—2021 年净利润为 11.7 亿元、13.6 亿元、15.1 亿元, EPS 为 1.51 元、1.75 元、1.94 元, 对应当前股价 PE 分别为 7X、6X、5X, 维持“增持”评级。

盈利预测

单位：百万元

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5775	7045	8102	8993
收入同比 (%)	-3%	22%	15%	11%
归属母公司净利润	655	1170	1361	1509
净利润同比 (%)	14%	79%	16%	11%
毛利率 (%)	33.1%	34.8%	34.7%	34.6%
ROE (%)	10.9%	15.3%	16.3%	16.1%
每股收益	0.84	1.51	1.75	1.94
P/E	12.44	6.96	5.98	5.40
P/B	1.41	1.25	1.07	0.93
EV/EBITDA	4	5	3	2

资料来源：wind、华安证券研究所

□ 风险提示

水泥限产力度不及预期，区域需求大幅下滑

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,945	2,789	4,421	6,027	营业收入	5,775	7,045	8,102	8,993
现金	479	1,043	2,656	4,280	营业成本	3,863	4,593	5,291	5,882
应收账款	382	587	626	680	营业税金及附加	74	72	85	96
其他应收款	13	20	23	24	销售费用	300	296	347	393
预付账款	29	(79)	(225)	(437)	管理费用	583	592	694	786
存货	517	746	796	876	财务费用	86	37	20	(5)
其他流动资产	525	472	546	605	资产减值损失	49	114	(13)	(25)
非流动资产	7,757	7,374	6,957	6,523	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	128	128	128	128	投资净收益	(7)	(7)	(7)	(7)
固定资产	5,840	5,471	5,101	4,731	营业利润	914	1,335	1,672	1,860
无形资产	805	751	701	654	营业外收入	14	53	38	31
其他非流动资产	983	1,024	1,027	1,010	营业外支出	92	40	48	57
资产总计	9,701	10,163	11,378	12,550	利润总额	837	1,348	1,662	1,834
流动负债	2,912	2,282	2,567	2,704	所得税	148	274	356	366
短期借款	465	460	448	428	净利润	689	1,074	1,306	1,468
应付账款	553	806	909	961	少数股东损益	34	(96)	(55)	(40)
其他流动负债	1,894	1,016	1,211	1,315	归属母公司净利润	655	1,170	1,361	1,509
非流动负债	461	885	777	708	EBITDA	1,482	1,795	2,112	2,271
长期借款	250	250	250	250	EPS (元)	0.84	1.51	1.75	1.94
其他非流动负债	211	635	527	458					
负债合计	3,373	3,168	3,344	3,411					
少数股东权益	571	474	419	379	主要财务比率				
股本	776	776	776	776	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	1,341	1,379	1,379	1,367	成长能力				
留存收益	3,464	4,366	5,459	6,617	营业收入	-3.25%	22.00%	15.00%	11.00%
归属母公司股东权益	5,758	6,521	7,615	8,760	营业利润	32.11%	45.96%	25.27%	11.25%
负债和股东权益	9,701	10,163	11,378	12,550	归属于母公司净利润	13.93%	78.67%	16.31%	10.88%
					获利能力				
					毛利率(%)	33.10%	34.80%	34.70%	34.60%
					净利率(%)	11.34%	11.34%	16.61%	16.80%
					ROE(%)	10.88%	15.35%	16.25%	16.07%
					ROIC(%)	10.70%	15.83%	18.27%	22.06%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.77%	31.17%	29.39%	27.18%
					净负债比率(%)	20.80%	13.08%	-13.60%	-27.66%
					流动比率	0.67	1.22	1.72	2.23
					速动比率	0.49	0.90	1.41	1.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.71	0.75	0.75
					应收账款周转率	13.75	15.04	13.84	14.28
					应付账款周转率	8.46	10.37	9.45	9.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.51	1.75	1.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.25	2.45	2.61
					每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.40	9.81	11.28
					估值比率				
					P/E	12.4	7.0	6.0	5.4
					P/B	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。