



需求弱导致量缩价涨，2019年受益基建

——祁连山（600720.SH）2018年财报点评

2019年4月10日

强烈推荐/首次

祁连山

财报点评

赵军胜

分析师

执业证书编号：S1480512070003

Email:zhaojs@dxzq.net.cn

Tel:010-66554088

事件：

公司发布2018年财报。公司2018年实现营业总收入57.75亿元，同比下降3.25%，实现归属于上市公司股东的净利润6.55亿元，同比增长13.93%。每股收益为0.84元，同比增加13.94%，每10股送现金红利2.96元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入（百万元）	575.97	2028.	2023.25	1340.98	435.23	1914.51	1967.26	1457.75
增长率（%）	43.43%	23.00%	16.10%	1.52%	-24.43%	-5.63%	-2.77%	8.71%
毛利率（%）	8.22%	36.02%	33.90%	28.21%	3.69%	38.75%	35.28%	31.52%
期间费用率（%）	29.53%	15.68%	13.83%	26.41%	40.88%	14.54%	19.86%	18.21%
营业利润率（%）	-25.29%	19.19%	19.53%	3.97%	-37.35%	21.67%	21.16%	16.86%
净利润（百万元）	-142.89	324.08	405.82	-57.96	-164.11	373.33	360.78	118.75
增长率（%）	-36.89%	77.20%	69.14%	-5.27%	14.85%	15.20%	-11.10%	-304.86%
每股盈利（季度，元）	-0.155	0.394	0.509	-0.007	-0.179	0.461	0.427	0.134
资产负债率（%）	49.57%	45.15%	42.17%	41.80%	42.16%	38.95%	36.47%	34.77%
净资产收益率（%）	-2.64%	5.69%	6.77%	-0.98%	-2.87%	6.17%	5.79%	1.88%
总资产收益率（%）	-1.33%	3.12%	3.92%	-0.57%	-1.66%	3.77%	3.68%	1.22%

观点：

➤ **量缩价升，营业收入小幅下降。**公司2018年实现营业总收入57.75亿元，同比小幅下降3.25%。受2018年去杠杆政策影响，甘青地区基建投资下滑，水泥需求有所下降。2018年，公司销售水泥熟料1927万吨，同比下降10.50%。在价格方面，随着供给侧改革的持续深化，受多地区大气污染治理、环保、矿山治理及错峰生产等因素影响，水泥供需矛盾有所缓解，全年价格持续高位运行，全国水泥价格创下历史新高。2018年公司水泥均价约为277元/吨，相比2017年的254元/吨同比上升23元。在销量下降与价格上涨的综合作用下，企业营业收入小幅下降。

根据主营业务收入构成来看，公司2018年水泥业务收入占到总收入的91%，商品混凝土占6.4%，商品熟料占1.5%，骨料及其他业务占1.1%。相比2017年，2018年公司水泥营业收入降低3.56%，熟料营业收入增加414.64%，商品混凝土营业收入下降19.6%，骨料营业收入增加325.33%。

分地区来看，陇南地区与天水地区是公司最大的销售市场，营业收入分别达到15.04亿元与12.27亿元。其中陇南地区营业收入相比2017年增加22.72%，天水地区较为平稳，营业收入与去年持平。河西地区、

青藏地区、兰州地区营业收入下降较为明显, 同比分别下降 32.51%、11.49%与 8.52%。

分季度来看, 2018 年 Q1-Q4 公司的销售收入分别为 4.35 亿元、19.15 亿元、19.67 亿元与 14.58 亿元。其中 2018 年一季度公司营业收入下降最为明显, 同比下降 24.43%, 二季度营业收入同比下降 5.63%, 三季度营业收入同比下降 2.77%, 四季度随着甘青地区基建回暖, 营业收入同比上升 8.71%。

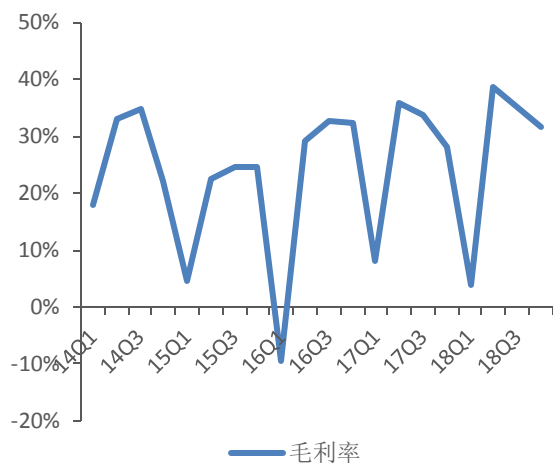
- **提价控本, 三费下降, 净利润有所提升。**2018 年, 公司实现营业利润 9.14 亿元, 同比增长 32.11%, 实现归母净利润 6.55 亿元, 同比增长 13.93%。分季度来看, 公司 2018 年 Q1-Q4 的净利润分别为-1.64 亿元、3.73 亿元、3.61 亿元和 1.19 亿元。其中一、三季度净利润与 2017 年同期相比分别下降 14.85%与 11.10%, 二、四季度净利润分别比 2017 年同期增长 15.20%与 304.86%。

公司通过持续加强成本管理、提升产品价格等措施, 使得产品毛利率同比上升, 从而实现利润的增长。2018 年公司水泥成本为 184.15 元/吨, 相比 2017 年的 175.24 元/吨提高了 9 元/吨。从成本构成项目来看, 公司在直接材料与燃料及动力方面成本控制较好, 但由于产量下降, 折旧、人工成本固定费用摊薄受限, 使得人工、制造费用在生产成本中的占比有所上升, 进而使得产品成本小幅增加。综合水泥价格上涨的因素, 2018 年公司水泥的吨毛利为 93 元/吨, 相比 2017 年的 78 元/吨提高了 15 元/吨, 公司总体毛利率从 2017 年的 30.87%上升到 33.10%, 同比增加 2.23%。

期间费用方面, 2018 年公司销售费用、管理费用、财务费用均有所下降。其中销售费用同比减少 5.22%, 主要原因是本年产品销量减少, 包装等费用下降所致。管理费用同比减少 14.22%, 一方面是因为受固定资产大修周期影响, 本年大修项目减少, 同时设备管理水平提升, 致使固定资产修理费同比下降; 另一方面是因为本年排污费改征环境税, 列支的排污费降低。财务费用同比下降 31.74%, 一方面是因为公司提前归还贷款, 减少带息负债; 另一方面是因为公司置换高利率贷款、降低融资利率。三费用下降幅度超过营业收入下降幅度使得期间费用率下降 1.22 个百分点, 其中销售费用率下降 0.11 个百分点, 管理费用率下降 1.29 个百分点, 财务费用率下降 0.62 个百分点。

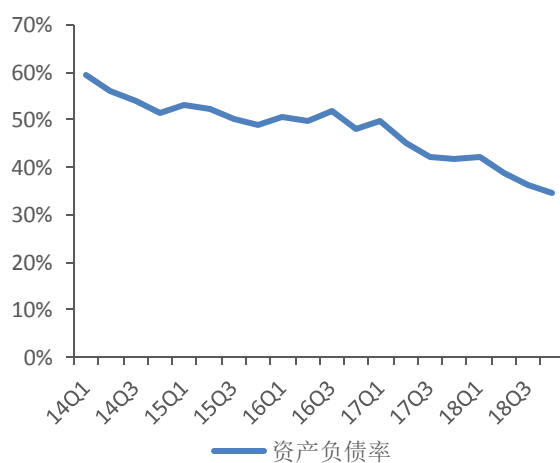
- **受益基建托底, 甘青水泥龙头 2019 前景可期。**公司为甘青藏区域最大的水泥生产企业, 在甘肃市场占有率达到 42%, 在青海市场占有率达到 24%。随着 2019 年地产下行和出口增速下降, 国家将继续实施积极的财政政策, 加快推进基础设施建设项目, 西部地区基建边际改善确定性强。当前 2018 年甘肃新计划投资额达到 8497 亿元, 2019 年是建设正当年, 同时新审批开工项目也会陆续出来, 公司作为甘青地区水泥龙头将受益于基建托底的政策。此外, 在整体供给侧改革的背景下, 水泥供给将继续受到限制, 且力度有增无减, 水泥行业预计维持中低库存运行, 甘青地区的水泥价格仍具一定上涨空间。作为甘青两省的水泥龙头企业, 祁连山具有一定的市场定价权, 有利的支撑了企业的价格和效益水平。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.30 元和 1.55 元, 对应 PE 分别为 9 倍、7 倍和 6 倍, 考虑到公司受益西部大开发基础设施建设, 给予公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 区域需求改善速度不及预期。

图 1: 祁连山毛利率变化



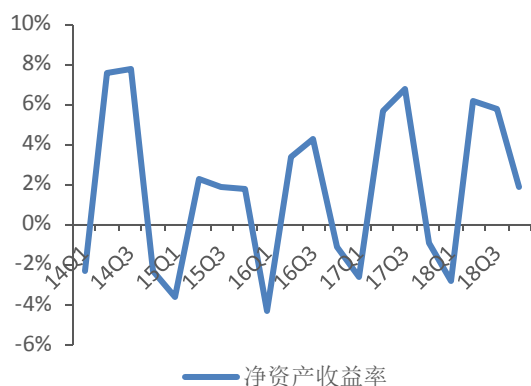
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 祁连山资产负债率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 祁连山单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 祁连山单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2386.97	1944.91	2648.20	3748.12	4644.03	营业收入	5968.97	5774.76	6328.16	7066.25	7971.85				
货币资金	792.52	478.65	1100.08	2035.04	2724.37	营业成本	4126.62	3863.25	4095.97	4486.04	4996.54				
应收账款	470.60	369.60	405.00	452.24	510.20	营业税金及附加	62.49	74.35	66.45	74.20	83.70				
其他应收款	20.27	12.85	14.08	15.73	17.74	营业费用	316.35	299.84	325.90	363.91	410.55				
预付款项	249.37	28.75	27.52	26.17	24.67	管理费用	679.99	583.30	639.14	713.69	805.16				
存货	596.42	487.64	516.20	565.36	629.70	财务费用	125.79	85.87	29.06	12.01	9.17				
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	73.70	49.22	49.20	49.20	49.20				
非流动资产合计	7753.96	7756.51	7533.80	7667.94	8246.75	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	0.00	127.86	127.90	127.90	127.90	投资净收益	0.18	(6.98)	2.00	2.00	2.00				
固定资产	6306.54	5840.45	6053.23	6402.95	7129.79	营业利润	692.10	914.31	1124.44	1369.19	1619.53				
无形资产	787.68	804.74	724.27	643.79	563.32	营业外收入	20.38	13.98	15.00	15.00	15.00				
其他非流动资	74.11	134.31	134.30	134.30	134.30	营业外支出	48.45	91.75	92.00	92.00	92.00				
资产总计	10140.93	9701.42	10182.01	11416.06	12890.78	利润总额	664.03	836.54	1047.44	1292.19	1542.53				
流动负债合计	3279.13	2912.39	2486.85	2580.83	2710.20	所得税	134.98	147.79	188.54	232.60	277.65				
短期借款	1125.00	465.00	0.00	0.00	0.00	净利润	529.05	688.75	858.90	1059.60	1264.87				
应付账款	812.16	552.98	583.54	639.11	711.84	少数股东损益	(45.64)	33.98	42.95	52.98	63.24				
预收款项	141.57	134.43	102.79	67.46	27.60	归属母公司净利	574.69	654.77	815.96	1006.62	1201.63				
一年内到期的	590.44	700.00	700.00	700.00	700.00	EBITDA	1437.39	1584.24	1824.09	2108.20	2451.95				
非流动负债合计	959.47	460.72	325.68	325.68	325.68	EPS (元)	0.74	0.84	1.05	1.30	1.55				
长期借款	228.00	250.00	250.00	250.00	250.00	主要财务比率									
应付债券	500.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	4238.60	3373.11	2812.53	2906.51	3035.88	成长能力									
少数股东权益	563.72	570.70	613.64	666.62	729.86	营业收入增长	16.71%	-3.25%	9.58%	11.66%	12.82%				
实收资本(或	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29	营业利润增长	416.65%	32.11%	22.98%	21.77%	18.28%				
资本公积	1341.25	1341.25	1341.25	1341.25	1341.25	归属于母公司净	245.00%	13.93%	24.62%	23.37%	19.37%				
未分配利润	2649.45	3078.59	3848.86	4799.11	5933.44	获利能力									
归属母公司股	5338.61	5757.61	6397.13	7403.75	8605.38	毛利率(%)	30.87%	33.10%	35.27%	36.51%	37.32%				
负债和所有者	10140.93	9701.42	10182.01	11416.06	12890.78	净利率(%)	9.63%	11.34%	12.89%	14.25%	15.07%				
现金流量					单位:百万元	总资产净利润		5.22%	7.10%	8.74%	9.65%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.76%	11.37%	12.76%	13.60%	13.96%				
经营活动现金	176.31	(383.62)	(414.61)	(827.86)	(1368.79)	偿债能力									
净利润	619.50	584.05	0.00	727.00	823.26	资产负债率(%)	41.80%	34.77%	28.63%	26.48%	24.54%				
折旧摊销	(60.88)	(75.32)	1128.84	1005.94	766.54	流动比率	0.73	0.67	1.06	1.45	1.71				
财务费用	(0.18)	6.98	(2.00)	(12.01)	(9.17)	速动比率	0.55	0.50	0.86	1.23	1.48				
应付账款的变	128.01	(259.17)	30.55	55.57	72.73	营运能力									
预收账款的变	(22.75)	(7.14)	(31.64)	(35.33)	(39.86)	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资活动现金	(904.17)	(1180.05)	(494.03)	(12.01)	(9.17)	应收账款周转率	6.52	7.13	8.16	8.30	8.36				
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	12.23	13.75	16.34	16.49	16.57				
长期股权投资	0.00	127.86	0.04	0.00	0.00	每股指标(元)									
投资收益	0.18	(6.98)	2.00	2.00	2.00	每股收益(最新	0.74	0.84	1.05	1.30	1.55				
筹资活动现金	290.25	(286.56)	621.44	0.00	0.00	每股净现金流	0.37	(0.37)	0.80	1.20	0.89				
应付债券增加	(200.00)	(500.00)	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最	6.88	7.42	8.24	9.54	11.09				
长期借款增加	(533.90)	22.00	0.00	0.00	0.00	估值比率									
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	12.18	10.69	8.58	6.96	5.83				
资本公积增加	2.09	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.31	1.22	1.09	0.95	0.81				
现金净增加额	(437.61)	(1850.24)	(287.20)	(839.87)	(1377.96)	EV/EBITDA	6.02	5.01	3.76	2.81	2.13				

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。