

基建地产双发力，需求弹性空间大

——祁连山（600720）2019 年一季报点评

2019 年 04 月 19 日

强烈推荐/维持

祁连山

财报点评

投资要点：

- 公司披露 2019 年第一季度报告：报告期内公司实现营业收入 5.96 亿元，同比增加 36.94%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.13 亿元，同比增长 109.29%。每股收益为 0.017 元，同比增长 0.196 元。

- 销量大幅上涨带动营业收入高增，毛利率较同比大幅回升。2019 年第一季度公司营业收入为 5.96 亿元，较上年同期增长 36.94%，主要得益于需求的回暖，开年后区域基建项目的启动和地产投资增速仍保持持续向上态势在淡季释放出水泥需求。2019 年 1-2 月甘肃房地产投资增速为 19%，较 2018 年提高 0.8 个百分点；固定资产投资增速出现转正的拐点，由 2018 年同比下降 3.9% 上升为同比增长 0.3%。在地产和基建的双重推动下水泥需求得到释放。2019 年 1 季度公司放量大幅上涨。虽然价格同比有所回落但是在销量推动下营业收入同比增幅较高。

2019 年一季度公司毛利率为 25.99%，同比上升 22.3 个百分点。大幅上升的原因一是销量增长降低固定费用，“错峰生产”期间停工费用摊销降低营业成本；二是与公司持续加强成本管理有关，在一季度直接材料与燃料及动力方面成本控制继续保持良好表现；三是固定资产折旧年限等会计估计变更减少了折旧费用。

- 期间费用率略微下降 财务费用支出下降明显。报告期内公司销售费用为 3722.32 万元，同比上升 12.44%；管理费用为 1.34 亿元，同比增加 12.65%。主要为需求回升使得生产增加所致。财务费用为 1395.34 万元，同比下降 -45.18%。主要是公司提前归还贷款减少带息负债，并通过置换高利率贷款、降低融资利率等措施，致使利息支出同比减少。公司三费支出在财务费用的作用下略有下降，公司期间费用率为 38.85%，同比下降 2.03 个百分点。其中，销售费用率为 6.25%，较上年同期降低 1.36 个百分点；管理费（包含研发费用）率为 22.57%，较上年同期下降 4.86 个百分点；财务费用率为 2.34%，较上年同期降低 3.51 个百分点，和公司采取措施降低利息支出有关。

在营业收入高增长，毛利率大幅提升，期间费用率下降，固定资产处置受益和公允价值变动的带动下实现了扭亏为盈，打破了历史上一季度亏损的惯例。公司 1 季度净利率 1.32%，同比上升 39.03 个百分点，公司单季度 ROE 为 0.22%，同比上升 2.85 个百分点。

- 盈利预测和投资评级：我们预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.11 元、1.32 元和 1.56 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 倍，考虑到公司受益西部大开发基础设施建设和地产的双重发力，需求弹性大，公司作为区域龙头和中建材子公司具备较强的市场控制力，维持公司“强

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

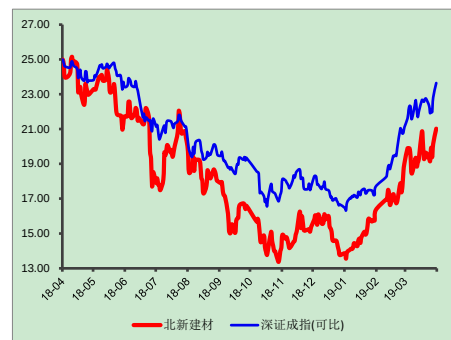
执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	9.77-5.97
总市值（亿元）	72.35
流通市值（亿元）	72.34
总股本/流通 A 股（亿股）	7.76/7.76
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	2.39

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1. 《东兴证券建筑材料行业 2018 年中报综述：关注优质和龙头超跌和基建相关的估值修复》 2018-09-03
2. 《祁连山（600720.SH）：需求弱导致量涨价涨，2019 年受益基建》 2019-04-10

烈推荐”的投资评级。

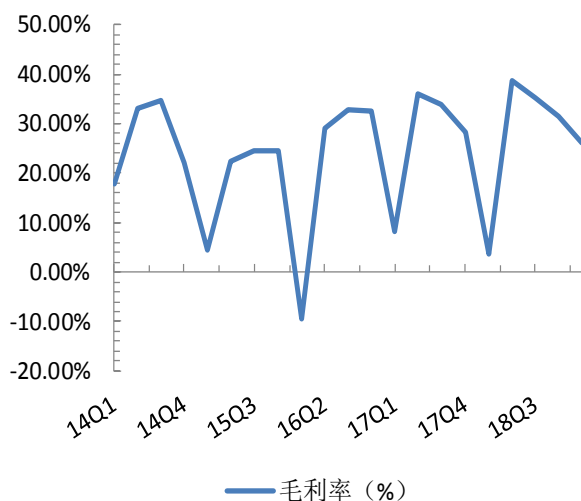
- 风险提示：区域需求改善速度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	5,968.9	5,774.7	6,328.1	7,066.2	7,971.8
增长率(%)	16.71	-3.25%	9.58%	11.66%	12.82%
净利润(百万元)	574.69	654.77	866.66	1,022.3	1,201.8
增长率(%)	245.00	13.93%	32.36%	17.97%	17.55%
净资产收益率	10.76	11.37%	13.44%	13.69%	13.86%
每股收益(元)	0.740	0.844	1.116	1.317	1.548
PE	13	11	8	7	6
PB	1.36	1.26	1.12	0.97	0.83

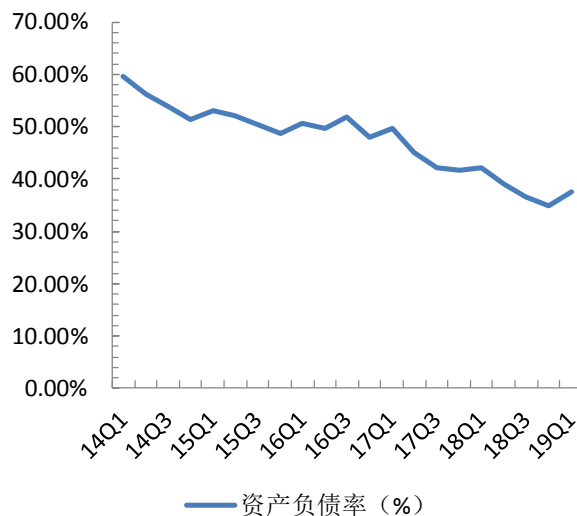
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 祁连山毛利率变化



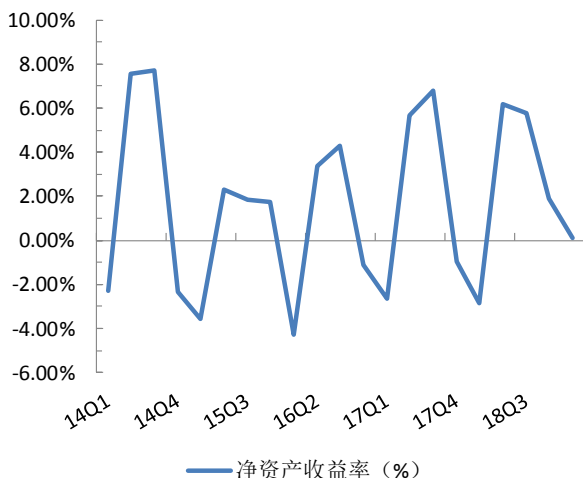
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 祁连山资产负债率变化



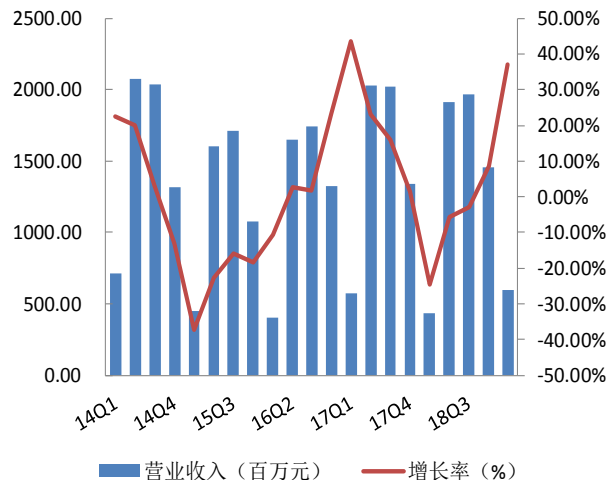
资料来源: wind, 东兴证券整理

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	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	2387	1945	2648	3748	4644	营业收入	5969	5775	6328	7066	7972		
货币资金	793	479	1100	2035	2724	营业成本	4127	3863	4096	4486	4997		
应收账款	471	370	405	452	510	营业税金及附加	62	74	66	74	84		
其他应收款	20	13	14	16	18	营业费用	316	300	326	364	411		
预付款项	249	29	28	26	25	管理费用	680	583	639	714	805		
存货	596	488	516	565	630	财务费用	126	86	29	12	9		
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	74	49	49	49	49		
非流动资产合计	7754	7757	7534	7668	8247	公允价值变动收益	0	0	50	20	0		
长期股权投资	0	128	128	128	128	投资净收益	0	(7)	2	2	2		
固定资产	6307	5840	6053	6403	7130	营业利润	692	914	1175	1389	1620		
无形资产	788	805	724	644	563	营业外收入	20	14	30	15	15		
其他非流动资产	74	134	134	134	134	营业外支出	48	92	92	92	92		
资产总计	10141	9701	10182	11416	12891	利润总额	664	837	1113	1312	1543		
流动负债合计	3279	2912	2487	2581	2710	所得税	135	148	200	236	278		
短期借款	1125	465	0	0	0	净利润	529	689	912	1076	1265		
应付账款	812	553	584	639	712	少数股东损益	(46)	34	46	54	63		
预收款项	142	134	103	67	28	归属母公司净利润	575	655	867	1022	1202		
一年内到期的非流动	590	700	700	700	700	EBITDA	1437	1584	1874	2128	2452		
非流动负债合计	959	461	326	326	326	EPS（元）	0.74	0.84	1.12	1.32	1.55		
长期借款	228	250	250	250	250	主要财务比率							
应付债券	500	0	0	0	0		2017	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	4239	3373	2813	2907	3036	成长能力							
少数股东权益	564	571	614	667	730	营业收入增长	16.7	-3.25%	9.58%	11.66%	12.82%		
实收资本（或股本）	776	776	776	776	776	营业利润增长	416.	32.11%	28.46%	18.29%	16.58%		
资本公积	1341	1341	1341	1341	1341	归属于母公司净利	245.	13.93%	32.36%	17.97%	17.55%		
未分配利润	2649	3079	3849	4799	5933	获利能力							
归属母公司股东权益	5339	5758	6397	7404	8605	毛利率（%）	30.8	33.10%	35.27%	36.51%	37.32%		
负债和所有者权益	10141	9701	10182	11416	12891	净利率（%）	9.63	11.34%	13.70%	14.47%	15.08%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润（%）		5.22%	7.10%	9.24%	9.74%		
	2017A	2018	2019E	2020E	2021E	ROE（%）	10.7	11.37%	13.44%	13.69%	13.86%		
经营活动现金流	176	(384)	(415)	(828)	(1369)	偿债能力							
净利润	620	584	0	727	823	资产负债率（%）	41.8	34.77%	28.48%	26.31%	24.40%		
折旧摊销	(61)	(75)	1129	1006	767	流动比率	0.73	0.67	1.09	1.48	1.74		
财务费用	(0)	7	(2)	(12)	(9)	速动比率	0.55	0.50	0.88	1.26	1.51		
应付帐款的变化	128	(259)	31	56	73	营运能力							
预收帐款的变化	(23)	(7)	(32)	(35)	(40)	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
投资活动现金流	(904)	(118)	(494)	(12)	(9)	应收账款周转率	6.52	7.13	8.16	8.30	8.36		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.2	13.75	16.34	16.49	16.57		
长期股权投资减少	0	128	0	0	0	每股指标（元）							
投资收益	0	(7)	2	2	2	每股收益(最新摊	0.74	0.84	1.12	1.32	1.55		
筹资活动现金流	290	(287)	621	0	0	每股净现金流(最	0.37	(0.37)	0.87	1.23	0.89		
应付债券增加	(200)	(500)	0	0	0	每股净资产(最新	6.88	7.42	8.31	9.62	11.17		
长期借款增加	(534)	22	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.5	11.05	8.35	7.08	6.02		
资本公积增加	2	0	0	0	0	P/B	1.36	1.26	1.12	0.97	0.83		
现金净增加额	(438)	(185)	(287)	(840)	(1378)	EV/EBITDA	6.18	5.16	3.75	2.86	2.20		

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单第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第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。