

祁连山（600720）：基建带来业绩弹性，整合政策将要到来

——2019 年三季报点评

2019 年 10 月 22 日

强烈推荐/维持

祁连山 公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布 2019 年三季报，2019 前三季度营收为 52.19 亿元，同比增加 20.9%，归母净利为 10.42 亿元，同比增加 88.98%，扣非归母净利为 9.17 亿元，同比增加 68.58%，2019 前三季度公司实现每股收益 1.34 元。公司单三季度归母净利为 5.5 亿元，同比增加 65.76%并创历史新高。
- **甘肃水泥市场量价齐升和煤炭价格下跌是前三季度业绩超预期主因。**公司的主要市场位于青甘，在甘肃市场的占有率达到 42%。需求端主要受益于西部地区基建补短板开工，2019 年甘肃、青海将要开工或继续建设的铁路、轨道交通、公路、机场等项目总投资额约 8000 亿元，按照平均工期 5 年粗略估计，2019 年当年的投资额约 1600 亿元。甘肃水泥需求在 2019 年初出现拐点后景气度一直向上，2019 年初甘肃水泥产量一改颓势，结束了 2016 年末以来持续绝大部分时间的同比负增，1-8 月水泥产量累计同比增速高达 11.30%。价格方面，公司核心市场甘肃省省会城市兰州的水泥价格年初至今已经上涨 29.10%，领先全国。水泥成本项煤炭价格方面，甘肃兰州烟煤块年初以来价格下跌 6.25%。水泥价格上涨和煤炭价格下跌双重因素作用之下，水泥煤炭价格差出现较大幅度走阔，根据我们测算，2019 年初至今甘肃兰州地区水泥煤炭价格差从 207.35 元/吨上涨到 246.84 元/吨，涨幅高达 19.04%。
- **单三季度八九两月满负荷生产，放量带动业绩大增。**我们测算公司第三季度销量约为 750 万吨，同比增长 13.64%左右，其中八九两月公司满负荷生产。区域存量项目建设带动需求继续保持旺盛的态势，公司生产线处于满负荷的状态当中，销售放量对固定成本继续摊薄，提升公司吨净利水平。在去年同期高基数的基础上，Q3 水泥熟料吨净利同比上升 45.87%，相较于上半年同比上升 128.81%的增幅有所收窄，我们测算公司前三季度水泥熟料吨净利为 60.73 元/吨，相较 2019H1 增加 8.7 元/吨。
- **前三季度经营性净现金流创历史新高，资产负债率继续下行。**2019 年前三季度公司经营性净现金流为 19.25 亿元，同比增加 88.36%，并创下历史新高。经营性现金净流量的大幅增加一方面是因销售收入的增加，另一方面是因公司本期收到“僵尸企业”职工分流安置的财政补助资金 6496 万元，“三供一业”分离移交费用政府补助资金 3355 万元。公司在单三季度归还 5 亿元的一年内到期非流动负债，资产负债率继续相比 2019H1 继续下行 1.32 个百分点至 29.98%。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020	2021E
营业收入（百万元）	5968.97	5774.76	7044.05	7576.	8371.04
增长率（%）	16.71%	-3.25%	21.98%	7.56	10.49%
净利润（百万元）	574.69	654.77	1208.96	1386.	1650.20
增长率（%）	245.00%	13.93%	84.64%	14.67	19.04%
净资产收益率（%）	10.76%	11.37%	17.80%	16.95	16.79%
每股收益（元）	0.74	0.84	1.56	1.79	2.13
PE	13	12	6	5	5
PB	1.43	1.32	1.12	0.93	0.77

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

祁连山是中国建材集团旗下企业，主营业务为水泥及水泥熟料的生产和销售。公司是青甘地区水泥行业龙头，在甘肃市场占有率达 42%，在青海市场占有率达 24%。

未来 3-6 个月重大事项提示：

—

发债及交叉持股介绍：

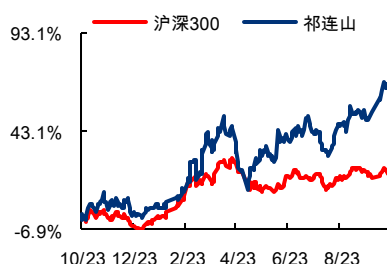
2019-08-21，公司代码为

“101455022.IB”，的银行间中期票据即将到期，此票据当前余额为 5 亿，票面利率（当期）6.73%，债券主体评级和债项评级均为 AA。

52 周股价区间（元）	10.22-6.58
总市值（亿元）	79.34
流通市值（亿元）	79.32
总股本/流通 A 股（万股）	77629/77616
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.51

交易数据

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

- **等待中建材整合和区域增量需求提升带来新弹性。**中建材在 2020 年前要整合西北的中建材水泥公司，以不损害祁连山利益为标准，整合的实施将为公司带来新的局面。随着稳增长和防风险政策进一步推进，公司所在区域需求预计会迎来新的增量。我们等待政策的到来和增量需求的释放。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年到 2020 年的每股收益为 1.56 元、1.79 元和 2.13 元，对应的动态 PE 为 6 倍、5 倍和 5 倍，考虑到公司区域需求旺盛，满负荷生产带来的吨净利提升，特别是中建材整合政策的将要到来以及区域增量需求带来的弹性，维持公司“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**西部新基建启动节奏和力度不及预期。

附表：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
流动资产合计	2387	1945	3210	4599	5866	营业收入	5969	5775	7044	7577	8371
货币资金	793	479	1681	2975	4095	营业成本	4127	3863	4562	4739	5072
应收账款	471	370	393	423	467	营业税金及附加	62	74	74	80	88
其他应收款	20	13	16	17	19	营业费用	316	300	317	341	377
预付款项	249	29	27	26	24	管理费用	680	583	528	568	628
存货	596	488	500	519	556	财务费用	126	86	28	9	5
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	7572	7744	8364	公允价值变动收益	0	0	75	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	6092	6479	7247	营业利润	692	914	1563	1812	2154
无形资产	788	805	724	644	563	营业外收入	20	14	32	22	23
其他非流动资产	74	134	134	134	134	营业外支出	48	92	50	64	69
资产总计	10141	9701	10783	12343	14230	利润总额	664	837	1545	1771	2108
流动负债合计	3279	2912	2675	2697	2769	所得税	135	148	273	314	373
短期借款	1125	465	0	0	0	净利润	529	689	1271	1458	1735
应付账款	812	553	687	714	764	少数股东损益	(46)	34	62	71	85
预收款项	142	134	99	61	19	归属母公司净利润	575	655	1209	1386	1650
一年内到期的非流动	590	700	700	700	700	EBITDA	1437	1584	2264	2554	2991
非流动负债合计	959	461	326	326	326	EPS（元）	0.74	0.84	1.56	1.79	2.13
长期借款	228	250	250	250	250	主要财务比率					
应付债券	500	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4239	3373	3001	3023	3095	成长能力					
少数股东权益	564	571	633	704	789	营业收入增长	16.71%	-3.25%	21.98%	7.56%	10.49%
实收资本（或股本）	776	776	776	776	776	营业利润增长	416.65%	32.11%	70.90%	15.99%	18.85%
资本公积	1341	1341	1341	1341	1341	归属于母公司净利润增	245.00%	13.93%	84.64%	14.67%	19.04%
未分配利润	2649	3079	4227	5544	7112	获利能力					
归属母公司股东权益	5339	5758	6790	8176	9827	毛利率(%)	30.87%	33.10%	35.24%	37.45%	39.41%
负债和所有者权益	10141	9701	10783	12343	14230	净利率(%)	9.63%	11.34%	17.16%	18.30%	19.71%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）					
						ROE(%)	10.76%	11.37%	17.80%	16.95%	16.79%
经营活动现金流	176	(384)	(381)	(851)	(1418)	偿债能力					
净利润	620	584	0	733	832	资产负债率(%)	41.80%	34.77%	28.79%	25.40%	22.57%
折旧摊销	(61)	(75)	1503	1366	1196	流动比率	0.73	0.67	1.20	1.70	2.12
财务费用	(0)	7	(2)	(9)	(5)	速动比率	0.55	0.50	1.01	1.51	1.92
应付帐款的变化	128	(259)	134	27	50	营运能力					
预收帐款的变化	(23)	(7)	(35)	(38)	(42)	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(904)	(1180)	(493)	(9)	(5)	应收账款周转率	6.52	7.13	9.24	9.30	9.44
公允价值变动收益	0	0	75	20	0	应付账款周转率	12.23	13.75	18.48	18.58	18.82
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(最新摊薄)	0.74	0.84	1.56	1.79	2.13
筹资活动现金流	290	(287)	1202	0	0	每股净现金流(最新摊	0.37	(0.37)	1.55	1.67	1.44
应付债券增加	(200)	(500)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.88	7.42	8.75	10.53	12.66
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	13.25	11.63	6.30	5.49	4.61
资本公积增加	2	0	0	0	0	P/B	1.43	1.32	1.12	0.93	0.77
现金净增加额	(438)	(1850)	328	(861)	(1423)	EV/EBITDA	6.45	5.40	3.04	2.19	1.49

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	祁连山（600720）2019 三季报业绩预告点评：等待整合和增量需求新弹性	2019-10-11
公司	祁连山（600720）2019 年半年报点评：存量需求旺盛，等待增量带来新弹性	2019-08-16
公司	祁连山（600720）2019 年上半年业绩预告点评：放量不惧，待西部基建新增量上弹	2019-07-12
公司	祁连山（600720）2019 年 1 季度点评：基建地产双发力，需求弹性空间大	2019-04-19
公司	祁连山（600720）2018 年年报点评：需求弱导致量缩价涨，2019 年受益基建	2019-03-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4 名。2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。2016 和 2017 年卖方分析师水晶球奖公募基金连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

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。