

证券研究报告—动态报告

建材

祁连山(600720)
买入

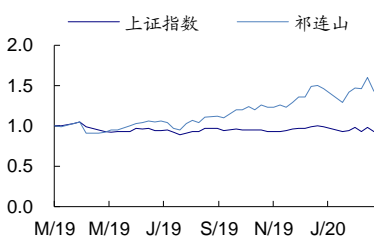
水泥 II

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	776/776
总市值/流通(百万元)	9,548/9,547
上证综指/深圳成指	2,702/10,020
12个月最高/最低(元)	14.41/7.16

相关研究报告:

《祁连山-600720-深度报告: 东风吹不尽, 重振玉关情》——2019-09-10
 《祁连山-600720-2019 年中报点评: 销量同比大幅增长, 继续关注区域项目落地》——2019-08-16
 《祁连山-600720-重大事件快评: 一季度大幅扭亏, 区域需求存改善空间》——2019-04-10
 《祁连山-600720-2018 年年报点评: 业绩增速放缓, 关注未来区域基建补短板落实情况》——2019-03-21
 《祁连山-600720-2018 年年报点评: 业绩增速放缓, 关注未来区域基建补短板落实情况》——2019-03-20

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

电话:
 E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

电话:
 E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

资债结构快速优化, 业绩弹性显现

● 收入增长 20.03%, 归母净利润增长 88.48%, 拟 10 派 5.8 元

2019 年公司实现营业收入 69.31 亿元, 同比增长 20.03%, 实现归母净利润 12.34 亿元, 同比增长 88.48%, 扣非归母净利润 10.81 亿元, 同比增长 57.66%, EPS 为 1.5898 元/股, 并拟每 10 股派发现金红利 5.8 元 (含税)。

● 销量提升助力业绩增长, 非经营性收益进一步增厚利润

受益区域基建补短板项目开工建设, 水泥需求强劲反弹, 销量同比大幅增长, 2019 年全年公司销售水泥 (含熟料) 2267 万吨, 同比增长 17.6%。我们测算公司 2019 年水泥吨价格 278 元/吨、吨成本 175 元/吨、吨毛利 103 元/吨, 分别较上年提升 1 元/吨、降低 8 元/吨和提升 9 元/吨, 其中吨成本下降主要得益于销量大幅增长下人工成本和制造费用大幅下降, 同时受益于财务费用下降, 吨费用同比下降 2 元/吨至 48 元/吨。此外, 持有兰石重装股票公允价值变动及政府补助同比增长等导致非经常性损益同比增加 1.8 亿元, 进一步增厚利润。

● 现金流持续改善, 资债结构快速优化, 分红规模稳步提升

2019 年公司经营性现金流净额 20.18 亿元, 同比增长 58%, 现金流持续改善并创历史新高, 在手现金充裕, 年末货币资金 4.49 亿元; 同时资债结构快速优化, 年末资产负债率为 30.1%, 同比下降 4.69 个百分点, 带息负债率为 11.4%, 同比下降 13.2 个百分点。分红规模稳步提升, 2019 年拟现金分红比例约 36.5%, 分红规模达 4.5 亿元, 对应当前股价的股息率约 4.6%。

● 受益基建投资加码, 产能释放提升区域掌控力, 维持“买入”评级

公司作为甘青藏区域最大的水泥生产企业, 甘肃市场占有率达 42%, 青海市场占有率达 24%, 2019 年天水祁连山异地改造建设 4500T/D 生产线正式投产, 同时西藏地区生产线建设稳步推进, 建成后有望进一步提升区域掌控力。在基建补短板背景下, 尤其受疫情影响, 后续逆周期调节力度有望进一步加码, 区域景气有望持续稳步回升, 预计 20-22 年 EPS 分别为 1.78/1.96/2.07 元/股, 对应 PE 为 7.1/6.4/6.1x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 宏观经济失速; 区域项目落实不及预期; 供给超预期增加
盈利预测和财务指标

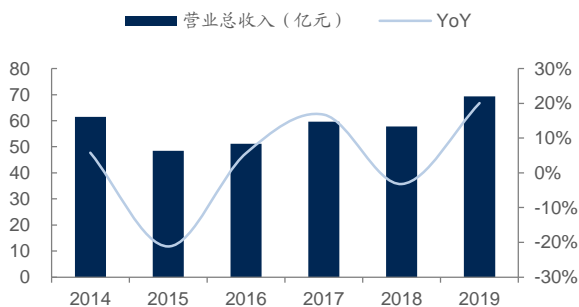
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,775	6,931	7,569	8,220	8,836
(+/-%)	-3.3%	20.0%	9.2%	8.6%	7.5%
净利润(百万元)	655	1234	1380	1525	1610
(+/-%)	13.9%	88.5%	11.9%	10.5%	5.6%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.59	1.78	1.96	2.07
EBIT Margin	16.5%	20.3%	20.2%	20.7%	21.0%
净资产收益率(ROE)	11.4%	18.1%	18.1%	19.3%	19.6%
市盈率(PE)	14.9	7.9	7.1	6.4	6.1
EV/EBITDA	8.5	6.7	7.1	6.6	6.3
市净率(PB)	1.70	1.44	1.28	1.23	1.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

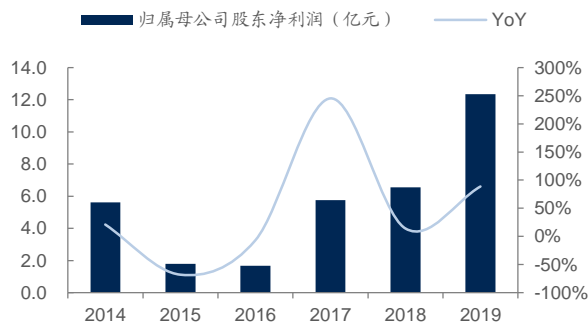
收入增长 20.03%，归母净利润增长 88.48%，全年业绩符合预期。2019 年公司实现营业收入 69.31 亿元，同比增长 20.03%，实现归母净利润 12.34 亿元，同比增长 88.48%，扣非归母净利润 10.81 亿元，同比增长 57.66%，EPS 为 1.5898 元/股，并拟每 10 股派发现金红利 5.8 元（含税）。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

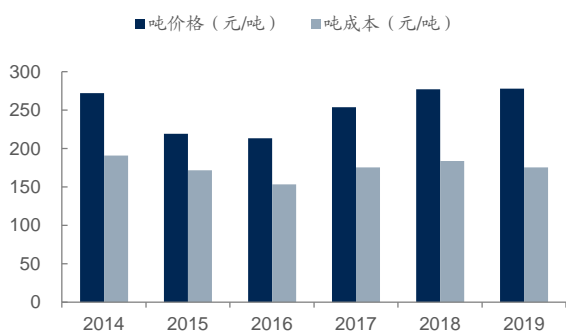
图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

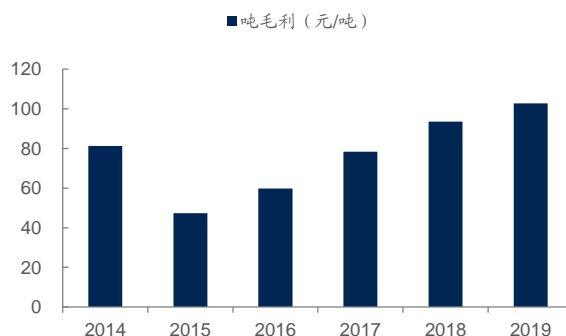
销量提升助力业绩增长，非经营性收益进一步增厚利润。受益区域基建补短板项目开工建设，水泥需求强劲反弹，销量同比大幅增长，2019 年全年公司销售水泥（含熟料）2267 万吨，同比增长 17.6%。我们测算公司 2019 年水泥吨价格 278 元/吨、吨成本 175 元/吨、吨毛利 103 元/吨，分别较上年提升 1 元/吨、降低 8 元/吨和提升 9 元/吨，其中吨成本下降主要得益于销量大幅增长下人工成本和制造费用大幅下降，同时受益于财务费用下降，吨费用同比下降 2 元/吨至 48 元/吨。此外，持有兰石重装股票公允价值变动及政府补助同比增长等导致非经常性损益同比增加 1.8 亿元，进一步增厚利润。

图 3：公司水泥（含熟料）吨价格和吨成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

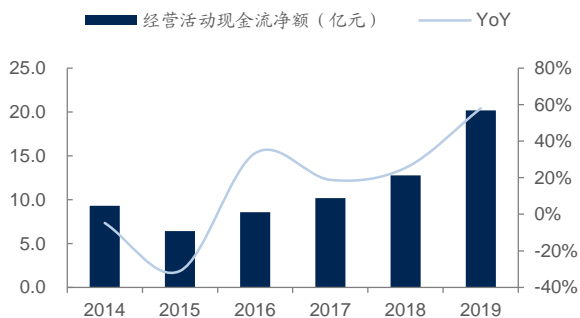
图 4：公司水泥（含熟料）吨毛利



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

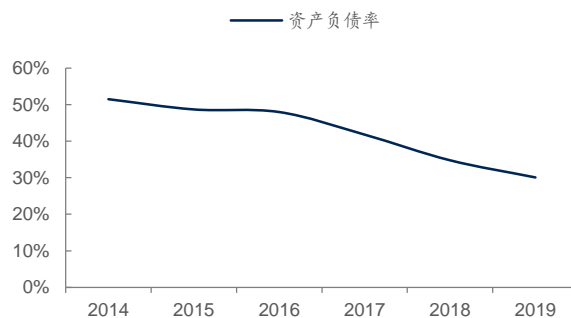
现金流持续改善，资债结构快速优化，分红规模稳步提升。2019 年公司经营性现金流净额 20.18 亿元，同比增长 58%，现金流持续改善再创历史新高，在手现金充裕，年末货币资金 4.49 亿元；同时资债结构快速优化，年末资产负债率为 30.1%，同比下降 4.69 个百分点，带息负债率为 11.4%，同比下降 13.2 个百分点。分红规模稳步提升，2019 年拟现金分红比例约 36.5%，分红规模达 4.5 亿元，对应当前股价的股息率约 4.6%。

图 5: 公司经营活动现金流净额及同比增速



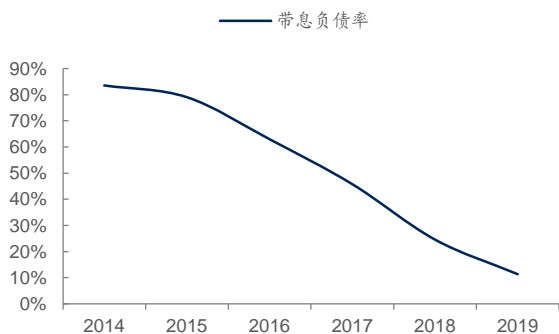
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司资产负债率



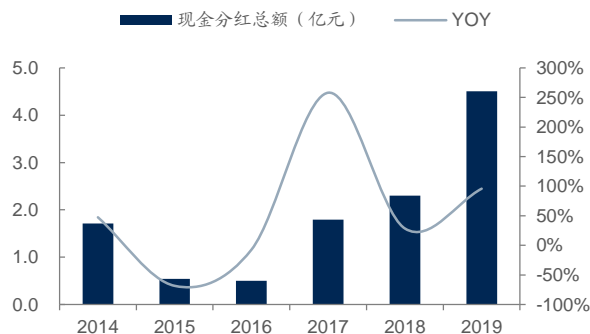
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司带息负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司年度累计分红总额持续提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 受益基建投资加码, 产能释放提升区域掌控力, 维持“买入”评级。公司作为甘青藏区域最大的水泥生产企业, 甘肃市场占有率达 42%, 青海市场占有率达 24%, 2019 年天水祁连山异地改造建设 4500T/D 生产线正式投产, 同时西藏地区生产线建设稳步推进, 建成后有望进一步提升区域掌控力。在基建补短板背景下, 尤其受疫情影响, 后续逆周期调节力度有望进一步加码, 区域景气有望持续稳步回升, 预计 20-22 年 EPS 分别为 1.78/1.96/2.07 元/股, 对应 PE 为 7.1/6.4/6.1x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	449	1698	2398	3246	营业收入	6931	7569	8220	8836
应收款项	399	819	845	908	营业成本	4395	4806	5220	5611
存货净额	487	609	669	729	营业税金及附加	84	97	103	110
其他流动资产	388	252	367	344	销售费用	346	378	403	429
流动资产合计	2241	3896	4796	5745	管理费用	697	755	792	831
固定资产	7080	6891	6659	6379	财务费用	40	27	17	4
无形资产及其他	896	860	824	789	投资收益	13	(5)	5	5
投资性房地产	361	361	361	361	资产减值及公允价值变动	154	50	50	30
长期股权投资	126	126	126	126	其他收入	(63)	100	100	100
资产总计	10703	12134	12766	13398	营业利润	1472	1650	1841	1987
短期借款及交易性金融负债	372	700	735	772	营业外净收支	59	70	60	20
应付款项	1618	1797	1995	2195	利润总额	1531	1720	1901	2007
其他流动负债	565	628	687	734	所得税费用	224	258	285	301
流动负债合计	2555	3126	3417	3701	少数股东损益	73	82	90	95
长期借款及应付债券	400	400	400	400	归属于母公司净利润	1234	1380	1525	1610
其他长期负债	264	281	315	341					
长期负债合计	664	681	715	741	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3219	3806	4133	4442	净利润	1234	1380	1525	1610
少数股东权益	681	697	714	732	资产减值准备	48	2	(1)	(3)
股东权益	6802	7631	7920	8225	折旧摊销	534	373	389	398
负债和股东权益总计	10703	12134	12766	13398	公允价值变动损失	(154)	(50)	(50)	(30)
					财务费用	40	27	17	4
					营运资本变动	812	(144)	89	169
					其它	3	14	18	21
					经营活动现金流	2478	1574	1970	2165
					资本开支	(1404)	(100)	(70)	(49)
					其它投资现金流	(518)	0	0	0
					投资活动现金流	(1920)	(100)	(70)	(49)
					权益性融资	38	0	0	0
					负债净变化	150	0	0	0
					支付股利、利息	(359)	(552)	(1236)	(1305)
					其它融资现金流	(209)	328	35	37
					融资活动现金流	(588)	(225)	(1201)	(1268)
					现金净变动	(30)	1250	699	848
					货币资金的期初余额	479	449	1698	2398
					货币资金的期末余额	449	1698	2398	3246
					企业自由现金流	1145	1431	1855	2095
					权益自由现金流	1086	1735	1876	2129

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.59	1.78	1.96	2.07
每股红利	0.46	0.71	1.59	1.68
每股净资产	8.76	9.83	10.20	10.60
ROIC	16%	18%	20%	23%
ROE	18%	18%	19%	20%
毛利率	37%	37%	37%	37%
EBIT Margin	20%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	28%	25%	25%	26%
收入增长	20%	9%	9%	8%
净利润增长率	88%	12%	10%	6%
资产负债率	36%	37%	38%	39%
息率	3.7%	5.6%	12.6%	13.4%
P/E	7.9	7.1	6.4	6.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.7	7.1	6.6	6.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032