

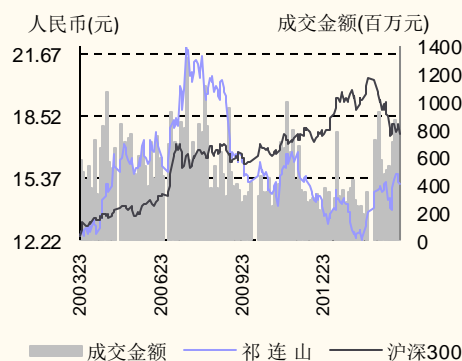
祁连山 (600720.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.76
已上市流通 A 股(亿股)	7.76
总市值(亿元)	117.06
年内股价最高最低(元)	22.04/12.22
沪深 300 指数	5007
上证指数	3405



相关报告

- 1.《受益需求增长, 业绩大幅提升-祁连山三季报点评》, 2020.10.29
- 2.《区域需求旺盛, 业绩有望超预期-祁连山一季报点评》, 2020.4.29
- 3.《甘青水泥龙头 当理想照进现实-祁连山(600720)首次覆盖...》, 2020.4.26

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

四季度低于预期, 21 年甘肃市场值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	1.590	1.851	2.214	2.466	2.601
每股净资产(元)	8.76	10.07	11.08	11.75	12.35
每股经营性现金流(元)	2.60	2.89	3.29	3.49	3.69
市盈率(倍)	7.89	7.34	6.81	6.11	5.80
净利润增长率(%)	88.48%	16.44%	19.59%	11.41%	5.48%
净资产收益率(%)	18.14%	18.39%	19.98%	20.99%	21.07%
总股本(百万股)	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年年报, 营收 78.12 亿元, 同比增长 12.7%; 归母净利润 14.37 亿元, 同比增长 16.44%; 基本 EPS 1.85 元。公司拟每 10 股派现 6.8 元 (含税)。

经营分析

- 四季度出现亏损, 拖累全年业绩: 20 年四季度公司归母净利润亏损 1053 万元, 为近三年来首次 Q4 出现亏损, 亏损的原因与营业外支出增加有关。受子公司漳县水泥事件影响, 产生营业外支出 8118 万元。由于公司在四季度对全年的包装和运费进行会计科目调整, 20 年四季度毛利率 10.2%, 环比三季度减少 33.88 个百分点, 毛利率的下滑与水泥主业无关。
- 量价齐升, 吨毛利改善: 从全年的情况看, 20 年公司销售水泥熟料 2379 万吨, 同比增长 4.96%, 水泥销售均价 301 元/吨, 同比增长 7%。水泥单位生产成本 187 元, 同比增长 6%, 剔除包装和运费调整影响后, 水泥单位成本同比增长 1%。20 年公司水泥熟料吨毛利 113 元, 同比增加 10 元。
- 甘肃基建需求旺盛, 龙头有望充分受益: 20 年甘肃省固定资产投资和房地产投资增速均为 7.8%, 高于全国增速 4.9 和 0.8 个百分点。20 年甘肃省水泥需求增速 5.5%, 高于全国增速 3.9 个百分点。公司作为甘肃省最大的水泥企业, 未来有望继续受益于甘肃旺盛的基建需求。目前, 甘肃省水泥均价 381 元/吨, 高于 20 年同期 30 元/吨。由于甘肃濒临宁夏和蒙西, PVC 减产, 电石渣水泥对甘肃市场的冲击有望减轻。未来随着下游需求的启动, 我们预计 21 年甘肃水泥均价有望高于 20 年。
- 青海需求下滑, 价格高企弥补需求损失: 20 年青海省固定资产投资和房地产投资增速分别为 -12.2% 和 3.7%, 低于全国增速 15.1 和 3.3 个百分点, 20 年青海省水泥需求增速 -9.2%。目前, 青海省水泥均价 413 元/吨, 高于 20 年同期 40 元/吨, 价格上涨有助于弥补需求下滑带来的损失。

盈利调整与投资建议

- 我们预计 21-23 年公司水泥均价 310/320/325 元, 水泥销量增速 2/1/1%, 预计公司未来三年归母净利润 17.19 (下调 17%) /19.15 (下调 13%) /20.19 亿元, EPS 2.21/2.47/2.6 元, 对应 PE7/6/6X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行; 价格下跌; 区域需求下滑风险; 错峰政策变化; 环保风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,775	6,931	7,812	8,187	8,507	8,708
增长率		20.0%	12.7%	4.8%	3.9%	2.4%
主营业务成本	-3,863	-4,395	-5,049	-5,160	-5,206	-5,254
%销售收入	66.9%	63.4%	64.6%	63.0%	61.2%	60.3%
毛利	1,912	2,536	2,763	3,027	3,300	3,454
%销售收入	33.1%	36.6%	35.4%	37.0%	38.8%	39.7%
营业税金及附加	-74	-84	-122	-128	-133	-136
%销售收入	1.3%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-300	-346	-75	-79	-82	-83
%销售收入	5.2%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-583	-697	-687	-720	-748	-766
%销售收入	10.1%	10.1%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	954	1,409	1,878	2,100	2,338	2,469
%销售收入	16.5%	20.3%	24.0%	25.7%	27.5%	28.4%
财务费用	-86	-40	1	-4	13	28
%销售收入	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-49	-98	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	56	-7	0	0	0
投资收益	-7	13	-4	-5	-5	-5
%税前利润	n.a	0.8%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	914	1,472	1,922	2,169	2,424	2,571
营业利润率	15.8%	21.2%	24.6%	26.5%	28.5%	29.5%
营业外收支	-78	59	-95	-30	-30	-30
税前利润	837	1,531	1,827	2,139	2,394	2,541
利润率	14.5%	22.1%	23.4%	26.1%	28.1%	29.2%
所得税	-148	-224	-278	-321	-359	-381
所得税率	17.7%	14.6%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	689	1,307	1,549	1,819	2,035	2,159
少数股东损益	34	73	112	100	120	140
归属于母公司的净利润	655	1,234	1,437	1,719	1,915	2,019
净利率	11.3%	17.8%	18.4%	21.0%	22.5%	23.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	689	1,307	1,549	1,819	2,035	2,159
少数股东损益	34	73	112	100	120	140
非现金支出	646	647	582	572	610	641
非经营收益	32	-55	-21	61	58	54
营运资金变动	-90	119	136	101	9	10
经营活动现金净流	1,277	2,018	2,246	2,553	2,712	2,864
资本开支	-219	-730	-1,145	-792	-692	-592
投资	-159	-454	461	0	0	0
其他	-5	80	1	-5	-5	-5
投资活动现金净流	-384	-1,104	-683	-797	-697	-597
股权募资	27	38	16	0	0	0
债权募资	-897	-700	-322	-72	-50	-50
其他	-310	-359	-504	-961	-1,423	-1,575
筹资活动现金净流	-1,180	-1,021	-810	-1,033	-1,473	-1,625
现金净流量	-287	-107	753	723	542	642

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	479	449	1,109	1,832	2,374	3,016
应收账款	917	692	612	635	660	674
存货	488	487	486	497	502	506
其他流动资产	62	616	160	160	161	161
流动资产	1,945	2,245	2,366	3,124	3,696	4,357
%总资产	20.0%	21.0%	21.5%	26.1%	29.4%	33.1%
长期投资	215	130	135	135	135	135
固定资产	6,381	7,080	7,314	7,468	7,484	7,370
%总资产	65.8%	66.2%	66.5%	62.5%	59.5%	56.0%
无形资产	971	1,036	1,014	1,053	1,092	1,130
非流动资产	7,757	8,454	8,631	8,824	8,879	8,803
%总资产	80.0%	79.0%	78.5%	73.9%	70.6%	66.9%
资产总计	9,701	10,698	10,997	11,948	12,574	13,159
短期借款	1,165	372	2	2	2	2
应付款项	1,587	1,782	1,011	1,205	1,216	1,227
其他流动负债	160	401	571	565	588	602
流动负债	2,912	2,555	1,583	1,771	1,806	1,832
长期贷款	250	400	448	398	348	298
其他长期负债	211	259	378	304	308	310
负债	3,373	3,215	2,409	2,473	2,462	2,440
普通股股东权益	5,758	6,802	7,815	8,602	9,119	9,586
其中：股本	776	776	776	776	776	776
未分配利润	3,079	4,081	5,062	5,849	6,367	6,834
少数股东权益	571	681	773	873	993	1,133
负债股东权益合计	9,701	10,698	10,997	11,948	12,574	13,159

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.843	1.590	1.851	2.214	2.466	2.601
每股净资产	7.417	8.763	10.067	11.081	11.747	12.349
每股经营现金净流	1.645	2.599	2.893	3.289	3.494	3.690
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.200	1.800	2.000
回报率						
净资产收益率	11.37%	18.14%	18.39%	19.98%	20.99%	21.07%
总资产收益率	6.75%	11.54%	13.07%	14.38%	15.23%	15.35%
投入资本收益率	10.09%	14.49%	17.54%	18.00%	18.92%	18.97%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.25%	20.03%	12.70%	4.81%	3.90%	2.37%
EBIT 增长率	21.76%	47.66%	33.33%	11.80%	11.31%	5.61%
净利润增长率	13.93%	88.48%	16.44%	19.59%	11.41%	5.48%
总资产增长率	-4.33%	10.28%	2.79%	8.65%	5.24%	4.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	20.0	17.8	17.8	17.8	17.8
存货周转天数	51.2	40.5	35.2	35.2	35.2	35.2
应付账款周转天数	64.5	54.6	55.9	55.9	55.9	55.9
固定资产周转天数	369.2	339.0	291.9	276.5	258.2	239.1
偿债能力						
净负债/股东权益	14.80%	-2.60%	-8.14%	-15.53%	-20.41%	-25.71%
EBIT 利息保障倍数	11.1	35.2	-1,822.1	518.6	-186.9	-87.5
资产负债率	34.77%	30.05%	21.91%	20.70%	19.58%	18.54%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	12	15	39
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.08	1.12	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

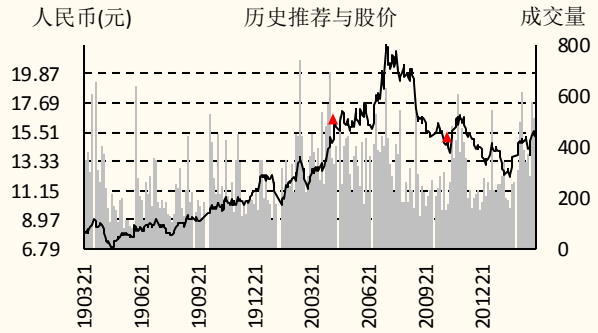
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-26	买入	15.24	N/A
2	2020-04-29	买入	15.58	N/A
3	2020-10-29	买入	14.95	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402