

公司研究

基本面持续向好，业绩增长可期

——祁连山（600720.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 78.1 亿元，同增 12.70%；归母净利润 14.4 亿元，同增 16.44%；扣非归母净利润 15.2 亿元，同增 40.37%。单四季度，公司营收 18.0 亿元，同增 4.83%；归母净利润-0.1 亿元，同减 105.47%。2021 年一季报显示，公司实现营收 7.8 亿元，同增 35.06%；实现归母净利润 0.5 亿元，同增 273.09%。

点评：

2020 年产品量价齐升推动业绩增长：2020 年，公司业绩继续增长，主要得益于水泥销售量价齐升，全年共销售水泥 2325 万吨，同增 9.22%；均价为 301 元/吨，同增 6.58%；吨毛利为 121 元/吨，同增 7 元/吨。单四季度公司出现亏损，原因主要是两方面：1、即使考虑到会计准则调整的影响，我们估计同口径下营业成本仍然有所增加；2、子公司漳县水泥事件增加营业外支出 8118 万元。

经营现金流净额充沛：2020 年，公司经营现金流净额为 22.8 亿元，同增 12.88%；年末货币资金达到 11.09 亿元，同增 146.99%；资产负债率 21.93%，较上年末降低 8.15 个百分点。公司经营现金流充沛，且重大资本开支较少，在偿还部分债务后，财务费用有所降低，全年合计-103.1 万元，而上年同期为 4005.8 万元，也进一步增厚了公司业绩。

下游需求旺盛，2021 年 Q1 盈利实现高增：2021 年 Q1 公司经营实现开门红，主要受益于产品销量的增加，由于今年下游施工较早，需求拉动力度较强，一季度甘肃省水泥产量 467.86 万吨，同比增加 36.48%。此外，公司持有的“兰石重装”股票股价变动，公允价值变动收益 272 万元，而上年同期为损失 1096 万元。一季度，公司销售净利率达到 6.29%，为 2011 年以来的最好水平，为全年业绩增长奠定较好基础。

甘肃市场仍将延续良好格局：甘肃省水泥需求以基建为主，工程项目较强的持续性，对区域水泥需求形成支撑。2020 年，甘肃省固定资产投资增速为 7.8%，高于全国平均水平 4.9 个百分点。此外，内蒙、宁夏等周边区域供需格局在持续向好，甘肃市场将同样受益。

盈利预测、估值与评级：基于下游市场需求持续向好，我们上调 21-22 年归母净利润预测（上调幅度分别为 22.28%、29.02%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 17.66、19.78 和 20.66 亿元，对应公司 EPS 分别为 2.27、2.55 和 2.66 元，维持“买入”评级。

风险提示：地区基建需求不及预期，原燃材料价格超预期上涨，供给端出现放松。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,931	7,812	8,598	8,958	9,122
营业收入增长率	20.03%	12.70%	10.07%	4.18%	1.83%
净利润（百万元）	1,234	1,437	1,766	1,978	2,066
净利润增长率	88.48%	16.44%	22.87%	12.02%	4.45%
EPS（元）	1.59	1.85	2.27	2.55	2.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.14%	18.39%	19.50%	19.03%	17.58%
P/E	9	7	6	5	5
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

买入（维持）

当前价：13.32 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

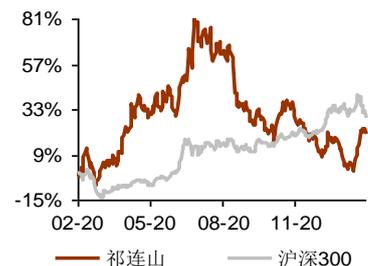
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.76
总市值(亿元)	103.40
一年最低/最高(元)	12.14/22.46
近 3 月换手率：	189.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.90	5.40	-20.37
绝对	-8.07	6.22	-19.54

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,931	7,812	8,598	8,958	9,122
营业成本	4,395	5,049	5,515	5,648	5,698
折旧和摊销	534	568	599	653	714
税金及附加	84	122	134	140	143
销售费用	346	75	82	86	87
管理费用	697	687	756	788	802
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	40	-1	-56	-95	-127
投资收益	13	-4	0	0	0
营业利润	1,472	1,922	2,239	2,476	2,607
利润总额	1,531	1,827	2,201	2,451	2,555
所得税	224	278	335	373	389
净利润	1,307	1,549	1,866	2,078	2,166
少数股东损益	73	112	100	100	100
归属母公司净利润	1,234	1,437	1,766	1,978	2,066
EPS(按最新股本计)	1.59	1.85	2.27	2.55	2.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,018	2,278	2,495	2,720	2,799
净利润	1,234	1,437	1,766	1,978	2,066
折旧摊销	534	568	599	653	714
净营运资金增加	-454	674	-120	-32	-21
其他	704	-401	250	121	39
投资活动产生现金流	-1,104	-683	-2,002	-2,075	-2,050
净资本支出	-730	-1,145	-2,050	-2,050	-2,050
长期投资变化	126	131	0	0	0
其他资产变化	-499	332	48	-25	0
融资活动现金流	-1,021	-810	-312	-588	-529
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-643	-322	151	-51	50
无息负债变化	489	-485	84	95	49
净现金流	-106	785	181	57	219

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.6%	35.4%	35.9%	36.9%	37.5%
EBITDA 率	31.3%	32.6%	32.5%	33.9%	35.0%
EBIT 率	23.4%	25.1%	25.5%	26.6%	27.2%
税前净利润率	22.1%	23.4%	25.6%	27.4%	28.0%
归母净利润率	17.8%	18.4%	20.5%	22.1%	22.6%
ROA	12.2%	14.1%	14.8%	14.8%	13.9%
ROE (摊薄)	18.1%	18.4%	19.5%	19.0%	17.6%
经营性 ROIC	16.7%	18.4%	18.0%	17.2%	16.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	22%	21%	19%	18%
流动比率	0.88	1.49	1.33	1.37	1.45
速动比率	0.69	1.19	1.08	1.11	1.19
归母权益/有息债务	8.81	17.37	15.06	18.90	19.59
有形资产/有息债务	12.44	22.01	19.04	23.46	24.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,703	11,000	12,573	14,059	15,615
货币资金	449	1,109	1,290	1,346	1,566
交易性金融资产	518	40	50	50	50
应收帐款	392	369	406	423	431
应收票据	0	26	29	30	31
其他应收款 (合计)	8	8	8	9	9
存货	487	486	488	500	504
其他流动资产	364	302	246	221	209
流动资产合计	2,241	2,363	2,543	2,605	2,826
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	126	131	131	131	131
固定资产	6,438	6,248	6,683	7,262	7,926
在建工程	642	1,067	1,850	2,439	2,879
无形资产	896	881	913	944	975
商誉	68	68	68	68	68
其他非流动资产	157	95	39	39	39
非流动资产合计	8,462	8,637	10,030	11,454	12,789
总负债	3,219	2,412	2,646	2,691	2,789
短期借款	370	0	101	0	0
应付账款	763	784	857	877	885
应付票据	855	85	93	95	96
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	101	191	233	251
流动负债合计	2,555	1,583	1,911	1,901	1,948
长期借款	400	448	498	548	598
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	177	187	196	200	202
非流动负债合计	664	829	735	790	841
股东权益	7,484	8,588	9,926	11,368	12,826
股本	776	776	776	776	776
公积金	1,788	1,793	1,793	1,793	1,793
未分配利润	4,081	5,062	6,300	7,642	9,000
归属母公司权益	6,802	7,815	9,053	10,395	11,753
少数股东权益	681	773	873	973	1,073

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.00%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
管理费用率	10.05%	8.80%	8.80%	8.80%	8.80%
财务费用率	0.58%	-0.01%	-0.65%	-1.06%	-1.39%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.58	0.68	0.82	0.91	0.95
每股经营现金流	2.60	2.93	3.21	3.50	3.61
每股净资产	8.76	10.07	11.66	13.39	15.14
每股销售收入	8.93	10.06	11.08	11.54	11.75

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	7	6	5	5
PB	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	4.9	4.6	4.2	4.0
股息率	4.3%	5.0%	6.0%	6.7%	7.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE