祁连山（600720.SH）

买入

2022年一季报点评：估值具备安全边际，关注重组计划推进进程

核心观点

收入稳健增长，煤价上行拖累业绩。2022Q1公司实现营收9.29亿元，同比+19.37%，归母净利润280.38万元，同比-94.01%，扣非归母净利润666.73万元，同比-82.35%，EPS为0.0036元/股，基本符合此前业绩预告。受新冠疫情影响，公司Q1水泥销量同比减少，但受益于区域水泥价格同比上行，收入实现稳健增长，但由于原煤价格上涨拖累，业绩同比下滑明显。

盈利能力承压下滑，现金流同比大幅提升。2022Q1公司综合毛利率16.37%，同比-8.98pp，环比-4.06pp，主要受原煤采购价格上涨影响，净利率0.15%，同比-6.13pp，环比+0.83pp，净利率降幅小于毛利率主要受益于费用持续良好管控；期间费用率13.10%，同比-3.41pp，环比-2.28pp，其中销售/管理/财务费用率分别为1.32%/11.84%/-0.05%，同比-0.14pp/-3.37pp/+0.10pp，环比-0.37pp/-1.62pp/-0.3pp，管理费用下降或因疫情影响，固定资产维修费用发生较少所致。2022Q1实现经营活动现金流净额5.08亿元，同比+110.56%，一方面受益于销售收入同比增加，另一方面因公司票据结算比例增加使得现金流出减少，2022Q1应付票据5.7亿元，较去年同期增加1.89亿元，同比+49.6%。

筹划重大资产重组，关注后续方案推进进程。4月25日公司公告，与中国交建及中国城乡控股集团签署了《重大资产重组意向协议》，拟进行重大资产重组将公司全部资产及负债与中国交建所持公规院、一公院、二公院100%股权，中国城乡所持西南院、东北院和能源院100%股权中等值部分进行资产置换，不足置换部分公司将以发行股份的方式向中国交建、中国城乡购买，同时募集配套资金。本次交易尚处于前期筹划阶段，交易相关方尚未签署正式的交易协议，具体交易方案仍在商讨论证中。

风险提示：原煤价格大幅上涨；基建项目开工不及预期；重组进程不确定

投资建议：稳增长发力有望提供业绩弹性，估值具备安全边际，维持“买入”

鉴于公司资产重组计划目前存在较大不确定性，对未来投资前景分析仍以原有业务为判断依据。公司为甘青藏区域水泥龙头，甘肃/青海市场占有率分别达45%/23%，在公路、铁路、机场等重点工程市场占主导地位，稳增长背景下区域基建投资加速，或带动区域需求回升，同时成县、平凉新建骨料生产线已投产，骨料业务发展有望贡献新的业绩增长。预计22-24年EPS分别为1.38/1.49/1.58元/股，对应PE为7.7/7.2/6.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,812	7,673	8,085	8,430	8,712
(+/-%)	12.7%	-1.8%	5.4%	4.3%	3.3%
净利润(百万元)	1437	948	1074	1154	1229
(+/-%)	16.4%	-34.1%	13.3%	7.5%	6.5%
每股收益（元）	1.85	1.22	1.38	1.49	1.58
EBIT Margin	24.0%	16.1%	17.2%	17.7%	18.2%
净资产收益率（ROE）	18.4%	11.5%	12.1%	12.7%	13.2%
市盈率（PE）	5.8	8.8	7.7	7.2	6.8
EV/EBITDA	4.4	5.9	6.1	5.7	5.4
市净率（PB）	1.06	1.01	0.93	0.91	0.89

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

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立
0755-82130685
huangdl@guosen.com.cn
S0980511070003

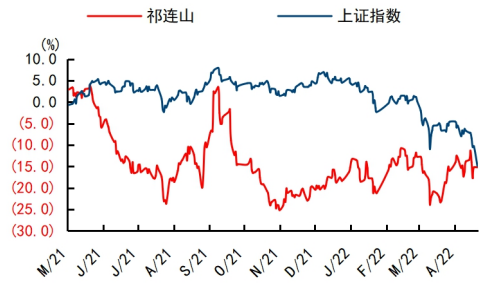
证券分析师：陈颖
0755-81981825
chenying4@guosen.com.cn
S0980518090002

证券分析师：冯梦琪
0755-81982950
fengmq@guosen.com.cn
S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.70元
总市值/流通市值	8303/8303百万元
52周最高价/最低价	14.02/9.33元
近3个月日均成交额	165.82百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

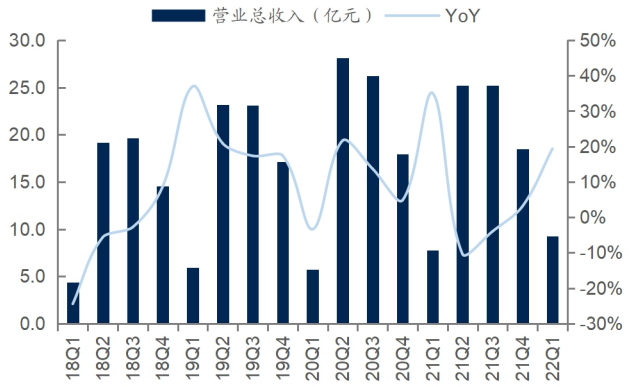
《祁连山（600720.SH）-稳增长或提振区域需求，大股东增持彰显信心》——2022-03-19
《祁连山-600720-2020年年报点评：区域需求有支撑，稳健增长可期》——2021-03-24
《祁连山-600720-2020年中报点评：量价齐升，业绩弹性初显》——2020-08-20
《祁连山-600720-2019年年报点评：资债结构快速优化，业绩弹性显现》——2020-03-26
《祁连山-600720-深度报告：东风吹不尽，重振玉关情》——2019-09-10

收入稳健增长，煤价上行拖累业绩。2022Q1 公司实现营收 9.29 亿元，同比+19.37%，归母净利润 280.38 万元，同比-94.01%，扣非归母净利润 666.73 万元，同比-82.35%，EPS 为 0.0036 元/股，基本符合此前业绩预告。受新冠疫情影响，公司 Q1 水泥销量同比减少，但受益于区域水泥价格同比上行，收入实现稳健增长，但由于原煤价格上涨拖累，业绩同比下滑明显。

图1：祁连山营业收入及同比增速

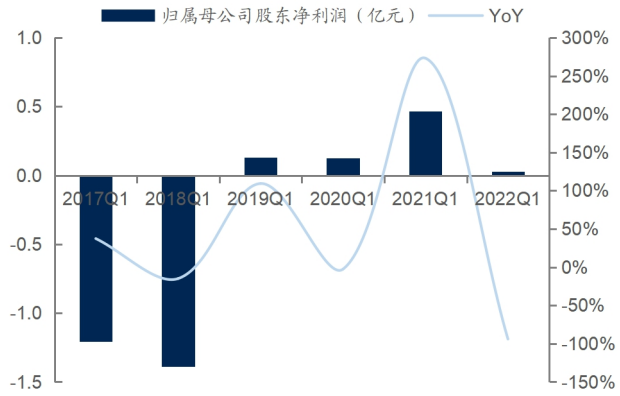
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：祁连山单季营业收入及同比增速



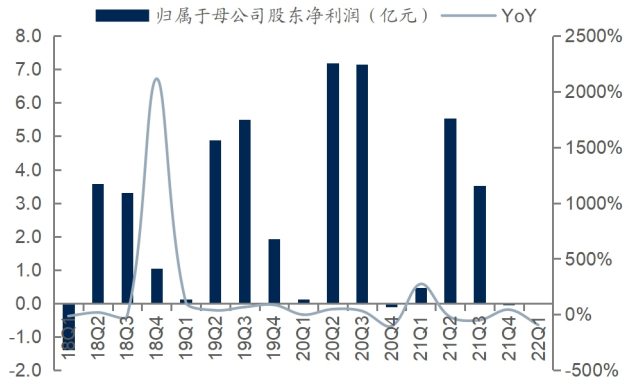
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：祁连山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

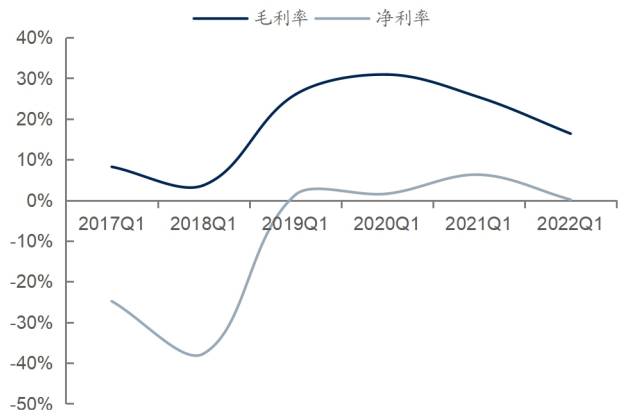
图4：祁连山单季归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

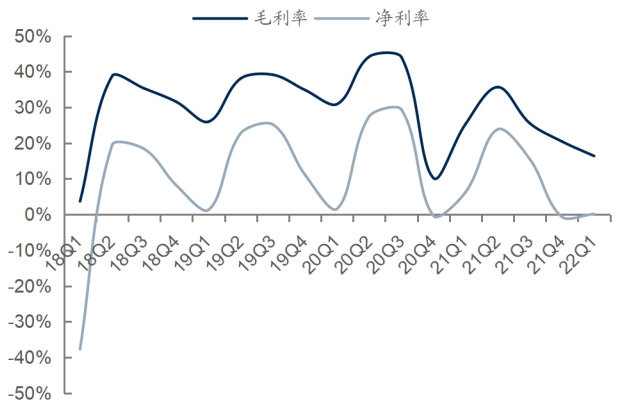
盈利能力承压下滑，现金流同比大幅提升。2022Q1 公司综合毛利率 16.37%，同比-8.98pp，环比-4.06pp，主要受原煤采购价格上涨影响，净利率 0.15%，同比-6.13pp，环比+0.83pp，净利率降幅小于毛利率主要受益于费用持续良好管控；期间费用率 13.10%，同比-3.41pp，环比-2.28pp，其中销售/管理/财务费用率分别为 1.32%/11.84%/-0.05%，同比-0.14pp/-3.37pp/+0.10pp，环比-0.37pp/-1.62pp/-0.3pp，管理费用下降或因疫情影响，固定资产维修费用发生较少所致。2022Q1 实现经营活动现金流净额 5.08 亿元，同比+110.56%，一方面受益于销售收入同比增加，另一方面因公司票据结算比例增加使得现金流出减少，2022Q1 应付票据 5.7 亿元，较去年同期增加 1.89 亿元，同比+49.6%。

图5：祁连山毛利率和净利率



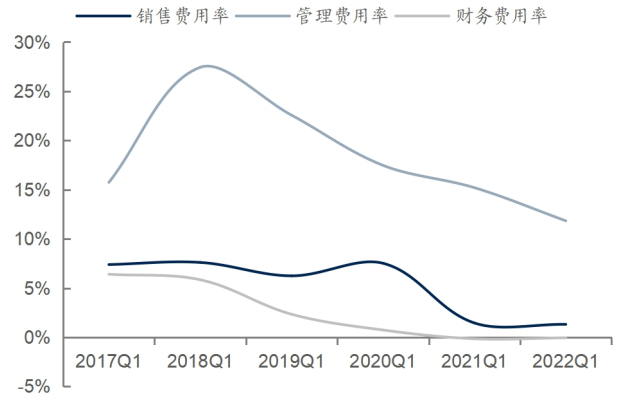
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：祁连山单季毛利率和净利率



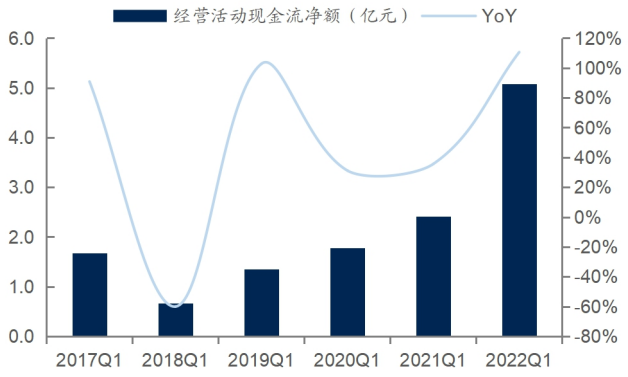
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：祁连山期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：祁连山经营性现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

筹划重大资产重组，关注后续方案推进进程。4 月 25 日公司公告，与中国交建及中国城乡控股集团签署了《重大资产重组意向协议》，拟进行重大资产重组将公司全部资产及负债与中国交建所持公规院、一公院、二公院 100%股权，中国城乡所持西南院、东北院和能源院 100%股权中等值部分进行资产置换，不足置换部分公司将以发行股份的方式向中国交建、中国城乡购买，同时募集配套资金。本次交易尚处于前期筹划阶段，交易相关方尚未签署正式的交易协议，具体交易方案仍在商讨论证中。

稳增长发力有望提供业绩弹性，估值具备安全边际，维持“买入”评级。鉴于公司资产重组计划目前存在较大不确定性，对未来投资前景分析仍以原有业务为判断依据。公司为甘青藏区域水泥龙头，甘肃/青海市场占有率分别达 45%/23%，在公路、铁路、机场等重点工程市场占主导地位，稳增长背景下区域基建投资加速，或带动区域需求回升，同时成县、平凉新建骨料生产线已投产，骨料业务发展有望贡献新的业绩增长。预计 22-24 年 EPS 分别为 1.38/1.49/1.58 元/股，对应 PE 为 7.7/7.2/6.8x，维持“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1109	737	883	840	985
应收款项	403	446	443	439	454
存货净额	486	826	737	768	792
其他流动资产	325	398	378	415	418
流动资产合计	**2363**	**2459**	**2495**	**2516**	**2703**
固定资产	7314	7291	8111	8534	8670
无形资产及其他	881	1002	962	922	882
投资性房地产	311	705	705	705	705
长期股权投资	131	133	133	133	133
资产总计	**11000**	**11591**	**12406**	**12811**	**13093**
短期借款及交易性金融负债	2	47	0	114	0
应付款项	869	1174	1155	1214	1266
其他流动负债	711	552	713	675	722
流动负债合计	**1583**	**1773**	**1868**	**2004**	**1988**
长期借款及应付债券	448	388	388	388	388
其他长期负债	381	384	443	474	520
长期负债合计	**829**	**771**	**831**	**862**	**907**
负债合计	**2412**	**2544**	**2698**	**2865**	**2895**
少数股东权益	773	806	823	842	861
股东权益	7815	8241	8885	9104	9337
负债和股东权益总计	**11000**	**11591**	**12406**	**12811**	**13093**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.85	1.22	1.38	1.49	1.58
每股红利	0.65	0.76	0.55	1.20	1.28
每股净资产	10.07	10.62	11.45	11.73	12.03
ROIC	20%	12%	13%	13%	13%
ROE	18%	11%	12%	13%	13%
毛利率	35%	28%	29%	29%	30%
EBIT Margin	24%	16%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	31%	24%	22%	23%	24%
收入增长	13%	-2%	5%	4%	3%
净利润增长率	16%	-34%	13%	7%	7%
资产负债率	29%	29%	28%	29%	29%
息率	6.1%	7.1%	5.2%	11.3%	12.0%
P/E	5.8	8.8	7.7	7.2	6.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.4	5.9	6.1	5.7	5.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**7812**	**7673**	**8085**	**8430**	**8712**
营业成本	5049	5554	5781	5985	6142
营业税金及附加	122	131	137	143	148
销售费用	75	90	89	93	96
管理费用	687	663	687	715	737
财务费用	(1)	(1)	1	2	0
投资收益	(4)	20	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	74	0	0	0
其他收入	48	(51)	40	40	40
营业利润	1922	1278	1430	1533	1629
营业外净收支	(95)	(64)	(60)	(60)	(60)
利润总额	1827	1214	1370	1473	1569
所得税费用	**278**	**186**	**205**	**221**	**235**
少数股东损益	112	80	91	98	104
归属于母公司净利润	1437	948	1074	1154	1229

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1437	948	1074	1154	1229
资产减值准备	(93)	40	2	2	1
折旧摊销	568	607	418	455	491
公允价值变动损失	2	(74)	0	0	0
财务费用	(1)	(1)	1	2	0
营运资本变动	(469)	(661)	314	(9)	103
其它	165	(9)	15	16	18
经营活动现金流	**1611**	**849**	**1822**	**1618**	**1843**
资本开支	0	(654)	(1200)	(840)	(588)
其它投资现金流	478	(14)	0	0	0
投资活动现金流	**473**	**(670)**	**(1200)**	**(840)**	**(588)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	48	(60)	0	0	0
支付股利、利息	(504)	(587)	(429)	(935)	(996)
其它融资现金流	(511)	744	(47)	114	(114)
融资活动现金流	**(1424)**	**(551)**	**(476)**	**(821)**	**(1111)**
现金净变动	**660**	**(372)**	**146**	**(43)**	**145**
货币资金的期初余额	449	1109	737	883	840
货币资金的期末余额	1109	737	883	840	985
企业自由现金流	1692	337	714	876	1357
权益自由现金流	1229	1020	666	989	1242

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　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 层
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