

2023年08月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

资产置换如期推进，设计龙头上市在即

—祁连山（600720.SH）公司事件点评报告

买入（维持）事件

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

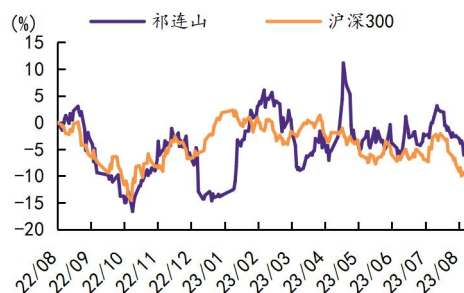
祁连山发布 2023 半年度报告：公司 2023H1 实现营收 33.4 亿元，同比-15.35%；扣非归母净利润 2.4 亿，同比-53.21%。

基本数据

2023-08-25

当前股价（元）	10.9
总市值（亿元）	85
总股本（百万股）	776
流通股本（百万股）	776
52 周价格范围（元）	9.66-12.88
日均成交额（百万元）	138.48

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《祁连山（600720）：设计龙头巨擘上市在即，“中特估”+“一带一路”背景下迎机遇》2023-07-02

投资要点

■ 水泥业务承压，盈利能力下滑

公司 2023H1 实现营收 33.4 亿，同比-15.35%，主要系水泥业务需求侧承压，公司水泥产品销售价格同比下降所致。成本端，2023H1 公司营业成本为 26.1 亿，同比减少 8.51%，主要系水泥原材料价格下降。费用端，2023H1 公司的销售/管理/财务费用分别 0.35/3.12/-0.06 亿，分别同比 +25.5%/+5.6%/-44.0%。

行业方面，供给侧过剩验证，水泥行业产能发挥率继续走低，盈利能力持续减弱。上半年全国水泥产量 9.53 亿吨，全口径同比下滑 2.44%，产量为近 12 年以来同期最低。目前，水泥行业仍处于长期性、全局性的产能过剩时代，产能过剩率超过 40%。

■ 资产置换流程如期进行，上市流程推进

当前公司正在进行和中交集团的资产置换（下文用“中交设计”代指资产置换完成后的公司），2023 年 5 月 30 日，因申请文件中相关资料已过有效期，公司向上交所申请中止审核本次交易事项，公司于 5 月 31 日收到上交所中止审核通知。截至 2023 年 7 月 28 日，公司已将申请文件中相关审计报告财务数据及评估资料更新至 2023 年 3 月 31 日，并收到上交所恢复审核通知。截至 2023 年 8 月 17 日，根据上交所的进一步审核意见及项目的最新进展，公司对重组报告书再次进行了修订、补充及完善。在上交所审核通过后，后续流程仍需证监会审核注册，有望如期推进。

■ 置入资产竞争优势显著，海外成长逻辑稳健

中交设计的竞争优势显著，主编了被誉为“公路界宪法”的《公路工程技术标准》，获得各类工程设计奖项共计 2000 余项。以人均产值、人均创利考量，2022 年中交设计人均创收 151.4 万元，人均创利 20.06 万元，分别位列工程咨询设计企业第一、第三。

凭借卓越的设计能力，中交设计有望成为一带一路上的中国设计标准推广者。2022 年中国交建海外业务占比约 14%，而

中交设计 2022 年海外营收占比仅 3.86%，中交设计上市后，海外市场有望有力驱动业绩成长。

■ 盈利预测

由于资产置换尚未完成，我们对公司业绩基于水泥业务来预测，考虑水泥行业的供求形势，下调公司 2023-2025 年归母净利润为 4.4、5.5、6.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.71、0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 19.5、15.6、12.5 倍，考虑公司置入中交设计资产进展顺利，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 资产置换进度不及预期；(2) 固定资产投资不及预期；

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	7,974	6,825	7,079	7,540
增长率（%）	3.9%	-14.4%	3.7%	6.5%
归母净利润（百万元）	758	442	553	693
增长率（%）	-20.0%	-41.8%	25.2%	25.3%
摊薄每股收益（元）	0.98	0.57	0.71	0.89
ROE（%）	8.0%	4.6%	5.7%	7.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	7,974	6,825	7,079	7,540
现金及现金等价物	1,073	1,539	2,164	2,781	营业成本	5,915	5,537	5,621	5,861
应收款	426	374	388	413	营业税金及附加	161	48	50	53
存货	766	765	777	810	销售费用	80	68	71	75
其他流动资产	292	273	283	302	管理费用	764	614	637	679
流动资产合计	2,556	2,951	3,611	4,306	财务费用	-18	-35	-40	-55
非流动资产:					研发费用	0	0	0	0
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	826	648	668	699
固定资产	6,840	6,598	6,158	5,748	资产减值损失	-8	0	0	0
在建工程	214	0	0	0	公允价值变动	-10	-10	-10	-10
无形资产	964	916	868	822	投资收益	-23	0	0	0
长期股权投资	108	108	108	108	营业利润	1,025	582	731	917
其他非流动资产	1,034	1,034	1,034	1,034	加:营业外收入	8	8	8	8
非流动资产合计	9,160	8,656	8,168	7,711	减:营业外支出	24	3	3	3
资产总计	11,716	11,607	11,779	12,018	利润总额	1,009	587	736	922
流动负债:					所得税费用	191	111	139	174
短期借款	150	150	150	150	净利润	818	476	596	747
应付账款、票据	945	918	932	972	少数股东损益	60	35	43	54
其他流动负债	499	499	499	499	归母净利润	758	442	553	693
流动负债合计	1,804	1,567	1,581	1,621					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	172	172	172	172	成长性				
其他非流动负债	280	280	280	280	营业收入增长率	3.9%	-14.4%	3.7%	6.5%
非流动负债合计	451	451	451	451	归母净利润增长率	-20.0%	-41.8%	25.2%	25.3%
负债合计	2,255	2,019	2,033	2,073	盈利能力				
所有者权益					毛利率	25.8%	18.9%	20.6%	22.3%
股本	776	776	776	776	四项费用/营收	10.4%	9.5%	9.4%	9.3%
股东权益	9,462	9,588	9,746	9,945	净利率	10.3%	7.0%	8.4%	9.9%
负债和所有者权益	11,716	11,607	11,779	12,018	ROE	8.0%	4.6%	5.7%	7.0%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	19.2%	17.4%	17.3%	17.2%
净利润	818	476	596	747	营运能力				
少数股东权益	60	35	43	54	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
折旧摊销	614	504	486	454	应收账款周转率	18.7	18.3	18.3	18.3
公允价值变动	-10	-10	-10	-10	存货周转率	7.7	7.3	7.3	7.3
营运资金变动	-260	-165	-22	-37	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1222	840	1093	1208	EPS	0.98	0.57	0.71	0.89
投资活动现金净流量	-374	456	440	411	P/E	11.1	19.1	15.3	12.2
筹资活动现金净流量	-382	-350	-438	-549	P/S	1.1	1.2	1.2	1.1
现金流量净额	465	946	1,095	1,070	P/B	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。