

研究所
 证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005
 shengcs@ghzq.com.cn
 联系人： 景丹阳 S0350121090066
 jingdy@ghzq.com.cn

营收稳步增长，关注重组事项进展

——祁连山（600720）2022 年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2023/03/24		
表现	1M	3M	12M
祁连山	-9.8%	-6.9%	6.5%
沪深 300	-0.8%	5.2%	-5.3%

市场数据

	2023/03/24
当前价格(元)	11.09
52 周价格区间(元)	9.53-17.00
总市值(百万)	8,609.06
流通市值(百万)	8,607.64
总股本(万股)	77,629.03
流通股本(万股)	77,616.27
日均成交额(百万)	200.83
近一月换手(%)	2.26

《——祁连山(600720)2022 年半点评报告：上半年营业收入稳步增长，关注重组事项进展（买入）*水泥*盛昌盛》——2022-08-22

事件：

祁连山发布 2022 年报：全年实现营业收入 79.74 亿元，同比增长 3.93%；归属于上市公司股东的净利润 7.58 亿元，同比下降 19.96%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.57 亿元，同比下降 21.28%。

投资要点：

- 营收稳步增长，骨料业务表现亮眼。**公司实现营业收入 79.74 亿元，同比增长 3.93%；归属于上市公司股东的净利润 7.58 亿元，同比下降 19.96%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.57 亿元，同比下降 21.28%，资产负债率 19.24%，比 2021 年末减少 2.71 个百分点，资产负债结构改善。销售毛利率、销售净利率分别为 25.81%、10.26%，相比上一年小幅下滑，主因营业成本上涨，同时市场需求大幅下滑，产品销量减少导致产品平均销售费用上涨。分产品看，全年骨料销量同比增长 75.1%，水泥、熟料、商品混凝土分别同比下降 5.89%、2.71%、21.37%；水泥、熟料、骨料营收分别为 72.26 亿元、2.08 亿元、0.82 亿元，分别同比增长 4.74%、28.00%、70.81%；商品混凝土营业收入 4.19 亿元，同比下滑 22.22%。全年水泥、熟料、商品混凝土、骨料毛利率分别为 26.89%、12.95%、14.19%、21.67%，相比上一年分别减少 1.82、2.32、1.85、13.75 个百分点。
- 重组助力公司战略转型，盈利能力有望提升。**目前，公司与中国交建分别公告股东大会已表决通过重组上市议案，重组申请已获上交所受理，重组事项有望如期推进。6 家设计院将成为上市公司的全资子公司，上市公司的主营业务将发生转变，从水泥、商品混凝土的研究、开发、制造、销售业务，转变为公路工程设计咨询业务。2022 年公司受疫情反复、房地产行业下行、能源价格上涨、水泥价格承压的影响，公司净利润下滑，鉴于工程设计咨询业务利润规模更大、盈利能力强、增长前景较好，本次交易有望提升上市公司综合实力和盈利能力，扭转公司利润受损局面。
- 盈利预测和投资评级：**2022 年全年水泥需求不佳、量价齐跌，同时燃料涨价挤压利润。公司为西北地区行业龙头，截至 2022 年末在甘肃、青海地区市占率分别为 47%、25%，随着 2023 年基建开工复苏、地产需求企稳，公司业绩有望维持稳健。重大资产重组事项稳步推进，公司投资价值或持续提高。出于谨慎性原则，暂不考虑此

次发行股份摊薄影响,按照公司目前水泥主业进行预测,基于对 2023 年西北地区水泥需求复苏的判断及公司在西北地区市场份额的测算,我们相应下调公司盈利预测,预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 9.41、9.75、9.83 亿元,对应 PE 为 9.15、8.83、8.76 倍,考虑到重组事项推进有望提升投资价值,维持“买入”评级。

- **风险提示:** 原燃料价格持续上升; 水泥价格大幅下降; 水泥需求出现大幅下滑; 基建投资进度不及预期; 重组事项进度不及预期; 疫情反复影响施工及经济。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7974	8061	8371	8406
增长率(%)	4	1	4	0
归母净利润(百万元)	758	941	975	983
增长率(%)	-20	24	4	1
摊薄每股收益(元)	0.98	1.21	1.26	1.27
ROE(%)	9	10	9	8
P/E	10.16	9.15	8.83	8.76
P/B	0.89	0.90	0.81	0.74
P/S	0.97	1.07	1.03	1.02
EV/EBITDA	4.07	3.76	3.08	2.45

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

祁连山发布 2022 年报: 全年实现营业收入 79.74 亿元, 同比增长 3.93%; 归属于上市公司股东的净利润 7.58 亿元, 同比下降 19.96%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.57 亿元, 同比下降 21.28%。

评论:

1、 营收稳步增长, 骨料业务表现亮眼

2022 年, 公司实现营业收入 79.74 亿元, 同比增长 3.93%; 归属于上市公司股东的净利润 7.58 亿元, 同比下降 19.96%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.57 亿元, 同比下降 21.28%。资产负债率 19.24%, 比 2021 年末减少 2.71 个百分点, 资产负债结构改善。销售毛利率、销售净利率分别为 25.81%、10.26%, 相比上一年小幅下滑, 主要由于营业成本上涨, 同时市场需求大幅下滑, 产品销量减少导致产品平均销售费用上涨。公司营业收入明显提升, 主要因为产品售价提升, 但原材料煤炭价格持续上行, 拉高营业成本, 致使公司利润受挫, 但利润下降趋势明显收窄。

骨料业绩增幅明显, 水泥等产品业绩承压。分产品看, 全年骨料销量同比增长 75.1%, 水泥、熟料、商品混凝土分别同比下降 5.89%、2.71%、21.37%。水泥营业收入 72.26 亿元, 同比增长 4.74%; 熟料营业收入 2.08 亿元, 同比上升 28.00%; 商品混凝土营业收入 4.19 亿元, 同比下滑 22.22%; 骨料营业收入 0.82 亿元, 同比上涨 70.81%, 骨料营业收入增幅表现亮眼。全年水泥、熟料、商品混凝土、骨料毛利率分别为 26.89%、12.95%、14.19%、21.67%, 相比上一年分别减少 1.82、2.32、1.85、13.75 个百分点。

图 1: 公司近 5 年收入变化

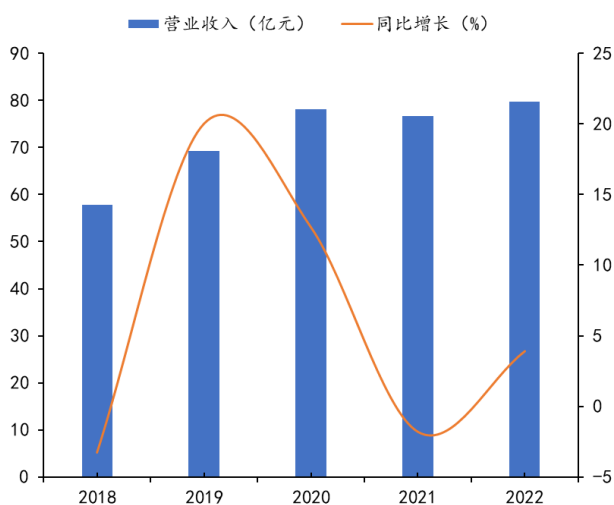
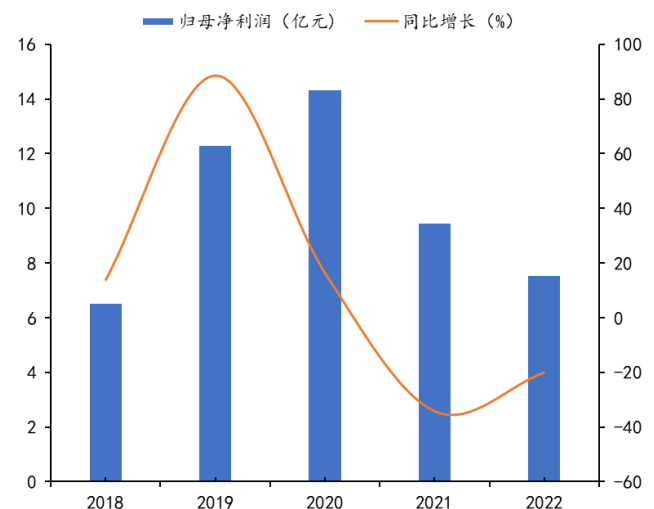


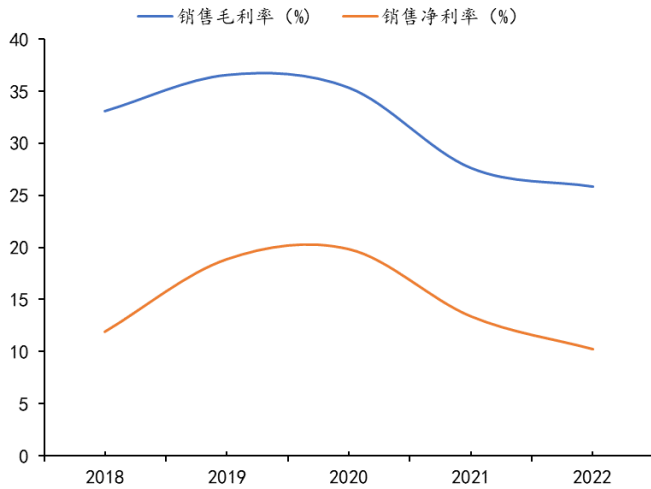
图 2: 公司近 5 年归母净利润变化



资料来源: wind, 国海证券研究所

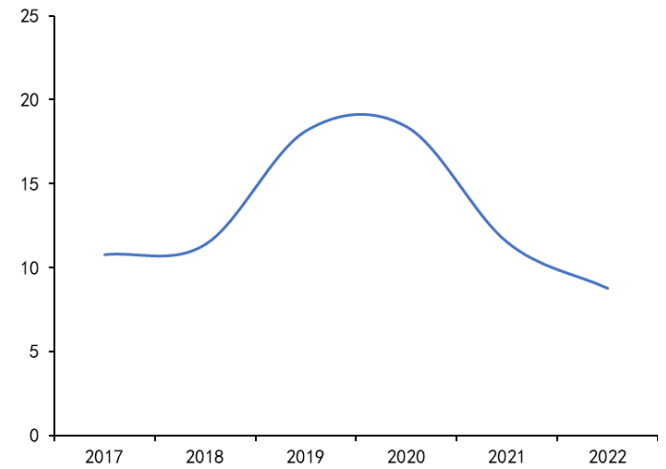
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司近 5 年毛利率、净利率变化



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 公司近 5 年 ROE 变化 (%)



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、重组助力公司战略转型，盈利能力有望提升

2022 年 5 月，公司公告重大资产重组事项，拟将其持有的祁连山有限 100% 股权置出上市公司，并与中国交建下属公规院 100% 股权、一公院 100% 股权、二公院 100% 股权和中国城乡下属西南院 100% 股权、东北院 100% 股权、能源院 100% 股权中的等值部分进行资产置换，并拟以发行股份的方式购买拟置入资产作价的差额部分。

目前，资产重组各方正稳步推进相关审批程序工作，公司与中国交建分别公告股东大会已表决通过重组上市议案，重组申请已获上交所受理，重组事项有望如期推进。本次交易完成后，上市公司的主营业务将发生变化。2022 年公司受疫情反复、房地产行业下行、能源价格上涨、水泥价格承压的影响，公司所从事水泥主业净利润下滑，工程设计咨询业务盈利能力强、增长前景较好，有望提升上市公司综合实力和盈利能力，打开公司发展新局面，公司投资价值有望提升。

3、盈利预测与评级

2022 年全年水泥需求不佳、量价齐跌，同时燃料涨价挤压利润。公司为西北地区行业龙头，截至 2022 年末在甘肃、青海地区市占率分别为 47%、25%，随着 2023 年基建开工复苏、地产需求企稳，公司业绩有望维持稳健。重大资产重组事项稳步推进，公司投资价值或持续提高。出于谨慎性原则，暂不考虑此次发行股份摊薄影响，按照公司目前水泥主业进行预测，基于对 2023 年西北地区水泥需求复苏的判断及公司在西北地区市场份额的测算，我们相应下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 9.41、9.75、9.83 亿元，对应 PE 为 9.15、8.83、8.76 倍，考虑到重组事项推进有望提升投资价值，维持“买入”评级。

4、风险提示

原燃料价格持续上升；水泥价格大幅下降；水泥需求出现大幅下滑；基建投资进度不及预期；重组事项进度不及预期；疫情反复影响施工及经济。

附表：祁连山盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及资产重组影响）

证券代码:	600720		股价:	11.09	投资评级:	买入	日期:	2023/03/24	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	10%	9%	8%	EPS	0.98	1.21	1.26	1.27
毛利率	26%	26%	26%	26%	BVPS	11.16	12.37	13.63	14.89
期间费率	10%	10%	9%	9%	估值				
销售净利率	10%	12%	12%	12%	P/E	10.16	9.15	8.83	8.76
成长能力					P/B	0.89	0.90	0.81	0.74
收入增长率	4%	1%	4%	0%	P/S	0.97	1.07	1.03	1.02
利润增长率	-20%	24%	4%	1%					
营运能力					利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.68	0.61	0.59	0.55	营业收入	7974	8061	8371	8406
应收账款周转率	19.04	18.84	19.11	19.19	营业成本	5915	5957	6196	6241
存货周转率	10.42	11.58	13.04	13.69	营业税金及附加	161	148	157	159
偿债能力					销售费用	80	85	88	88
资产负债率	19%	21%	20%	18%	管理费用	764	737	770	777
流动比	1.42	1.75	2.15	2.63	财务费用	-18	-22	-64	-96
速动比	0.96	1.43	1.85	2.35	其他费用/（-收入）	0	0	0	0
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	1025	1227	1275	1287
现金及现金等价物	1073	2538	3608	4855	营业外净收支	-16	0	0	0
应收款项	419	442	436	451	利润总额	1009	1227	1275	1287
存货净额	766	696	642	614	所得税费用	191	210	222	226
其他流动资产	299	312	319	324	净利润	818	1017	1053	1061
流动资产合计	2556	3987	5005	6244	少数股东损益	60	76	79	79
固定资产	6840	6879	6889	6823	归属于母公司净利润	758	941	975	983
在建工程	214	224	236	250	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	1998	2015	2030	2036	经营活动现金流	1222	1986	1677	1637
长期股权投资	108	97	84	69	净利润	758	941	975	983
资产总计	11716	13202	14244	15422	少数股东权益	60	76	79	79
短期借款	150	225	313	406	折旧摊销	649	540	580	591
应付款项	945	1342	1295	1238	公允价值变动	10	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-368	428	24	-39
其他流动负债	709	706	724	733	投资活动现金流	-374	-587	-612	-540
流动负债合计	1804	2273	2332	2378	资本支出	-424	-591	-617	-544
长期借款及应付债券	172	172	172	172	长期投资	14	10	12	14
其他长期负债	280	280	280	280	其他	36	-6	-8	-10
长期负债合计	451	451	451	451	筹资活动现金流	-484	65	75	79
负债合计	2255	2724	2783	2829	债务融资	-55	75	88	94
股本	776	776	776	776	权益融资	0	0	0	0
股东权益	9462	10479	11532	12593	其它	-429	-10	-12	-14
负债和股东权益总计	11716	13202	14244	15422	现金净增加额	363	1464	1141	1176

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。