

➤ **公司发布 2021 年报：**2021 年实现营收 76.73 亿元，同比-1.78%，归母净利润 9.48 亿元，同比-34.07%，扣非后归母净利润 9.61 亿元，同比-36.65%。其中，单四季度实现营收 18.51 亿元，同比+3.1%，归母净利润-0.06 亿元。

➤ **公司全年营收小幅下滑：分业务看，**公司全年水泥实现营收 68.98 亿元，同比-1.51%，营收中占比 89.7%；熟料实现营收 1.62 亿元，同比+35.81%，占比 1.5%；商混营收 5.39 亿元，同比-13.95%，占比 8%；骨料营收 4783.3 万元，同比+59.25%。**分地区看，**报告期仅陇南、青藏销量增长，收入占比最大的天水地区，同比-8.29%，收入占比第二、毛利率最高的陇南地区，同比+12.61%。其他传统优势区域，兰州地区营收占比 17%，同比-2.40%，青藏地区营收占比 16%，同比+6.56%。下滑区域主要是甘南地区，占营收比重 4%，同比-16.65%。各区毛利率有不同程度下降，主因煤价上涨、销量下降。

➤ **单吨指标方面：**公司目前拥有 17 个水泥生产基地、在役 20 条干法熟料生产线，投入运营 9 个商品混凝土生产基地和 3 个骨料生产基地，为公司市场拓展打下基础。**产销量&吨指标方面，**①水泥（含熟料）2021 年销量约 2353.65 万吨，同比-0.8%，均价约 300 元/吨，同比+0.6 元/吨。其中，水泥销售 2280.4 万吨，同比-1.9%，对应价格 303 元/吨，同比+1.2 元/吨；熟料销售 73.25 万吨，同比大幅增加 51.19%，对应价格 221 元/吨，同比-25 元/吨。水泥熟料吨毛利 85 元，同比-27.4 元，其中水泥吨毛利 87 元，同比-27 元。②骨料销量 136.79 万吨，同比+51.47%，毛利率 35.43%，同比+5.60 个百分点，低于华东、华中地区。③商混 140.8 万方，同比-12.2%，毛利率为 16.03%，同比-1.16 个百分点。

➤ **2022 年收入&产销计划小幅增长：**2022 年公司计划销售水泥 2300 万吨+、商混 110 万方+、骨料 160 万吨+，营收实现 80 亿+。公司内生成长性体现在：①水泥产能规模扩张、产线升级，公司水泥产能规划目标为 4000 万吨/年，一半以上大线（5000t/d），②提高骨料、商混贡献，骨料 5000 万吨，商品混凝土 2000 万方（对比 2021 年产量分别为 178 万吨、141 万方）。

➤ **有望受益西北基建发力：**①基建项目加速推进，4 月兰州中川机场三期扩建工程用地划拨公示，兰合铁路 3 月 23 日全线首根桩基灌注完成，标志主体工程正式开建，3 月 31 日兰张三四线武威至张掖段项目用地公告发布，预示即将开建，此外还包括定西至平凉至庆阳铁路等新开工项目。②2022 年甘肃交通计划投资 1000 亿（2021 年计划 980 亿、完成 984.5 亿）。③祁连山是甘青藏水泥龙头，主导机场、铁路等场重点工程市场，甘肃、青海省占率为 45%和 23%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 11.9、12.2、12.8 亿元，对应 PE 分别为 7、7、7 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**工程建设不及预期；天气&疫情干扰工期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7673	9022	9467	10235
增长率（%）	-1.8	17.6	4.9	8.1
归属母公司股东净利润（百万元）	948	1190	1224	1276
增长率（%）	-34.1	25.6	2.8	4.2
每股收益（元）	1.22	1.53	1.58	1.64
PE	9	7	7	7
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

10.70 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7673	9022	9467	10235
营业成本	5554	6535	6870	7473
营业税金及附加	131	153	161	174
销售费用	90	90	95	102
管理费用	663	722	757	819
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1225	1522	1584	1666
财务费用	-1	7	7	4
资产减值损失	-44	-36	-36	-36
投资收益	20	27	24	20
营业利润	1278	1565	1608	1674
营业外收支	-64	-40	-40	-40
利润总额	1214	1525	1568	1634
所得税	186	233	240	250
净利润	1028	1291	1328	1384
归属于母公司净利润	948	1190	1224	1276
EBITDA	1858	2151	2253	2372

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	737	713	864	1183
应收账款及票据	438	524	550	594
预付款项	23	27	28	31
存货	826	967	941	1024
其他流动资产	436	503	546	600
流动资产合计	2459	2733	2930	3432
长期股权投资	133	136	139	142
固定资产	7157	7909	8548	9067
无形资产	1002	1058	1114	1170
非流动资产合计	9131	9983	10694	11269
资产合计	11591	12716	13623	14701
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1174	1361	1355	1433
其他流动负债	599	686	711	767
流动负债合计	1773	2047	2066	2200
长期借款	388	388	388	388
其他长期负债	384	384	384	384
非流动负债合计	771	771	771	771
负债合计	2544	2818	2837	2971
股本	776	776	776	776
少数股东权益	806	907	1011	1119
股东权益合计	9047	9898	10786	11730
负债和股东权益合计	11591	12716	13623	14701

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.78	17.59	4.94	8.10
EBIT 增长率	-36.46	24.22	4.08	5.18
净利润增长率	-34.07	25.63	2.83	4.22
盈利能力 (%)				
毛利率	27.61	27.57	27.43	26.98
净利润率	13.40	14.31	14.03	13.52
总资产收益率 ROA	8.17	9.36	8.99	8.68
净资产收益率 ROE	11.50	13.24	12.52	12.02
偿债能力				
流动比率	1.39	1.34	1.42	1.56
速动比率	0.91	0.85	0.95	1.08
现金比率	0.42	0.35	0.42	0.54
资产负债率 (%)	21.95	22.16	20.82	20.21
经营效率				
应收账款周转天数	20.84	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	54.26	54.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.66	0.71	0.69	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.53	1.58	1.64
每股净资产	11.65	12.75	13.89	15.11
每股经营现金流	1.86	2.57	2.67	2.76
每股股利	0.45	0.64	0.64	0.64
估值分析				
PE	9	7	7	7
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.31	3.73	3.50	3.19
股息收益率 (%)	4.21	6.02	6.02	6.02

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1028	1291	1328	1384
折旧和摊销	633	629	669	706
营运资金变动	-247	-14	-15	-40
经营活动现金流	1447	1993	2072	2143
资本开支	-1272	-1536	-1436	-1337
投资	34	-13	-13	-13
投资活动现金流	-1238	-1497	-1401	-1304
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-16	0	0	0
筹资活动现金流	-605	-519	-519	-519
现金净流量	-395	-24	152	319

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001