

➤ **公司发布 2022 年报：**2022 年实现营收 79.74 亿元，同比+3.93%，归母净利润 7.58 亿元，同比-19.96%，扣非净利 7.57 亿元，同比-21.28%。22Q4 实现营收 15.14 亿元，同比-18.18%，归母净利润-0.84 亿元，2021 年同期为-0.06 亿元，扣非净利-0.87 亿元，2021 年同期为 0.14 亿元。

➤ **水泥营收小幅增长：分业务看，**水泥实现营收 75.26 亿元，同比+4.74%，营收中占比 90.62%；熟料实现营收 2.08 亿元，同比+28.00%，占比 2.60%；商混营收 4.19 亿元，同比-22.22%，占比 5.26%；骨料营收 0.82 亿元，同比+70.81%。**分地区看，**报告期兰州、甘南地区收入下降，其余地区均保持增长，收入占比最大的天水地区（占比 22.26%），同比+6.05%，收入占比第三、毛利率最高（33.36%）的河西地区，同比+17.92%。其他传统优势区域，天水地区营收占比 22.26%，同比+6.05%；青藏地区营收占比 15.85%，同比+2.45%。兰州地区营收占比 15.32%，收入下滑 4.54%。除河西、甘南地区外，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 21 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。**产销量&吨指标方面，**①水泥（含熟料）2022 年销量约 2217.36 万吨，同比-5.8%，吨均价 335 元，同比+35 元。吨毛利 88 元，同比+3.6 元；毛利率 26.50%，同比-1.9pct。②骨料销量 239.52 万吨，同比+75.10%，吨均价 34 元，同比-0.85 元；吨毛利 7.4 元，同比-5.0 元，毛利率 21.67%，同比-13.75pct。③商混 110.72 万方，同比-21.73%，每方均价 379 元，同比-4 元；每方毛利 53.7 元，同比-7.7 元；毛利率为 14.19%，同比-1.85pct。

➤ **2023 年收入&产销计划小幅增长：**公司 2023 年计划销售水泥 2,291.19 万吨，销售商品混凝土 100.00 万方，销售骨料 246.00 万吨，实现营业收入 81.69 亿元。

➤ **重组继续推进，设计院资产质地优：**祁连山 2023 年 3 月更新重组草案，拟将其持有的祁连山有限 100% 股权置出祁连山，祁连山水泥业务资产将交由天山股份托管；中国交建拟将所持公规院、一公院和二公院，以及中国城乡所持西南院、东北院和能源院等设计院资产置入祁连山。**根据本次交易业绩承诺协议，**6 家标的公司 2023-2026 年扣非归母净利润合计分别为 15.21、15.93、16.72、17.16 亿元，2024-2026 年同比增速分别为 4.7%、4.9%、2.6%。后续看点包括：①除拟置入的 6 家标的公司外，中交集团部分下属企业从事少量公路、市政设计业务，2019-2022Q1-Q3 该部分业务收入分别为 19.74、19.71、19.72、14.21 亿元。中交集团已作出承诺，将通过资产重组、业务合并调整等方式，推进注入上市公司的相关资产及业务整合。②中交集团旗下还包括水规院、一航院、二航院、三航院、四航院在内的水运港航设计业务，同时也在积极跟进建筑、水利、新能源、新材料等增量设计领域。在符合相关法律法规条件下，未来将通过资产重组、业务整合等多种方式，推进增量领域设计业务注入或并入上市公司。③依托上市公司平台，中交集团设计板块将通过股权融资、战略并购、探索员工激励等方式，持续改善国有控股上市平台的质量。

➤ **投资建议：**不考虑重组资产，我们预计公司 2023-2025 年归母净利 8.0、8.4、9.0 亿元，对应 PE 分别为 11、11、10 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**重大资产重组落地存在不确定性；工程建设不及预期；天气干扰工期的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7974	8741	9307	9856
增长率 (%)	3.9	9.6	6.5	5.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	758	803	841	902
增长率 (%)	-20.0	5.9	4.7	7.2
每股收益 (元)	0.98	1.03	1.08	1.16
PE	12	11	11	10
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**11.65 元**

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 祁连山 (600720.SH) 2021 年年报点评：西北基建发力，有望贡献业绩弹性-2022/04/24

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7974	8741	9307	9856
营业成本	5915	6418	6803	7178
营业税金及附加	161	175	186	197
销售费用	80	131	145	148
管理费用	764	962	1024	1084
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1074	1098	1183	1264
财务费用	-18	-41	-41	-50
资产减值损失	-58	-24	-25	-27
投资收益	-23	0	0	0
营业利润	1025	1116	1200	1289
营业外收支	-16	-50	-75	-84
利润总额	1009	1066	1125	1205
所得税	191	203	217	231
净利润	818	864	908	974
归属于母公司净利润	758	803	841	902
EBITDA	1724	1808	2011	2204

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1073	1078	1261	1485
应收账款及票据	419	448	477	505
预付款项	22	27	28	30
存货	766	777	823	869
其他流动资产	276	292	309	325
流动资产合计	2556	2621	2898	3213
长期股权投资	108	108	108	108
固定资产	6840	7641	8292	8941
无形资产	964	1179	1257	1340
非流动资产合计	9160	10185	10927	11697
资产合计	11716	12806	13825	14910
短期借款	150	150	150	150
应付账款及票据	945	1163	1232	1300
其他流动负债	709	715	757	797
流动负债合计	1804	2027	2139	2247
长期借款	172	172	172	172
其他长期负债	280	282	282	285
非流动负债合计	451	453	453	456
负债合计	2255	2480	2592	2703
股本	776	776	776	776
少数股东权益	798	859	926	998
股东权益合计	9462	10325	11233	12207
负债和股东权益合计	11716	12806	13825	14910

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	3.93	9.62	6.48	5.89
EBIT 增长率	-12.30	2.16	7.76	6.85
净利润增长率	-19.96	5.89	4.70	7.22
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.81	26.57	26.90	27.17
净利润率	9.51	9.19	9.03	9.15
总资产收益率 ROA	6.47	6.27	6.08	6.05
净资产收益率 ROE	8.75	8.48	8.16	8.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.42	1.29	1.35	1.43
速动比率	0.96	0.88	0.94	1.02
现金比率	0.60	0.53	0.59	0.66
资产负债率 (%)	19.24	19.37	18.75	18.13
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.17	19.08	19.08	19.08
存货周转天数	47.24	45.55	45.55	45.55
总资产周转率	0.68	0.71	0.70	0.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.98	1.03	1.08	1.16
每股净资产	11.16	12.19	13.28	14.44
每股经营现金流	1.57	2.39	2.37	2.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	12	11	11	10
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.84	4.58	4.03	3.58
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	818	864	908	974
折旧和摊销	649	711	828	940
营运资金变动	-368	188	-18	-20
经营活动现金流	1222	1856	1839	2026
资本开支	-424	-1780	-1642	-1788
投资	14	0	0	0
投资活动现金流	-374	-1780	-1642	-1788
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-55	-57	0	0
筹资活动现金流	-484	-72	-15	-14
现金净流量	363	5	182	224

## 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。本报告清晰准确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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026