

快马加鞭，祁连山飞速向前

——祁连山价值分析报告

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiaobhzq.com

核心观点:

- 甘肃是西北水泥景气度最好的地区
- 祁连山大大得益于甘青地区水泥市场景气
- 公司进入高速成长期，推荐买入
- 明年前半年报报表很好看，现在是最佳介入时机

投资要点:

● 甘肃是西北水泥景气度最好的地区

从区位优势上讲，甘肃是通往西北的咽喉，承东启西，西南可往四川、重庆和西藏，西部大开发，基础设施先行，甘肃的建设必须先行。

自 2007 年初以来，大型工程项目纷纷上马，水泥需求急剧增加。未来几年，甘肃境内的铁路、公路等项目仍然数目可观。

● 祁连山大大得益于甘青地区水泥市场景气

甘青地区水泥需求增长最快的地区为陇东、陇南、陇中以及青东地区，目前祁连山水泥销售在这些地区的市场占有率比较可观，根据公司的生产和销售计划，未来公司将减弱在河西地区的销售力度，增大对这些地区的销售力度，充分享受行业景气。

● 明后年公司销售毛利率仍然可观

2008 年初，公司水泥价格仍然很低，全年提价十几次，共计 100 多块钱。

2009 年甘肃省水泥市场景气度比 2008 年还好，预计全年水泥价格仍然维持在高位，而煤炭成本有望大幅下降，2009 年的销售毛利率预计高于 2008 年；

2010 年下半年，甘肃和青东地区新增产能较多，虽然整个地区的水泥市场景气度还在，但是预计新增产能分享景气度的结果就是水泥的销售毛利率相比 2009 年有所下降，当依然处于高位。

● 随着产能扩张，公司进入高速成长期

根据公司的生产与建设计划，未来两年新增生产能力 400 多万吨，在市场景气的情况下，公司将充分享受市场景气，我们认为，祁连山已经进入高速成长期。

● 投资建议

根据 DCF 估值方法，公司绝对价值 14.91 元/股；按照 09 年业绩测算的，相对价值为 14 元/股。我们强烈建议买入祁连山，投资建议：买入

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价格:

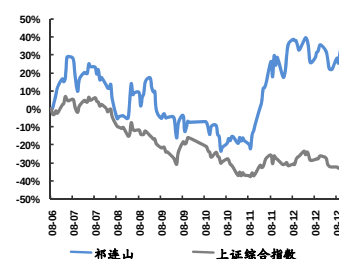
¥ 14

当前价格:

¥ 6.61

2008.12.31

52 周股价走势



公司简介

公司处于甘肃省，是甘肃地区最大的水泥生产企业，水泥主要销往陇东、陇中和陇南、青海东部地区。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	1,007	1,257	1,827	2,130	2,846
(+/-) %	30%	25%	45%	17%	34%
经营利润 (EBIT)	65	83	274	378	466
(+/-) %	63%	27%	232%	38%	23%
净利润	7	5	183	275	339
(+/-) %	19%	-22%	3254%	50%	23%
每股净收益 (元)	0.02	0.01	0.46	0.69	0.86
每股股利 (元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	24.58%	25.92%	37.74%	40.00%	37.93%
ROE (%)	0.69%	0.46%	13.38%	11.90%	12.68%
ROIC (%)	2.11%	2.71%	8.15%	9.92%	9.11%
PE	800.84	1028.24	30.65	20.38	16.54
PB	4.57	3.92	4.10	3.16	2.73
EV/EBITDA	32.62	30.67	16.55	14.40	12.28

三大表

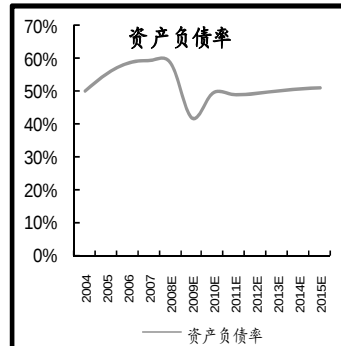
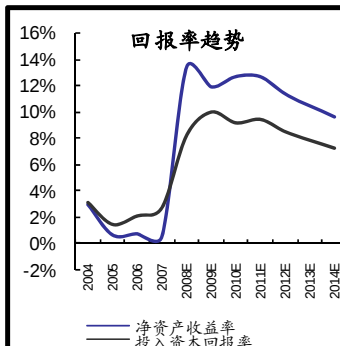
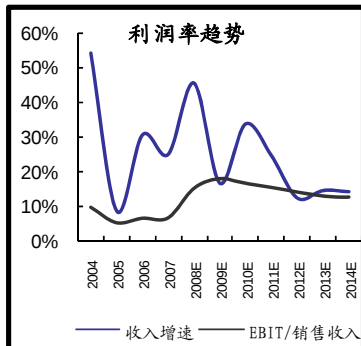
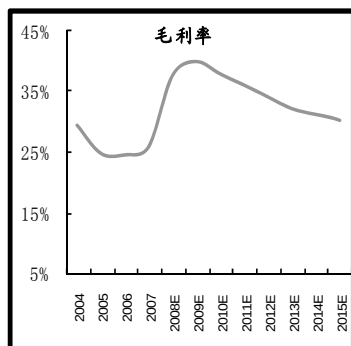
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	162	261	365	404	567	营业收入	1007	1257	1827	2130	2846
应收票据	56	19	27	32	43	营业成本	759	931	1138	1278	1767
应收账款	172	207	330	292	390	营业税金及附加	9	9	15	17	23
预付款项	122	91	86	79	70	销售费用	90	102	144	169	220
其他应收款	38	10	9	11	14	管理费用	84	132	256	288	370
存货	193	261	249	280	387	财务费用	61	65	91	80	89
其他流动资产	4	5	6	6	8	资产减值损失	3	25	0	0	0
长期股权投资	5	10	10	10	10	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1252	1595	1749	2127	2776	投资收益	-1	0	0	0	0
在建工程	190	161	281	540	870	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	0	-8	183	298	377
无形资产	135	225	203	180	158	营业外收支净额	33	46	46	46	46
长期待摊费用	10	9	8	7	6	税前利润	33	38	228	344	423
资产总计	2460	2928	3343	3988	5319	减: 所得税	11	7	34	52	63
短期借款	729	1017	1233	170	122	净利润	22	30	194	292	360
						归属于母公司的净					
应付票据	61	78	69	77	107	利润	7	5	183	275	339
应付账款	144	157	62	209	252	少数股东损益	15	25	11	17	21
预收款项	48	87	178	285	427	基本每股收益	0.02	0.01	0.46	0.69	0.86
应付职工薪酬	38	63	63	63	63	稀释每股收益	0.02	0.01	0.46	0.69	0.86
应交税费	7	17	17	17	17	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	77	60	60	60	60	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	30.5%	24.9%	45.4%	16.6%	33.6%
长期借款	322	245	245	745	1545	EBIT 增长率	62.9%	27.1%	232.0%	38.0%	23.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	19.4%	-22.1%	3254.5%	50.4%	23.2%
负债合计	1444	1743	1949	1649	2620	盈利性					
股东权益合计	1016	1185	1366	2311	2671	销售毛利率	24.6%	25.9%	37.7%	40.0%	37.9%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	0.7%	0.4%	10.0%	12.9%	11.9%
净利润	22	30	194	292	360	ROE	0.7%	0.5%	13.4%	11.9%	12.7%
折旧与摊销	109	111	150	186	245	ROIC	2.11%	2.71%	8.15%	9.92%	9.11%
经营活动现金流	175	243	325	829	700	估值倍数					
投资活动现金流	-226	-172	-400	-800	-1200	PE	800.8	1028.2	30.7	20.4	16.5
融资活动现金流	144	-40	178	10	664	P/S	4.6	3.7	3.1	3.4	2.6
现金净变动	93	31	104	39	163	P/B	4.6	3.9	4.1	3.2	2.7
期初现金余额	69	162	261	365	404	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	162	193	365	404	567	EV/EBITDA	32.6	30.7	16.5	14.4	12.3

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	8251	27396	37800	46629	54027	55649	58128	64958	73860	82523	93723
所得税	1573	4109	5670	6994	8644	9460	10463	16239	18465	20631	23431
NOPLAT	4393	6678	23287	32130	39635	45383	46188	47665	48718	55395	61892
营运资金净变动	-932	7811	-12759	26918	305	4467	11053	18790	14582	16590	21583
资本支出	-31461	-40000	-80000	-120000	-65000	-39000	-42900	-47190	-51909	-57100	-62810
自由现金流	-5884	-14508	-2351	-55601	14427	51689	60382	56216	63568	73482	82915

WACC	7.7%	Ke	9.1%
永续增长率	0%	Kd	5.8%
终值	42676.9	t	25%
企业价值	739994.5	Rf	4%
非核心资产价值	37492.5	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	149602.99	Rf	7%
股权价值	590391.5	D/A	20.8%
股本	39590.23	E/A	79.2%
每股价值	14.912556	Beta	0.79

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	19.86	21.44	23.32	25.58	28.35
	6.90%	17.65	18.95	20.47	22.27	24.43
	7.40%	15.76	16.83	18.08	19.53	21.26
	7.90%	14.12	15.02	16.05	17.25	18.64
	8.40%	12.69	13.45	14.31	15.30	16.45
	8.90%	11.43	12.08	12.81	13.64	14.59
	9.40%	10.32	10.87	11.50	12.20	12.99



目 录

1、公司简介	6
2、甘青水泥市场历史情况	7
2.1 战略性的市场整合过程	7
2.2 甘肃和青东的水泥市场	8
3、公司所在区域水泥市场分析	9
3.1 甘肃的区位优势与地形分析	9
3.1.1 陇中地区	10
3.1.2 陇东地区（平庆地区）	10
3.1.3 陇南地区	11
3.1.4 青东地区	11
3.2 明后年的供给分析	11
3.2.1 甘青地区 2009 年新增产能情况	11
3.2.2 甘青地区 2010 年新增产能情况	12
3.3 明后年的需求分析	12
3.4 甘肃和青东地区景气度判断	13
4、明后年盈利分析与预测	14
4.1 祁连山明后年水泥产销量	14
4.2 祁连山明后年水泥毛利率	14
4.2.1 2009 年甘肃水泥市场景气度将强于 2008 年	14
4.2.2 祁连山市场占有率不断上升	14
4.2.3 祁连山新型干法比例不断上升，盈利能力不断改善	15
4.2.4 明后两年煤炭成本将大幅下降	15
4.2.5 毛利率分析	15
5、对于公司其他关键问题的分析	16
5.1 祁连山的资金瓶颈	16
5.2 中材与海螺进入甘肃	16
5.3 增发问题	16
6、投资建议	17

图 目 录

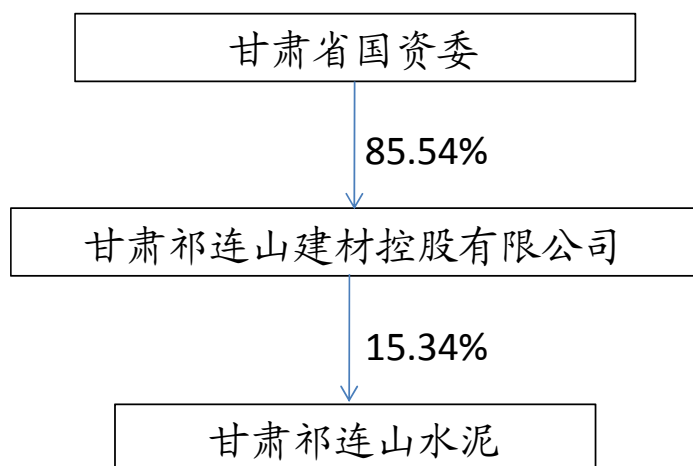
图 1 祁连山水泥的实际控制人情况	6
图 2 祁连山水泥销售区域份额占比	6
图 3 祁连山水泥产量情况	8
图 4 祁连山水泥产量情况	8
图 5 中国人口密度分布图	9
图 6 祁连山水泥市场范围	10
图 7 祁连山水泥产量情况	14
表 1 祁连山市场区域市场预测	13

1、公司简介

祁连山股权比较分散，没有绝对控股股东，目前公司的相对控股股东是甘肃祁连山建材控股有限公司，实际控制人是甘肃省国资委。

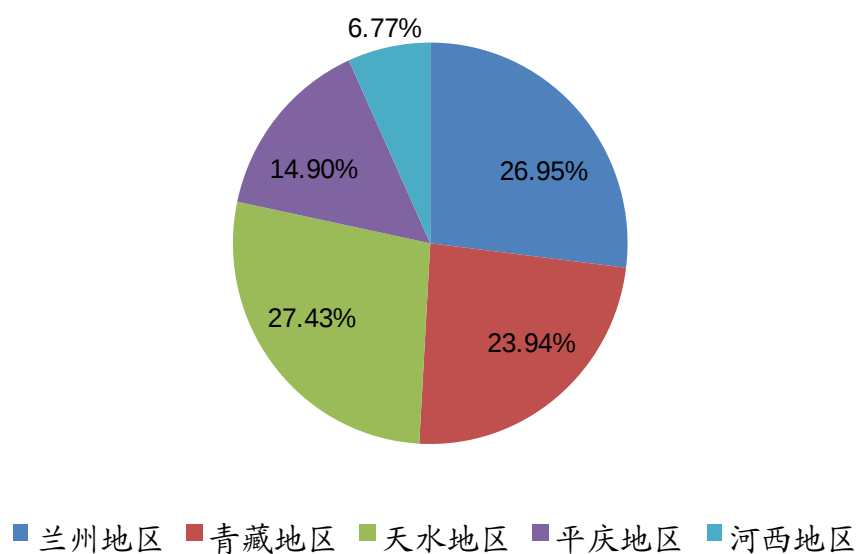
公司的主营业务是水泥和熟料生产，以及部分商品混凝土。目前公司具有熟料产能 530 万吨、水泥产能 680 万吨。

图 1 祁连山水泥的实际控制人情况



资料来源：公司公告

图 2 祁连山水泥销售区域份额占比



资料来源：公司公告

如图，祁连山水泥销售主要是四个地区，即处于甘肃南部的天水、甘肃东部的平庆、兰州周边以及青藏地区（主要是青海东部），这几个地方是目前甘青地区经济最发达和人口最稠密的地区，也是水泥用量最大的地区，无疑，祁连山已经在该地区有了先入为主的优势。

2、甘青水泥市场历史情况

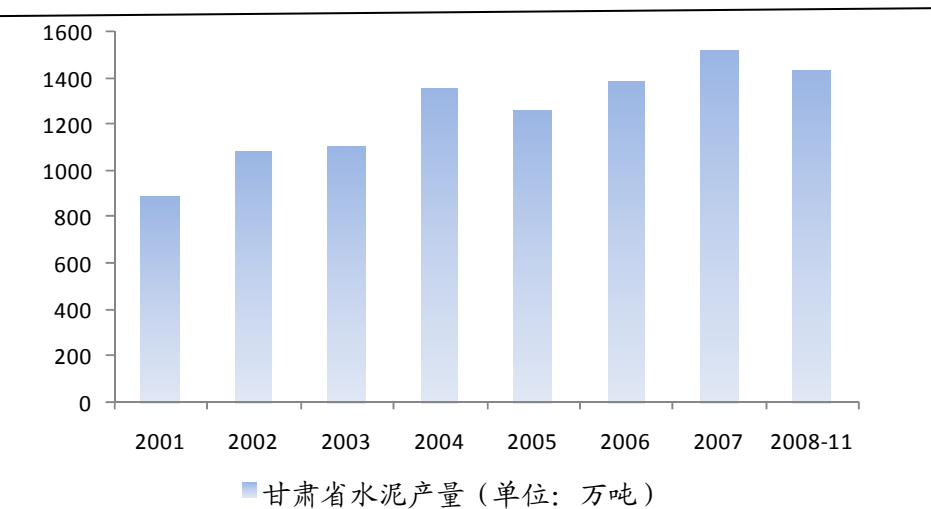
2.1 战略性的市场整合过程

在2006年以前，祁连山与兰州大通河水泥股份有限公司在甘肃和青海市场上长期厮杀，盈利能力大大下降。2006年，两家企业在兰州隆重举行仪式，宣布实现战略重组，祁连山水泥股份有限公司拟以现金5396万元通过协议方式受让兰州市人民政府国有资产监督管理委员会持有大通河水泥股份有限公司的6193万股股份，占“大通河”股份总数的28.71%，成为相对控股者，并由此造成公司合并报表中负债的大幅增加（之后大通河改名为红古祁连山）；之后，祁连山对区域市场进行进一步整合（天水公司的收购），短期借款急剧增加，但是随之市场占有率不断增加，溢价能力不断增强。

收购大通河部份股权的举动如今看来是一个成功的战略行为，一方面，通过区域市场整合，强强联合，共谋市场控制权，提高了公司的议价能力，也节省了大量的运费；另一方面，大通河公司对于青海东部的市场辐射能力极强，拿下大通河，可向西辐射青海省的市场。

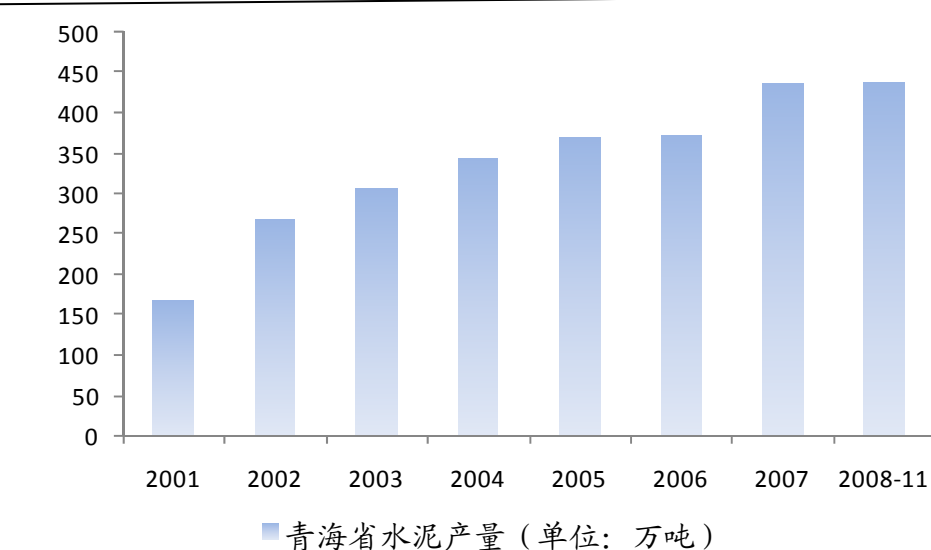
2.2 甘肃和青东的水泥市场

图3 甘肃省水泥产量情况



资料来源: 公司公告

图4 青海省水泥产量情况



资料来源: 公司公告

甘肃自 2003 年以来, 由于水泥市场的恶性竞争, 企业之间忙于打价格战, 盈利能力逐渐下降, 新上的水泥生产线一直不多, 从 2007 年开始, 大型工程项目陆陆续续开始, 加上前期祁连山对于该区域市场的整合, 市场逐渐开始景气, 市场需求以每年 10% 的速度增长。

青海东部每年的水泥需求稳定在 400 万吨左右, 但是目前该地区的水泥生产线只有青海水泥的一条线和祁连山在民和的一条线, 总产能不到 300 万吨, 区域内供不应求。

目前甘肃省内有水泥产能大约 1600 万吨，其中，有一半左右是落后产能，根据发改委下发的 2007 年到 2010 年全国水泥落后生产能力分省淘汰计划，甘肃省在 2007 年到 2010 年每年淘汰落后产能 100 万吨。

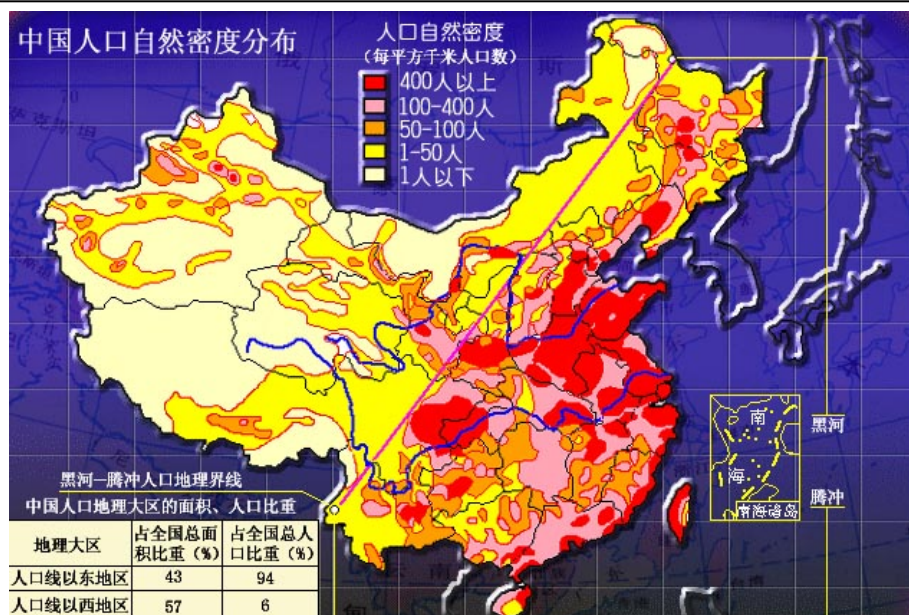
3、公司所在区域水泥市场分析

3.1 甘肃的区位优势与地形分析

甘肃省南北扁平、东西狭长的地形特征，全省地域狭长，地势呈西南高东北低，地貌特点甘肃地貌复杂多样，山地、高原、平川、河谷、沙漠、戈壁，类型齐全，交错分布，地势自西南向东北倾斜。甘肃省地处青藏高原的东北边缘，西边有塔克拉玛干沙漠库姆塔格沙漠和占尔班通古特漠，北部有巴丹吉林沙漠和腾格里沙漠。独特的地理区位使得甘肃在历史上一直是交通枢纽和货物中转站，祁连山积雪融水滋养了河西走廊，著名的“陆上丝绸之路”便贯穿整个甘肃省。从区位优势上讲，甘肃是通往西北的咽喉，承东启西，西南可往四川、重庆和西藏，西部大开发，基础设施先行，甘肃的建设必须先行。

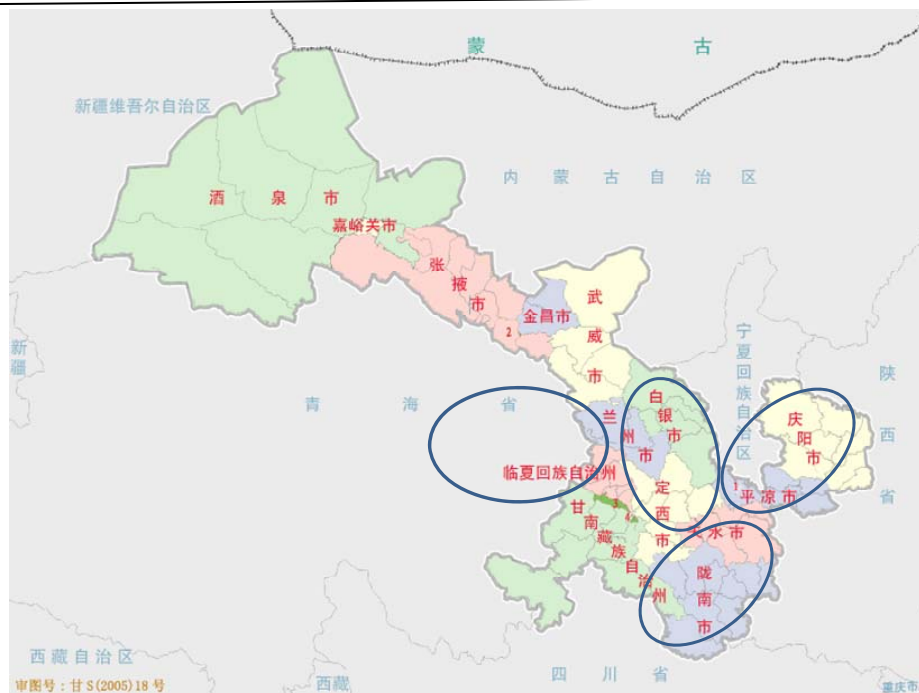
甘肃省的人口大多分布在东部、中部和南部地区（以下称为陇东、陇中、陇南），此外，青海东部与甘肃省交界处的人口密度也较大（以下简称青东地区）。陇东、陇中、陇南和青东地区也是甘肃和青海目前经济最发达的地区，也是水泥用量最大的地区。

图 5 中国人口密度分布图



资料来源：渤海证券研究所

图 6 祁连山水泥市场范围



资料来源：渤海证券研究所

3.1.1 陇中地区

包括白银、兰州和定西市，祁连山的主要产能分布在陇中地区，包括大通河基地和永登基地，合计生产能力约 475 万吨/年。在该地区，祁连山的市场占有率占到 40%以上，有一定的溢价能力。此外，大通河基地每年有 130 到 140 万吨的水泥供应青东地区。2009 年将会有兰州-西宁-乌鲁木齐的客运专线开工，预计投资 1200 亿，在甘肃省境内有 540 公里。

白银市区域内落后产能多，石灰石资源丰富，公司已经在该地规划了一条 4000d/t 的新型干法生产线，预计在 09 年上半年开工；在永登规划了一条 2500d/t 的新型干法生产线（永登三线），但是会视情况决定最终的建设方案。

3.1.2 陇东地区（平庆地区）

包括平凉和庆阳市，祁连山在平庆地区的市场占有率可达到 60%以上。该地区未来的工程项目有：西安-平凉铁路（2008 年 11 月 20 日已经开工，甘肃省境内线路长 101.8 公里，投资约为 20 余亿元）、天水-平凉铁路（全长 123 公里）、华能集团拟在庆阳投入 320 亿，建设能源化工基地，修建运煤专用的铁路和公路、以及众多煤矿和油田项目。平庆地区市场缺口大，预计是未来几年中甘肃水泥市场需求最好的地区，

公司目前在该地区的产能为 90 万吨/年，计划在未来调整销售策略，增大该地区的销售

比重。

3.1.3 陇南地区

包括天水 and 陇南市，祁连山在该地区的市场占有率可达到 70%以上。该地区未来的工程项目有：天水-定西高速公路（总投资 80.6 亿元）、兰州-西安高速公路和高速铁路、小水电站 10 座等等，目前该地区的市场缺口已经很大，吸引了陕西扶风的部分产能进入市场。

陇南山大沟深，交通不便，兰渝铁路已经开工，在甘肃境内有 550 公里，该铁路在陇南区域内的桥隧率很高，带来大量水泥需求。

公司目前在该地区的产能有 160 万吨/年，规划在天水的甘谷和陇南的成县分别建设一条 3000d/t 的新型干法生产线，二者都已经开工，预计于 2010 年初和 2009 年 10 月份分别达产。赛马实业在该地区规划了两条 2500d/t 的新型干法生产线，一期工程即建设其中的一条线预计在 2010 年下半年投产。

3.1.4 青东地区

青海省的东部，包括西宁及周边，青海省没有大的水泥公司，每年的市场需求有 400 多万吨，但是产量不足 300 多万吨，祁连山每年有 130-140 万吨的水泥销往青东地区。

目前青东地区生产线较少，兰州大通河有一个 2500d/t 的线以及青海水泥有一条线，公司在湟中规划了一条 3000d/t 的生产线，预计于 2009 年 4 月份投产。

3.2 明后年的供给分析

3.2.1 甘青地区 2009 年新增产能情况

甘肃地区目前具有水泥产能，从目前的统计情况上看，确定在 2009 年释放的生产线有如下几条：

（1）海螺水泥在平凉的一条 4500 d/t 的生产线，预计于 2009 年第四季度达产，在 2010 年完全释放产能，每年产能达 200 万吨；

（2）酒泉钢铁和宏达新材各自有一条 2000 d/t 的生产线达产，除去酒泉钢铁自用部分和落后产能替换的部分，2009 年的新增产能大致在 70 万吨，且分布在河西地区，对祁连山影响较小；

(3) 金昌水泥达产一条 2500 d/t 的生产线, 除去落后产能替换部分, 新增 30 万吨, 且分布在河西;

(4) 祁连山水泥达产两条 3000 d/t 的生产线, 分别于 4 月和 10 月达产, 除去淘汰产能, 净增 60 万吨。

所以, 2009 年甘肃省水泥市场新增有效产能 140 万吨, 青海新增有效产能 100 万吨(主要是祁连山的增量)。目前甘肃省水泥产能约 1600 万吨, 青海水泥产能 300 多万吨, 到 2009 年甘肃省水泥产能约 1750 万吨, 青海水泥产能 400 多万吨。

3.2.2 甘青地区 2010 年新增产能情况

2010 年甘肃新增产能较多, 光祁连山一家就新增产能 300 多万吨, 海螺水泥在平凉的 200 万吨产能完全释放。此外, 赛马实业也有在甘肃和青海扩张产能的计划, 赛马计划在甘肃的白银上马一条 4500 d/t 的生产线, 在天水上马两条 2500 d/t 的生产线; 在青海的西宁建设 2*2500 d/t 的新型干法生产线。赛马实业在 2009 年全力推进项目进度, 预计在 2010 年中期在甘肃和青海分别投产 300 万吨和 100 万吨的生产能力。我们认为, 赛马实业在甘肃和青海的扩产行为意味着其实际控制人中材集团将不太可能再在甘肃和青海境内大幅扩产。

但是, 赛马实业在该地区的新增产能要到 2011 年才能完全释放。甘肃省 2009 年和 2010 年分别淘汰 100 万吨落后产能。2010 年甘肃地区新增产能有 500 万吨, 届时, 甘肃地区水泥产能 2250 万吨, 青海水泥产能 600 多万吨。

3.3 明后年的需求分析

近几年来, 甘肃省的水泥需求增速基本上保持在 10% 左右, 从 2007 年以来, 中央投资主导的工程项目大幅增加, 前面已经罗列了许多已经开工的项目, 2009 年新开工的项目有: 西安-平凉铁路; 天水-平凉铁路; 兰州-西宁-张掖-乌鲁木齐客运专线; 平凉-武都铁路; 青铜峡-长庆桥铁路等等。我们有理由相信, 甘肃省 2009 年水泥需求会有一个较大的增长, 增量主要出现在陇东、陇南地区。2008 年甘肃水泥需求大约在 1600 万吨, 预计 2009 年、2010 年甘肃水泥需求分别为 1920 万吨、2300 万吨。2008 年青东地区水泥需求大约在 400 万吨, 预计 2009 年、2010 年青东地区水泥需求分别为 500 万吨、600 万吨。

3.4 甘肃和青东地区景气度判断

根据甘肃和青东地区未来两年水泥市场的供需分析，我们认为，明年甘肃和青东地区依然景气，水泥生产可能供不应求。

2010 年，甘肃和青东地区水泥产量总量预计达到 2000 万吨，祁连山水泥产量达到 1000 万吨，市场占有率有所上升，景气比起 2009 年稍有下降，但是仍然处于景气中。

表 1 祁连山市场区域市场预测

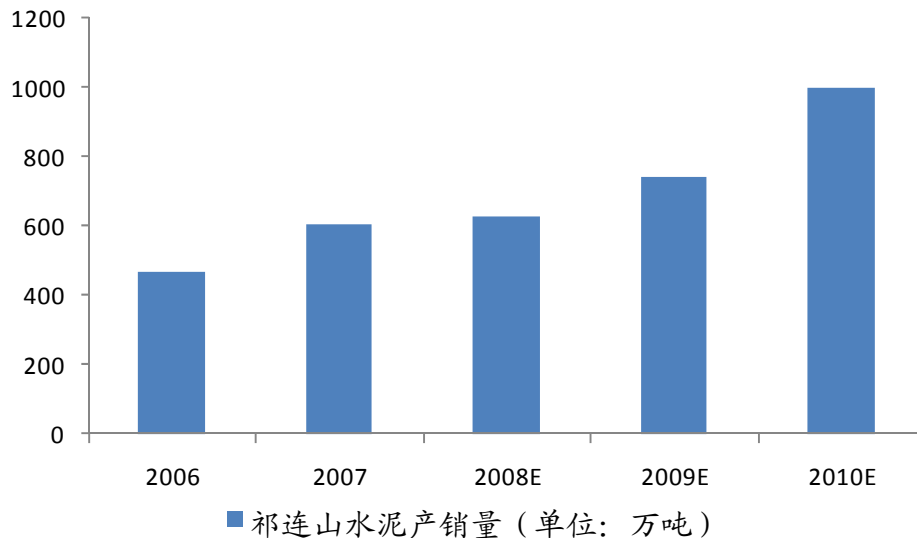
分类预测	2008E	2009E	2010E
甘肃水泥需求	1600	1920	2300
青东水泥需求	400	500	600
小计	2000	2420	2900
甘肃水泥产量	1600	1750	2250
青东水泥产量	300	400	600
小计	1900	2150	2850
祁连山水泥产量（甘肃）	580	550	800
祁连山水泥产量（青海）	100	200	200
小计	680	750	1000
祁连山在甘肃的市场占有率	36.25%	28.65%	34.78%
祁连山在甘青的市场占有率	34.00%	30.99%	34.48%

资料来源：渤海证券研究所

4、明后年盈利分析与预测

4.1 祁连山明后年水泥产销量

图 7 祁连山水泥产量情况



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

由于长时期以来的恶性竞争和企业盈利水泥下降，祁连山近年来水泥产能增加很少，产量也增加很少，预计 09 年和 10 年新增产能达产较多。

4.2 祁连山明后年水泥毛利率

4.2.1 2009 年甘肃水泥市场景气度将强于 2008 年

在 2008 年初，祁连山公司的水泥价格还处于 1993 年时候的水平，在整个 2008 年中，由于水泥市场持续景气，祁连山公司不断涨价，全年共提价十几次，相对年初提高 100 多块钱。我们认为，2009 年甘肃水泥市场新增产能有限，特别是上半年供需矛盾将尤其突出。在水泥供不应求的情况下，水泥价格可以维持在相对高位。在成本不变的假设下，全年的价格高位将会保证 2009 年的毛利率高于 2008 年全年。

4.2.2 祁连山市场占有率不断上升

根据我们的分析，明后两年祁连山公司在陇东、陇南和陇中的市场占有率较 2007 年、2008 年有一定提高，较高的市场占有率将增加公司的溢价能力，有理由相信，市场占有率的提高对于公司的销售毛利率是正向的促进作用。

4.2.3 祁连山新型干法比例不断上升，盈利能力不断改善

根据祁连山的扩产计划，未来两年新上马的生产线基本上全部为新型干法，新干生产线将降低公司的生产能耗，从而降低煤炭用量以及用煤成本，我们认为，这对于公司的销售毛利率也是正向的促进作用。

目前公司生产能力 680 万吨，其中新型干法占到 60%；预计公司在 2010 年生产能力达到 1000 万吨，其中，新型干法比例占到 75%-80%。

4.2.4 明后两年煤炭成本将大幅下降

祁连山在 2008 年初的用煤成本为 230 元/吨，煤炭成本最高的月份在 8、9 月份，达到 450 元/吨（不含运费），预计全年的用煤成本在 380 元/吨。11 月以来，煤炭价格大幅回落，秦皇岛 6000 大卡的价格从 1000 跌到了 600 元/吨。我们认为，祁连山 2009 年全年煤炭成本将大大低于 380 元/吨。

4.2.5 毛利率分析

公司的管理费用很高，前三季度累计达到 1.88 亿元，同比增长 92.8%，其原因在于以前生产设备的维修费和大修费直接进成本，在 07 年会计准则调整之后这部分支出进了管理费用，造成了较高的毛利率和较高的管理费用，再加上物价上涨，2008 年的大修费较之 2007 年大幅增加。前十个月大修费有 5000 万元，预计全年将达到 6000 万元；此外，自 08 年以来，公司的业绩增长较快，管理层的工资及附加有过一次提高，这部分量有 2000 多万元，二者共计 8000 多万元。这部分为公司毛利率的增加贡献 4-5 个百分点。

综上，我们认为，2009 年公司的销售毛利将大于 2008 年全年，考虑到 2010 年甘肃新增产能较多，我们适当降低了 2010 年的毛利率。预计 2008-2010 年公司的毛利率分别为 39%、41.35%、39%。

5、对于公司其他关键问题的分析

5.1 祁连山的资金瓶颈

由于 2005 年以来的一系列市场整合行为，祁连山背上了较多的债务，其中又以短期银行借款为甚，预计 2008 年年底该数字达到 13 亿元。我们调查得知，这 13 个亿并非严格意义上的短期借款，各大商业银行多采用展期的方式，后延祁连山的还款时间。2007 年以来，甘肃水泥市场景气度不断提高，祁连山公司业绩有了翻天覆地的变化，各借款方愿意与公司进行更长远深入的合作。中国银行、浦发银行、建设银行纷纷提高对公司的授信额度和延长还款时间，短期借款并不存在极大的还款压力。公司会利用上述银行的授信额度长贷短还，改善公司负债中的长短结构。

根据我们的计算，今年全年公司实现利润约 2 亿元，实现企业自由现金流 3.5 亿元；2009 年公司实现利润约 3 亿元，实现企业自由现金流 4 亿元。如果按照 70% 的资产负债率，预计公司可撬动的资金为 25 亿元，如果能够顺利实现 70% 的杠杆，支撑公司建成 2010 年前完成的这几条线是没有问题的。但是长期发展，资金仍然紧缺。

5.2 中材与海螺进入甘肃

中材整合了冀东水泥、赛马实业和天山股份，提出了雄心勃勃的甘肃水泥市场的扩张计划：在 2010 年以前在甘肃设立 8 条生产线，约 1600 万吨产能（天水 2 条，陇南、甘南、兰州、定西、武威各一条）。根据我们的观察，中材目前在水地区圈了建线的土地，但是并没有更进一步的行动，加之中材间接控股的赛马实业近日公布了甘肃和青海的扩张计划，中材在 2010 年前在甘肃地区建成生产线并顺利投产的可能性不大。

海螺水泥计划在平凉设立两条 4500t/d 的生产线，目前第一条线正在进行之中，预计在 2009 年第四季度投产，但是，这 200 万吨每年的产能要到 2010 年才能够完全释放出来；而且，2010 年甘肃省水泥年需求将增至 23 万吨，增量主要出现在陇东和陇南地区，海螺的 200 万吨产能不会破坏该地区的市场景气情况。

5.3 增发问题

公司拟于 5.61 元/股的价格增发 1.2 亿股的普通股，募集资金约 6.7 亿元，公司预计 2009 年 3 月份实现过会，第三季度可以成功完成增发。我们认为，目前在等待过会、以及已经过会尚未实施发行的企业数据太多，即使公司可以在 2009 年 3 月份实现过会，在 2009 年之内成功完成增发的可能性偏小，因此对股权和 EPS 产生稀释的可能性不大。

6、投资建议

根据 DCF 分析方法，公司的合理价格为 14.91 元/股。

公司 2008-2010 年预计 EPS 分别为：0.46 元、0.69 元、0.86 元。我们坚定的认为，祁连山已经进入高速成长期，公司应该享受一个较高的 PE 估值，在当前水泥股估值普遍是 15 倍左右的情况下，祁连山至少应该享受 20 倍的 PE 估值。

2009 年目标价格：14 元。

我们认为，2009 年第一季度公司可能出现若干年都不曾见过的盈利（2008 年一季度虽然已经有很大改观，但是仍然亏损 2700 万元），所以，第一季度报表和半年报一定是很漂亮的，按照这个逻辑，现在就是最佳介入时机。

我们强烈推荐买入祁连山。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn