

2009 年 01 月 04 日

 市价(人民币) : 6.89元
 目标(人民币) : 8.78元

长期竞争力评级 : 高于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 374.68
 总市值(百万元) 2,727.77
 年内股价最高最低(元) 13.69/4.03
 沪深 300 指数 1817.72
 上证指数 1820.81
 2007 年股息率 0.01


祁连山 (600720.SH)

——确定的 2009 年高景气,期待最优的战略抉择

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.015	0.021	0.014	0.432	0.762	1.028
净利润增长率	-78.55%	40.81%	-33.97%	3037.19%	76.58%	34.81%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.408	0.584	0.801
市盈率(倍)	129.04	148.74	821.16	15.96	9.04	6.70
行业优化市盈率(倍)	33.34	36.18	56.14	26.24	26.24	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	N/A	N/A	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	N/A	3.64	N/A	0.01	0.12	0.19
净资产收益率	0.67%	0.92%	0.60%	15.78%	14.75%	16.58%
每股净资产(元)	2.19	2.27	2.30	2.74	3.97	4.76
市净率(倍)	0.87	1.37	4.91	2.52	1.74	1.45
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.44	0.61	0.66	0.82	0.84
已上市流通A股(百万股)	212.11	275.74	338.72	374.68	374.68	374.68
总股本(百万股)	395.90	395.90	395.90	395.90	395.90	395.90

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 从 2008 年 3 月份开始,到 11 月 20 日左右,这么长时间的排队卖水泥,祁连山 2008 年在中国水泥行业也创造了一个水泥供不应求的佳话,那 2009 年以后的供求关系会如何呢?
 - ◆ 整个 2009 年,全甘肃就两条生产线(金泥和海螺)会投产贡献产销量,而其中一条还在金昌市,不属于祁连山的主市场,2009 年祁连山主市场供求关系紧张非常确定;
 - ◆ 2010 年,如果目前开工的生产线顺利在 2009 年底或者 2010 年初投产的话,则甘青区域超过 550 万吨的新增供给量,面临一定的压力,考虑淘汰的话,甘青市场景气能够维持的条件是 2010 年需求增速须超过 12%,因此,我们认为 2010 年区域市场的供求关系尚存一定不确定性(视生产线进度和需求而定)。
- 另外,祁连山目前面临未来发展的重大战略抉择:如果能选择我们后续的分析的上上签中材股份作为战略投资者,则能很大程度缓解我们对于甘青市场未来的竞争程度的担心,因为目前来看,中材是祁连山未来发展的最大战略性竞争对手。
- 我们对祁连山未来三年的盈利预测如下:2008~2010 年归属母公司的净利润分别为:1.71、3.02、4.07 亿元,同比增速分别为 3037.19%、76.58%、34.81%,对应的 EPS 分别为 0.432、0.762、1.028 元/股,如果按照 1.2 亿股摊薄,则 2009~2010 年对应 EPS 分别为 0.585、0.789 元/股。

贺国文

 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 在我们的选股逻辑中，祁连山属于明确高增长的公司，我们给予祁连山 2009 年 15 倍 PE 估值，按照摊薄 1.2 亿股后 EPS0.585 元/股，对应公司的目标价位 8.78 元/股，给予买入投资评级。

内容目录

产能和市场的区域盘点：集中于甘肃和青海市场.....	4
产能盘点：存量 680 万吨产能+在建 340 万吨产能.....	4
区域市场盘点：95%以上集中在甘肃和青海	5
区域供给面：从明确在建生产线状况看未来两年的供给量	6
由于基数比较低，行业投资数据看似较快	6
从生产线情况，判断未来新增供给量	6
落后产能淘汰：2009 年将进入新的加速淘汰阶段.....	8
行业结构：祁连山在局部市场已经形成控制力	9
需求面：从下游结构来看，甘青区域的比较优势非常明显	10
甘肃水泥需求已经在 2008 年开始快速启动，青海则期望于政府投资力度加大	10
需求面的重要特点：房地产投资占固定资产投资比例远远低于全国平均水平	10
基础建设：甘肃水泥需求的中长期拉动力	11
甘青市场的供求关系的小结.....	12
对于中材携手赛马实业在甘青扩张的看法	13
中材构建北方水泥的宏图正在实施中	13
我们对于祁连山选择战略投资者的各种判断	14
盈利预测及说明.....	14
8.78 元/股目标价位，买入建议.....	15
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：祁连山的主要资产盘点	4
图表 2：祁连山产能的区位分布图	5
图表 3：祁连山按销量的各区域占比情况	5
图表 4：甘肃省的水泥行业投资及增速.....	6
图表 5：青海省的水泥行业投资及增速.....	6
图表 6：甘肃省 700t/d 以上新型干法线.....	6

图表 7：甘肃 700t/d 新型干法生产线的布局情况.....	7
图表 8：目前甘肃在建或规划状态的生产线.....	7
图表 9：青海目前的新型干法生产线	8
图表 10：青海目前的在建和规划生产线.....	8
图表 11：甘肃和青海的落后产能淘汰情况	8
图表 12：甘肃各地区需要淘汰的生产线条数.....	9
图表 13：对各区域祁连山市场份额的统计	9
图表 14：甘肃前七大水泥企业占有率接近 60%.....	10
图表 15：甘肃、青海、全国水泥需求增速对比	10
图表 16：甘肃和青海的房地产占固定资产投资比例远远低于全国平均水平 ..	11
图表 17：祁连山下游需求结构	11
图表 18：祁连山受益的主要铁路	12
图表 19：祁连山受益的主要公路	12
图表 20：甘青市场 2009~2010 年供求关系小结.....	13
图表 21：中材目前收购或正在收购的北方水泥企业	13
图表 22：对于祁连山各战略投资者的简单评价	14
图表 23：销售预测表	15

产能和市场的区域盘点：集中于甘肃和青海市场

产能盘点：存量 680 万吨产能+在建 340 万吨产能

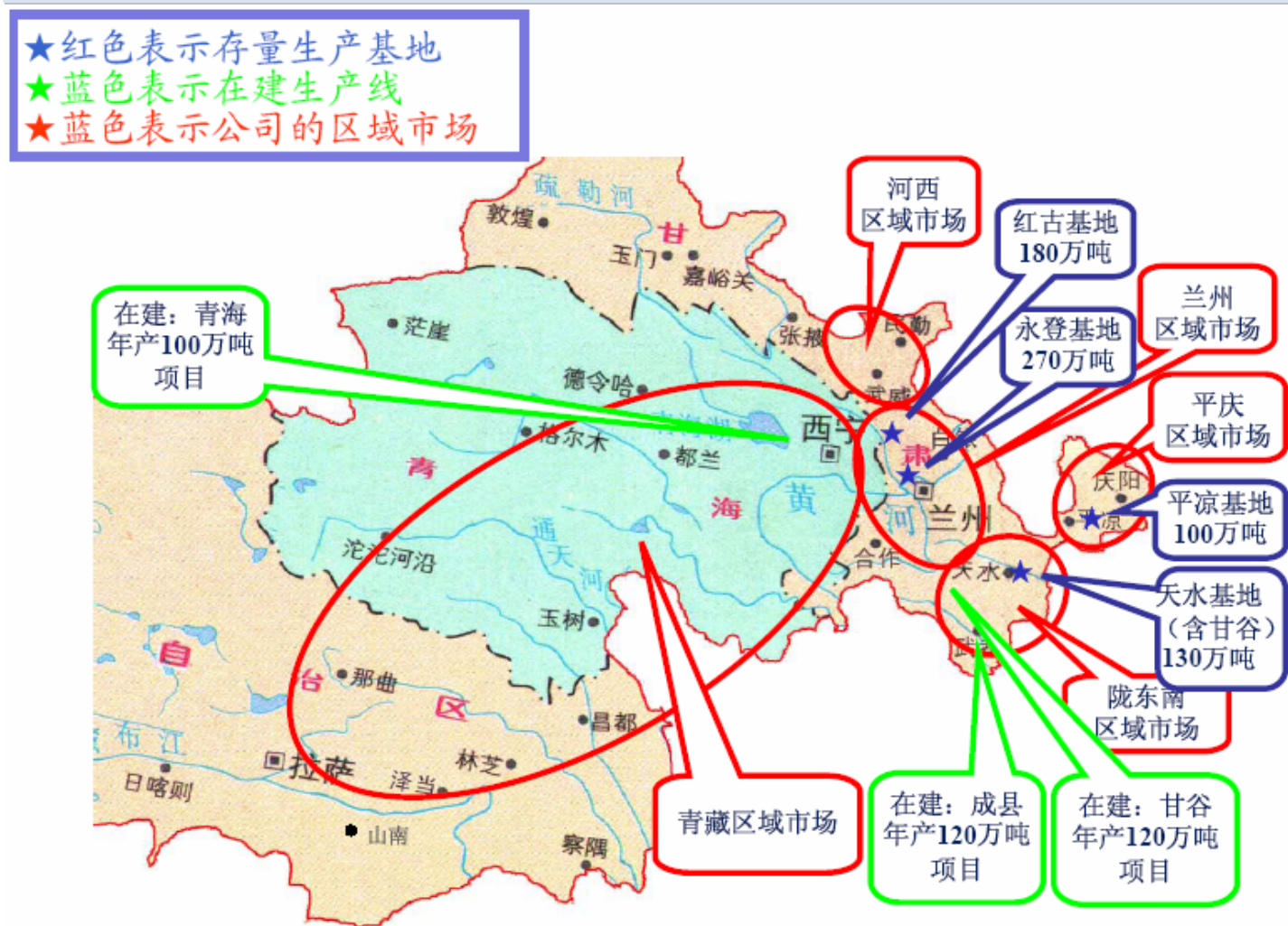
- 截至 2008 年 12 月 31 日，祁连山的存量产能 680 万吨，是甘肃省第一大水泥企业，主要资产盘点如下表。

图表1：祁连山的主要资产盘点

	生产线情况	持股比例	干法产能（万吨）	落后产能（万吨）	产能合计（万吨）	预计目前吨税前利润水平（元/吨）	其他重要事项
存量产能							
永登	2×2500t/d 6×500t/d （湿法）	100%	180	90	270	40	永登基地 2001、2002 年建成的两条干法生产线；湿法产能的资产余额已于 2007 年全部记提；计划未来三年每年停产两条湿法线；6000KW 余热发电 2007 年 2 月并网，2008 年发电量 3800 万度。
天水	1×1500t/d 1×1000t/d	100%		0	100	50	天水基地的前身是武山水泥厂（属于老线）；2008 年 7 月公布了收购少数股东权益方案，2008 年全年 100%并表时间为 5 个月。
甘谷	1×1000t/d	100%			30	50	2008 年 7 月公布收购少数股东权益，2008 年全年 100%并表时间为 5 个月。
平凉	1×2500t/d	96.92%	100	0	100	90	2004 年建设的新线，余热发电正在建设中，预计 2009 年中期左右投入运行，2008 年全年 100%并表时间为 5 个月。
红谷	1×2500t/d （位于青海） 2×1000t/d 1×700t/d	28.71%	180	0	180	26	700t/d 生产线目前处于停产状态，对应的减值准备已经记提完毕；持股比例将在 2009 年上半年增加到 50%以上。
小计	680						
增量产能							
青海湟中	1×2500t/d	100%	100		100		2007 年 9 月开工，2009 年 4 月投产，预计 2009 年贡献 55 万吨产量。
陇南成县	1×3000t/d	100%	120		120		2008 年 6 月开工，2009 年底建成。
甘谷	1×3000t/d	100%	120		120		2008 年 12 月开工，2010 年初投产。
张掖	规划中						前期准备工作，争取 2009 年上半年开工两条即白银和张掖，这两条生产线预计采取合资建厂的方式。永登三线和青海二线目前看来属于两年后的开工规划。
白银							
永登三线							
青海二线							

来源：国金证券研究所

图表2：祁连山产能的区位分布图

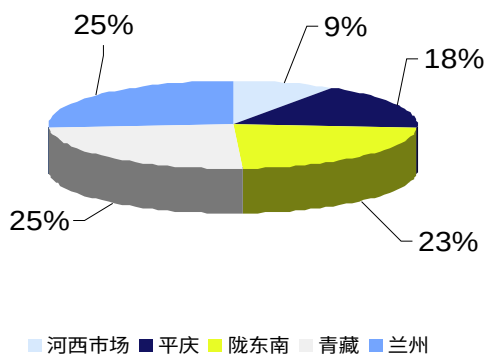


来源：国金证券研究所，调研数据

区域市场盘点：95%以上集中在甘肃和青海

- 公司的销售区域分为 5 大块，如上图所示的河西、兰州、平庆、陇东南和青藏区域，在青藏区域中，包括 15 万吨左右特种水泥运到西藏，而在河西市场中，同样有 5 万吨左右销售至新疆哈密区域，因此，我们重点分析甘肃和青海未来的供求关系，就能明确判断祁连山的投资价值。

图表3：祁连山按销量的各区域占比情况



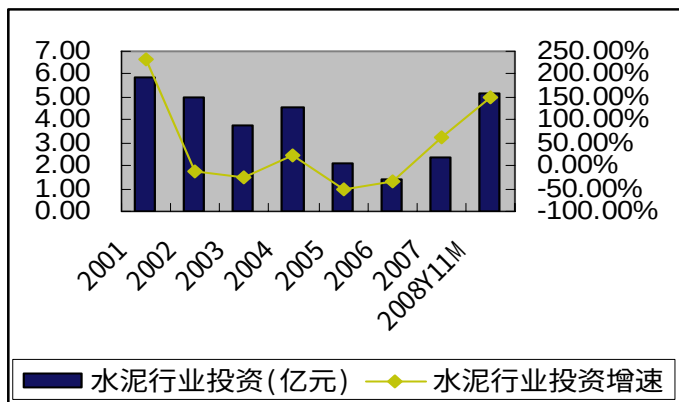
来源：国金证券研究所，调研数据

区域供给面：从明确在建生产线状况看未来两年的供给量

由于基数比较低，行业投资数据看似较快

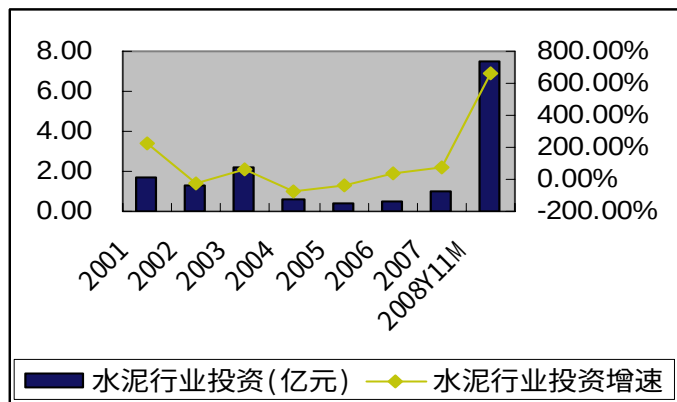
- 截至 2008 年 11 月，甘肃和青海的水泥行业投资金额 5.2 亿元和 7.49 亿元，增速分别达到了 147.3%和 661.7%，从数据来看，行业投资增速明显高于全国平均 65%的增速。但我们认为，基数较低、投资成本增加、新增了余热发电投资等是造成数据过快的关键原因。

图表4：甘肃省的水泥行业投资及增速



来源：国金证券研究所，数字水泥网

图表5：青海省的水泥行业投资及增速



从生产线情况，判断未来新增供给量

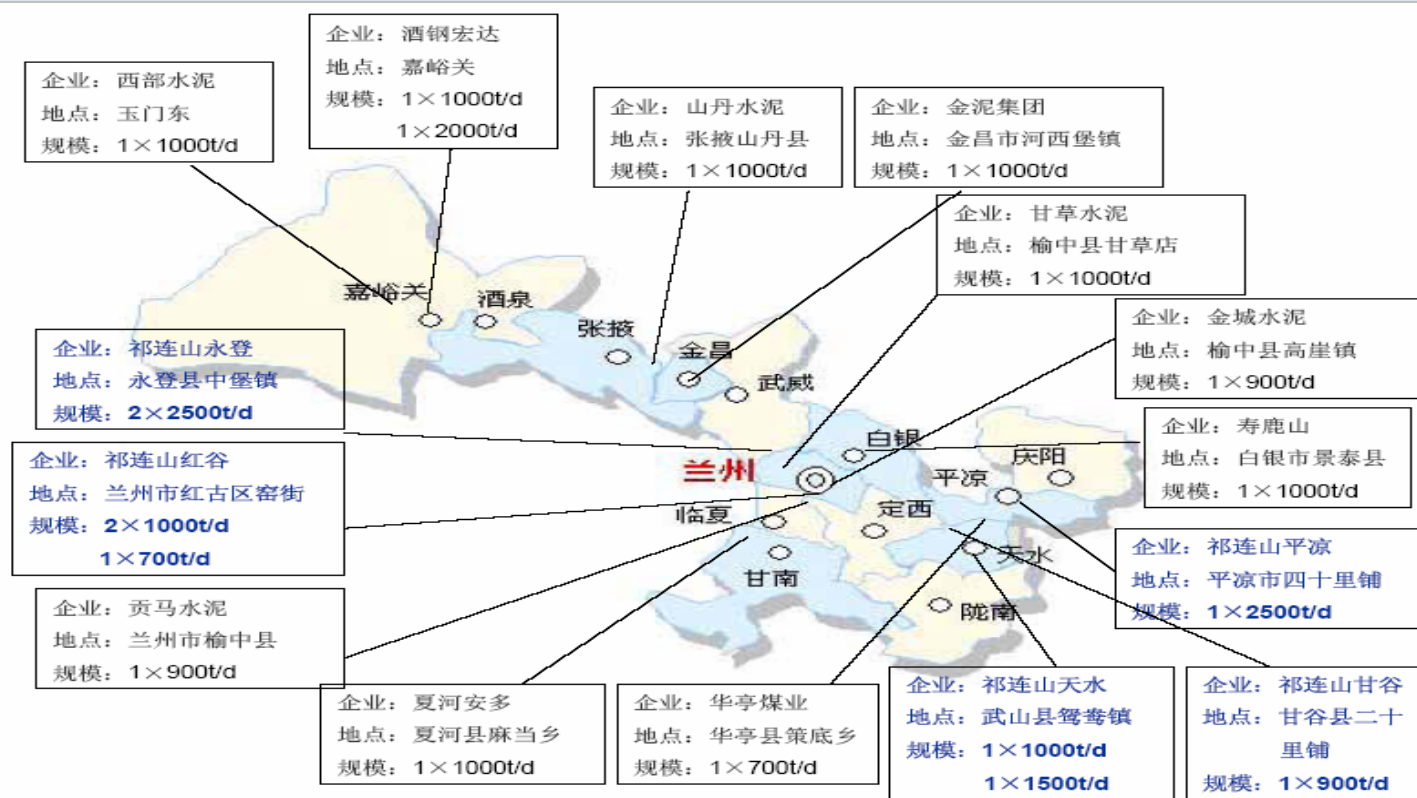
- 从甘肃省水泥协会统计的生产线情况来看，全省水泥产能约 2000~2100 万吨，其中 700t/d 以上的新型干法生产线为 20 条，按照 300 天设计产能，以及 90%的设计产能利用率来计算，对应的熟料产能 660 万吨，对应的水泥产能 860 万吨。

图表6：甘肃省700t/d以上新型干法线

序号	企业名称	规模	条数	地址
1	甘肃西部水泥公司	1000t/d	1	玉门东
2	酒钢宏达建材公司	1000t/d	1	嘉峪关
		2000t/d	1	
3	张掖山丹水泥化工总厂	1000t/d	1	山丹县
4	金昌水泥集团有限公司	1000t/d	1	金昌市河西堡镇
5	永登祁连山水泥有限公司	2000t/d	1	永登县中堡镇
		2300t/d	1	
6	红古祁连山水泥有限公司	700t/d	1	兰州市红古区窑街镇
		1000t/d	2	
7	兰州贡马水泥有限公司	900t/d	1	兰州市榆中县
8	兰州甘草水泥有限公司	1000t/d	1	兰州市榆中县甘草店
9	甘肃定西金城水泥公司	900t/d	1	兰州市榆中县高崖镇
10	天水祁连山水泥有限公司	1500t/d	1	武山县鸳鸯镇
		1000t/d	1	预热器窑
11	甘谷祁连山水泥有限公司	900t/d	1	甘谷县二十里铺
12	甘南州夏河安多水泥公司	1000t/d	1	夏河县麻当乡
13	甘肃寿鹿山水泥公司	1000t/d	1	白银市景泰县
14	平凉祁连山水泥有限公司	2500t/d	1	平凉市四十里铺
15	华亭煤业集团有限公司	700t/d	1	华亭县策底乡

来源：国金证券研究所，甘肃省水泥协会

图表7：甘肃700t/d 新型干法生产线的布局情况



来源：国金证券研究所，甘肃省水泥协会

- 目前甘肃省的生产线在建情况如下表所示，按照正常的开工进度，我们初步判断，2009 年市场新增的供给量为 60 万吨；2010 年为 450 万吨。

图表8：目前甘肃在建或规划状态的生产线

企业	规模	进度说明
金昌市金泥集团	2500t/d	预计 2009 年 5~6 月投产
平凉海螺水泥	5000t/d	预计 2009 年 10 月投产
成县祁连山	3000t/d	预计 2009 年年底投产
武都四川旺苍金旗水泥	2500t/d	预计 2009 年年底投产
预计 2009 年新增的供给量	60 万吨，主要增量来自于金泥集团（半年）和海螺水泥（2 个月），金泥集团位于金昌市，在河西走廊。	
甘谷祁连山	3000t/d	预计 2010 年初投产
夏河安多	2000t/d	已开工，但无进度
中材白银	4500t/d	搞了开工典礼，目前不具备开工条件。
中材天水	2500t/d	
临夏和政金德物业公司太子山水泥厂	2000t/d	搞了开工典礼，但无进度
张掖	4000t/d	可能由祁连山牵头合资来做，目前没有开工。
白银	3000t/d	
预计 2010 年新增的供给量	450 万吨，假定生产线都按照上述进度投产，增量主要来自于海螺水泥（10 个月）、祁连山、金泥集团（半年）、四川旺苍金旗。	

来源：国金证券研究所，调研数据

- 而看青海，目前省内仅三条新型干法水泥生产线，如下图所示。目前处于在建状态的生产线有两条，假定按照正常进度投产的话，则 2009 年、2010 年贡献的供给增量分别约为 110 万吨、120 万吨。

图表9：青海目前的新型干法生产线

序号	企业名称	规模	条数	备注
1	青海水泥股份有限公司	1000	1	西宁
		1500	1	
2	祁连山红谷	2500	1	海东

来源：国金证券研究所，调研数据

图表10：青海目前的在建和规划生产线

企业	规模	进度说明
祁连山湟中	2500t/d	预计 2009 年 4 月投产
青海互助金圆水泥	3200t/d	预计 2009 年 5 月投产
预计 2009 年新增的供给量	110 万吨	
中材青海	2500t/d	做了开工典礼
预计 2010 年新增的供给量	120 万吨	主要是由于祁连山和金圆水泥 2010 年全年贡献带来的增量

来源：国金证券研究所，调研数据

落后产能淘汰：2009 年将进入新的加速淘汰阶段

- 我们在 2009 年第一份行业报告中提出了：财税[2008]156 号文将对落后淘汰产生重大积极影响，因为，立窑以后将不能享受增值税退税带来的利润增加，此举将增加立窑企业的经营成本，压窄其利润空间，加速落后水泥的淘汰速度。
- 西部落后企业由于地处边远地区，还将享受国家财政奖励基金的激励，比如甘肃 2007 年淘汰了 80 万吨落后产能，就享受了国家约 1000 万元的财政补贴，我们对于国家的淘汰任务最后完成情况并不悲观。

图表11：甘肃和青海的落后产能淘汰情况

甘肃	2007 年淘汰了 80 万吨；2008 年 102 万吨（由于对应的财政奖金尚未到位，目前还没完成）；2009~2010 年每年淘汰 100 万吨。
青海	在 2008 年底，淘汰湿法窑及直径 1.83 米以下的水泥粉磨设备；2009 年底，淘汰直径 3 米以下的机立窑；2010 年底，淘汰所有机立窑。我们预计未来两年青海将淘汰落后产能 150 万吨。

来源：国金证券研究所，数字水泥网，调研数据

从右图可以看出，祁连山的重点销售区域兰州、平凉将是未来重点淘汰的区域，如果粗略按照 8 万吨/条产能计算的话，兰州、平凉将有接近 200 万吨的淘汰量。

图表12：甘肃各地区需要淘汰的生产线条数

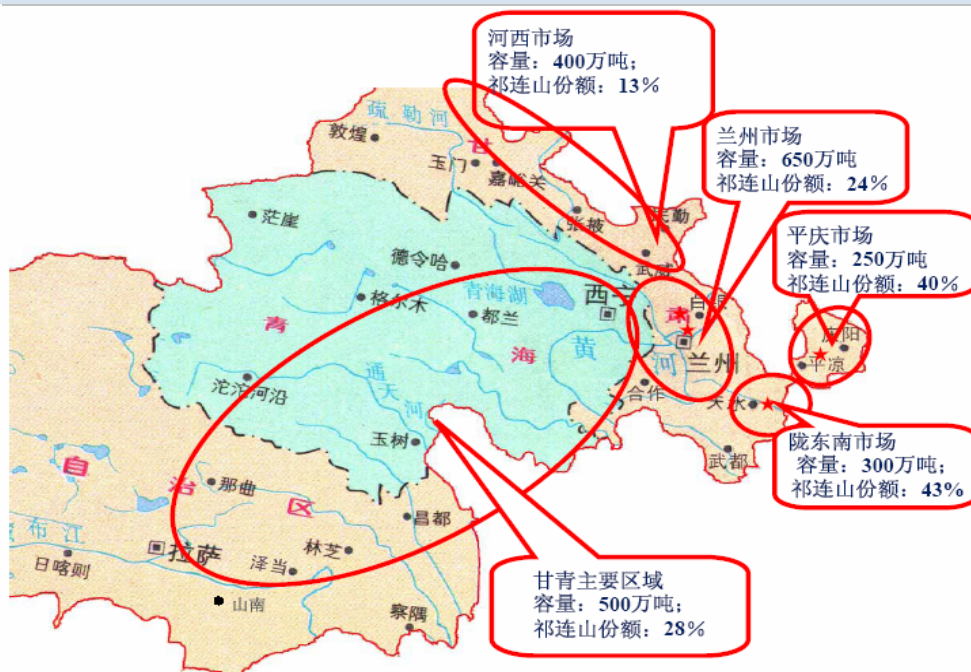
兰州市	18	酒泉市	2
平凉市	8	临夏州	2
张掖市	8	定西市	1
金昌市	6	嘉峪关市	1
白银市	2	甘南州	1
		陇南市	1

来源：国金证券研究所

行业结构：祁连山在局部市场已经形成控制力

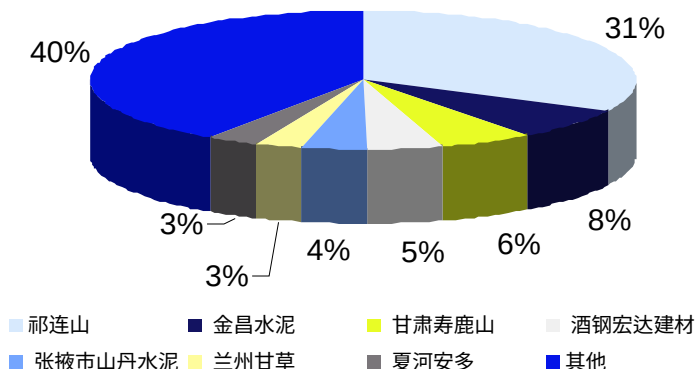
- 追求区域市场的控制力是水泥企业盈利模式中的最高境界，因为他们可以通过控制区域的价格来稳定自身的利润率水平，而放眼中国的各区域市场，西北各省的水泥企业集中度情况明显高于全国平均水平：赛马实业控制宁夏市场 60%以上份额；天山和青松建化拥有新疆重点区域 60%以上的市场份额；而祁连山在甘青两个市场的份额比重也接近了 30%，至少具备控制甘青市场的雏形。
- 我们这里需要强调的是，在祁连山的五大销售区域中，祁连山的份额各不相同，尤其在平庆、天水等市场已经形成了较强控制力，预计 2008 年平凉基地吨水泥税前利润达到 90 元/吨，除了供求关系不错外，区域控制力强也是十分关键的原因。

图表13：对各区域祁连山市场份额的统计



来源：国金证券研究所，调研数据

图表14：甘肃前七大水泥企业占有率接近60%



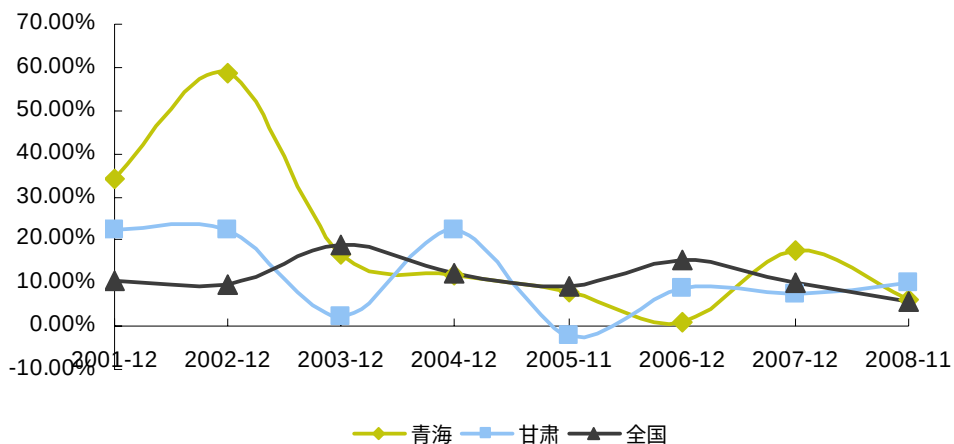
来源：国金证券研究所，数字水泥网

需求面：从下游结构来看，甘青区域的比较优势非常明显

甘肃水泥需求已经在 2008 年开始快速启动，青海则期望于政府投资力度加大

- 截至 2008 年 11 月，甘肃、青海水泥产销增速分别为 10.21%、5.96%，均高于全国平均水平 5.73%，尤其在金融危机的大背景下，表明，甘肃、青海的水泥需求结构将相异于全国水泥的下游需求结构。

图表15：甘肃、青海、全国水泥需求增速对比

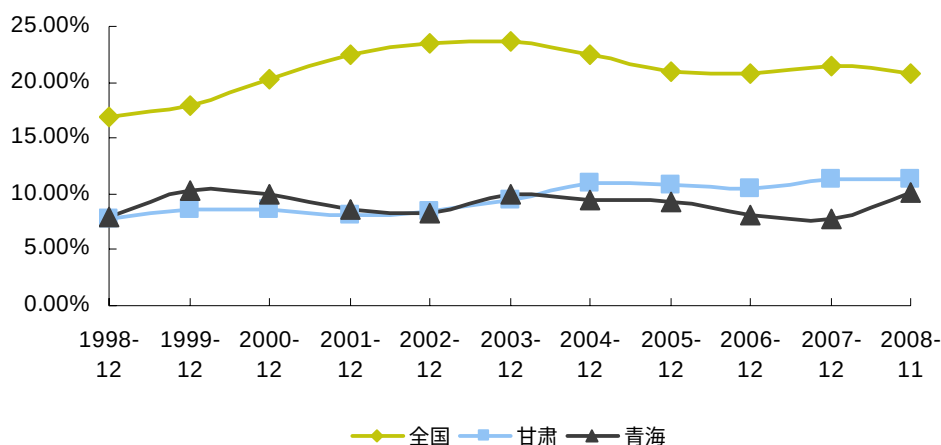


来源：国金证券研究所，数字水泥网

需求面的重要特点：房地产投资占固定资产投资比例远远低于全国平均水平

- 房地产投资增速快速下降的预期是困扰投资者买入水泥股的最大负面因素，但仔细分析来看，长三角和珠三角房地产占比高，以及这两个区域水泥产销权重重大，是造成全国水泥消费去向中，房地产占 30%左右的主要原因。而从甘肃、青海表现出来的数据看，房地产投资占固定资产比例长期低于 10%，因此我们认为，甘肃区域未来受到房地产投资下降的影响相对偏小。

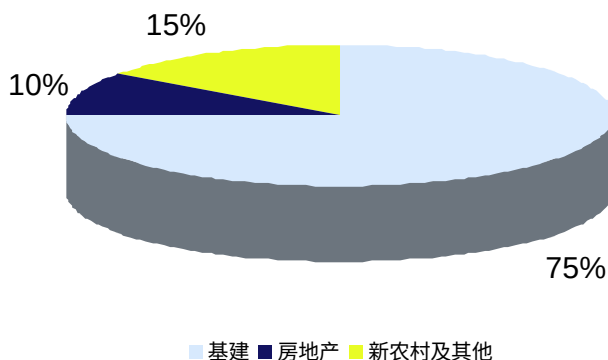
图表16：甘肃和青海的房地产占固定资产投资比例远远低于全国平均水平



来源：国金证券研究所，国家统计局

- 而我们从祁连山调研了解的情况看，与统计数据的房地产投资占比基本相当。公司下游只有 10%左右流入到房地产领域，绝大部分都销售到基础设施建设领域，另外天水和平凉有一小部分销到新农村市场（大通河和永登基地绝大部分都是重点工程领域）。

图表17：祁连山下游需求结构



来源：国金证券研究所，调研数据

基础设施建设：甘肃水泥需求的中长期拉动力

- 做出未来甘青区域基础设施建设投资仍能保持较快增长结论的逻辑在于国家的两个政策：其一，西部大开发，我们认为今年以来为什么西北水泥景气能风景独好，西部大开发政策的加快落实非常关键（参见我们新疆、宁夏的分析报告）；其二，通过加大基建投资保增长是现在中国经济的主旋律，以铁路、公路为主的基础建设向中西部倾斜，也将是西部基建投资能加快发展的主要原因。
- 从近期的基建招标情况来看，祁连山是甘青市场的最大水泥赢家（年底是各大水泥企业签定第二年订单的高峰期），而且价格尚高于 2008 年的最高价，这表明，甘肃用于基建的水泥，供不应求的态势非常明确。
- 由于没有准确的数据来说明未来甘肃区域基建投资增长情况，我们主要通过统计处于在建状态或者规划状态的铁路和公路情况，来表明甘肃未来的基建投资拉动水泥的量值得重点期待。

受益的铁路还包括兰州至西安客运专线、包兰铁路兰州至惠农增建二线、兰州至临夏至合作、天平铁路南北延伸工程，兰州—临洮—陇西—天水城际、兰州—中川机场—张掖城际、兰州至武威城际、兰州至天水城际及通边动车组，兰州枢纽配套工程等铁路项目。

图表18：祁连山受益的主要铁路

	长度	其他
兰渝铁路	全长 814 公里，甘肃境内 460 公里	2008 年 9 月 26 日开工，最近招标，祁连山拿到三个标段中的两个。
兰新铁路客运专线	全长 1892 公里	2009 年将开工，甘肃和新疆的水泥公司都将受益。
兰(九)成铁路	全长 462 公里	近期将动工，甘肃、四川水泥企业受益。
西格二线	全长 290.69 公里	2007 年 9 月已经开工，甘肃、青海水泥企业将受益。
西平铁路	全长 266 公里，甘肃境内长 102 公里	2008 年 11 月 20 日开工，陕西和甘肃的水泥企业将受益。
天平铁路	全长 137 公里	2008 年 12 月 4 日开工，祁连山直接受益。
柴木铁路	全长 142.04 公里	接近尾声，青海水泥企业将受益。
敦煌至格尔木铁路	全长 617 公里	2009 年上半年开工建设，甘肃青海
兰青二线	全长 169.9 公里	接近尾声。

来源：国金证券研究所，调研资料

受益的公路还包括：瓜州至星星峡、营盘水至古浪、雷家角至西峰、敦煌至当金山平定高速宁夏连接段、西部大通道银川~武汉公路同沿高速、西宁过境高速，拉脊山隧道，等等

图表19：祁连山受益的主要公路

武罐高速	全长 447.28 公里
天定高速公路	全长 130.4 公里
平定高速公路	全长 258.22 公里
徐古高速公路	全长 145.46 公里
西长凤高速公路	全长 77.41 公里
宝天高速及其天水过境段	全长 36.96 公里
兰州南山公路	全长 35.74 公里
青海倒淌河至茶卡高速	全长 192 公里
格尔木至察尔汗高速公路	全长 141 公里
康临高速公路	全长 71 公里

来源：国金证券研究所，调研资料

- 以上从房地产消费比重低和基建消费比重高，论证了甘肃青海的水泥需求相对于全国而言，拥有一定的比较优势——这是投资西北水泥行业的逻辑中非常重要的一个环节，因为如果基建投资速度超预期的话，则需求面临超预期的可能性。

甘青市场的供求关系的小结

图表20：甘青市场 2009~2010 年供求关系小结

项目	2009 年		2010 年	
	甘肃	青海	甘肃	青海
新增供给量（万吨）	60	110	450	120
落后产能淘汰（万吨）	100	70	100	80
新增需求（万吨） （假定增长 10%）	160	50	176	55
供需小结	新增需求>新增净供给，且即使需求增速低于 5%，同样能保持景气，因为区域供给压力太小——2009 年甘青市场高景气的确定性很高。		新增需求<新增净供给，如果 2010 年的需求增速达到 12%，则供求关系尚能继续维持。我们认为，2010 年供求关系目前来看尚不明朗。	

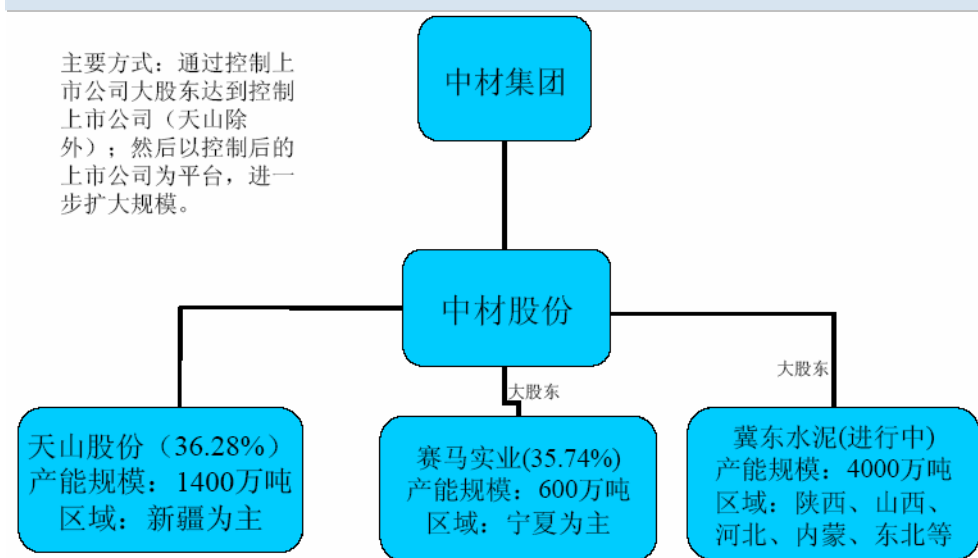
来源：国金证券研究所

对于中材携手赛马实业在甘青扩张的看法

中材构建北方水泥的宏图正在实施中

- 中材集团总经理近期在国资委访谈录中明确表示：中材目前的目标就是成为北方最大的水泥企业。目前天山股份、赛马实业都已经通过整合的方式纳入中材旗下，而对冀东水泥的整合也正在进之中。

图表21：中材目前收购或正在收购的北方水泥企业



来源：国金证券研究所

- 放眼我国北方的辽阔疆土，中材没有进入的省区仅甘肃和青海，由于赛马实业所在宁夏在区域上有明显便利的优势，而且赛马实业对于甘青市场、尤其甘肃市场并不陌生，通过六盘山每年都有水泥销售到平庆地区，因此中材借赛马之力以扩大其在甘青市场的势力在预期之内。但据我们从甘肃省水泥协会了解的情况，做了开工典礼的天水、白银和青海的基地近期都不具备开工条件。

我们对于祁连山选择战略投资者的各种判断

- 近期，祁连山又公布了最新的增发方案：发行量 6800~12000 万股；发行价格不低于 5.61 元/股，发行对象为不超过 10 名符合条件的特定对象。
- 这个增发方案是前两次分别由于种种原因过期或失败后最新抛出的方案，前两次方案的战略投资者分别是海螺水泥、中国建材，虽然最新增发方案中未明确是否引进战略投资者，但我们认为，借增发之机或在上市公司、或在股东层面、或在具体项目层面引进战略投资者，对于祁连山的发展具有重要意义。

图表22：对于祁连山各战略投资者的简单评价

可能的战略投资者		简单评价
情形之二	海螺水泥	海螺水泥之于祁连山，有两大好处：其一，海螺水泥的管理水平对于祁连山很重要；其二，可以减少未来在平凉的竞争。
情形之一	中材股份	祁连山在甘肃市场未来最大的竞争对手是中材股份（有 1000 万吨的产能扩张计划），尤其在其公布甘肃、青海的扩张规划后，这种预期更加强烈。因此我们认为如中材能进入祁连山，是一个双赢的结局，能最大程度的稳定未来甘青市场的竞争格局。
情形之三	中国建材	我们认为中国建材进入祁连山相对于前两者而言，并不具备比较优势，管理上其明显不如海螺水泥，在甘青市场格局上的优势更不比中材股份强。
情形之四	不引进或者引进其他投资者	如不引进，两年后甘青市场面临较大竞争压力；如引起其他管理上较强的战略投资者，也能弥补管理上的短板，但同样免不了市场未来与中材的竞争。

来源：国金证券研究所

盈利预测及说明

- 根据以上对于 2009 年供求关系的分析、公司近期招投标水泥价格的情况、2009 年公司水泥价格的制定策略、以及 2009 年湿法窑关停两条和湟中释放 55 万吨销量，我们认为 2009 年主营的高增长确定性比较强。而 2010 年，由于目前尚无足够的证据说明生产线投放进度未来的变化、以及需求可能超预期的因素，因此我们先假定 2010 年公司综合均价略有下降。全部的销售预测表见下表。（**需要特点说明的是，2007 年以后的销量，我们剔除了内部抵消的商品熟料销量**）
- 虽然我们对 2009 年水泥价格的假设上涨了 26 元/吨，但由于公司 2008 年大部分时间执行 2008 年初的低合同价煤（随市场波动有些调整，但低于市场均价），尽管目前的煤炭价格已经大幅下降，我们趋于谨慎原则，仍假设公司 2009 年的煤炭成本高于 2008 年，毛利率仅上升 2 个百分点。

图表23：销售预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水泥和熟料								
平均售价 (元/吨)	185.05	183.16	177.90	197.72	214.40	284.00	310.00	300.00
增长率 (YOY)	-13.93%	-1.03%	-2.87%	11.14%	8.43%	32.46%	9.15%	-3.23%
销售数量 (千吨)	2,280.40	3,620.00	4,013.60	4,673.60	5,484.90	5,798.30	6,200.00	8,700.00
增长率 (YOY)	38.03%	58.74%	10.87%	16.44%	17.36%	5.71%	-4.62%	50.04%
销售收入 (百万元)	422.00	663.02	714.04	924.07	1,175.95	1,646.72	1,922.00	2,610.00
增长率 (YOY)	18.80%	57.12%	7.69%	29.42%	27.26%	40.03%	16.72%	35.80%
毛利率	32.71%	30.65%	25.68%	25.81%	26.87%	39.10%	41.10%	38.00%
销售成本 (百万元)	283.96	459.82	530.67	685.57	859.96	1,002.85	1,132.06	1,618.20
增长率 (YOY)	24.71%	61.93%	15.41%	29.19%	25.44%	16.62%	-74.67%	61.36%
毛利 (百万元)	138.04	203.21	183.36	238.50	315.98	643.87	789.94	991.80
增长率 (YOY)	8.24%	N/A	-9.76%	30.07%	32.49%	103.77%	-61.11%	54.04%
占总销售额比重	91.47%	93.35%	92.55%	92.84%	93.56%	93.21%	94.12%	95.60%
占主营业务利润比重	91.38%	97.10%	95.80%	96.86%	96.98%	97.81%	98.21%	98.57%
其他								
销售收入 (百万元)	39.34	47.24	57.44	71.30	80.92	120.00	120.00	120.00
增长率 (YOY)	42.54%	20.09%	21.57%	24.13%	13.49%	48.30%	20.00%	0.00%
毛利率	33.09%	12.84%	14.00%	10.85%	12.16%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	26.32	41.18	49.40	63.56	71.08	105.60	105.60	105.60
增长率 (YOY)	13.20%	56.44%	19.96%	28.68%	11.82%	48.57%	20.21%	0.00%
毛利 (百万元)	13.02	6.07	8.04	7.74	9.84	14.40	14.40	14.40
增长率 (YOY)	199.47%	-53.40%	32.56%	-3.80%	27.15%	46.40%	18.46%	0.00%
占总销售额比重	8.53%	6.65%	7.45%	7.16%	6.44%	6.79%	5.88%	4.40%
占主营业务利润比重	8.62%	2.90%	4.20%	3.14%	3.02%	2.19%	1.79%	1.43%
销售总收入 (百万元)	461.34	710.27	771.47	995.37	1256.86	1766.72	2042.00	2730.00
销售总成本 (百万元)	310.28	501.00	580.07	749.13	931.04	1108.45	1237.66	1723.80
毛利 (百万元)	151.05	209.27	191.41	246.24	325.82	658.27	804.34	1006.20
平均毛利率	32.74%	29.46%	24.81%	24.74%	25.92%	37.26%	39.39%	36.86%

来源：国金证券研究所

- 2009 年以后的业绩增量还来自于少数股东损益的减少：收购的天水、甘谷、平凉的少数股东损益，2008 年仅并表 5 个月，2009 年后有 7 个月的时间增量；而红谷水泥的持股也将由目前的 28.71% 上升到 50% 以上。因此我们假定 2008~2010 年的少数股东损益分别为 5000、2500、2500 万元。
- 假定 2008 年发生 1300 万元左右的资产减值准备（釉面转厂、部分收不回来的应收账款等等），2009 年回归至正常水平，即 400 万左右。
- 对于 2008 年公司管理费用大幅增加的解析：公司从 2008 年开始将每年的维修费用约 8000 多万元从主营业务成本计入了管理费用，我们假定 2008~2010 年公司管理费用率分别为 14%、13%、13%。
- 根据我们以上假设，我们的盈利预测细项分别如下：
 - ◆ 2008~2010 年的营业收入分别为：17.67、20.42、27.30 亿元，同比增速分别为 40.6%、15.6%、33.7%；
 - ◆ 2008~2010 年归属母公司的净利润分别为：1.71、3.02、4.07 亿元，同比增速分别为 3037.19%、76.58%、34.81%，对应的 EPS 分别为 0.432、0.762、1.028 元/股，如果按照 1.2 亿股摊薄，则 2009~2010 年对应 EPS 分别为 0.585、0.789 元/股。

8.78 元/股目标价位，买入建议

- 我们在 2009 年年度策略报告中，给出了两条选股逻辑：区域高景气决定的业绩增长或者超预期增长型公司；由于行业向上拐点提前促发的估值提升型公司。很明显，祁连山地处西北、而且 2009 年供求关系非常明朗，属于业绩高增长型公司，而且该公司和区域都将面临未来战略性决策机遇，我们认为投资祁连山，将享受业绩超高增长、行业整体估值提升、以及正确战略决策带来的估值空间三方面的超额收益。

- 估值：我们认为在水泥企业盈利趋势向上时，PE 估值最实用，我们给予祁连山 2009 年 15 倍 PE 估值，按照摊薄 1.2 亿股后 EPS0.582 元/股，对应公司的目标价位 8.78 元/股。

风险提示

- 管理水平能否随着规模的扩张而同步提高。经过与公司各部门的深入交流，我们认为公司在管理上需要提升的空间还相当大，而人员负担过重也与公司产能规模不匹配（永登基地 1600 人对应 270 万吨的规模；红谷基地 1200 人对应 180 万吨的规模）；
- 我们期待公司战略投资者选择有所正确的作为，如果最终预期落空，将对 2010 年后区域的竞争格局和供求关系产生较大压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	771	995	1,257	1,767	2,042	2,730
增长率		29.0%	26.3%	40.6%	15.6%	33.7%
主营业务成本	-580	-749	-931	-1,108	-1,238	-1,724
% 销售收入	75.2%	75.3%	74.1%	62.7%	60.6%	63.1%
毛利	191	246	326	658	804	1,006
% 销售收入	24.8%	24.7%	25.9%	37.3%	39.4%	36.9%
营业税金及附加	-7	-9	-9	-12	-14	-19
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-81	-90	-102	-125	-145	-194
% 销售收入	10.5%	9.1%	8.1%	7.1%	7.1%	7.1%
管理费用	-64	-86	-132	-247	-265	-355
% 销售收入	8.3%	8.6%	10.5%	14.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	40	62	83	273	380	438
% 销售收入	5.2%	6.2%	6.6%	15.5%	18.6%	16.1%
财务费用	-39	-61	-65	-90	-74	-39
% 销售收入	5.0%	6.1%	5.2%	5.1%	3.6%	1.4%
资产减值损失	0	0	-25	-13	-4	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	-5	0	17	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.0%	6.3%	0.0%	0.0%
营业利润	-3	-5	-8	187	302	397
营业利润率	n.a	n.a	n.a	10.6%	14.8%	14.6%
营业外收支	19	34	46	80	92	123
税前利润	15	30	38	266	394	520
利润率	2.0%	3.0%	3.0%	15.1%	19.3%	19.1%
所得税	-5	-6	-7	-45	-67	-88
所得税率	32.3%	21.5%	19.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	10	23	30	221	327	432
少数股东损益	4	15	25	50	25	25
归属于母公司的净利	6	8	5	171	302	407
净利率	0.8%	0.8%	0.4%	9.7%	14.8%	14.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	6	8	30	221	327	432
少数股东损益	4	15	0	0	0	0
非现金支出	95	112	136	150	150	176
非经营收益	47	66	61	8	-14	-80
营运资金变动	-183	-27	15	-116	-39	-96
经营活动现金净流	-32	175	243	263	423	432
资本开支	-129	-146	-96	-259	-512	118
投资	28	-28	-77	-1	0	0
其他	-6	-52	1	17	0	0
投资活动现金净流	-107	-226	-172	-243	-512	118
股权募资	0	0	20	0	662	0
债权募资	155	206	21	111	-296	-507
其他	-53	-62	-80	-93	-78	-43
筹资活动现金净流	102	144	-40	18	289	-550
现金净流量	-37	93	31	39	200	0

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	69	162	261	300	500	500
应收款项	291	265	236	389	446	596
存货	175	193	261	273	305	425
其他流动资产	95	126	96	135	151	209
流动资产	629	746	854	1,097	1,402	1,730
% 总资产	28.7%	30.6%	29.2%	32.8%	34.1%	40.5%
长期投资	105	105	30	31	30	30
固定资产	1,420	1,442	1,756	1,914	2,372	2,204
% 总资产	64.7%	59.1%	60.0%	57.2%	57.7%	51.6%
无形资产	41	144	273	304	304	305
非流动资产	1,566	1,691	2,074	2,251	2,708	2,540
% 总资产	71.3%	69.4%	70.8%	67.2%	65.9%	59.5%
资产总计	2,195	2,437	2,928	3,348	4,110	4,270
短期借款	707	741	1,027	1,243	898	390
应付款项	335	356	381	469	528	727
其他流动负债	22	20	81	84	95	131
流动负债	1,064	1,117	1,489	1,797	1,520	1,247
长期贷款	150	322	245	145	195	196
其他长期负债	1	4	8	0	0	0
负债	1,215	1,443	1,743	1,942	1,715	1,444
普通股股东权益	868	877	912	1,083	2,047	2,454
少数股东权益	112	118	273	323	348	373
负债股东权益合计	2,195	2,437	2,928	3,348	4,110	4,270

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.015	0.021	0.014	0.432	0.762	1.028
每股净资产	2.193	2.215	2.304	2.735	3.968	4.756
每股经营现金净流	-0.080	0.442	0.614	0.665	0.820	0.837
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.67%	0.94%	0.60%	15.78%	14.75%	16.58%
总资产收益率	0.27%	0.34%	0.19%	5.11%	7.34%	9.53%
投入资本收益率	1.53%	2.41%	2.71%	8.11%	9.03%	10.66%
增长率						
主营业务收入增长率	8.62%	29.02%	26.27%	40.57%	15.58%	33.69%
EBIT增长率	-40.61%	52.59%	30.62%	231.01%	38.99%	15.48%
净利润增长率	-78.55%	40.81%	-33.97%	3037.19%	76.58%	34.81%
总资产增长率	17.14%	11.04%	20.12%	14.35%	22.77%	3.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.3	66.0	55.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	100.0	89.7	89.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	78.4	70.3	59.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	599.5	459.0	469.2	306.4	293.4	277.1
偿债能力						
净负债/股东权益	80.41%	90.59%	85.30%	77.43%	24.76%	3.05%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.0	1.3	3.0	5.1	11.4
资产负债率	55.36%	59.20%	59.52%	58.00%	41.73%	33.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	4	5	5	5
买入	0	0	1	1	2
持有	0	0	0	3	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.09	1.40	1.71

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-08-27	买入	10.83	12.73~12.73

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。