

建筑建材行业

报告原因： 公司年报披露

2009 年 3 月 8 日

执笔人：

赵红

zhaohong@sxzq.com

010-82190392

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

祁连山（600720）：区域需求旺盛 09 年持续增长明确

评级：增持

◆ **收购少数股东股权 净利润同比增 31.39 倍。**2008 年公司实现收入 18.22 亿元，同比增长 45%比去年提高近 13 个百分点，实现利润总额 2.63 亿元，同比增长 6 倍，收购子公司少数股东股权，实现归属于母公司净利润 1.765 亿元，同比增长 31.39 倍。

◆ **销售单价提高近三成 兰州和青藏区域销售占比已超半数。**2008 年，公司销售水泥 630.83 万吨（包括熟料），全年平均销售价格 274 元/吨，同比提高 27.79%，销售毛利率 38.46%，同比提高 12 个百分点。销售区域方面，兰州和青藏地区销售收入增长较快，分别实现销售收入 5.43 亿元和 4.38 亿元，同比提高 91%和 65%，两地区合计收入占比已超过 50%。

◆ **期间费用有待降低 管理费用增长较快。**2008 年，公司期间费用发生额达到 4.84 亿元，占营业收入比重为 26.55%，比上年提高近 5 个百分点，其中管理费用增长最快，增速超过 93%。

◆ **定向增发正在进行中。**公司 08 年 3 月公告的非公开发行股票 6800-12000 万股人民币普通股（A 股），募集资金净额不超过 69,805.62 万元，股票价格不低于 5.61 元/股。公司定向增发申报材料中国证监会已正式受理，正在进行中。

◆ **公司正处高速成长期 实现千万吨水泥产能指日可待。**公司近几年通过新建和收购实现产能扩张，目前水泥产能已经达到 680 万吨，是甘肃省最大的水泥企业和西北地区特种水泥生产基地，形成了四大水泥生产基地和五大销售区域，目前公司在建的生产线共三条，处在青海湟中的日产 2500t/d 新型干法生产线将于今年 4 月份投产，其他 2 条将在 2010 年投产，三条全部投产后，公司的水泥产能超过 1000 万吨。

◆ **基础设施高投资支撑甘青区域水泥需求空间。**受益于西部大开发战略，甘肃和青海的固定资产投资近几年加快增长，固定资产投资加快同时带动了水泥需求旺盛，09 年，甘青两地又有大量的铁路（如兰新和宝兰客运专线）、公路、水电站、机场开工建设，可以预见未来几年内公司所处区域仍有很大的水泥需求空间。

◆ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 09 年和 10 年实现归属于母公司净利润为 2.54 亿元和 3.23 亿元，实现每股收益 0.64 元和 0.84 元，对应 12.39 元的收盘价市盈率分别为 19 倍和 14 倍，目前行业平均市盈率达到 25 倍和公司 09 年收益明确增长性，我们给予“增持”评级。

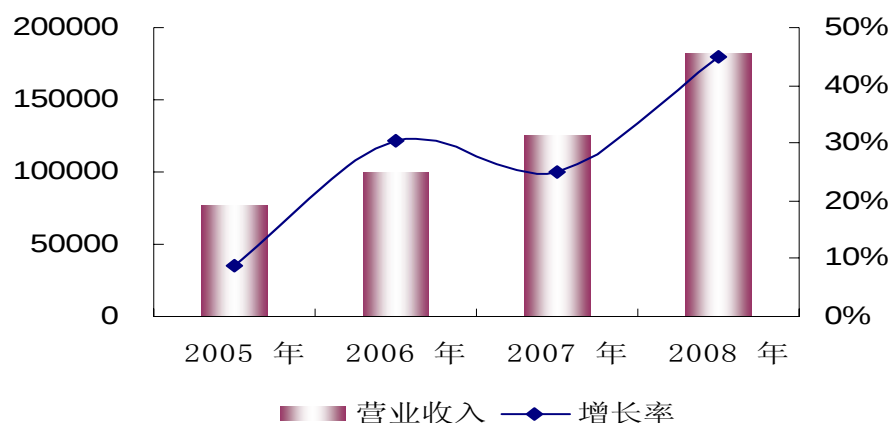


2008 年整体经营情况

毛利率为 38.22%上市以来新高 净利润同比增 31.39 倍。

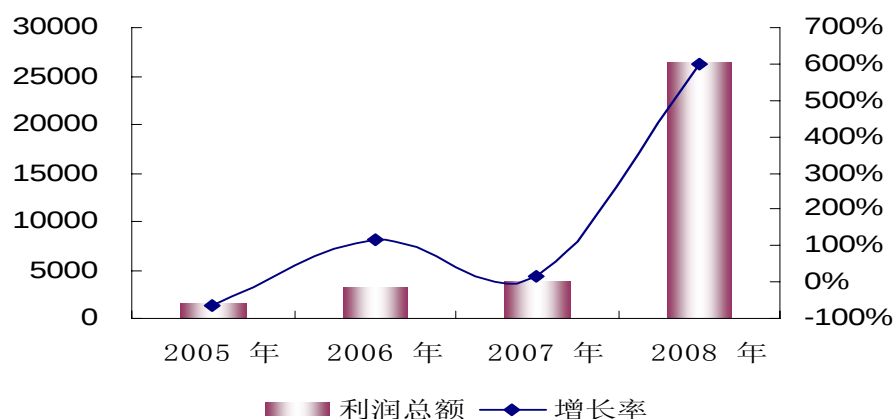
- ✧ 公司水泥产量（包括熟料）634.31 万吨，同比增长 5.55%，水泥销量 630.83 万吨，同比增长 4.01%；
- ✧ 2008 年公司实现收入 18.22 亿元，同比增长 45%比去年提高近 13 个百分点，也为公司自上市以来的最高值；实现利润总额 2.63 亿元，同比增长 6 倍；
- ✧ 收购子公司少数股东股权，实现归属于母公司净利润 1.765 亿元，同比增长 31.39 倍；
- ✧ 2008 年总体毛利率 38.22%，比上年提高了 13 个百分点，也是公司自上市以来的最高值；净资产收益率为 16.66%，上年仅为 0.6%；
- ✧ 2008 年实现每股收益为 0.446 元，去年仅 0.01 元；
- ✧ 公布利润分配：以目前股本 39590 万股为基数，每 10 股派 1.5 元（含税）。

2005-2008 年营业收入及变化

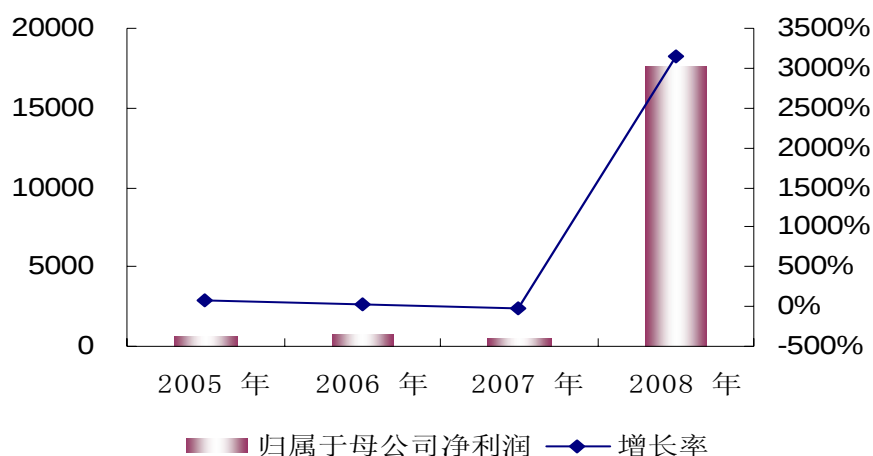


资料来源：公司年报，山西证券研究所

2005-2008 年利润总额及变化

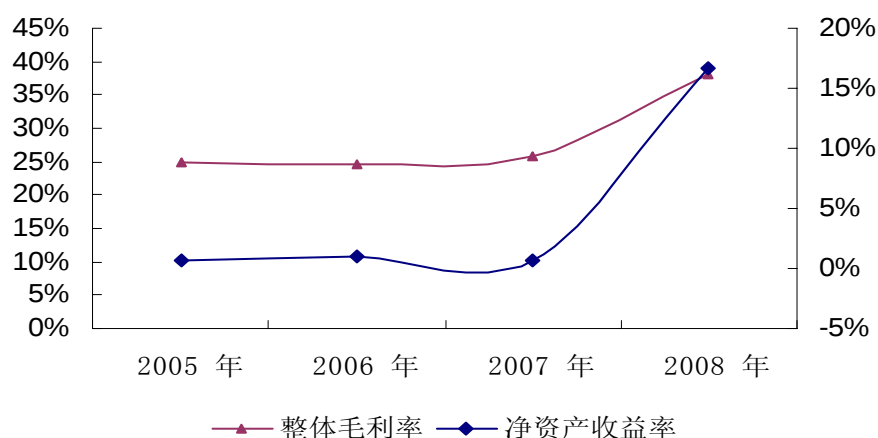


2005-2008 年归属于母公司净利润及变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

2005-2008 年毛利率及净资产收益率变化



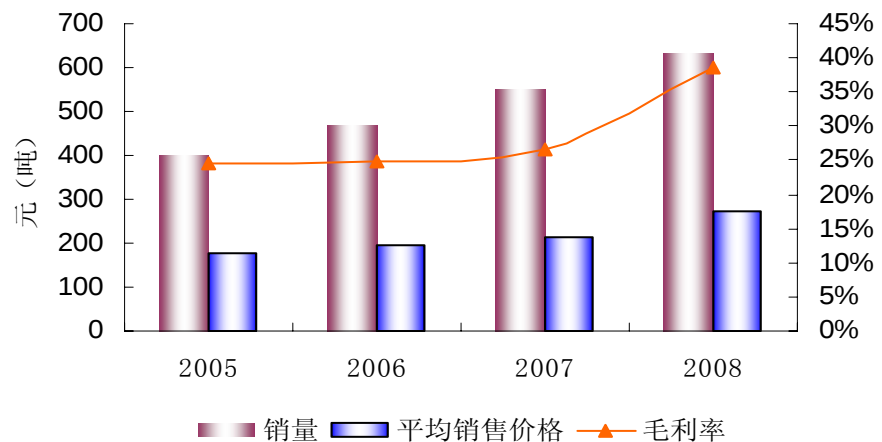
资料来源：公司年报，山西证券研究所

销售单价提高近三成 兰州和青藏区域销售占比已超半数

2008 年，公司销售水泥 630.83 万吨（包括熟料），全年平均销售价格 274 元/吨，同比提高 27.79%，销售毛利率 38.46%，同比提高 12 个百分点。销售区域方面，兰州和青藏地区销售收入增长较快，分别实现销售收入 5.43 亿元和 4.38 亿元，同比提高 91%和 65%，两地区合计收入占比已超过 50%。

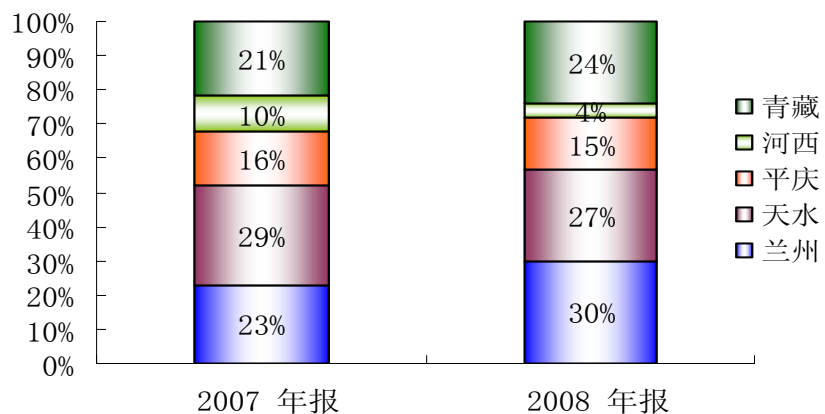


公司水泥销量和平均销售价格、毛利率变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

公司销售区域变化：兰州和青藏地区合计超过 50%



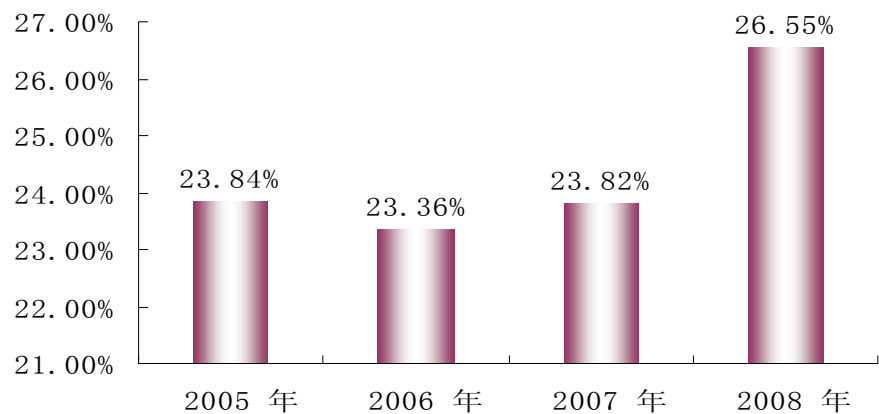
资料来源：公司年报，山西证券研究所

期间费用有待降低 管理费用增长较快

2008 年，公司期间费用发生额达到 4.84 亿元，占营业收入比重为 26.55%，比上年提高近 5 个百分点，其中管理费用增长最快，增速超过 93%，根据公司公告一方面因为 08 年红古子公司纳入合并报表另一方面新增 3840 万元的固定资产修理费用，我们认为公司与其他水泥上市公司比较，期间费用控制不很理想，将来有待进一步降低。

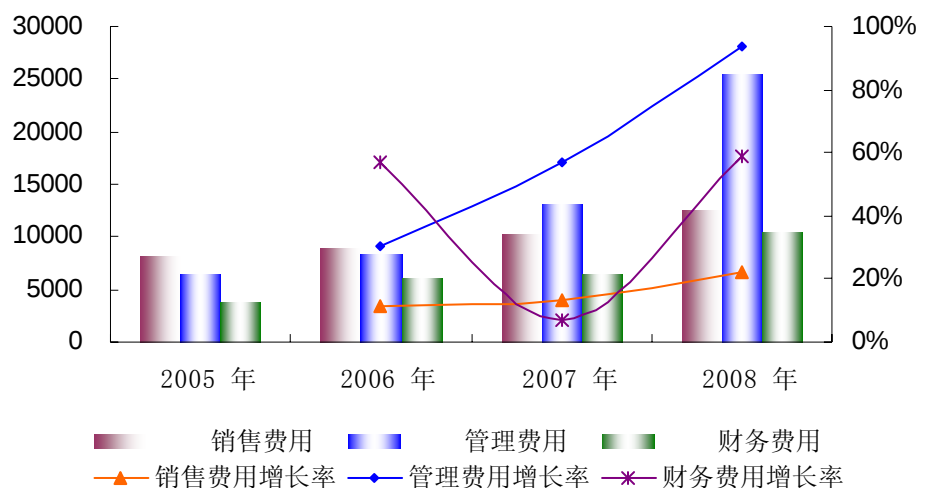


2005 年-2008 年期间费用率变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

2005 年-2008 三项期间费用发生额及变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

定向增发正在进行中

08 年 3 月 16 日,公司审议通过了新的定向增发预案等议案,决定向不超过 10 名符合相关规定企业法人、证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、合格境外机构投资者、自然人等其他合法投资组织非公开发行股票 6800-12000 万股人民币普通股 (A 股),募集资金净额不超过 69,805.62 万元, 本次发行的股票价格不低于 5.61 元/股。公司定向增发申报材料中国证监会已正式受理,正在抓紧推进。



公司定向增发项目

项目地点	项目名称	投资额(万元)
陇南成县	3000t/d 干法水泥生产线工程	42798.68
平凉	4500KW 纯低温余热电站工程	3103.54
青海湟中	2500t/d 新型干法水泥生产线	23903.4

资料来源: 公司年报, 山西证券研究所

正处高速成长期 实现千万吨产能指日可待

公司近几年通过新建和收购实现产能扩张, 目前水泥产能已经达到 680 万吨, 是甘肃省最大的水泥企业和西北地区特种水泥生产基地。公司的主要生产线集中在甘肃东部和南部, 基本形成了永登、天水、平凉、红古四大生产基地和兰州地区、青藏地区、天水地区、平庆(平凉、庆阳)和河西地区五大销售区域。

公司在建的生产线有三条, 处在青海湟中的日产 2500t/d 新型干法生产线将于今年 4 月份投产, 其他 2 条将在 2010 年投产, 三条全部投产后, 公司的水泥产能超过 1000 万吨, 在当地的市场份额有望超过 50%, 其控制力将进一步增强。

公司投建的水泥生产线

	拥有的水泥生产线	持股比例	产能
永登祁连山	2*2500t/d	100%	270 (落后产能 90)
	6*500t/d		
天水祁连山	1*1500t/d	100%	100
	1*1000t/d		
甘谷祁连山	1 × 1000t/d	100%	30
平凉祁连山	1*2500t/d	96.92%	100
	1*2500t/d(青海)		
红古祁连山	2*1000t/d	28.71%	180
	1*700t/d		

资料来源: 公司年报, 山西证券研究所

未来 2 年 3 条生产线投产后公司年产能超过 1000 万吨

所在地区	生产能	持股比例	年产能	投产日期
青海湟中	日产 2500 吨	100%	100	09 年 4 月将建成投产
陇南成县	日产 3000 吨	100%	120	2010 年一季度投产
甘谷	日产 3000 吨	100%	120	2010 年一季度投产
白银				
张掖				
永登三线		正处于规划中		前期工作继续推进
青海二线				

公司目前的四大水泥生产基地

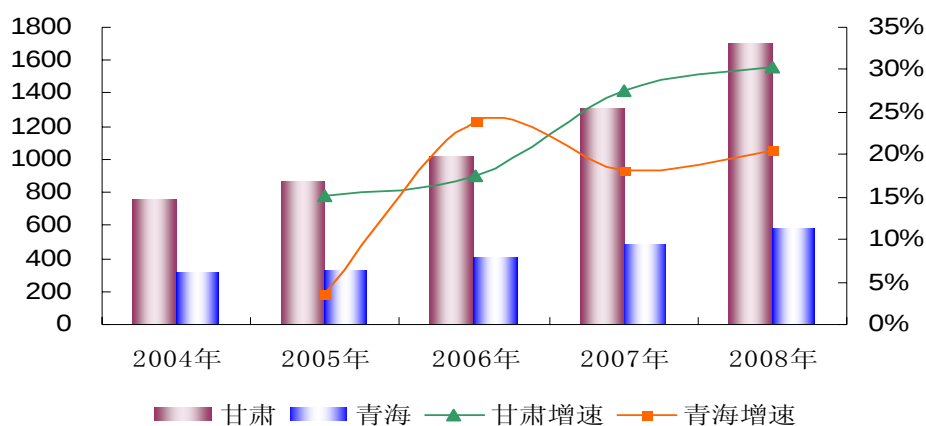


资料来源：公司公告，山西证券研究所

基础设施高投资支撑水泥需求空间

受益于西部大开发战略，甘肃和青海的固定资产投资近几年加快增长，固定资产投资加快同时带动了水泥需求旺盛，而甘肃省人均水泥产量目前仅达到全国平均水平的一半，还有很大的发展空间。09年，甘青两地又有大量的铁路（如兰新和宝兰客运专线）、公路、水电站、机场进行开工建设，可以预见未来几年内公司所处区域仍有很大的水泥需求空间。

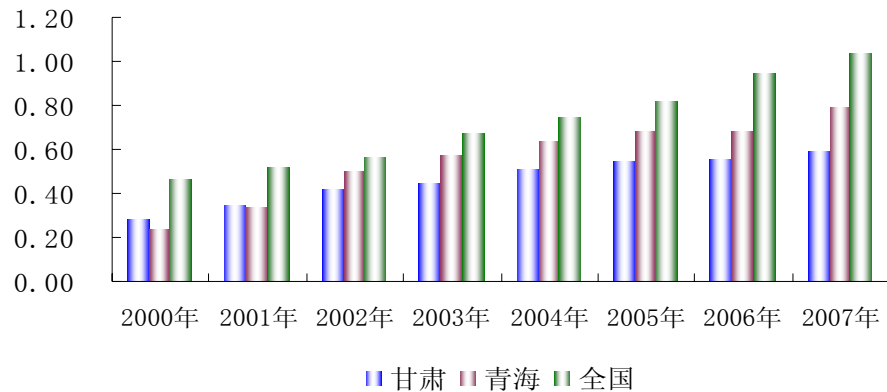
甘肃和青海固定资产投资及增速



资料来源：山西证券研究所



甘肃人均水泥产量仅达到全国平均水平一半



资料来源: 山西证券研究所

甘肃境内新开工项目

新开工和在建项目	途经地点	总投资(亿元)	建设周期	开工时间
兰渝铁路	甘肃的兰州、定西、陇南	814	6 年	2008. 9
西平铁路	西安至平凉(甘肃)	263.1	3 年	2008.11
天平铁路	天水至平凉(甘肃境内)	137	4 年	2008.12
武罐高速	陇南武都(甘肃)至文县	119	2 年	2008 年 1 月
天定高速(甘肃境内)	天水至定西	119	4 年	2008 年 11 月
徐古高速(甘肃境内)	永登至古浪	60	5 年	2008 年 10 月
西凤高速	西峰—长庆桥—凤翔路口	30	2 年	2008 年 12 月
09 年新建				
兰新客运专线	兰州至新疆	1200	3 年	
宝鸡至兰州客运专线	宝鸡至兰州	60	4 年	
敦煌—格尔木铁路	敦煌—格尔木	90	5 年	

资料来源: 山西证券研究所

盈利预测及投资建议

假设①: 青海湟中水泥熟料生产线于 09 年 4 月顺利投产, 年内新增水泥产量 50 万吨, 09 年公司水泥产能达到 780 万吨;

假设②: 陇南成县、甘谷熟料生产线于 2010 年顺利投产, 届时公司水泥产能达到 1020 万吨, 新增产量 220 万吨(包括青海湟中 2010 年全部贡献产量 100 万吨);



假设③：不考虑公司定向增发对每股收益的摊薄

水泥（熟料）和混凝土销量和毛利率预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
水泥和熟料					
产能(万吨)	680	680	680	780	1020
销量(万吨)	467.36	606.49	630.83	680	900
销售价格(元/吨)	197.72	193.89	273.98	280	280
毛利率	24.95%	26.74%	38.46%	42%	40%
混凝土收入(万元)	7,129.93	7,145.33	8,399.35	8500	8500
毛利率	10.86%	11.33%	11.99%	12%	12%

资料来源：山西证券研究所

我们预计公司 09 年和 10 年实现归属于母公司净利润为 2.54 亿元和 3.23 亿元，按照目前股本计算，实现每股收益 0.64 元和 0.84 元，对应 12.39 元的收盘价市盈率分别为 19 倍和 14 倍，而目前行业平均市盈率达到 25 倍和公司 09 年收益明确增长性，我们给予“增持”评级。

2009 年-2010 年盈利预测表

	2007	2008	2009	2010
一、营业总收入	125,686.15	182,264.45	198,900.00	260,500.00
二、营业总成本	126,505.84	164,820.70	171,528.30	226,086.98
营业成本	93,104.22	112,610.08	117,912.00	158,680.00
营业税金及附加	917.17	1,432.67	1591.2	2084
销售费用	10,234.33	12,533.77	13,923.00	17,714.00
管理费用	13,179.13	25,513.56	24862.5	31260
财务费用	6,527.75	10,352.92	11,239.60	14,348.98
资产减值损失	2,543.23	2,377.70	2000	2000
三、其他经营收益				
投资净收益	0	1,733.78	612	612
四、营业利润	-819.69	19,177.54	27,983.70	35,025.02
加：营业外收入	4,959.78	9,313.89	8002.224271	10472.1
减：营业外支出	377.54	2,115.91	0	0
五、利润总额	3,762.55	26,375.51	35,985.92	45,497.12
减：所得税	717.37	4,602.02	6117.607112	7734.511189
净利润	3,045.18	21,773.49	29,868.32	37,762.61
减：少数股东损益	2,500.37	4,127.36	4480.247561	4531.513614
归属于母公司所有者的净利润				
润	544.82	17,646.13	25,388.07	33,231.10
股本	39600	39600	39600	39600
每股收益	0.01	0.45	0.64	0.84

资料来源：山西证券研究所



投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5 ~ 20%
中性: 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我们对这些信息的准确性及完整性不作保证,不保证该信息未经任何更改。在任何情况下,报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下,不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机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公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有,未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。