

水泥制造



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

祁连山（600720）

业绩略高于预期，09 年增长仍明确

推荐（维持）

2009 年 3 月 11 日

投资要点

- 公司 2008 年实现营业收入 182264 万元，同比增长 45.0%；实现净利润 17646 万元，同比大幅增长 3056.3%，实现每股收益 0.446 元。

点评：

- 公司全年业绩略高于我们预期。公司全年 EPS 为 0.446 元，略高于我们预测的 0.43 元，主要是由于甘肃四季度的水泥价格表现比我们预期的要好。
- 水泥价格上涨及收购少数股东权益推动业绩快速增长。从公司水泥销量来看，公司 08 年水泥及熟料综合销售为 630.83 万吨，同比仅增长 4.0%，销量增长幅度不大。公司业绩主要增长动力来自于水泥价格上涨及收购少数股东权益：（1）公司 08 年水泥及熟料的销售均价为 288.9 元，同比大幅上涨 39.4%，主要是由于甘肃近几年来没有新投生产线，而需求则从 07 年下半年开始释放；（2）公司收购天水 49%、平凉 46.15% 的少数股东权益于 08 年 8 月开始并表，我们估计合并了约 3000 万的净利润。

表 1：2005 年以来公司年度主要的财务指标

	2005	2006	2007	2008
营业收入（万元）	77147	100655	125686	182264
YOY		30.5%	24.9%	45.0%
营业成本（万元）	58006	75918	93104	112610
YOY		30.9%	22.6%	21.0%
净利润（万元）	586	700	545	17646
YOY		19.4%	-22.1%	3138.9%
销量（万吨）	401.36	476.36	606.49	630.83
YOY		18.7%	27.3%	4.0%
综合价格（元/吨）	192.2	211.3	207.2	288.9
YOY		9.9%	-1.9%	39.4%
综合成本（元/吨）	144.5	159.4	153.5	178.5
YOY		10.3%	-3.7%	16.3%
综合毛利率	24.8%	24.6%	25.9%	38.2%
吨水泥营业费用（元）	20.1	18.9	16.9	19.9
吨水泥管理费用（元）	16.0	17.6	21.7	40.4
吨水泥财务费用（元）	9.7	12.8	10.8	16.4
吨水泥净利润（元）	2.5	4.7	5.0	34.5

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- 在建及拟建项目投产后将达 1300 万吨。青海 1 条 2500T/D、成县 1 条 3000T/D 预计分别于 09 年 4 月及 10 年初投产，尽管 09 年永登的 6 条湿法窑将淘汰 4 条（淘汰产能约 60 万吨），但由于青海生产线的投

产及公司运转效率的提升，预计 09 年水泥销量在 660 万吨左右。甘谷 3000T/D 生产线已于 08 年 11 月底开工，白银、张掖、永登三线及青海二线也在开展前期工作，届时公司产能将由目前的 690 万吨提高到 1300 万吨。

- **公司 09 年业绩仍值得期待。**08 年四季度甘肃水泥市场淡季不淡，公司四季度也实现盈利约 8 分钱，公司四季度实现盈利也是历史上比较少见的，我们认为公司 09 年仍值得期待：（1）公司收购天水、平凉的少数股东损益于 08 年 8 月开始并表，09 年将全年并表，我们预计将增加超过 3000 万净利润；（2）一季度即使是淡季，但甘肃水泥价格依然坚挺，在 09 年煤价回落的背景下，公司 09 年业绩依然值得期待。

表 2：公司分季度主要财务指标一览

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业总收入（万元）	16775	33700	39539	35672	21980	52749	58307	49229
YOY					31.0%	56.5%	47.5%	38.0%
营业成本（万元）	13429	23893	30986	24796	14936	32851	32913	31910
毛利率	19.9%	29.1%	21.6%	30.5%	32.0%	37.7%	43.6%	35.2%
净利润（万元）	-1020	2394	1186	-2016	-114	4890	9825	3044
YOY					88.8%	104.3%	728.2%	251.0%
EPS（元）	-0.026	0.060	0.030	-0.051	-0.003	0.124	0.248	0.077

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- **甘肃市场 09 年仍将供不应求，但 10 年后将面临着不确定性。**根据目前甘肃水泥市场形势及重点工程施工进展来看，我们认为 09 年甘肃水泥需求将依然保持旺盛，而甘肃 09 年基本没有新增产能，根据我们目前了解情况来看，祁连山成县 1 条 3000T/D 于 10 年初投产，海螺水泥平凉 1 条 5000T/D 生产线将于 09 年下半年投产，这些新增产能可能要到 10 年才能影响市场；最令我们担忧的是中材集团在甘肃 1000 万吨产能的建设计划，目前甘肃水泥行业盈利状况很好，我们担心其可能加速在甘肃的建设进程，根据我们跟踪统计，仅考虑祁连山、海螺水泥及中材集团的建设计划，如果这些生产线都投产后，甘肃水泥产能将达 3500 万左右，而落后产能仅有 400-500 万吨的淘汰空间，即便考虑到落后产能全部淘汰，产能扩张幅度仍达 100%，市场可能面临较大压力。
- **维持公司“推荐”评级。**鉴于甘肃目前水泥价格表现超出我们预期，我们上调公司 09-11 年 EPS 至 0.70 元、0.76 元、0.82 元（不考虑定向增发摊薄），维持公司“推荐”评级，提醒投资注意甘肃市场 2010 后的产能扩张压力。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	1209	1576	1876	2216
货币资金	373	389	443	502
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	112	160	182	206
其他应收款	91	123	139	158
存货	332	481	554	636
非流动资产	2121	2498	2964	3498
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	1575	1828	2177	2604
在建工程	217	359	479	590
油气资产	0	0	0	0
无形资产	226	222	219	215
资产总计	3330	4074	4840	5715
流动负债	1912	2223	2484	2778
短期借款	1287	1625	1926	2266
应付票据	0	12	13	15
应付账款	182	160	185	212
其他	443	426	360	285
非流动负债	220	370	570	820
长期借款	211	361	561	811
其他	9	9	9	9
负债合计	2131	2593	3054	3598
股本	396	396	396	396
资本公积	264	264	264	264
未分配利润	327	605	906	1231
少数股东权益	140	144	148	153
股东权益合计	1199	1481	1787	2117
负债及权益合计	3330	4074	4840	5715

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2009E	2010E	2011E
净利润	218	282	306	330
折旧和摊销	144	105	130	162
资产减值准备	24	0	0	0
无形资产摊销	6	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	102	117	133	150
投资损失	-17	0	0	0
少数股东损益		4	5	5
营运资金的变动	12	-347	-288	-327
经营活动产生现金流量	496	160	285	320
投资活动产生现金流量	-586	-500	-600	-700
融资活动产生现金流量	256	357	368	439
现金净变动	166	17	53	59
现金的期初余额	193	389	443	502
现金的期末余额	359	406	496	561

利润表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1823	1947	2213	2508
营业成本	1126	1171	1348	1548
营业税金及附加	14	16	18	20
销售费用	125	136	155	176
管理费用	255	273	310	351
财务费用	104	117	133	150
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0
营业利润	192	234	249	263
营业外收入	93	97	111	125
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	264	332	360	388
所得税	46	50	54	58
净利润	218	282	306	330
少数股东损益	41	4	5	5
归属母公司净利润	176	278	301	325
EPS (元)	0.45	0.70	0.76	0.82

主要财务比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	45%	7%	14%	13%
营业利润增长率	-2440	22%	6%	5%
净利润增长率	615%	30%	8%	8%
盈利能力(%)				
毛利率	38%	40%	39%	38%
净利率	10%	11%	14%	14%
ROE	18%	19%	17%	16%
偿债能力(%)				
资产负债率	64%	64%	63%	63%
流动比率	0.63	0.71	0.76	0.80
速动比率	0.46	0.49	0.53	0.57
营运能力(次)				
资产周转率	0.15	0.13	0.12	0.12
应收帐款周转率	2.86	6.08	3.24	3.23
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.70	0.76	0.82
每股经营现金	1.25	0.40	0.72	0.81
每股净资产	2.68	3.38	4.14	4.96
估值比率(倍)				
PE	26.92	17.08	15.78	14.61
PB	4.49	3.55	2.90	2.42

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。