

硕果已到采摘时

祁连山调研报告

报告关键点：

- 供需关系仍将持续 价格仍有上升空间
- 青海生产基地即将建成投产
- 企业竞争力提升 09年轻装上阵

报告摘要：

- 目前甘、青地区在建、将建的高等级公路约有2000余公里，资金投入900亿元；铁路在建项目资金投入约600亿元；黄河上游水利水电建设、机场等在09、10年也有多个投资项目；同时，陇东地区煤化工建设、西宁甘河工业园区建设也将带来千亿元规模的投资项目。我们预计09-10年甘、青水泥市场需求将保持10%以上的增速，09、10年两省水泥的需求约为2200万吨及2500万吨。
- 综合考虑新增产能释放和落后产能淘汰，到2010年甘、青地区水泥产能的绝对增量约为500万吨，与地区未来水泥市场需求的增量基本相符。两地的市场价格反映也基本如我们的预期，公司甘肃地区425水泥出厂含税价约为410元/吨，而青海地区约为510元/吨，分别较08年公司最高价持平以及高出50元/吨。2009年初，公司一改往年西北水泥企业在冬季限产的惯例，1-2月份产销82万吨，较上年增加约30万吨，同期实现扭亏为盈。按照此情况发展，随水泥旺季的到来，我们预计，未来两地水泥价格仍有一定上调的空间。
- 公司青海湟中县3200t/d熟料生产线项目正在最后工程收尾，计划4月即可点火投产，预计09年生产55-60万吨水泥。按照目前公司的生产成本，青海湟中基地水泥产品的盈利空间较大，即便不考虑未来价格的上涨，青海湟中生产基地也将成为公司盈利能力最强的生产基地；待10年产能完全释放，利润贡献还将进一步提升。
- 2008年公司和不良资产、账款等做出了清理。同时着重于传统管理理念的提升与创新，08年率先引入了微软与中国建材信息中心共同开发的针对水泥企业的信息管理系统；并针对性的处理老国企人员负担重、劳动生产率低、期间费用相对较高等方面的问题，提升了企业竞争能力和盈利能力。
- 公司于08年中期收购了子公司的部分少数股东权益，并计划今年继续完善主要生产基地的股权结构和集团控制力，控股比例的上升将增厚公司09年的净利润。我们预计公司2009、2010年的eps将分别达到0.81元、1.19元（不考虑公司增发摊薄）。考虑公司未来产能的释放以及管理能力、市场竞争能力的提升，公司将巩固并提升在甘肃、青海地区的水泥市场的占有率与话语权。我们看好公司未来的发展，维持评级为“买入-A”，6个月目标价15元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格： **15.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 15.00 元

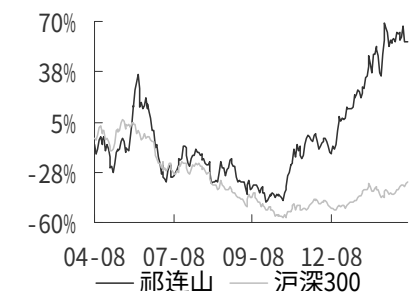
现价： 11.90 元

报告日期： **2009-04-01**

市场数据

总市值(百万元)	4,711.24
流通市值(百万元)	4,458.72
总股本(百万股)	395.90
流通股本(百万股)	374.68
12个月最高/最低	4.02/13.09 元
十大流通股东(%)	28.60%
股东户数	79,154

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.53)	35.24	91.01
绝对收益	16.22	72.72	56.94

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,271.0	3,366.1	4,028.8
Growth(%)	24.9%	45.0%	24.6%	48.2%	19.7%
净利润	5.4	176.5	320.7	469.5	563.5
Growth(%)	-22.1%	3138.9%	81.8%	46.4%	20.0%
毛利率(%)	25.9%	38.2%	46.1%	44.9%	43.8%
净利润率(%)	0.4%	9.7%	14.1%	13.9%	14.0%
每股收益(元)	0.01	0.45	0.81	1.19	1.42
每股净资产(元)	2.99	3.03	3.79	4.91	6.25
市盈率	842.9	26.0	14.3	9.8	8.2
市净率	3.9	3.8	3.1	2.4	1.9
净资产收益率(%)	2.6%	18.2%	24.6%	28.1%	26.5%
ROIC(%)	5.2%	14.8%	19.7%	24.0%	23.5%
EV/EBITDA	35.7	13.4	9.6	7.0	5.9
股息收益率	0.0%	0.4%	1.4%	2.0%	2.5%

前期研究成果

祁连山：需求启动 盈利爆发性增长	2009-03-06
祁连山：潜龙飞天	2009-02-23
祁连山：区域需求旺盛，垄断优势带来高盈利	2008-12-22

2009 年 3 月份，我们组织了对祁连山的联合调研，进一步了解了公司区域市场的供需状况、公司的发展思路并现场了解了青海湟中项目的建设进展。从了解的情况看，甘、青区域供不应求的局面将至少延续至明年中期，公司产能扩张后将充分享受区域市场的高景气度，盈利保持高增长的趋势较为确定。

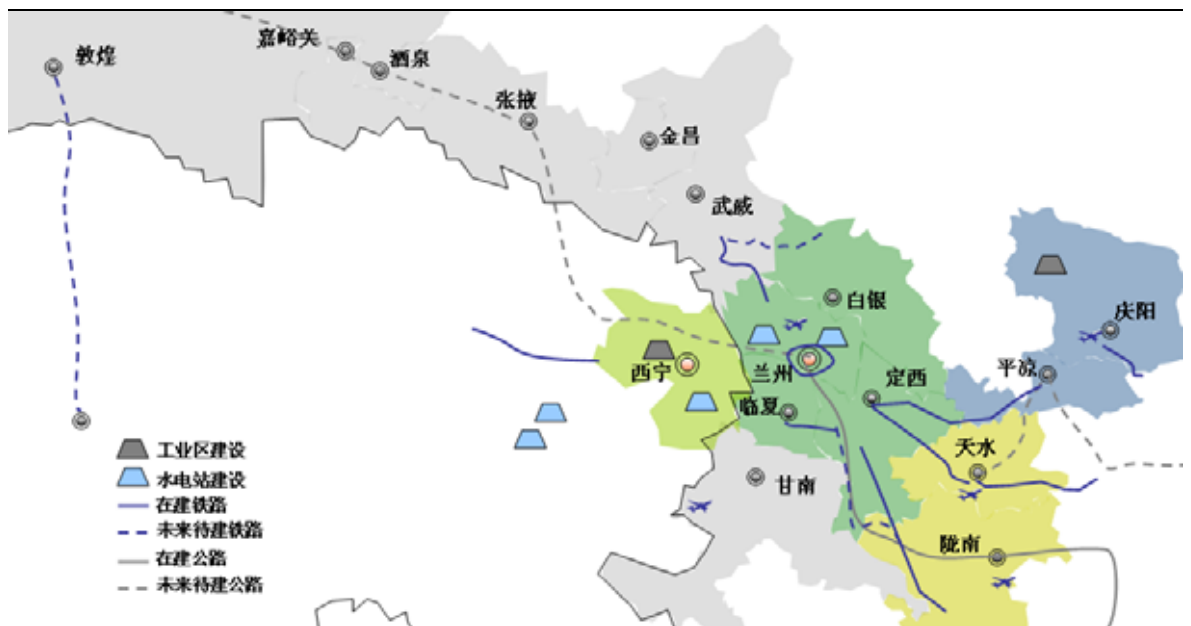
区域供不应求显示一派锦绣河“山”

从祁连山区域市场供需角度看，2009 年，从有利的一面看，甘、青地区固定资产投资状况依然向好，在建公路、铁路、水力设施等项目以及未来待建工程量较大；而不利的因素，则在于区域超额利润吸引的产业资本投资增加，未来会转化为新增产能，以及周边区域竞争对手的渗透。但综合来看，今明两年甘、青地区供不应求的局面都将延续。

重点工程相继启动，水泥需求保持持续高增长

根据我们的了解和统计，祁连山销售市场目前在建或 2009 年和 2010 年即将开工建设的高等级公路约有 2000 余公里，涉及资金投入 900 亿元；铁路在建项目资金投入约 600 亿元，如果考虑兰新客运专线以及天平、敦煌至格尔木等铁路项目开工建设，未来该区域铁路施工投资将突破 2000 亿元；黄河上游水利水电建设、机场等在 2009 年和 2010 年也有多个投资项目；同时，陇东地区煤化工建设、西宁甘河工业园区建设也将带来千亿元规模的投资项目。（有关重点工程的详细情况可参考我们之前关于公司的深度报告）

图 1 祁连山市场区域重点公路、机场、铁路、水电以及工业区建设项目图示



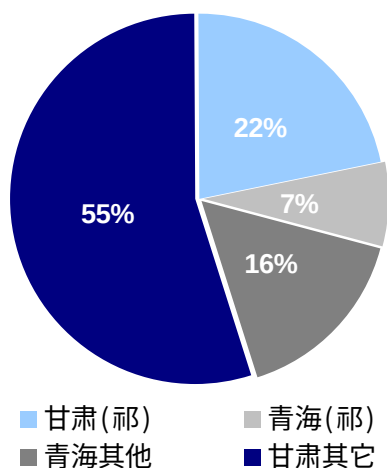
数据来源：安信证券研究中心

我们认为，甘、青市场重点工程的大规模启动与当地较为落后的基础设施建设和经济发展水平有关。新疆和宁夏区域受国家民族政策的倾斜，建设资金投入较多。甘、青市场弥补历史欠账、大规模的基建才刚开始。去年四季度国家提出了 4 万亿元的刺激经济方案，主要资金在基建领域。从我们了解的情况看，甘、青区域原来规划的很多重点工程项目都提前实施了，基础设施以及重点工程对甘、青地区的水泥需求拉动是明显的，我们预计 09-10 年甘、青水泥市场需求将至少保持 10% 以上的增速，2009、2010 年两省水泥的需求约在 2200 万吨及 2500 万吨的水平。考虑重点工程持续的时间，未来 3-5 年重点工程对水泥的需求都将持续上升；如果再考虑经济发展带动的人均水泥消费量的上升，我们估计未来十年水泥的需求都是增长的，从增速上看，近三年将处于加速的阶段。

供给释放需要时间，供不应求局面将持续

根据统计，2008 年甘肃、青海两省水泥产量分别为 1538 万吨以及 458 万吨，而祁连山在甘肃和青藏地区的销售收入 08 年比例分别为 76%以及 24%。从图 2 中，我们可以看出，目前祁连山在甘、青市场的占比约为 29%。祁连山的生产线布局主要围绕着甘、青两省经济最发达的兰州、西宁区域市场布点，参见图 3。公司控制力强的市场在陇中、陇东南地区和海东地区，这些地区也是人口最密集、经济最发达和水泥需求量最大的甘青市场。

图 2 甘、青地区水泥产量占比 2008



数据来源：安信证券研究中心

图 3 公司市场区域及生产线建设状况

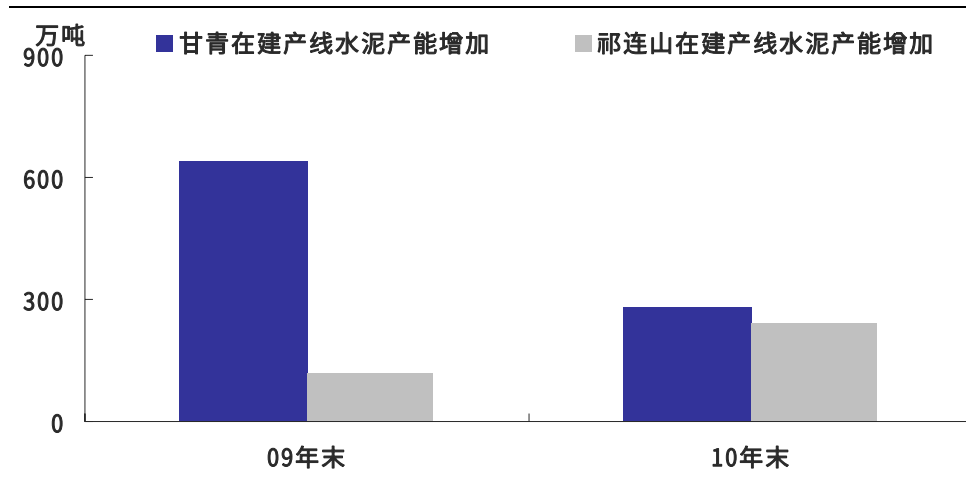


数据来源：安信证券研究中心

区域产能投放缓慢

区域供不应求的局面吸引了产业资本的投入。在新建生产线方面，目前甘、青地区在建新型干法水泥生产线计有 7 条（截至 3 月份已开工项目），如果按照正常建设进度，预计 2009、2010 年将释放水泥产能分别为 640 万吨、320 万吨，其中公司分别为 120 万吨、240 万吨。从目标市场来看，格尔木在建 4000t/d 生产线距离公司市场较远，基本没有竞争。除海螺和祁连山在建生产线进度较为正常外，其他生产线目前建设进展相对缓慢，具体投产日期还有待跟踪。我们认为，值得关注的是，甘肃省山区较多的地貌特征决定了其区域内市场之间的分割性，运输成本的高企使得细分市场间的流动减少。

图 4 甘肃、青海地区及祁连山在建新型干法生产线产能预增情况



数据来源：安信证券研究中心

此外，就公开的信息可以了解到，公司以及中材赛马在甘肃、青海地区共有 7 条水泥生产线，总计有 900 万吨的水泥规划建设计划项目。目前除公司甘肃永登以及青

海湟中项目因为是二期工程，扩建相对简单；其他的拟建项目就我们目前的了解，都还处于前期阶段，土地以及石灰石矿山等建设生产线最重要的相关资源还未到位。按照目前的建设进展，相关生产线如果开工建设，最快也要明年四季度投产，对今后两年的供给冲击很小。

落后产能淘汰有望取得新进展

目前甘肃、青海地区的落后水泥产能分别约为 940 万吨和 250 万吨。这些落后产能，主要集中于甘、青地区约 100 家中、小水泥企业中。2008 年之前，由于小水泥对地方的财政贡献较大，落后产能淘汰的力度也相对较弱。小水泥企业虽然吨水泥的成本较新型干法水泥企业要高出 50 元左右，但因为甘肃、青海地区市场水泥价格高，并且小水泥企业在人员使用以及财务上相对不正规，因此短期内通过市场竞争的方式淘汰小水泥企业相对有一定的难度。

从 2008 年开始，国务院下达硬性指标，甘肃省按照一年 200 万吨的水平进行水泥落后产能的淘汰；取消落后产能的增值税返还政策以及落后产能淘汰补贴政策也相继出台，落后产能的生存空间不再，淘汰速度明显加快。此外，之前的差别电价以及地方政府也在换发水泥生产许可证的过程中加大审批力度等措施，逐步进行淘汰。

同时，目前甘、青地区水泥需求的主要拉动因素基础设施建设项目多为公路、铁路、水电、机场等重点项目，对水泥供应商的资质要求较高。目前，这类市场主要为两省几家大型水泥企业提供水泥产品，以公司为例，目前 70% 以上的产能均为供应重点工程施工使用。中小水泥企业产能较低，基本不能参与到此类大型项目的投标，对高端市场价格影响相对很小。

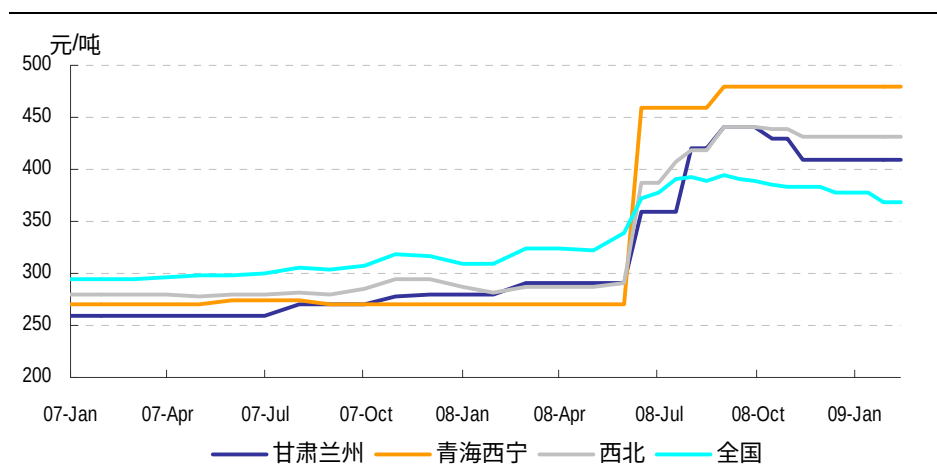
供需紧张状况将延续

综合考虑新增产能释放和落后产能淘汰，我们预计，到 2010 年甘、青地区水泥产能的绝对增量约为 500 万吨，与地区未来水泥市场需求的增量基本相符，未来两年甘、青地区水泥供不应求的局面仍将持续。未来的新增产能以及市场竞争，主要集中在甘、青区域大型水泥企业之间。大水泥企业之前竞争会相对理性，将更多的考虑市场的稳定和利润的最大化，陷入恶价格竞争的可能性较低。供给方面主要的不确定性因素是拟建未动工项目的建设进度，这将影响到明年四季度及 2011 年区域的供需形势，我们将持续跟踪建设动态。

水泥价格高位看涨，毛利率将持续攀升

2008 年甘、青地区大量公路、铁路、水电的基础设施建设项目开工，直接导致了甘肃、青海地区水泥价格的上涨。从图 5 可以看到，甘肃兰州以及青海西宁地区的水泥价格自 08 年中期出现大幅上升，其中兰州地区 425 水泥从 08 年初的 280 元/吨上升至 2008 年 10 月的最高点 440 元/吨，之后因进入冬天淡季价格略有回落至 410 元/吨；而西宁市场则在 08 年中期上升后一直保持 450 元/吨以上的高位运行。

图 5 甘、青市场水泥价格 VS 西北 VS 全国



数据来源：安信证券研究中心

对于重点工程，祁连山主要采取直销的模式，下属子公司没有销售权利，由集团公司下设四大销售公司，进行统一管理。目前，永登、红古公司重点工程的占有率达到 90%，天水、平凉公司也有 75-80%左右。从定价模式上看，由于需求量大，重点工程的定价比零售价格略低，并有一定的赊销，通常按月结算。考虑到水泥价格的上涨，从去年开始，祁连山供应重点工程的水泥开始签量不签价，随行就市。

从调研了解的情况看，原来冬季西北的水泥企业原来要限产，并通过降价转移库存，但由于暖冬且市场需求旺盛，去年四季度公司开足马力，除了正常的检修外，保持正常生产，水泥价格也保持在高位。今年前两个月公司产品销量 80 多万吨，同比增长超过 30%，由于价格较高，而煤价相比四季度有一定回落，我们估计公司的毛利率能维持 40%以上的水平。从水泥价格看，公司甘肃地区 425 水泥出厂含税价约为 410 元/吨，而青海地区约为 510 元/吨，与 2008 年均价相比大幅提高。由于甘肃、青海短期内还没有新增的产能，供需关系仍将持续，市场供不应求的局面又将出现，按照此情况发展，随着 4 月份水泥旺季的到来，我们预计，未来两地水泥价格仍有一定上调的空间，毛利率则将继续提升。

打造甘、青地区千万吨级水泥龙头

从祁连山的发展思路看，在当前市场需求较旺的背景下，公司拟通过扩产与并购的方式扩充产能，打造甘、青地区千万吨级水泥龙头企业。

积极扩产布局，提高区域控制力

目前公司在建 3 条熟料生产线，其中青海湟中的生产基地有望 4 月份点火投产。我们从实地调研看，目前，该生产线目正在最后工程收尾，目前土建全部完工，设备全部安装到位，正在精调和连接，估计 4 月份按时投产的可能性较大。按照生产线 3200t/d 的规模并考虑高原降效因素的影响，预计今年将贡献 55-60 万吨的产能。

青海地区水泥市场对比甘肃供给更为紧张，因当地水泥产业相对落后，规模最大的青海水泥年产能只有 80 万吨左右，往年多依靠甘肃等周边地区的水泥运输至青海市场。由于需求量猛增，供给缺口从去年已显得十分严重，距离较远的陕西水泥都通过陆路运至青海。祁连山去年供应青海的水泥超过 100 万吨，青海湟中项目投产后，公司在青海地区的水泥供应将优先由湟中基地供应。对比往年公司青海销售水泥由公司永登基地供应的情况，仅运费可节省约 100 元/吨。同时，公司青海湟中生产基地也享受所得税“两免三减半”的优惠政策。按照青海地区较为便宜的煤电成本测算，青海生产基地将成为祁连山最赚钱的基地，这种超额利润至少可以维持到 2010 年底。

从甘肃和青海的人均水泥消费量指标看，两省的水泥市场容量可以达到 2500 万吨的规模，根据祁连山的规划，两省的市场占有率将达到 60%，公司拟通过新建生产线与并购的方式来完成，估计 2012 年公司产能将达到 1500 万吨。而随着落后产能的淘汰及产能集中度的提升，区域市场的竞争格局将明显好转。

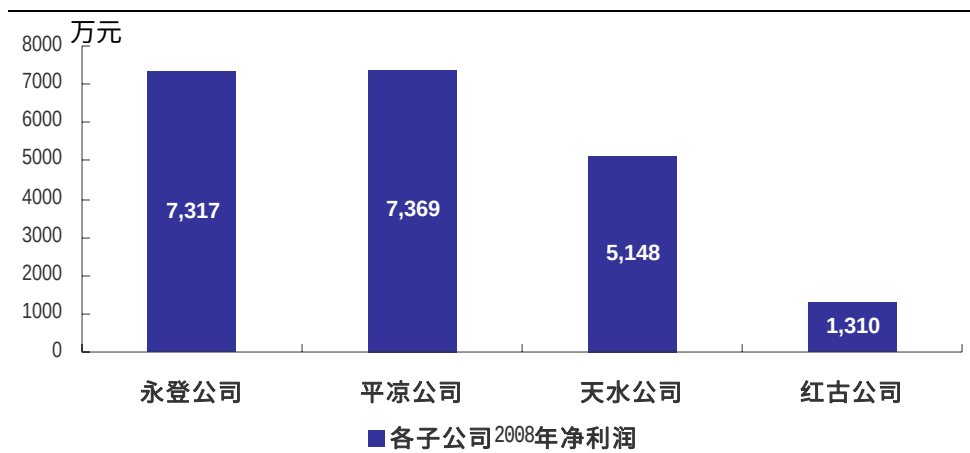
“开源节流”，提升盈利能力

2008 年公司利用企业效益转好的契机，对不良资产、账款等历史遗留做了清理。同时，公司着重于传统管理理念的提升与创新，08 年率先引入了微软与中国建材信息中心共同开发的针对水泥企业的信息管理系统。目前，公司的财务、物流、采购、销售已实现信息化的统一，提升了各部门间的信息传递与响应速度，大幅优化了老国企的一些落后的管理与运作制度，强化了公司在未来的市场中的竞争能力。针对好转的市场，集团公司对子公司和销售公司加大考核力度，强化子公司成本控制，并将销售人员的考核与水泥销售价格挂钩，初见成效。

从祁连山各子公司的盈利对比看（参见图 6），公司新建生产线盈利明显好于老厂，主要原因在于老厂的人员负担较重。公司的永登、天水、红古公司人员总数都超过 1000 人，而平凉公司只有 200 多人，同规模的天水公司仅每吨水泥的人力成本就比平凉公司高 30 元。针对老国企人员负担重、劳动生产率低、期间费用相对较高等方面的问题，公司计划通过新线分流老线人力、增量不增人来提升劳动生产率；通过增发后偿还部分贷款以及争取利率下浮来降低财务费用。未来三年公司的产能将实现至少翻倍

的增长，但员工总数能基本维持不变。而随着老厂人员的分流和落后湿法窑的淘汰，公司工艺先进、盈利能力强的新线产能占比将有明显提升，公司步入良性循环。

图 6 公司主要子公司 08 年净利润情况



数据来源：祁连山 2008 年年报，安信证券研究中心

此外，公司于 2008 年中期收购了公司平凉、天水子公司的部分少数股东权益，并将天水祁连山控股的甘谷公司收购为全资子公司，这使得集团公司可以直接控制主要生产基地，并最大程度地享受区域高景气带来的盈利增长。据我们了解，公司还将继续完善对下属公司的股权控制，通过“开源节流”，盈利还会有明显改善。

调升盈利预测，高景气度驱动确定性高增长

通过本次调研，更强化了我们对于甘、青市场区域今明两年供不应求状况的判断。水泥价格也好于我们之前的预期，公司管理的加强将反映在成本与费用方面。我们估计，公司定向增发今年上半年完成的可能性较大，随相关资金的到位，我们预计公司将加快在甘、青地区的布局以及现有项目的建设进度。按照目前的市场水泥价格以及原材料价格趋势，我们调升公司 2009、2010 年的 eps 分别至 0.81 元和 1.19 元（不考虑公司增发摊薄）。区域供不应求的高景气度决定了祁连山确定性的高增长。考虑公司未来产能的释放以及管理能力、市场竞争能力的提升，公司将巩固提升在甘肃、青海地区的水泥市场的占有率与话语权。我们看好公司未来的发展，维持公司评级为“买入-A”，6 个月目标价 15 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-3-31		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,271.0	3,366.1	4,028.8	成长性					
减: 营业成本	931.0	1,126.1	1,225.1	1,853.9	2,263.8	营业收入增长率	24.9%	45.0%	24.6%	48.2%	19.7%
营业税费	9.2	14.3	18.2	26.9	32.2	营业利润增长率	2528.8%	-2439.6%	112.0%	51.4%	18.5%
销售费用	102.3	125.3	156.7	228.9	269.9	净利润增长率	-22.1%	3138.9%	81.8%	46.4%	20.0%
管理费用	131.8	255.1	317.9	471.3	543.9	EBITDA 增长率	-2.1%	168.2%	43.8%	44.1%	18.0%
财务费用	65.3	103.5	120.6	153.3	179.6	EBIT 增长率	-6.2%	417.3%	78.5%	45.9%	18.3%
资产减值损失	25.4	23.8	26.0	16.0	9.4	NOPLAT 增长率	14.7%	235.6%	45.5%	43.7%	20.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	9.3%	18.2%	22.6%	12.7%
投资和汇兑收益	-	17.3	-	-	-	净资产增长率	16.6%	1.2%	25.0%	29.7%	27.4%
营业利润	-8.2	191.8	406.6	615.8	730.0	利润率					
加: 营业外净收支	45.8	72.0	43.0	50.0	50.0	毛利率	25.9%	38.2%	46.1%	44.9%	43.8%
利润总额	37.6	263.8	449.6	665.8	780.0	营业利润率	-0.7%	10.5%	17.9%	18.3%	18.1%
减: 所得税	7.2	46.0	80.9	119.8	124.8	净利率	0.4%	9.7%	14.1%	13.9%	14.0%
净利润	5.4	176.5	320.7	469.5	563.5	EBITDA/营业收入	13.0%	24.1%	27.8%	27.0%	26.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.5%	16.2%	23.2%	22.8%	22.6%
货币资金	261.5	372.6	533.5	1,081.3	1,299.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	408	313	258	205	202
应收帐款	217.0	202.6	437.4	648.3	776.0	流动营业资本周转天数	48	39	65	69	76
应收票据	18.9	5.7	18.7	27.7	33.1	流动资产周转天数	229	204	219	218	252
预付帐款	91.3	291.9	230.6	249.2	271.8	应收帐款周转天数	57	31	38	50	54
存货	260.6	332.2	335.1	507.2	743.2	存货周转天数	65	59	53	45	56
其他流动资产	4.5	3.5	3.5	3.5	3.5	总资产周转天数	772	618	568	485	505
可供出售金融资产	14.3	-	-	-	-	投资资本周转天数	572	448	410	333	326
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.5	8.4	25.0	25.0	25.0	ROE	2.6%	18.2%	24.6%	28.1%	26.5%
投资性房地产	6.0	5.8	-	-	-	ROA	1.0%	6.5%	9.6%	10.4%	10.8%
固定资产	1,594.7	1,574.7	1,685.0	2,143.2	2,371.4	ROIC	5.2%	14.8%	19.7%	24.0%	23.5%
在建工程	161.4	217.3	238.0	238.5	216.4	费用率					
无形资产	225.2	225.6	229.3	223.3	217.8	销售费用率	8.1%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%
其他非流动资产	63.0	89.5	97.4	97.8	95.1	管理费用率	10.5%	14.0%	14.0%	14.0%	13.5%
资产总额	2,927.8	3,330.0	3,833.6	5,245.0	6,052.7	财务费用率	5.2%	5.7%	5.3%	4.6%	4.5%
短期债务	1,016.9	1,287.0	1,500.0	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	23.8%	26.6%	26.2%	25.4%	24.7%
应付帐款	216.4	359.8	235.0	330.1	341.1	偿债能力					
应付票据	77.5	-	117.5	177.8	217.1	资产负债率	59.5%	64.0%	60.9%	63.0%	59.1%
其他流动负债	166.9	202.1	276.1	386.1	510.0	负债权益比	147.1%	177.8%	155.8%	169.9%	144.4%
长期借款	245.4	211.0	261.0	461.0	561.0	流动比率	0.57	0.63	0.76	0.89	1.04
其他非流动负债	8.4	8.7	13.9	19.4	22.7	速动比率	0.40	0.46	0.59	0.71	0.80
负债总额	1,742.7	2,131.2	2,335.0	3,302.0	3,576.4	利息保障倍数	0.87	2.85	4.37	5.02	5.07
少数股东权益	273.1	139.6	182.8	251.6	334.1	分红指标					
股本	395.9	395.9	395.9	395.9	395.9	DPS(元)	-	0.05	0.16	0.24	0.28
留存收益	516.1	663.3	919.9	1,295.5	1,746.3	分红比率	0.0%	11.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,185.1	1,198.8	1,498.6	1,943.0	2,476.3	股息收益率	0.0%	0.4%	1.4%	2.0%	2.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	30.5	217.7	320.7	469.5	563.5	EPS(元)	0.01	0.45	0.81	1.19	1.42
加: 折旧和摊销	110.9	149.7	104.4	141.2	164.9	BVPS(元)	2.99	3.03	3.79	4.91	6.25
资产减值准备	25.4	23.8	26.0	16.0	9.4	PE(X)	842.9	26.0	14.3	9.8	8.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.8	3.1	2.4	1.9
财务费用	60.1	67.8	101.8	120.6	153.3	P/FCF	-37.5	17.7	41.8	8.5	20.1
投资收益	-	-17.3	-	-	-	P/S	3.7	2.5	2.0	1.4	1.1
少数股东损益	25.0	41.3	47.9	76.4	91.7	EV/EBITDA	35.7	13.4	9.6	7.0	5.9
营运资金的变动	68.5	-35.4	-148.2	-152.9	-221.3	CAGR(%)	161.7%	44.4%	24.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	243.0	496.8	471.4	703.6	787.7	PEG	5.2	0.6	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-172.0	-586.5	-257.8	-597.0	-365.0	ROIC/WACC	0.6	1.6	2.1	2.5	2.5
融资活动产生现金流量	-40.2	256.1	35.3	457.8	-192.3	REP	4.9	1.6	1.0	0.7	0.7

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月至2007年6月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006年、2007年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034