

2009 年 04 月 15 日

市场数据(人民币)

市价(元)	12.92
已上市流通A股(百万股)	374.68
总市值(百万元)	5,115.06
年内股价最高最低(元)	12.92/4.03
沪深 300 指数	2676.87
上证指数	2527.18
2007 年股息率	0.75%


相关报告

- 1 《确定的 2009 年高景气, 期待最优的战略抉择》, 2009.1.5

贺国文

 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@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)

祁连山 (600720.SH)

——1Q:美妙的开局


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益(元)	0.021	0.014	0.446	0.806	1.102	1.158
净利润增长率	40.81%	-33.97%	3,138.91%	80.90%	36.63%	5.09%
先前预期每股收益(元)				0.762	1.028	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.694	0.936	N/A
市盈率(倍)	148.74	821.16	15.46	16.02	11.73	11.16
行业优化市盈率(倍)	36.18	56.14	26.24	26.24	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	3.64	N/A	0.00	0.20	0.32	2.19
已上市流通A股(百万股)	275.74	338.72	374.68	374.68	374.68	374.68
总股本(百万股)	395.90	395.90	395.90	395.90	395.90	395.90

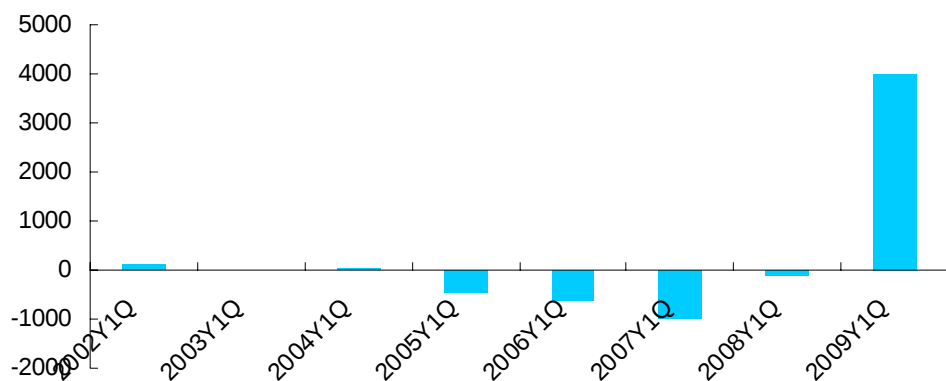
来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”(EPS 为摊薄前 EPS)

事件

- 继一季度青松建化预增 300%、赛马实业一季度预盈 (EPS 约 0.122 元) 后, 西北的另一个龙头水泥祁连山今日发布一季度预盈公告: 每股收益 0.10 元以上。

点评

- 与赛马实业一样, 祁连山在正常淡季的一季度扭亏, 且创历史最佳成绩。

图表1: 2009 年 1 季度净利润创历史最佳成绩 (万元)


来源: 国金证券研究所

- 良好的供求关系、坚挺的价格表现是公司能够在一季度就能实现盈利的主要原因，我们前期多次论证，这里不再多讲。

图表2：坚挺的价格表现



来源：国金证券研究所

- 对于公司所在区域的甘青市场，我们对于供求关系的判断如下：

图表3：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。	

来源：国金证券研究所

- 近期，我们建议投资者重点关注增发过会后对于战略投资者的选择，恰当的战略投资者将对未来区域市场的供求关系起到至关重要的作用。

图表4：对于祁连山各战略投资者的简单评价

我们认为可能的战略投资者		简单评价
情形之一	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。
情形之二	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。

- 盈利预测和投资评级。我们 2009~2011 年最新的摊薄前 EPS 为 0.806、1.102、1.158 元/股，我们继续给予买入投资评级。由于目前的股价较去年公布增发预案时有较大幅度的提升，在融资金额固定的情况下，公司实际发行股数将低于之前 1.2 亿股，因此摊薄幅度或将低于之前的判断。

图表5：各种情形下的摊薄后 EPS

发行股数 (万股)	摊薄后 EPS (元)		
	2009	2010	2011
0	0.806	1.102	1.158
8000	0.671	0.916	0.963
9000	0.657	0.898	0.943
10000	0.644	0.879	0.924

来源：国金证券研究所

图表6：三张报表预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	995	1,257	1,823	2,073	2,817	3,120	货币资金	162	261	373	500	600	600
增长率		26.3%	45.0%	13.7%	35.9%	10.8%	应收款项	265	236	208	319	434	481
主营业务成本	-749	-931	-1,126	-1,238	-1,724	-1,966	存货	193	261	332	305	425	485
% 销售收入	75.3%	74.1%	61.8%	59.7%	61.2%	63.0%	其他流动资产	126	96	295	250	347	395
毛利	246	326	697	835	1,093	1,154	流动资产	746	854	1,209	1,374	1,806	1,961
% 销售收入	24.7%	25.9%	38.2%	40.3%	38.8%	37.0%	% 总资产	30.6%	29.2%	36.3%	35.7%	42.0%	44.1%
营业税金及附加	-9	-9	-14	-10	-14	-16	长期投资	105	30	14	15	14	14
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,442	1,756	1,820	2,233	2,246	2,240
营业费用	-90	-102	-125	-143	-192	-212	% 总资产	59.1%	60.0%	54.6%	58.0%	52.3%	50.4%
% 销售收入	9.1%	8.1%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%	无形资产	144	273	273	226	227	227
管理费用	-86	-132	-255	-269	-366	-406	非流动资产	1,691	2,074	2,121	2,476	2,489	2,484
% 销售收入	8.6%	10.5%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%	% 总资产	69.4%	70.8%	63.7%	64.3%	58.0%	55.9%
息税前利润（EBIT）	62	83	302	412	521	521	资产总计	2,437	2,928	3,330	3,851	4,295	4,444
% 销售收入	6.2%	6.6%	16.6%	19.9%	18.5%	16.7%	短期借款	741	1,027	1,345	1,495	1,374	983
财务费用	-61	-65	-104	-79	-79	-64	应付款项	356	381	480	508	702	793
% 销售收入	6.1%	5.2%	5.7%	3.8%	2.8%	2.1%	其他流动负债	20	81	87	144	180	197
资产减值损失	0	-25	-24	-2	-1	0	流动负债	1,117	1,489	1,912	2,148	2,255	1,972
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	322	245	211	211	211	212
投资收益	-5	0	17	1	1	1	其他长期负债	4	8	9	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	6.6%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	1,443	1,743	2,131	2,359	2,466	2,184
营业利润	-5	-8	192	332	443	458	普通股股东权益	877	912	1,059	1,327	1,639	2,046
营业利润率	n.a	n.a	10.5%	16.0%	15.7%	14.7%	少数股东权益	118	273	140	165	190	215
营业外收支	34	46	72	83	113	125	负债股东权益合计	2,437	2,928	3,330	3,851	4,295	4,444
税前利润	30	38	264	415	556	582	比率分析						
利润率	3.0%	3.0%	14.5%	20.0%	19.7%	18.7%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-6	-7	-46	-71	-94	-99	每股指标						
所得税率	21.5%	19.1%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.021	0.014	0.446	0.806	1.102	1.158
净利润	23	30	218	344	461	483	每股净资产	2.215	2.304	2.675	3.352	4.140	5.168
少数股东损益	15	25	41	25	25	25	每股经营现金净流	0.442	0.614	1.255	1.334	1.328	1.509
归属于母公司的净利	8	5	176	319	436	458	每股股利	0.000	0.000	0.050	0.130	0.130	0.130
净利率	0.8%	0.4%	9.7%	15.4%	15.5%	14.7%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	0.94%	0.60%	16.66%	24.06%	26.61%	22.40%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	0.34%	0.19%	5.30%	8.29%	10.15%	10.31%
净利润	8	30	218	344	461	483	投入资本收益率	2.41%	2.71%	9.04%	10.69%	12.68%	12.52%
少数股东损益	15	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	112	136	173	167	192	211	主营业务收入增长率	29.02%	26.27%	45.02%	13.74%	35.89%	10.76%
非经营收益	66	61	94	18	-24	-49	EBIT增长率	52.59%	30.62%	265.69%	36.46%	26.61%	-0.06%
营运资金变动	-27	15	11	-1	-103	-47	净利润增长率	40.81%	-33.97%	#####	80.90%	36.63%	5.09%
经营活动现金净流	175	243	497	528	526	597	总资产增长率	11.04%	20.12%	13.74%	15.63%	11.54%	3.47%
资本开支	-146	-96	-440	-450	-91	-80	资产管理能力						
投资	-28	-77	-175	-1	0	0	应收账款周转天数	66.0	55.0	31.9	40.0	40.0	40.0
其他	-52	1	29	1	1	1	存货周转天数	89.7	89.0	96.1	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-226	-172	-586	-450	-90	-79	应付账款周转天数	70.3	59.0	55.0	56.0	56.0	56.0
股权募资	0	20	1	0	-73	0	固定资产周转天数	459.0	469.2	320.7	306.6	266.2	228.0
债权募资	206	21	284	141	-121	-390	偿债能力						
其他	-62	-80	-29	-92	-141	-128	净负债/股东权益	90.59%	85.30%	98.71%	80.86%	53.86%	26.31%
筹资活动现金净流	144	-40	256	50	-335	-518	EBIT利息保障倍数	1.0	1.3	2.9	5.2	6.6	8.1
现金净流量	93	31	166	127	100	0	资产负债率	59.20%	59.52%	64.00%	61.26%	57.43%	49.14%

来源：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	1	7	7	13
买入	0	0	3	4	8
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.30	1.41

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
2 2009-01-05	买入	7.58	8.78 ~ 8.78

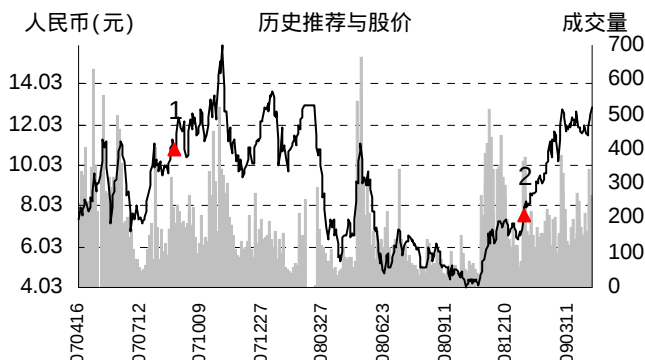
来源：国金证券研究所

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。

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。