



2009 年 4 月 23 日

建材行业

业绩回顾

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

祁连山(600720.CH)

一季度业绩超出预期，上调盈利预测

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,257	1,823	2,132	2,705
(+/-)	26.3%	45.0%	17.0%	26.9%
主营业务利润	317	682	948	1,240
(+/-)	33.2%	115.5%	38.9%	30.9%
净利润	5	176	328	436
(+/-)	-34.0%	3139.0%	85.8%	32.9%
每股收益	0.01	0.45	0.70	0.94
(+/-)	-34.0%	3139.0%	57.9%	32.9%
市盈率	843.0	26.0	16.5	12.4
市净率	5.0	4.3	4.1	3.1
净资产回报率	0.6%	16.7%	24.9%	24.9%
投入资本回报率	0.2%	6.4%	10.5%	11.6%
每股经营现金流	0.61	1.25	1.22	1.62
股价/经营性现金流	18.9	9.2	9.5	7.2

股票信息

A 股	
股票代码	600720.CH
当前股价(元)	人民币 11.6
日成交量(百万股)	16.81
52周最高价/最低价	人民币 13.59/4.02
总市值(百万元)	4,592
发行股数(百万股)	396
其中:流通股(百万股)	375
主要股东(持股比例)	甘肃祁连山建材控股有限公司(15.34%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600720.SH]	-13.63	-3.25	+25.00	+68.36
[上证A股指数]	-2.94	+7.90	+22.73	+30.83
[中金建材股指数]	-7.98	+4.50	+37.77	+68.24

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

09 年一季度报超出预期:

祁连山公布了 09 年一季度业绩, 公司实现营业收入 4.46 亿, 同比增长 102.8%; 净利润 4723 万, 同比增长 42.5 倍, 按照 09 年增发后全面摊薄每股收益 0.1 元, 同比增长 36.3 倍。净利润比业绩快报再增 20%。

正面:

- 毛利率同比环比分别上升 5.6 个百分点和 2.4 个百分点。水泥价格同比环比分别上升 72.4% 和 10.5%, 而单位成本同比环比分别上涨 58.2% 和 6.3%, 低于价格涨幅。
- 一季度销量同比增长 18%。今年暖冬, 甘肃市场 3 月份提前启动, 一季度实现销量 120 万吨, 同比增加 18 万吨, 完成了全年增量的 45%。
- 三项费用率下降 17 个百分点。因规模扩大和管理改善, 三项费用率大幅下降。

负面:

- 资产负债率上升。截至一季度末, 公司资产负债率达到 67%, 08 年底上升 4 个百分点, 净负债率也达到 100%。

发展趋势:

甘肃市场三月底提价一次后, 近期有望在天水平凉地区继续提价。未来两个季度甘肃青海水泥市场将供不应求, 水泥价格为上升趋势。

上调盈利预测

公司 09 年一季度价格和销量均大幅超出预期, 未来水泥价格有望维持高位或者继续上涨, 我们上调 09 年价格涨幅至 10%, 上调 09 年和 2010 年盈利预测 28% 和 27% 至 3.28 亿和 4.36 亿, 全面摊薄每股收益 0.7 元和 0.94 元。

重申“审慎推荐”

09 年和 2010 年市盈率分别为 16.5x 和 12.4x, 处于可比公司低端。盈利确定、旺季水泥价格上涨以及相对偏低的估值是我们继续看好祁连山的理由。股价经过调整, 显现投资机会, 重申“审慎推荐”。

图 3：09 年一季度业绩分析

人民币（百万元）	Quarterly Data							CICC Comments
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	QoQ	YoY	
主营业务收入	220	527	583	492	446	-9.4%	102.8%	价格同比大幅上涨 72%，销量同比上升 17% 单位成本上升 58%
主营业务成本	(149)	(329)	(329)	(319)	(278)	-12.9%	86.2%	
销售毛利	70	199	254	173	168	-3.2%	138.1%	价格涨幅高于单位成本涨幅
毛利率（%）	32.0%	37.7%	43.6%	35.2%	37.6%	2.4%	5.6%	
销售费用	(26)	(33)	(38)	(28)	(28)	-0.7%	8.5%	税前利润大幅增加 收购少数股东权益
管理费用	(45)	(68)	(75)	(67)	(58)	-14.2%	27.8%	
财务费用	(22)	(29)	(26)	(26)	(25)	-5.2%	12.5%	
营业利润	(9)	66	110	25	53	117.5%	695.8%	
营业外净收入	8	18	26	19	4	-79.4%	-53.3%	
税前利润	(1)	84	137	44	57	31.6%	10222.3%	
所得税	(2)	(11)	(19)	(14)	(10)	-32.1%	350.0%	
少数股东损益	(2)	(21)	(20)	1	0	-78.9%	-117.0%	
净利润	(1)	49	98	30	47	55.2%	4251.7%	
净利润率（%）	-0.5%	9.3%	16.9%	6.2%	10.6%	4.4%	11.1%	
每股收益（元）	(0.00)	0.12	0.25	0.08	0.10	31.9%	3627.9%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 4：盈利预测调整

（单位：百万元）	2009			2010		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	1,997	2,132	6.8%	2,533	2,705	6.8%
息税折旧前利润	614	720	17.3%	806	941	16.7%
税前利润	383	490	28.0%	512	651	27.3%
净利润	256	328	28.0%	342	436	27.3%
每股收益(元)	0.55	0.70	28.0%	0.73	0.94	27.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 5: 主要财务数据

损益表(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入净额	995	1,257	1,823	2,132	2,705
主营业务利润	238	317	682	948	1,240
其他业务利润	1	1	1	1	1
营业费用	90	102	125	147	186
管理费用	86	132	255	298	379
财务费用	61	65	104	92	96
营业利润	2	-8	192	412	581
税前利润	30	38	264	490	651
所得税	6	7	46	85	114
少数股东权益	15	25	41	77	102
净利润	8	5	176	328	436
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	175	243	497	568	754
投资活动现金流	-226	-172	-586	-893	-793
融资活动现金流	144	-40	256	283	263
货币资金增加额	93	101	166	-42	224
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产	746	854	1,209	1,302	1,790
长期投资	105	10	8	-653	-1,135
固定资产	1,442	1,756	1,792	2,673	3,360
无形资产和其他资产	144	293	306	379	441
总资产	2,437	2,928	3,330	3,715	4,470
流动负债	1,117	1,489	1,911	2,155	2,493
长期负债	326	251	220	188	155
少数股东权益	118	273	140	55	70
股东权益	877	912	1,059	1,317	1,753
负债和权益	2,437	2,928	3,330	3,715	4,470
财务指标					
主营业务利润率	23.9%	25.2%	37.4%	44.4%	45.9%
息税前利润率	6.3%	6.7%	16.6%	23.6%	25.0%
净利润率	0.8%	0.4%	9.7%	15.4%	16.1%
净资产收益率	0.9%	0.6%	16.7%	24.9%	24.9%
总资产收益率	0.3%	0.2%	5.3%	8.8%	9.7%
总资产负债率	59.2%	59.5%	64.0%	63.1%	59.2%
净负债率	164.6%	191.1%	201.2%	177.9%	151.1%
流动比率	66.8%	57.3%	63.2%	60.4%	71.8%
速动比率	49.5%	39.8%	45.9%	45.5%	55.5%
应收帐款周转期	63	60	22	50	50
存货周转期	71	76	67	55	55

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 6: 主要假设

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
产销量(万吨)	467	606	630	670	850
(+/-%)	16.4%	29.7%	4.0%	6.3%	26.9%
价格(元/吨)	213	207	289	318	318
(+/-%)	10.8%	-2.6%	39.5%	10.0%	0.0%
单位成本(元/吨)	160	154	179	174	170
(+/-%)	10.9%	-4.2%	16.3%	-2.4%	-2.6%
吨水泥毛利(元)	53	54	111	144	148
毛利率(%)	24.7%	25.9%	38.2%	45.2%	46.6%
销售收入(百万元)	995	1257	1823	2132	2705
净利润(百万元)	8	5	176	328	436
净利润率(%)	0.8%	0.4%	9.7%	15.4%	16.1%
每股收益(元)	0.02	0.01	0.45	0.70	0.94
吨水泥净利(元)	1.8	0.9	28.0	48.9	51.3

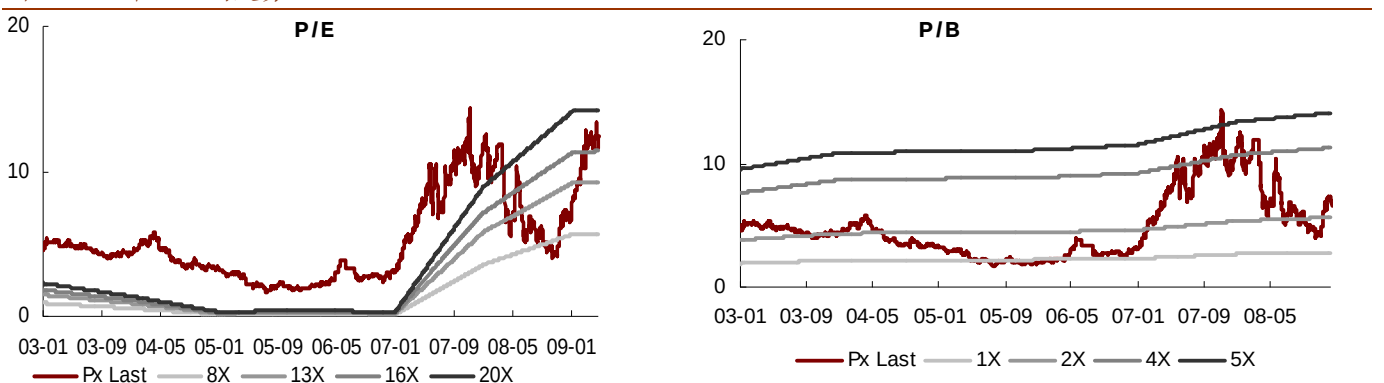
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 7：可比公司估值表

交易货币			最近一日收 盘价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
水泥															
A股															
海螺水泥	CNY	36.62		25.9	24.8	20.4	17.2	5.8	2.6	2.4	2.1	14.3	11.1	9.6	8.0
冀东水泥	CNY	14.6		38.6	39.7	30.9	26.3	6.7	3.0	2.7	2.5	25.1	15.2	12.3	9.3
华新水泥	CNY	23.49		32.7	20.6	18.0	16.5	5.7	2.4	2.1	1.5	12.6	10.7	8.0	7.0
祁连山	CNY	11.6		843.0	26.0	16.5	12.4	5.0	4.3	4.1	3.1	30.4	9.6	8.2	6.3
天山股份	CNY	13.31		39.6	21.6	15.5	12.7	3.5	3.2	2.5	2.0	16.9	12.6	10.2	8.6
赛马实业	CNY	26.74		60.3	19.1	15.2	13.8	4.6	3.0	2.6	2.2	22.7	13.7	10.3	8.6
青松建化	CNY	12.36		45.8	33.9	23.9	18.4	3.6	3.0	2.7	2.4	35.2	20.6	13.0	9.2
A股平均				39.1	23.2	17.3	15.2	5.4	3.0	2.6	2.2	19.8	11.9	9.9	8.3
H股															
海螺水泥	HKD	43.8		27.3	26.1	21.4	18.1	6.1	2.7	2.5	2.2	12.6	9.8	8.4	7.1
中国建材	HKD	13.88		29.6	18.1	15.2	13.4	3.7	3.1	2.4	2.1	24.4	10.6	7.7	6.6
中材股份	HKD	5.4		31.1	21.6	14.0	12.9	2.7	2.6	2.3	2.1	11.5	7.6	4.8	4.8
H股平均				29.6	21.6	15.2	13.4	3.7	2.7	2.4	2.1	12.6	9.8	7.7	6.6
欧洲															
Cemex SAB de CV	USD	7.79		2.6	5.1	6.2	4.1	0.4	0.4	0.4	0.4	n.a	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	53.9		5.4	6.9	8.6	8.1	0.8	0.8	0.7	0.7	4.4	5.5	6.1	6.0
HeidelbergCement	EUR	31.46		2.5	4.2	5.0	4.9	0.5	0.5	0.4	0.4	6.7	5.5	6.0	5.9
Lafarge SA	EUR	38.715		4.1	4.1	5.1	5.0	0.6	0.5	0.5	0.5	7.2	6.3	6.8	6.6
欧洲平均				3.3	4.7	5.7	4.9	0.6	0.5	0.5	0.4	6.7	5.5	6.1	6.0
印度															
ACC Ltd	INR	642.5		8.7	10.6	13.2	15.8	2.9	2.4	2.2	2.0	5.4	6.5	7.4	8.0
Grasim Industries	INR	1590		8.3	5.9	6.6	8.0	2.2	1.6	1.3	1.1	6.2	4.3	4.7	5.2
India Cements	INR	122		6.3	4.7	5.8	6.8	1.5	1.2	0.9	0.8	7.1	4.2	4.3	4.6
Shree Cement	INR	802.05		8.2	n.a	6.0	8.1	4.4	n.a	n.a	n.a	6.4	n.a	4.4	4.9
Ultra Tech Cement	INR	565.55		9.0	6.9	7.7	9.6	4.3	2.6	2.0	1.7	6.6	4.8	5.2	5.6
Adelaide Brighton	AUD	1.97		9.6	9.0	8.4	7.3	1.6	1.6	1.5	1.4	7.2	6.5	6.2	5.8
印度平均				8.5	6.9	7.2	8.1	2.6	1.6	1.5	1.4	6.5	4.8	5.0	5.4
亚太地区															
Asia Cement	TWD	35.35		9.4	12.4	13.6	13.0	1.4	1.4	1.4	1.3	55.4	46.5	47.2	40.8
Taiwan Cement	TWD	34		12.6	19.5	17.7	15.9	1.5	1.4	1.4	1.3	28.9	30.9	25.4	23.0
Siam City Cement	THB	134.5		8.9	10.0	9.9	9.0	2.0	2.0	1.9	1.9	5.9	6.8	6.7	6.1
TPI Polene	THB	3.24		2.9	-4.5	4.5	4.5	0.1	0.1	0.1	0.1	3.9	8.8	4.3	4.0
Indocement TP	IDR	5300		22.2	12.7	11.7	9.7	2.9	2.4	2.0	1.7	10.0	6.9	6.7	5.8
Semen Gresik	IDR	4200		15.4	11.4	11.2	10.0	3.8	3.1	2.7	2.3	8.0	6.0	5.9	5.2
亚太地区平均				11.0	11.9	11.4	9.8	1.7	1.7	1.7	1.5	9.0	7.9	6.7	5.9
石膏板及新型建材															
Saint-Gobain	EUR	26.845		4.7	5.5	6.9	6.7	0.7	0.6	0.6	0.6	4.3	4.7	5.1	5.1
USG Corporation	USD	11.95		10.8	n.a	n.a	n.a	0.6	0.6	0.7	0.8	6.7	-841.0	-36.9	24.4
Owens Comings	USD	15.28		14.0	12.6	15.8	11.5	n.a	n.a	n.a	n.a	6.0	6.5	6.7	6.3
Boral Ltd	AUD	3.53		7.0	8.9	14.1	11.7	0.7	0.7	0.7	0.7	5.7	6.3	7.6	7.2
CSR Ltd	AUD	1.3		4.9	6.5	9.0	7.4	1.1	0.8	0.8	0.8	6.1	6.0	5.8	4.9
CRH	EUR	17.06		6.6	7.4	9.1	9.0	1.1	1.1	1.0	1.0	6.3	6.8	7.5	7.6
平均				6.8	7.4	9.1	9.0	0.7	0.7	0.7	0.8	6.1	6.2	6.3	6.7
玻璃纤维															
Asahi Glass	JPY	589		9.5	11.4	19.6	13.6	0.7	0.8	0.8	0.8	3.8	4.4	6.4	5.9
Nitto Boseki	JPY	177		9.6	7.7	-5.3	31.2	0.6	0.6	0.6	0.6	3.9	3.6	5.5	5.1
Saint-Gobain	EUR	26.845		4.7	5.5	6.9	6.7	0.7	0.6	0.6	0.6	4.3	4.7	5.1	5.1
平均				9.5	7.7	6.9	13.6	0.7	0.6	0.6	0.6	3.9	4.4	5.5	5.1

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 8：P/E 和 P/B 的走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。