

祁连山 (600720)

1 季度毛利率同环比提升

2009 年 1 季报点评

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读： 1 季度毛利率同环比提升，谨慎增持，10 年产能压力大

投资要点：

- 09 年 1 季度收入 4.5 亿、同增 103%，净利润 4725 万、扭亏为盈，EPS0.12 元，符合预期。销售水泥 107 万吨、同增 29%。
- 1 季度毛利率 37.6%，同比增加 5.6 个百分点（32%），环比上年 4 季度增加 2.4 个百分点（35.2%），毛利率同环比提升、在上市公司中显得相对强劲，大部分水泥仅同比提升环比下降。
- 三项费用率同比下降 18 个百分点，营业费用同增 8%、费用率下降 5.5 个百分点，管理费用同增 28%、费用率下降 7.6 个百分点，财务费用同增 13%、费用率下降 4.5 个百分点。
- 营业外收入同比下降 54%、占收入比下降 3.2 个百分点。所得税同增 350%、所得税率 17%。1 季度少数股东损益仅 27 万、占利润总额比为 0.48%，较 08 年全年 16%大幅下降。
- 我们预期 2009-10 年水泥销售 669、864 万吨、同增 6%、29%，毛利率 42.4%、38.4%，同比增加 3.7、-4.0 个百分点，EPS0.75、0.87 元，同比增长 68%、16%，考虑增发摊薄 0.60、0.70 元。
- 预期 2 季报仍十分优秀，公司为增发仍有动力做基本面。甘肃区 09 年前 3 季度产能投放压力小，但 2010 年甘肃等区域产能投放压力大，景气有很大下滑风险。建议谨慎增持，目标价格 13 元。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,257	1,823	2,110	2,739	4,101
(+/-)%	24.9%	45.0%	15.8%	29.8%	49.8%
经营利润（EBIT）	57	278	425	467	624
(+/-)%	-12%	387%	53%	10%	34%
净利润	6	176	296	344	475
(+/-)%	-46%	3040%	68%	16%	38%
每股净收益（元）	0.01	0.45	0.75	0.87	1.20
每股股利（元）	0.05	0.15	0.18	0.21	0.29

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	5%	15%	20%	17%	15%
净资产收益率（%）	1%	17%	23%	23%	14%
投入资本回报率（%）	2%	10%	13%	13%	15%
EV/EBITDA	34.9	13.7	10.2	9.3	7.3
市盈率	817.2	26.0	15.5	13.3	9.7
股息率（%）	0.4%	1.3%	1.5%	1.8%	2.5%

评级：谨慎增持

上次评级：首次评级

目标价格：¥13.00

上次预测：-

当前价格：¥11.60

2009.04.24

交易数据

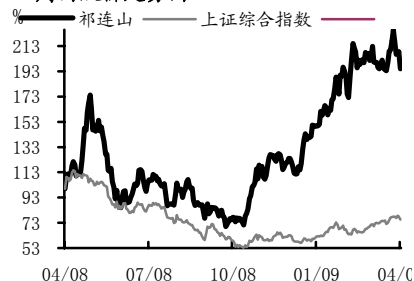
52 周内股价区间（元）	4.02 ~ 13.59
总市值（百万元）	4,592
总股本/流通 A 股（百万股）	396/375
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.95
日均成交量（百万股）	14.4
日均成交值（百万元）	119.5

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	1059
每股净资产	2.68
市净率	4.34
净负债率	106%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	(0.00)	0.12
Q2	0.12	0.18
Q3	0.25	0.35
Q4	0.08	0.10
全年	0.45	0.75

52 周内股价走势图



升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	-4.3	23.2	95.1
相对指数	-10.1	-0.4	120.0

模型更新时间: 2009.04.22

股票研究

非金属建材业

非金属矿物制品业

祁连山(600720)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥ 13.00

上次预测: -

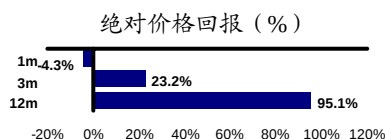
当前价格: ¥ 11.60

公司网址:

www.qlssn.com

公司简介

甘肃祁连山为甘肃省最大的水泥企业和西北地区特种水泥生产基地。



52 周价格范围 4.02~13.59
市值 (百万) 4,592

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
主营业务收入	771	1,007	1,257	1,823	2,110	2,739	4,101
主营业务成本	580	759	931	1,126	1,240	1,708	2,633
税金及附加	7	9	9	14	17	22	32
主营业务利润	185	239	317	682	853	1,009	1,436
其他业务利润	2	0	25	24	4	5	8
营业费用	81	90	102	125	139	181	271
管理费用	64	84	132	255	285	356	533
EBIT	41	65	57	278	425	467	624
财务费用	39	61	65	104	98	97	123
营业利润	2	4	-8	174	326	370	502
所得税	5	11	7	46	67	78	108
少数股东损益	4	15	25	41	23	27	37
净利润	6	10	6	176	296	344	475
资产负债表							
货币资金、短期投资	69	162	261	373	321	550	836
其他流动资产	561	585	592	836	968	1,256	1,881
长期投资	105	83	24	8	9	11	13
固定资产合计	1,420	1,442	1,756	1,820	1,977	2,150	2,341
无形及其他资产	41	180	273	273	326	388	474
资产合计	2,195	2,460	2,922	3,324	3,618	4,377	5,578
流动负债	1,064	1,117	1,489	1,912	1,922	2,359	3,114
长期负债	151	326	251	220	263	313	381
股东权益	868	897	912	1,059	1,266	1,507	1,840
投入资本(IC)	1,664	1,839	2,174	2,377	2,632	2,966	3,454
现金流量表							
NOPLAT	22	46	47	229	351	385	515
折旧与摊销	95	109	111	150	148	162	178
流动资金增量	101	14	(72)	139	45	98	Termin
资本支出	450	270	518	213	359	397	454
自由现金流	(435)	(129)	(288)	27	95	52	872
经营现金流	(32)	175	243	497	318	331	346
投资现金流	147	277	173	623	(359)	(397)	(454)
融资现金流	241	309	680	794	(277)	28	49
现金流净增加额	357	761	1,097	1,915	(318)	(39)	(58)
财务指标							
成长性							
收入增长率	8.6%	30.5%	24.9%	45.0%	15.8%	29.8%	49.8%
EBIT 增长率	-40.6%	56.8%	-12.0%	386.6%	52.9%	9.8%	33.8%
净利润增长率	-78.5%	75.8%	-45.9%	3039.7%	67.8%	16.2%	38.0%
利润率							
毛利率	24.8%	24.6%	25.9%	38.2%	41.2%	37.6%	35.8%
EBIT 率	5.4%	6.4%	4.5%	15.2%	20.1%	17.0%	15.2%
净利润率	0.8%	1.0%	0.4%	9.7%	14.0%	12.6%	11.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	0.7%	1.2%	0.6%	16.7%	23.4%	22.8%	13.6%
总资产收益率(ROA)	0.3%	0.4%	0.2%	5.3%	8.2%	7.9%	8.5%
投入资本回报率	1.3%	2.5%	2.1%	9.7%	13.3%	13.0%	14.9%
运营能力							
存货周转天数	100.0	88.5	89.0	96.1	105.5	94.4	86.4
应收账款周转天数	115.14	76.06	63.01	40.58	40.58	40.58	40.58
总资产周转天数	1,038.6	892.2	848.5	665.7	625.9	583.4	496.4
净利润现金含量	-5.36	16.82	43.24	2.82	1.07	0.96	0.73
资本支出/收入	58%	27%	41%	12%	17%	15%	11%
偿债能力							
资产负债率	55.4%	58.7%	59.5%	64.1%	60.4%	61.0%	62.7%
净负债率	69.2%	99.1%	109.8%	106.3%	89.1%	78.0%	69.0%
估值比率							
PE	780.4	443.9	817.2	26.0	15.5	13.3	9.7
PB	5.3	5.1	5.0	4.3	4.5	3.8	3.1
P/S	6.0	4.6	3.7	2.5	2.7	2.1	1.4
EV/EBITDA	38.36	30.12	34.89	13.70	10.23	9.32	7.31
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	1.3%	1.5%	1.8%	2.5%

表 1: 单季度财务指标

	2009Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008
主营业务收入	446	220	527	583	492	1823
增速	103%	31%	57%	47%	38%	45%
毛利率	37.6%	32.0%	37.7%	43.6%	35.2%	38.2%
主营业务成本	278	149	329	329	319	1126
业务税金及附加	3	1	4	5	3	14
主营业务利润	164	69	195	249	170	682
营业费用	28	26	33	38	28	125
费用率	6.3%	11.8%	6.3%	6.5%	5.8%	6.9%
管理费用	58	45	68	75	67	255
费用率	13.0%	20.6%	12.8%	12.8%	13.7%	14.0%
财务费用	25	22	29	26	26	104
费用率	5.6%	10.1%	5.6%	4.4%	5.3%	5.7%
三项费用率	24.9%	42.5%	24.7%	23.7%	24.8%	26.6%
营业利润	53	-24	64	110	24	174
投资收益	0	15	1	0	1	17
/利润总额	0%	-2735%	1%	0%	1%	7%
营业外收入	4	9	21	35	28	93
/利润总额	7%	-1596%	25%	26%	65%	35%
营业外支出	0	1	3	9	9	21
利润总额	57	-1	84	137	44	264
所得税	10	2	11	19	14	46
所得税率	17%	-384%	13%	14%	33%	17%
少数股东损益	0.27	-2	24	20	-1	41
/利润总额	0.48%	283%	29%	15%	-3%	16%
净利润	47	-1	49	98	30	176
增速			104%	728%		3057%
净利润率	11%	-1%	9%	17%	6%	10%
EPS	0.12	0.00	0.12	0.25	0.08	0.45

数据来源: 国泰君安证券研究所

表 2: 盈利预测假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	
水泥及熟料销量-万吨	606	631		669	864	1239
增速	10%	4%		6%	29%	43%
产品销售价格涨幅	14%	39%		10%	0%	4%
煤炭价格涨幅	5%	24%		6%	3%	5%
毛利率	26.9%	38.7%		42.4%	38.4%	36.3%
吨毛利	56.4	113.4		136.6	123.7	121.6
吨净利润	0.9	28.0		44.3	39.9	38.8
净利润-亿元	0.06	1.76		2.96	3.45	4.81
增速	-46%	3040%		68%	16%	39%
EPS	0.01	0.45		0.75	0.87	1.21
摊薄后-EPS	0.01	0.45		0.60	0.70	0.97

数据来源: 国泰君安证券研究所

表 3: 2009 年 3 月水泥行业固定资产投资及投产项目统计

亿元	投资额	增速%	上年同期 增速%	投产项 目(个)	上年同期 投产(个)	总投资 计划	增速%	新开工投 资计划	增速%
全国	234	110	40	64	28	1939	66	302	116
华北地区	20	175	26	7	5	174	195	44	626
北京	-		-100	0	0	0		0	
天津	1	218	92	0	0	1	39	1	132
河北	13	184	75	4	4	84	251	36	1039
山西	3	50	25	1	1	34	34	3	204
内蒙古	4	391	-52	2	0	55	528	5	196
东北地区	9	96	-26	0	2	90	96	15	317
辽宁	8	167	7	0	2	75	247	14	391
吉林	1	-27	-66	0	0	15	43	1	40
黑龙江	-	-100	1960	0	0	0	-100	0	-100
华东地区	45	44	48	20	3	406	17	48	31
上海	-	10,000		0	0	0		0	
江苏	8	6	30	8	2	40	26	5	371
浙江	2	-5	69	1	0	14	-43	4	165
安徽	14	66	107	3	0	126	1	19	47
福建	6	-2	45	3	0	93	0	2	-75
江西	5	90	-7	2	0	86	88	15	27
山东	9	134	52	3	1	46	63	3	36
中南地区	71	83	33	23	13	556	18	95	68
河南	14	4	29	9	7	93	-13	4	-73
湖北	19	132	64	3	0	112	12	7	-69
湖南	14	141	202	4	4	138	51	9	4287
广东	12	254	-24	1	0	92	36	54	7986
广西	12	47	6	5	2	105	2	21	18
海南	1	160	2720	1	0	16	367	0	
西南地区	73	223	60	13	4	582	200	71	199
重庆	9	279	62	3	0	126	360	0	-100
四川	50	303	169	8	3	283	228	51	291
贵州	8	98	200	2	0	103	146	17	90
云南	6	62	-42	0	1	71	81	2	2021
西藏	0	10,000		0	0	1		1	
西北地区	16	144	127	1	1	130	183	29	123
陕西	10	90	115	0	1	64	164	11	96
甘肃	3	10,000	-100	0	0	23		5	
青海	1	443		0	0	9	86	0	-96
宁夏	1	1,880	243	0	0	7	8497	3	3247
新疆	1	-13	285	1	0	28	63	10	183

数据来源: DC, CC, 国泰君安证券研究所

作者简介:

韩其成: 建材、建筑行业研究员

上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 先后从事银行、石油石化、煤化工(焦炭)、策略专题等研究。

免责声明

本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。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com