

建筑建材

报告原因：公司调研

2009 年 4 月 30 日

市场数据：2009 年 4 月 29 日

收盘价（元）	12.07
一年内最高/最低（元）	14.5/4.18
市净率	4.31
市盈率	17
流通 A 股市值（百万元）	4526

基础数据：2009 年 3 月 31 日

每股净资产（元）	2.8
资产负债率%	67.28
总股本/流通 A 股（百万）	36900/37500
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

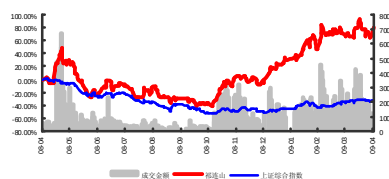
执笔人

赵红

010-82190392

zhaohong@sxzq.com

公司股价与上证综合指数比较



联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyj.fzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

Http://www.i618.com.cn

祁连山

(600720)

买入

区域需求旺盛和产能加速扩张 驱动业绩高增长

调高评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产 收益率	市盈率
2007A	12.57	24.87	0.77	-22.1	0.01	-0.65	2.76	877
2008A	18.23	45.02	1.2	3056	0.45	10.52	16.54	27
2009E	20.65	13.29	2.1	54.8	0.69	14.6	20.5	17
2010E	26.58	28.7	2.82	26.37	0.87	13.7	20.58	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司是甘肃、青海地区最大的水泥生产企业，截止到 08 年底，水泥产能达到 680 万吨（含 6*500 湿法窑 100 万吨）布局在永登、平凉、天水 and 红古四大水泥生产基地，销售面向兰州、青海、河西、平庆和陇东南五大区域市场，而兰州、青海东、平庆和陇东南是甘青地区水泥需求量最大的区域和公司的主要目标市场。
- 作为甘青区域唯一一家产能超过百万吨水泥企业，公司规模和竞争优势明显。据了解，在甘青区域内，产能超过 60 万吨的仅有 7 家水泥企业，而超过百万吨的企业更只有公司一家。此外，受运输半径制约影响，与公司存在竞争关系的有寿鹿山水泥厂（80 万吨）、青海水泥厂和（90 万吨）甘草水泥集团公司（60 万吨）三家，而由于生产工艺落后将被淘汰或产能较小原因，不能给公司带来实质性竞争压力。
- 自上市以来，不断通过自建和收购，公司水泥产能从上市时的 100 万吨扩张到目前的 680 万吨，如把这段时期归结为产能稳步扩张期，未来 2 年公司将明显进入加速扩张期。公司在青海湟中县的 2500t/d 水泥生产线将在今年 5 月正式投产，预计新增产量 60 万吨左右，陇南成县和甘谷二线的 2 条 3000t/d 生产线将于明年年初投产，届时公司水泥产能将达到 1000 万吨。除此之外，公司今年新建的设计规模均为 5000t/d 的青海二线、白银和永登三线三条生产线目前也已经开工建设，预计将到 2010 年底或 2011 年初正式投产，届时公司水泥产能将超过 1500 万吨。
- 新生产线投产人员有效分流，预计管理费用率有效下降。在同行业公司比较中，公司管理费用率一直比较高，平均高出行业平均水平 3—4 个百分点，主要因为固有的老生产线人员臃肿造成的，如日产 2500 吨的天水子公司拥有员工 1200 人，而与其相同规模的平凉子公司仅 270 人，过重的人员负担导致两子公司的吨净利润相差 22 元（08 年）。

而据我们了解，原有老生产线人员以后将被分配到新投产生产线，以减少管理费用较高问题，我们认为随着管理费用率的逐步降低，将有效提高公司的吨水泥盈利和销售净利率。

- I 甘青地区基础设施起步晚，未来将进入大规模发展期。虽然国家早在1999年已经提出西部大开发战略，但从近几年的西北五省投资增速看，甘肃和青海地区无论从投资增速还是起步时间均落后于其他省份。据了解，甘肃省未来2—5年将进入以铁路、公路、灾后重建（陇南）为主的大规模基础设施建设期，基础设施的投资大规模启动将有力支撑区域内的水泥需求空间。
- I 区域内水泥投资旺盛，但今明2年供给释放压力不大。基础设施大规模建设吸引众多水泥产业资本云集甘青两地，2008年甘青水泥固定资产投资额高达132446万元，比07年增长294%，大大高于全国60.76%的投资增速。目前甘青两省在建和拟建的水泥生产线近15—16条，在建和规划产能1500万吨。而甘青两省现有产能达到2400万吨，落后产能占到1300万吨，明确09年和10年分别淘汰250万吨，由于拟建和新建的项目最快也要待2010年下半年投产，因此我们认为09年和10年水泥仍能维持区域性高景气度。
- I 煤电成本占比较低，09年公司维持高毛利率水平可期。据我们了解，西部地区煤炭价格波动幅度较小，目前公司到厂煤炭价格约370元/吨，煤炭成本占比约26%，与同类上市公司比较属较低水平。受暖冬影响，甘肃和青海地区一季度水泥价格平稳几乎维持去年旺季水平，水泥价格分别达到410元/吨、420元/吨，高出去年同期130元/吨和150元/吨，随着传统旺季的到来，预计价格还有进一步上涨空间，因此我们预计09年公司维持高毛利率水平可期。
- I 盈利预测和投资建议。我们预计09年和10年实现净利润2.73亿元和3.45亿元，不考虑公司定向增发的股本摊薄，09年和10年EPS将达到0.7元和0.87元，鉴于公司良好的成长性和区域内水泥行业景气度较高的预期，我们认为给予公司股价22—25倍市盈率较为合理，未来6个月内其股价合理范围应在15.4—17.5元，给予“买入”评级。



主营业务销量预测

	2007	2008	2009E	2010E
水泥和熟料				
产能（万吨）	680	680	750	920
销量（万吨）	606.49	580	600	804
销售价格（不含税）	193.89	285.5	330	320
毛利率	26.74%	38.46%	42%	40%
混凝土				
收入（万元）	7,145.33	8,399.35	8500	8500
毛利率	11.33%	11.99%	12%	12%

注：本部六条湿法窑年初淘汰2条，年底将全部淘汰。

水泥销量剔除内部抵消50万吨

盈利预测表（单位：万元）

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	125,686.15	182,264.45	206,500.00	265,780.00
二、营业总成本	126,505.84	164,820.70	176,876.07	229,783.35
营业成本	93,104.22	112,610.08	122,320.00	161,848.00
营业税金及附加	917.17	1,432.67	1652	2126.24
销售费用	10,234.33	12,533.77	13,422.50	17,275.70
管理费用	13,179.13	25,513.56	25812.5	31893.6
财务费用	6,527.75	10,352.92	11,669.07	14,639.81
资产减值损失	2,543.23	2,377.70	2000	2000
三、其他经营收益				
投资净收益	0	1,733.78	612	612
四、营业利润	-819.69	19,177.54	30,235.93	36,608.65
加：营业外收入	4,959.78	9,313.89	8307.99	10684.356
减：营业外支出	377.54	2,115.91	0	0
五、利润总额	3,762.55	26,375.51	38,543.92	47,293.01
减：所得税	717.37	4,602.02	6552.467004	8039.810911
净利润	3,045.18	21,773.49	31,991.46	39,253.19
减：少数股东损益	2,500.37	4,127.36	4658.462179	4710.383334
归属于母公司所有者 的净利润	544.82	17,646.13	27,332.99	34,542.81
EPS	0.01	0.45	0.69	0.87

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。