

水泥制造



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

祁连山 (600720)

市场暴利还能有多久？

——公司 2009 年中报点评

推荐 (维持)

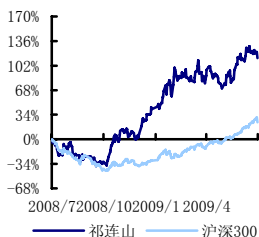
市场数据

报告日期	2009-7-30
收盘价(元)	14.17
52周最高/最低(元)	14.69/4.03
总股本(百万股)	474.90
流通股本(百万股)	395.80
总市值(百万元)	6729.37
流通市值(百万元)	5608.55
每股净资产(元)	3.91

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1823	2178	2460	2754	1181
同比增长(%)	45.0%	19.5%	12.9%	12.0%	58.0%
净利润(百万元)	176	350	389	417	160
同比增长(%)	3056.5%	98.4%	11.0%	7.3%	234.3%
毛利率(%)	38.2%	43.1%	42.1%	40.7%	41.5%
净利率(%)	9.7%	16.1%	15.8%	15.1%	13.5%
每股收益(元)	0.37	0.74	0.82	0.88	0.34
每股经营现金流(元)	1.05	1.40	1.46	1.74	-

股价走势



投资要点

事件:

2009 年上半年公司实现营业收入 11.8 亿元, 同比增长 58.0%; 实现净利润 15967 万元, 同比增长 234.3%; 实现全面摊薄 EPS 为 0.34 元。

点评:

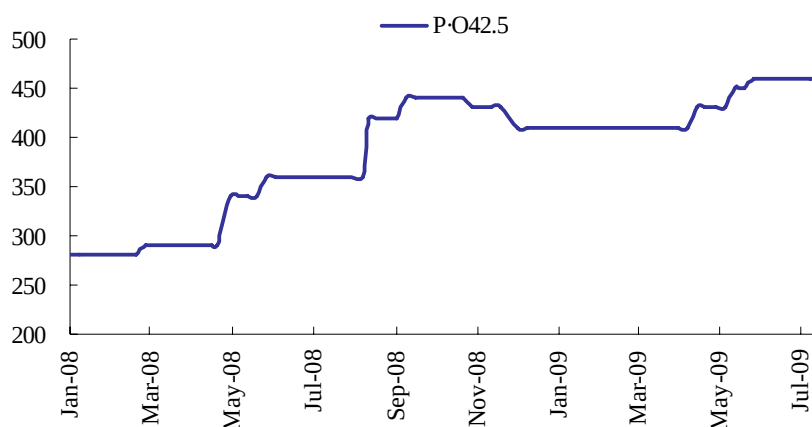
- 公司上半年业绩高于我们预期。主要由于甘肃上半年水泥价格表现超出预期, 甘肃 09 年水泥价格表现突出, 西北大部份区域水泥价格基本是延续去年高位水平, 但甘肃 P.O 42.5 价格较年初仍有 50 元/吨 (含税) 的上涨 (如兰州 P.O 42.5 市场价格从年初 410 元/吨上涨至 460 元/吨)。
- 三大因素动公司业绩大幅增长。(1) 从水泥销量来看, 公司近年来没有新产能投产, 但在区域需求持续旺盛的拉动下, 公司现有生产线的产能利用率持续提升, 09 年上半年水泥及熟料累计销量为 331 万吨, 同比增长 11.7%; (2) 从水泥价格来看, 公司上半年水泥及熟料综合售价达 331 元/吨 (不含税), 同比高出 94 元/吨, 同比涨幅达 39.5%; (3) 公司收购天水 49%、平凉 46.15% 的少数股东权益于 08 年 8 月开始并表, 09 年上半年为公司带来约 4700 万元的净利润增量。
- 水泥价格上涨导致盈利能力大幅提升。在水泥价格同比大幅上涨的情况下, 同时煤炭成本较去年高位出现大幅回落, 公司上半年水泥及熟料综合毛利率达 43.8%, 同比提升 22.1 个百分点; 吨水泥净利润达 58.5 元, 同比增长达 148%。

相关报告

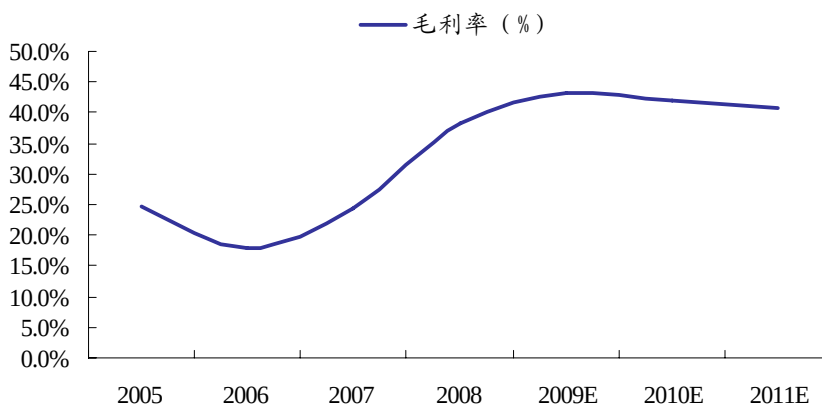
《淡季不淡, 业绩表现靓丽》
2009-4-23

《业绩略高于预期, 09 年增长仍明确》2009-3-11

- **公司进入水泥产能高速扩张阶段。**公司目前在建及拟建合计有 6 条生产线，其中青海一期 2500T/D 将于 09 年 7 月份点火，成县、甘谷各 1 条 3000T/D 生产线也将于 09 年底点火，到 10 年初公司的产能将达到 1000 万吨；此外，公司永登三期、青海二期各 1 条 5000T/D 生产线、漳县 1 条 3000T/D 生产线也将相继续开工，我们预计 2012 年公司的水泥产能将达到 1500 万吨，产能扩张幅度超过 100%。
- **09 年高盈利可持续，10 年面临较大压力。**综合来看，目前甘肃目前水泥行业处于暴利状况，逐利资金涌入甘肃新建生产线，公司成县、甘谷两条 3000T/D 生产线，金昌水泥 3000T/D 及海螺 5000T/D 生产线都将在 09 年底投产，而 10 年投产的产能规模将更大，由于新投产生产线将在 10 年影响市场，对于 09 年甘肃市场的高盈利仍可持续，但 10 年市场将面临着较大的压力。
- **上调盈利预测，维持“推荐”评级。**基于公司中期业绩超出我们预期，我们上调公司 09-11 年 EPS 至 0.74 元、0.82 元、0.88 元，维持公司“推荐”评级。

图 1：2008 年以来甘肃兰州 P.O 42.5 级水泥价格走势


资料来源：数字水泥，兴业证券研发中心整理

图 2：公司综合毛利率历史情况及预测


资料来源：兴业证券研发中心

表 1: 公司近期来中期单吨水泥售价、成本及盈利情况

	2006 年中期	2007 年中期	2008 年中期	2009 年中期	YOY
主营业务收入 (万元)	42801	50475	70892	109917	
主营业务成本 (万元)	31003	37322	44398	61799	
营业费用 (万元)	4629	4787	5907	6355	
管理费用 (万元)	4109	4155	11281	14243	
财务费用 (万元)	2439	3046	5163	5243	
销量 (万吨)	268	278	298	331	11.2%
单位价格 (元/吨)	159.7	181.6	238.1	332.1	39.5%
单位成本 (元/吨)	115.7	134.3	149.1	186.7	25.2%
吨营业费用 (元/吨)	17.3	17.2	19.8	19.2	-3.2%
吨管理费用 (元/吨)	15.3	14.9	37.9	43.0	13.6%
吨财务费用 (元/吨)	9.1	11.0	17.3	15.8	-8.6%
吨净利润 (元/吨)	5.25	9.10	23.57	58.53	148.3%

资料来源: 兴业证券研发中心

表 2: 祁连山公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	527	583	492	446	735	39.3%	747	1181	58.0%	
营业成本	329	329	319	278	412	25.5%	478	690	44.5%	
毛利	199	254	173	168	323	62.2%	269	490	82.0%	
销售费用	33	38	28	28	35	6.9%	59	64	7.6%	
管理费用	68	75	67	58	85	25.3%	113	142	26.3%	
财务费用	29	26	26	25	27	-6.7%	52	52	1.6%	
资产减值	0	0	24	0	46	-	0	46	-	
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-	
投资收益	1	0	1	0	0	-100.0%	17	0	-100.0%	
营业利润	66	110	25	53	122	85.7%	57	175	209.1%	
利润总额	84	137	44	57	160	91.0%	83	217	161.1%	
净利润	49	98	30	47	112	129.9%	48	160	234.3%	
EPS	0.10	0.21	0.06	0.10	0.24	129.9%	0.10	0.34	234.3%	
销售费用率	6.3%	6.5%	5.8%	6.3%	4.8%	-1.5%	7.9%	5.4%	-2.5%	
管理费用率	12.8%	12.8%	13.7%	13.0%	11.5%	-1.3%	15.1%	12.1%	-3.0%	
财务费用率	5.6%	4.4%	5.3%	5.6%	3.7%	-1.8%	6.9%	4.4%	-2.5%	
所得税率	13.1%	13.5%	33.1%	17.1%	8.7%	-4.3%	15.7%	10.9%	-4.8%	
毛利率	37.7%	43.6%	35.2%	37.6%	43.9%	6.2%	36.1%	41.5%	5.5%	
净利润率	9.3%	16.9%	6.2%	10.6%	15.3%	6.0%	6.4%	13.5%	7.1%	

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1209	2273	2592	2625
货币资金	373	1380	1571	1462
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	112	134	152	170
其他应收款	91	101	114	128
存货	332	310	356	408
非流动资产	2121	2574	3146	3866
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	1575	2025	2567	3214
在建工程	217	209	254	327
油气资产	0	0	0	0
无形资产	226	221	216	211
资产总计	3330	4847	5738	6491
流动负债	1912	1694	1617	1477
短期借款	1287	1000	900	700
应付票据	0	0	0	0
应付账款	182	198	228	261
其他	442	496	489	515
非流动负债	220	920	1520	2020
长期借款	211	911	1511	2011
其他	9	9	9	9
负债合计	2131	2614	3137	3497
股本	396	475	475	475
资本公积	264	883	883	883
未分配利润	327	583	862	1160
少数股东权益	140	185	235	288
股东权益合计	1199	2233	2601	2994
负债及权益合计	3330	4847	5738	6491

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	176	350	389	417
折旧和摊销	150	154	208	274
资产减值准备	6	16	16	14
无形资产摊销	6	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	104	103	131	160
投资损失	-17	0	0	0
少数股东损益	41	45	50	53
营运资金的变动	144	-12	111	89
经营活动产生现金流量	316	667	692	828
投资活动产生现金流量	-41	-600	-800	-1000
融资活动产生现金流量	154	940	299	63
现金净变动	429	1007	191	-108
现金的期初余额	261	373	1380	1571
现金的期末余额	691	1380	1571	1462

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1823	2178	2460	2754
营业成本	1126	1239	1425	1634
营业税金及附加	14	22	25	28
销售费用	125	148	160	165
管理费用	255	311	332	358
财务费用	104	103	131	160
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0
营业利润	192	354	387	409
营业外收入	93	97	111	125
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	264	452	498	535
所得税	46	56	60	64
净利润	218	395	438	471
少数股东损益	41	45	50	53
归属母公司净利润	176	350	389	417
EPS (元)	0.37	0.74	0.82	0.88

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	45.0%	19.5%	12.9%	12.0%
营业利润增长率	2239.6	84.7%	9.4%	5.6%
净利润增长率	3056.5	98.4%	11.0%	7.3%
盈利能力(%)				
毛利率	38.2%	43.1%	42.1%	40.7%
净利率	9.7%	16.1%	15.8%	15.1%
ROE	16.7%	17.1%	16.4%	15.4%

偿债能力(%)

资产负债率	64.0%	53.9%	54.7%	53.9%
流动比率	0.63	1.34	1.60	1.78
速动比率	0.46	1.16	1.38	1.50

营运能力(次)

资产周转率	0.58	0.53	0.46	0.45
应收帐款周转率	9.5	13.7	13.3	13.2

每股资料 (元)

每股收益	0.37	0.74	0.82	0.88
每股经营现金	1.05	1.40	1.46	1.74
每股净资产	2.23	4.31	4.98	5.70

估值比率 (倍)

PE	36.71	18.50	16.67	15.53
PB	6.12	3.16	2.74	2.39

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。