

祁连山（600720）

建材

—春风得意马蹄急

2009 年 7 月 30 日

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 13.51 元

事件：

公司今日发布了 2009 年半年报，报告期内公司实现营业收入 11.81 亿元，同比增长 58%；实现利润总额 2.17 亿元，同比增长 161%，归属母公司股东净利润 1.6 亿元，同比增长 234%；基本每股收益 0.403 元，而去年同期仅为 0.121 元。

正文：

1. 报告期内，公司生产水泥（包含商品熟料，下同）322 万吨，同比增长 9.08%；销售水泥 331 万吨，同比增长 11.17%，基本保持平稳增长。而公司业绩出现大幅增长的主要原因系公司产品的毛利率由上年同期的 36%提升到目前的 41.5%
2. 公司目前主要的销售区域集中在西部的甘青地区，受国家政策倾斜，甘青地区的大规模基础设施建设自 2007 年开始启动，同时区域内的水泥市场也持续保持旺盛趋势。而自 2008 年底国家推出 4 万亿投资的政策以来，加速了区域内的基建建设进程（目前区域内同时开工建设的超过 7 条铁路、6 条高速公路），再加上陇南地区的灾后重建工作，大大刺激了区域内的水泥消费需求。
3. 2009 年 7 月份，公司青海湟中日产 2500 吨的熟料生产线点火投产，再加上成县、甘谷日产 3000 吨的熟料生产线将于今年年底建成投产，届时公司水泥产能将达到 1000 万吨，另外公司永登、青海日产 5000 吨和漳县日产 3000 吨的水泥熟料生产线也已开工，预计到 2010 年底公司水泥产能将达到 1,500 万吨。
4. 公司在 6 月下旬完成了定向增发，此次共增发 7900 万股，其中中材认购了 5500 万股，占摊薄后总股本的 11.58%，与第一大股东祁连山控股的股权相比仅差 1.2%。在成为祁连山的第二大股东之后，中材向公司派驻了副董事长。公司此次增发成功之后，一方面保证了公司产能扩张的资金保障，另一方面中材的入驻有效避免了未来公司和中材的正面冲突，使得公司能够充分享受中材整合西北水泥所带来的协同效应。
5. 随着公司的产能逐步提升，公司的内部管理能力也在逐步提升，此外公司对一些历史包袱（落后产能）也进行了一些清理，今年上半年公司就一次性计提了 4,646 万元的资产减值损失。我们可以预计，即将轻装上阵的祁连山其各项费用将大幅下降，提升公司的业绩。

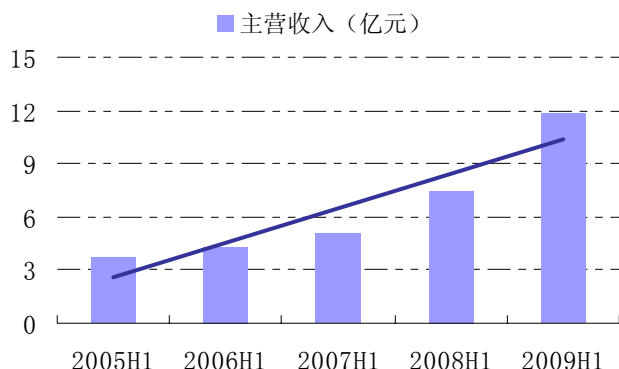
联系方式

研究员： 褚杰，周海鸥
电 话： 021-51097188-1875
电 邮：
联系人： 朱厚中
电 话： （86-21）51097188-1853
电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东新区 379 号
金穗大厦 15F（200120）

6. 公司快速的产能扩张，内部管理能力的提高以及良好的区域景气度将给公司未来业绩带来良好的预期。不过，区域内水泥市场的持续景气，也带来了大量的水泥投资，尤其是海螺这样的水泥巨头在甘肃地区水泥产能的即将投产将加剧未来该区域市场的行业竞争，给公司业绩带来很大的不确定性
7. 综合考虑各方面潜在的积极因素和不利因素，我们测算出公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.80 元和 0.95 元，考虑到目前甘青区域水泥市场正处于景气高点，未来其水泥价格可能会出现下滑，我们认为给予公司 09 年 20 倍的 PE 比价合理，对应股价 16 元，目前公司股价仅为 13.64，存在一定的低谷，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

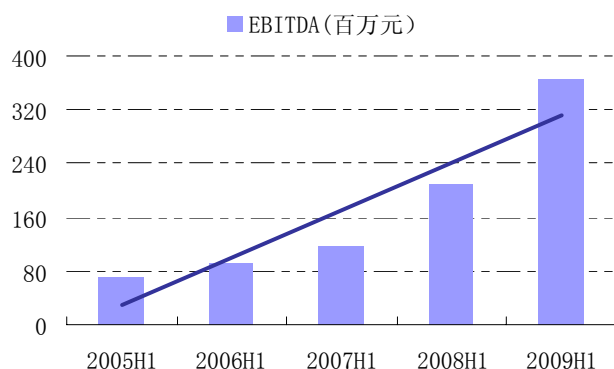
图表附录:

图 1. 营业收入复合增长率达到 33.26%



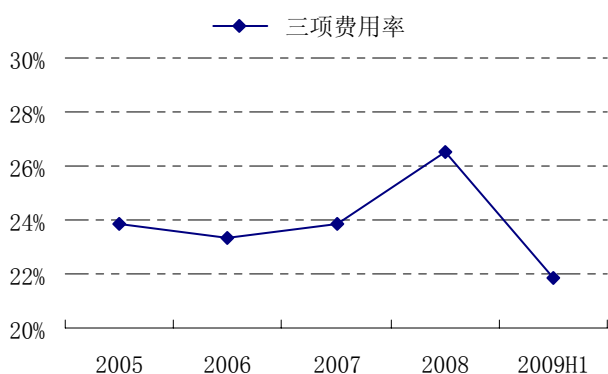
数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

图 2. EBITDA 复合增长率高达 50.39%



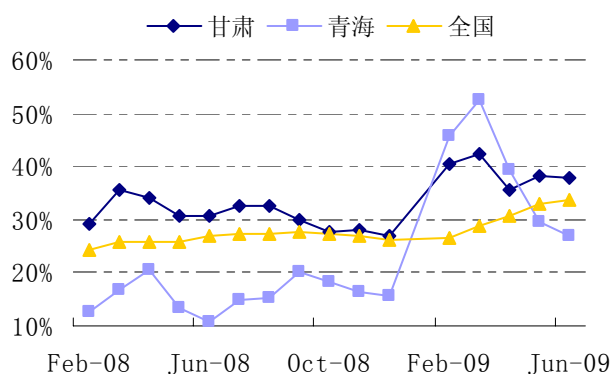
数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

图 3. 公司三项费用率开始下降



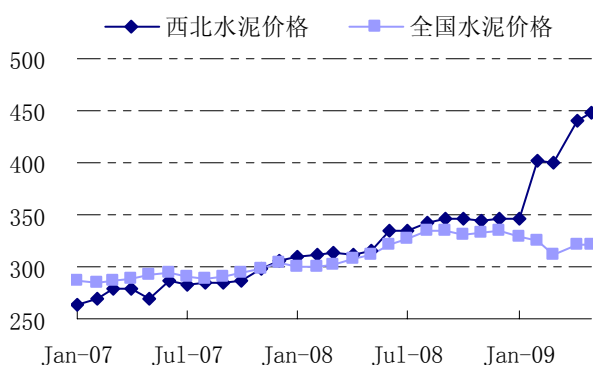
数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

图 4. 甘青地区固定资产投资增速保持高位



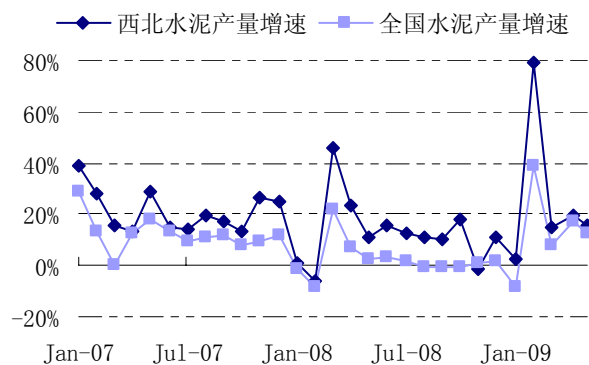
数据来源: 国家统计局、国元证券研究中心

图 1. 西北水泥价格领先全国



数据来源: 中国建材信息网、国元证券研究中心 (注: 单位: 元/吨)

图 6. 西北地区水泥产量增速高于全国平均水平



数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn