



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009年12月15日

建材

研究部

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)

甘肃祁连山将易主，更多是消息面影响

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,257	1,823	2,326	3,039	3,469
(+/-)	26.3%	45.0%	27.6%	30.7%	14.1%
主营业务利润	317	682	1,081	1,445	1,593
(+/-)	33.2%	115.5%	58.4%	33.7%	10.3%
净利润	5	176	395	570	635
(+/-)	-34.0%	3139.0%	123.8%	44.3%	11.4%
每股收益	0.01	0.45	0.83	1.20	1.34
(+/-)	-34.0%	3139.0%	86.6%	44.3%	11.4%
市盈率	1549.0	47.8	21.4	14.8	13.3
市净率	9.3	8.0	5.8	4.2	3.2
净资产回报率	0.6%	16.7%	27.2%	28.2%	23.9%
投入资本回报率	0.2%	6.4%	11.5%	13.2%	12.4%
每股经营现金流	0.61	1.25	1.21	1.81	2.13
股价/经营性现金流	29.0	14.2	14.7	9.8	8.3

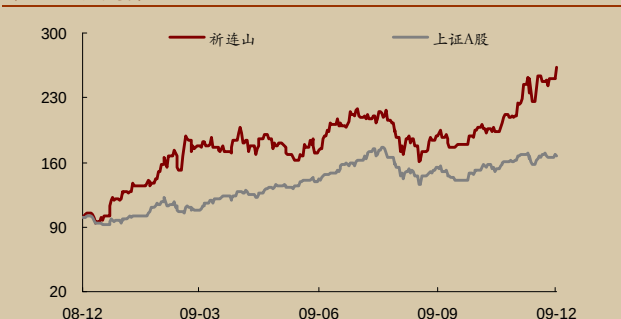
股票信息

	A股
股票代码	600720.CH
当前股价(元)	人民币17.77
日成交量(百万股)	12.83
52周最高价/最低价	人民币18.09/6.33
总市值(百万元)	8,439
发行股数(百万股)	475
其中:流通股(百万股)	396
主要股东(持股比例)	甘肃祁连山建材控股有限公司(12.78%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600720.SH]	+5.71	+24.70	+37.33	+157.91
[上证A股指数]	+0.04	+3.47	+9.88	+81.21

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

祁连山今天公告公司实际控制人甘肃省国资委拟将其持有甘肃祁连山建材控股有限公司的部分股权对外转让，可能会导致实际控制人发生变更。

评论：

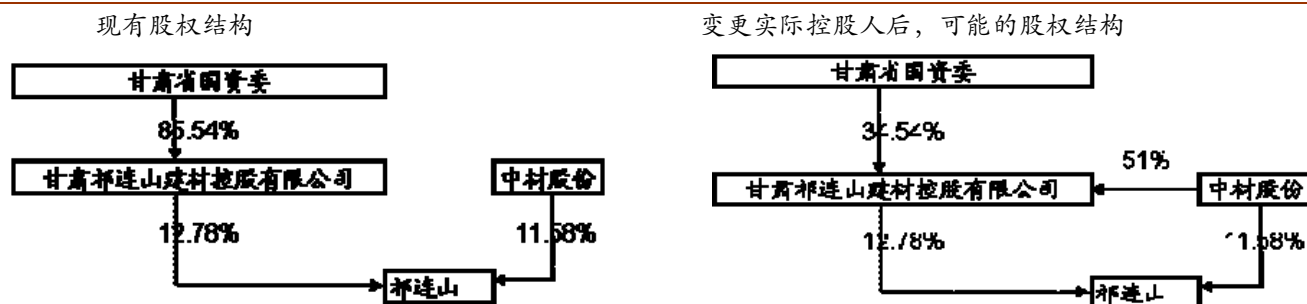
我们认为此事符合预期，对股价更多的是消息面上的正面影响。在今年上半年祁连山的定向增发中，中材股份以9.11元认购5500万股，占总股本比例11.58%，以微弱劣势成为祁连山第二大股东。中材股份也公开表示控股祁连山是其西北水泥整合的重要举措之一，因此我们认为甘肃省国资委对外转让股权的对象很可能是中材股份。

长期来看，中材股份控股祁连山后，将对祁连山发展产生正面影响。一方面，祁连山产能扩张会得到资金的支持，另一方面，与中材赛马实业在部分市场的竞争也将得到有效协调。

估值与建议：

经过前期较快的上涨后，2010年市盈率15x，已经进入我们的合理估值区间。维持“审慎推荐”。

图表 1：祁连山股权结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

损益表(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	1,257	1,823	2,326	3,039	3,469
主营业务利润	317	682	1,081	1,445	1,593
其他业务利润	-	-	1	1	1
营业费用	102	125	160	182	243
管理费用	132	255	314	380	451
财务费用	65	104	96	102	89
营业利润	-8	198	512	782	811
税前利润	38	264	590	852	881
所得税	7	46	103	149	154
少数股东权益	25	41	92	133	93
净利润	5	176	395	570	635
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	243	497	574	860	1,011
投资活动现金流	-172	-586	-833	-666	-566
融资活动现金流	-40	256	95	65	2
货币资金增加额	101	166	-163	259	447
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产	854	1,209	1,283	1,870	2,515
固定资产	1,756	1,792	2,444	2,895	3,203
无形资产和其他资产	293	306	292	278	266
总资产	2,928	3,330	4,060	5,101	6,059
流动负债	1,489	1,911	2,185	2,556	2,695
长期负债	251	220	188	155	247
少数股东权益	273	140	232	365	458
股东权益	912	1,059	1,454	2,024	2,659
负债和权益	2,928	3,330	4,059	5,101	6,058
财务指标					
主营业务利润率	25.2%	37.4%	46.5%	47.5%	45.9%
息税前利润率	6.6%	16.6%	26.1%	29.1%	26.0%
净利润率	0.4%	9.7%	17.0%	18.8%	18.3%
净资产收益率	0.6%	16.7%	27.2%	28.2%	23.9%
总资产收益率	0.2%	5.3%	9.7%	11.2%	10.5%
总资产负债率	59.5%	64.0%	58.5%	53.2%	48.6%
流动比率	57.3%	63.2%	58.7%	73.2%	93.3%
速动比率	39.8%	45.9%	42.7%	55.3%	73.9%
应收帐款周转期	60	22	50	50	50
存货周转期	76	67	55	55	55

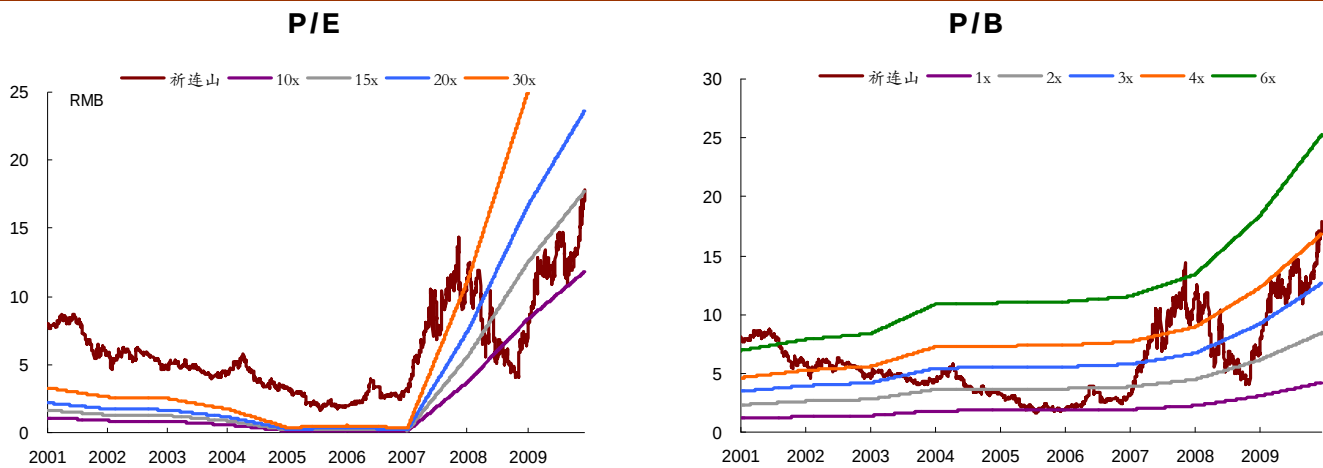
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
产销量 (万吨)	606	630	670	850	1000
(+/-%)	29.7%	4.0%	6.3%	26.9%	17.6%
价格 (元/吨)	207	289	347	358	347
(+/-%)	-2.6%	39.5%	20.0%	3.0%	-3.0%
单位成本 (元/吨)	154	179	183	185	185
(+/-%)	-4.2%	16.3%	2.6%	0.9%	0.0%
吨水泥毛利 (元)	54	111	164	173	162
毛利率 (%)	25.9%	38.2%	47.2%	48.3%	46.7%
销售收入 (百万元)	1257	1823	2326	3039	3469
净利润 (百万元)	5	176	395	570	635
净利率 (%)	0.4%	9.7%	17.0%	18.8%	18.3%
每股收益 (元)	0.01	0.45	0.83	1.20	1.34
吨水泥净利 (元)	1	28	59	67	63

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5：可比公司估值

公司名称	交易货币	最近一日收盘价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2009-12-15	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
水泥														
A 股														
海螺水泥	CNY	50.2	34.0	25.1	17.9	15.0	3.6	3.2	2.7	2.3	14.8	12.2	9.2	7.6
冀东水泥	CNY	19.2	52.3	23.5	15.4	13.5	3.9	3.4	2.8	2.3	20.7	12.9	9.0	7.4
华新水泥	CNY	25.7	22.5	23.1	16.7	14.4	2.5	2.3	2.1	1.8	13.0	14.5	11.0	9.6
祁连山	CNY	17.8	47.8	21.4	14.8	13.3	8.0	5.8	4.2	3.2	16.8	13.0	9.6	9.3
天山股份	CNY	20.8	33.5	19.9	15.2	12.8	7.6	5.8	2.1	1.2	15.8	10.9	6.1	4.3
赛马实业	CNY	39.0	24.8	20.8	15.8	13.3	4.6	3.9	3.2	2.6	20.1	15.3	11.1	8.8
青松建化	CNY	20.0	60.6	33.8	25.0	15.0	5.4	4.6	4.2	3.7	42.0	19.4	13.4	10.0
A股平均			39.4	23.9	17.3	13.9	5.1	4.1	3.0	2.5	20.5	14.0	9.9	8.1
A股中值			34.0	23.1	15.8	13.5	4.6	3.9	2.8	2.3	16.8	13.0	9.6	8.8
H股														
海螺水泥	HKD	52.1	30.4	22.9	16.0	12.7	3.2	2.9	2.4	2.0	13.3	11.2	8.2	6.5
中国建材	HKD	16.7	21.0	13.4	10.7	8.8	3.6	2.7	2.2	1.7	11.6	8.5	6.3	5.4
中材股份	HKD	5.7	30.8	18.5	13.0	9.5	2.6	2.4	2.1	1.7	7.6	5.9	4.6	3.9
山水水泥	HKD	6.0	22.6	15.8	11.3	8.9	3.6	3.1	2.6	2.2	11.6	9.1	7.0	5.9
H股平均			26.2	17.7	12.7	10.0	3.2	2.8	2.3	1.9	11.0	8.7	6.5	5.4
H股中值			26.5	17.1	12.1	9.2	3.4	2.8	2.3	1.8	11.6	8.8	6.6	5.7
欧洲														
Cemex SAB de CV	USD	11.3	n.a	26.4	20.0	11.6	n.a	0.6	0.6	0.6	n.a	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	77.9	12.5	16.3	15.2	12.7	1.4	1.3	1.3	1.2	7.7	8.5	7.7	7.0
HeidelbergCement AG	EUR	47.8	3.6	13.7	12.2	9.1	0.8	0.8	0.8	0.7	6.5	8.3	7.3	6.3
Lafarge SA	EUR	56.6	7.9	14.1	12.7	10.1	1.0	1.0	1.0	1.0	7.1	8.6	7.9	7.1
欧洲平均			8.0	17.6	15.0	10.9	1.1	0.9	0.9	0.9	7.1	8.5	7.7	6.8
欧洲中值			7.9	15.2	14.0	10.8	1.0	0.9	0.9	0.8	7.1	8.5	7.7	7.0
印度														
ACC Ltd	INR	858.4	14.5	10.0	12.1	12.9	3.3	2.7	2.3	2.1	7.7	6.1	7.0	7.2
Grasim Industries	INR	2,457.6	7.8	10.5	8.3	9.5	2.5	2.0	1.6	1.4	6.0	6.9	5.3	5.9
India Cements	INR	120.4	5.0	6.4	6.9	7.5	1.0	1.0	0.9	0.8	4.9	4.9	4.9	5.0
Shree Cement	INR	1,851.6	24.8	n.a	n.a	n.a	9.6	n.a	n.a	n.a	8.4	n.a	n.a	n.a
Ultra Tech Cement	INR	899.2	11.1	12.1	9.2	11.0	4.1	3.1	2.3	1.9	7.0	7.2	5.3	5.7
Adelaide Brighton	AUD	2.6	11.5	14.0	13.6	11.5	2.0	1.9	1.8	1.7	9.3	8.5	8.1	7.5
印度平均			12.4	10.6	10.0	10.5	3.8	2.1	1.8	1.6	7.2	6.7	6.1	6.3
印度中值			11.3	10.5	9.2	11.0	2.9	2.0	1.8	1.7	7.3	6.9	5.3	5.9
亚太地区														
Asia Cement	TWD	34.2	14.0	12.8	12.7	12.4	1.6	1.5	1.4	1.4	84.1	71.3	64.4	61.4
Taiwan Cement	TWD	34.2	19.5	16.5	16.8	14.6	1.6	1.5	1.5	1.4	45.0	46.2	38.6	35.3
Siam City Cement	THB	228.0	16.5	17.3	14.8	12.6	3.3	3.2	3.1	2.9	11.3	11.3	9.7	8.5
TPI Polene	THB	9.5	n.a	11.2	10.1	8.5	0.4	0.4	0.5	n.a	6.1	6.3	5.7	n.a
Indocement TP	IDR	12,600.0	26.6	19.5	15.9	12.9	5.5	4.5	3.8	3.2	14.7	11.5	9.8	8.3
Semen Gresik	IDR	7,450.0	17.5	14.5	12.8	11.7	5.4	4.4	3.6	3.1	10.5	8.8	7.7	6.8
亚太地区平均			18.8	15.3	13.8	12.1	2.9	2.6	2.3	2.4	28.6	25.9	22.7	24.0
亚太地区中值			17.5	15.5	13.8	12.5	2.4	2.4	2.3	2.9	13.0	11.4	9.8	8.5
石膏板及新型建材														
Saint-Gobain	EUR	38.0	11.4	26.2	17.2	12.2	1.1	1.2	1.2	1.1	5.8	8.8	7.7	6.7
USG Corporation	USD	14.0	n.a	n.a	n.a	n.a	0.9	1.0	1.1	1.2	n.a	40.0	23.1	15.8
Owens Corning	USD	25.4	n.a	18.5	17.9	11.9	1.2	1.1	1.1	1.0	9.7	8.0	7.9	6.7
Boral Ltd	AUD	5.8	14.2	29.2	26.8	16.5	1.2	1.2	1.2	1.2	7.9	9.4	9.8	7.8
CSR Ltd	AUD	1.7	9.4	14.8	15.9	11.7	1.2	1.2	1.6	1.5	10.7	8.2	7.8	6.6
CRH	EUR	18.5	8.8	19.8	16.5	13.2	1.4	1.3	1.3	1.2	6.9	9.8	8.9	7.9
平均			10.9	21.7	18.9	13.1	1.2	1.2	1.2	1.2	8.2	14.0	10.9	8.6
中值			10.4	19.8	17.2	12.2	1.2	1.2	1.2	1.2	7.9	9.1	8.4	7.3
玻璃纤维														
Asahi Glass	JPY	835.0	24.9	n.a	14.9	12.8	1.4	1.3	1.3	1.2	5.5	7.3	5.9	5.7
Nitto Boseki	JPY	146.0	6.1	n.a	37.0	13.3	0.5	0.5	0.6	0.5	4.2	7.9	8.2	7.1
Saint-Gobain	EUR	38.0	11.4	26.2	17.2	12.2	1.1	1.2	1.2	1.1	5.8	8.8	7.7	6.7
平均			14.1	26.2	23.0	12.8	1.0	1.0	1.0	0.9	5.2	8.0	7.3	6.5
中值			11.4	26.2	17.2	12.8	1.1	1.2	1.2	1.1	5.5	7.9	7.7	6.7
建材工程服务														
中材国际	CNY	36.8	39.6	20.8	16.6	14.2	11.8	8.6	6.7	5.4	7.8	6.2	5.0	4.3
FLSmidth	DKK	346.0	12.0	11.3	15.0	14.3	3.6	2.8	2.5	2.2	6.3	7.4	8.7	8.5
平均			25.8	16.0	15.8	14.3	7.7	5.7	4.6	3.8	7.0	6.8	6.9	6.4

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。