

扩产与并购战略增强区域控制力

祁连山调研简报

报告关键点:

- 区域景气度延续高位
- 扩产与并购战略增强区域控制力
- 低估值的区域龙头

报告摘要:

- 上周五我们再次调研了祁连山,对公司的未来发展战略和区域景气度进行了进一步了解,主要结论如下:
- 区域景气度延续高位,产销两旺: 2009年祁连山在国家重点工程的带动下区域景气度达到历史高点。从2010年的形势看,我们认为,甘青区域市场景气度整体仍将保持高位,局部地区如平凉可能会受到产能大幅增长的影响而出现回落。从国家工程来看,2010年仍将处于施工高峰期,甚至部分重点工程今年才开始开工(如宝鸡至兰州客运专线),因此,重点工程的水泥需求量会继续保持增长。未来公司销售的重点将扩展至农村市场,民用市场将成为公司水泥需求更长期的看点。考虑今年已经点火的陇南和甘谷两条生产线及9月份点火的永登5000t/d生产线,估计今年公司的产销量增长近40%。除平凉和青海的水泥价格有一定压力外,我们估计公司全年水泥均价下降幅度不大。
 - 扩产与并购战略增强区域控制力: 按照公司的规划,明年年初水泥产能将达到1500万吨,2012年底达到2500-3000万吨左右,混凝土产能今年达到300万方,2012年底增加至900万方。除了规划项目的增量外,考虑到区域产能的饱和,公司将主要依靠并购战略来实现区域控制力的增强。今年公司将完成对红古公司股权比例的增加,并购的看点在中材生产线同业竞争的处理以及河西走廊的布点。从地方政府态度看,支持祁连山做大做强方向较为明确,并购的意义不止在于市场占有率的提高,更重要的在于区域水泥价格的稳定。
 - 成本费用回落,价值低估: 自2008年甘青市场水泥需求大幅上涨以来,过去两年的时间祁连山在区域景气度上升期处理解决了很多历史包袱,包括落后生产工艺生产线的关闭和人员分流、下属子公司股权比例的增加等,今年公司得以轻装上阵。我们认为,公司过去两年所作的工作将反映在今年开始生产成本(余热发电项目陆续投产也会降低电力成本支出)和费用率的下降以及生产效率的大幅提高上。祁连山已经步入良性循环,随着未来三年产能规模的快速扩张,公司盈利的增长趋势未变。由于区域控制力的提升,即使考虑区域景气度的局部回落,公司的高盈利水平仍将持续。我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.86元、1.3元和1.75元(考虑了2009年增发后盈利的全面摊薄),维持“买入-B”的投资评级,12个月目标价23.4元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,428.6	3,257.8	4,483.4
Growth(%)	24.9%	45.0%	33.2%	34.1%	37.6%
净利润	5.4	176.5	408.3	617.6	832.6
Growth(%)	-22.1%	3138.9%	131.4%	51.3%	34.8%
毛利率(%)	25.9%	38.2%	47.6%	47.0%	45.8%
净利润率(%)	0.4%	9.7%	16.8%	19.0%	18.6%
每股收益(元)	0.01	0.37	0.86	1.30	1.75
每股净资产(元)	2.50	2.52	4.91	5.98	7.42
市盈率	1,269.2	39.2	16.9	11.2	8.3
市净率	5.8	5.8	3.0	2.4	2.0
净资产收益率(%)	2.6%	18.2%	18.8%	22.4%	24.1%
ROIC(%)	5.2%	14.8%	22.5%	26.6%	29.1%
EV/EBITDA	42.9	16.1	10.6	7.7	5.9
股息收益率	0.0%	0.3%	1.2%	1.8%	2.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:
买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:
23.40 元

期限: 12 个月 上次预测: 20.20 元

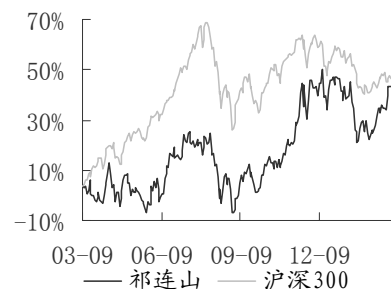
现价: 15.77 元

报告日期:
2010-03-16

市场数据

总市值(百万元)	7,489.21
流通市值(百万元)	6,241.83
总股本(百万股)	474.90
流通股本(百万股)	395.80
12 个月最高/最低	10.80/18.20 元
十大流通股股东(%)	26.32%
股东户数	65,264

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.71	0.47	(7.67)
绝对收益	6.62	(10.70)	34.33

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
李孔逸	行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn

前期研究成果

祁连山: 关注产能增长与市场集中度提升	2009-12-16
祁连山: 高盈利有望延续	2009-11-02
祁连山: 供不应求驱动盈利暴涨	2009-07-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-03-16

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,428.6	3,257.8	4,483.4	成长性					
减: 营业成本	931.0	1,126.1	1,273.6	1,725.8	2,431.2	营业收入增长率	24.9%	45.0%	33.2%	34.1%	37.6%
营业税费	9.2	14.3	19.4	26.1	35.9	营业利润增长率	2528.8%	-2439.6%	158.5%	44.7%	34.1%
销售费用	102.3	125.3	170.0	211.8	291.4	净利润增长率	-22.1%	3138.9%	131.4%	51.3%	34.8%
管理费用	131.8	255.1	327.9	423.5	582.8	EBITDA 增长率	-2.1%	168.2%	62.7%	39.8%	29.3%
财务费用	65.3	103.5	114.5	140.3	165.4	EBIT 增长率	-6.2%	417.3%	106.6%	40.5%	31.4%
资产减值损失	25.4	23.8	27.6	13.2	15.2	NOPLAT 增长率	14.7%	235.6%	65.7%	41.5%	31.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	9.3%	19.4%	20.3%	16.6%
投资和汇兑收益	-	17.3	-	-	-	净资产增长率	16.6%	1.2%	94.4%	21.9%	24.0%
营业利润	-8.2	191.8	495.6	717.1	961.4	利润率					
加: 营业外净收支	45.8	72.0	43.0	50.0	50.0	毛利率	25.9%	38.2%	47.6%	47.0%	45.8%
利润总额	37.6	263.8	538.6	767.1	1,011.4	营业利润率	-0.7%	10.5%	20.4%	22.0%	21.4%
减: 所得税	7.2	46.0	99.6	130.4	161.8	净利润率	0.4%	9.7%	16.8%	19.0%	18.6%
净利润	5.4	176.5	408.3	617.6	832.6	EBITDA/营业收入	13.0%	24.1%	29.4%	30.7%	28.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.5%	16.2%	25.1%	26.3%	25.1%
货币资金	261.5	372.6	1,342.0	2,006.0	2,260.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	408	313	242	212	181
应收帐款	217.0	202.6	467.8	627.5	863.5	流动营业资本周转天数	48	39	63	71	72
应收票据	18.9	5.7	20.0	26.8	36.9	流动资产周转天数	229	204	268	320	306
预付帐款	91.3	291.9	228.2	245.5	269.8	应收帐款周转天数	57	31	38	52	51
存货	260.6	332.2	348.4	472.1	798.1	存货周转天数	65	59	50	45	51
其他流动资产	4.5	3.5	3.5	3.5	3.5	总资产周转天数	772	618	594	596	533
可供出售金融资产	14.3	-	-	-	-	投资资本周转天数	572	448	385	344	296
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.5	8.4	25.0	25.0	25.0	ROE	2.6%	18.2%	18.8%	22.4%	24.1%
投资性房地产	6.0	5.8	-	-	-	ROA	1.0%	6.5%	9.4%	10.4%	11.9%
固定资产	1,594.7	1,574.7	1,685.0	2,143.2	2,371.4	ROIC	5.2%	14.8%	22.5%	26.6%	29.1%
在建工程	161.4	217.3	238.0	238.5	216.4	费用率					
无形资产	225.2	225.6	229.3	223.3	217.8	销售费用率	8.1%	6.9%	7.0%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	63.0	89.5	97.4	97.8	95.1	管理费用率	10.5%	14.0%	13.5%	13.0%	13.0%
资产总额	2,927.8	3,330.0	4,684.6	6,109.2	7,157.9	财务费用率	5.2%	5.7%	4.7%	4.3%	3.7%
短期债务	1,016.9	1,287.0	1,500.0	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	23.8%	26.6%	25.2%	23.8%	23.2%
应付帐款	216.4	359.8	244.2	307.3	366.3	偿债能力					
应付票据	77.5	-	122.1	165.5	233.1	资产负债率	59.5%	64.0%	50.3%	53.5%	50.8%
其他流动负债	166.9	202.1	280.9	387.6	525.1	负债权益比	147.1%	177.8%	101.0%	115.0%	103.2%
长期借款	245.4	211.0	261.0	461.0	561.0	流动比率	0.57	0.63	1.16	1.21	1.39
其他非流动负债	8.4	8.7	14.7	18.8	25.0	速动比率	0.40	0.46	0.99	1.04	1.13
负债总额	1,742.7	2,131.2	2,354.5	3,267.8	3,635.1	利息保障倍数	0.87	2.85	5.33	6.11	6.81
少数股东权益	273.1	139.6	167.3	184.5	199.8	分红指标					
股本	395.9	395.9	474.9	474.9	474.9	DPS(元)	-	0.04	0.17	0.26	0.35
留存收益	516.1	663.3	1,687.9	2,182.0	2,848.1	分红比率	0.0%	11.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,185.1	1,198.8	2,330.1	2,841.4	3,522.8	股息收益率	0.0%	0.3%	1.2%	1.8%	2.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	30.5	217.7	408.3	617.6	832.6	EPS(元)	0.01	0.37	0.86	1.30	1.75
加: 折旧和摊销	110.9	149.7	104.4	141.2	164.9	BVPS(元)	2.50	2.52	4.91	5.98	7.42
资产减值准备	25.4	23.8	27.6	13.2	15.2	PE(X)	1,269.2	39.2	16.9	11.2	8.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.8	3.0	2.4	2.0
财务费用	60.1	67.8	101.8	114.5	140.3	P/FCF	-56.4	26.7	40.8	9.3	18.7
投资收益	-	-17.3	-	-	-	P/S	5.5	3.8	2.8	2.1	1.5
少数股东损益	25.0	41.3	30.7	19.1	17.0	EV/EBITDA	42.9	16.1	10.6	7.7	5.9
营运资金的变动	68.5	-35.4	-172.8	-100.8	-339.1	CAGR(%)	175.5%	57.4%	35.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	243.0	496.8	512.7	830.7	856.1	PEG	7.2	0.7	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-172.0	-586.5	-257.8	-597.0	-365.0	ROIC/WACC	0.5	1.5	2.3	2.7	3.0
融资活动产生现金流量	-40.2	256.1	800.8	441.2	-232.0	REP	6.1	2.0	1.2	0.8	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月至2007年6月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006年、2007年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编: 100034