

## 建材行业

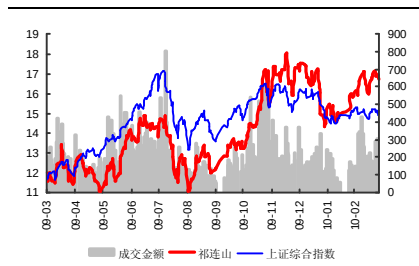
报告原因:披露年报

2010年3月28日

市场数据:2010年3月26日

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 16.53     |
| 一年内最高/最低(元) | 18.2/4.02 |
| 市净率         | 3.71      |
| 市盈率         | 19        |
| 流通A股市值(百万元) | 6545      |

公司股价与上证综合指数比较



### 分析师

赵红

010-82190392

zhaohong@sxzq.com

### 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

毛利率维持高位业绩超预期增长 维持“买入”评级 维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位:亿元、元、倍

|       | 主营<br>收入 | 增长率   | 净利润  | 增长率   | 每股<br>收益 | 主营利<br>润率 | 净资产<br>收益率 | 市盈率 |
|-------|----------|-------|------|-------|----------|-----------|------------|-----|
| 2008A | 18.23    | 45.02 | 1.76 | 3056  | 0.37     | 10.52     | 16.66      | 44  |
| 2009A | 24.58    | 34.88 | 4.08 | 128.4 | 0.86     | 17.37     | 19.31      | 19  |
| 2010E | 31.56    | 28.38 | 5.06 | 24.1  | 1.07     | 17.95     | 19.33      | 15  |
| 2011E | 48.29    | 53.03 | 7.84 | 54.9  | 1.65     | 18.22     | 23.05      | 10  |

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

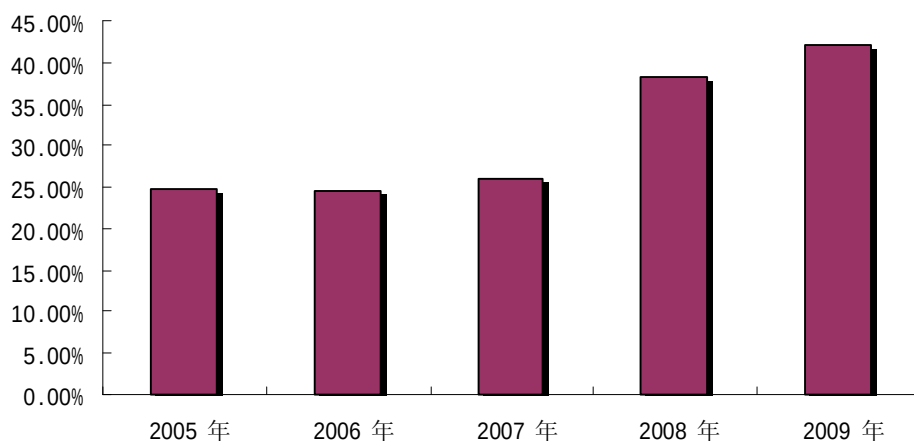
### 投资要点:

- 业绩超预期增长。2009年公司实现销售收入24.58亿元,同比增长34.05%,实现营业利润4.27亿元,同比增长119.84%,归属于母公司净利润4.08亿元,同比增长128.45%,全面摊薄每股收益0.86元,超过我们预期。
- 区内水泥需求旺盛,吨毛利比上年增加60元/吨。2009年公司水泥产量624.93万吨,销量615.01万吨,分别同比下降1.5%和2.5%,实现水泥销售收入22.75亿元,同比增长31.67%,毛利率提高4.8个百分点达到43.6%,吨销售均价(不含税)370元/吨,比上年提高近100元/吨,吨毛利达到161.34元/吨,比上年提高60元/吨。
- 水泥产能规模超1000吨,主要销售市场大幅增长。公司位于陇南成县和甘谷二线年产120万吨新型干法水泥生产线于今年春节前后分别投产后,目前水泥产能规模超过1000万吨,已经形成了永登、天水、平凉、红古、青海、甘谷和成县七大生产基地。公司水泥销售集中在兰州、青藏、天水、平庆和河西五大销售区域,2009年销售分别增长50.54%、33.04%、41.46%、17.38%和-38.47%,河西销售收入下降主要由于公司今年在当地供应量减少所致。
- 控股股东变更为中材股份,利于公司长远发展。中材股份近两年在西北水泥市场布局主要通过收购实现,继成功收购天山股份、赛马实业后,2009年6月通过定向增发正式成为公司的第二大股东,12月与公司实际控制人甘肃国资委签订受让甘肃祁连山建材控股公司(公司控股股东)51%股权协议,将正式成为公司实际控制人,目前已经通过甘肃省人民政府审批,国资委批准仅是时间问题。中材股份成为公司的控股股东,一定程度上可以降低在甘肃、青海区域的市场竞争,利于对公司长远发展。
- 确认部分坏账,应收账款质量更加健康。2009年公司资产减值损失4076.85万元,同比增加71.46%,主要由于公司集中清理了部分账龄过长、收款困难的应收账款,计提坏账准备3622万元,应收账款期末净值1.17亿元,占总资产比例2.54%,比2008年降低2个百分点。
- 今年公司将新增产能500万吨,未来产能扩张路线以并购为主。今年成县、甘谷二线生产线投产后,公司的永登三线和漳县也将于今年10月份和年底陆续投产,届时公司产能将达到1400万吨,在未来产能扩张路线上,公司制定了“并购为主,新建为辅”的路线,在中材股份的支持下,并购成功的几率会大幅提高。
- 盈利预测与投资建议。2010年公司所在区域内大批铁路、公路、机场等重点工程项目将进入施工高峰期,今年水泥需求仍然旺盛,我们预计2010年、2011年实现营业收入31.56亿元和48.29亿元,净利润5.06亿元和7.84亿元,增长率为24.1%和54.91%,EPS为1.07元和1.65元,对应16.54元收盘价,PE为15倍和10倍,给予公司股价“买入”评级。

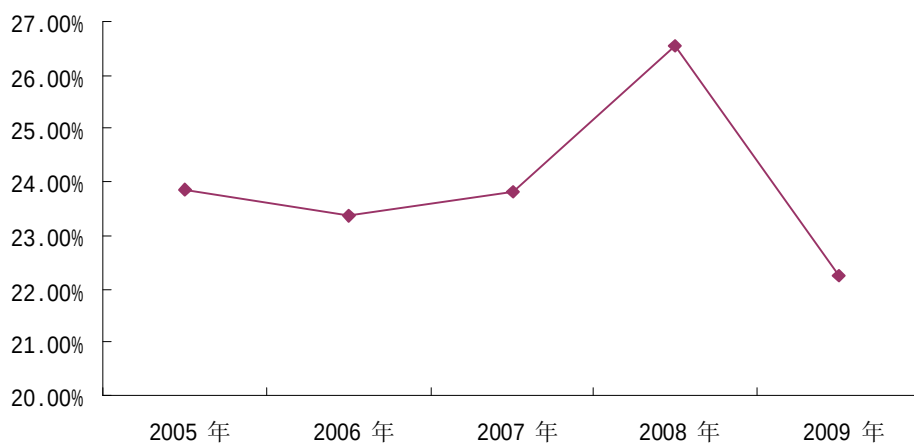
请务必阅读正文之后的特别声明部分



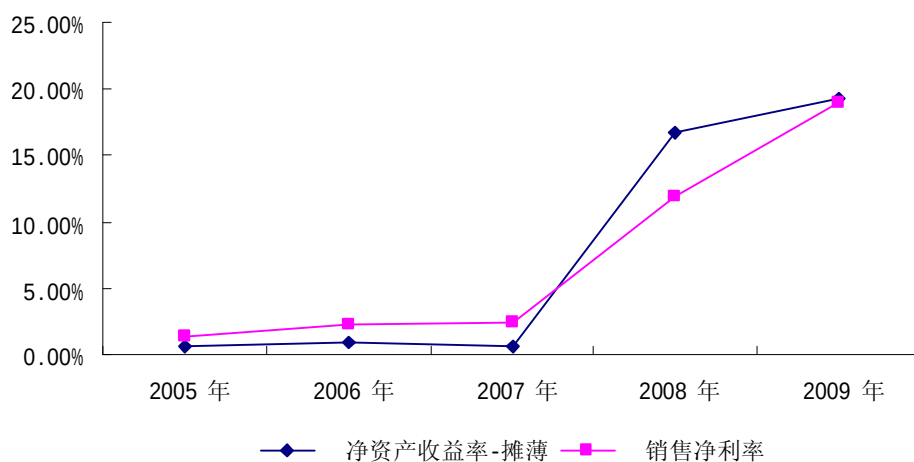
公司销售毛利率逐年增长



公司期间费用变化



公司净资产收益率和销售净利率变化



表：公司水泥生产线投产状况

|           | 地点      | 持股比例   | 生产线 t/d       | 投产时间          | 水泥产能 |
|-----------|---------|--------|---------------|---------------|------|
|           |         |        | 2500          | 2001 年 12 月   | 100  |
| 永登祁连山     | 永登      | 100%   | 2500          | 已投产           | 100  |
|           |         |        | 5000（永登三线）    | 2010 年 10 月投产 | 200  |
| 天水祁连山     | 甘肃天水    | 100%   | 1*1500t/d     | 已投产           | 100  |
|           |         |        | 1*1000t/d     | 已投产           |      |
|           |         |        | 1×1000t/d     | 已投产           | 30   |
| 甘谷祁连山     | 甘肃甘谷县   | 100%   | 3000t/d（甘谷二线） | 2010 年 2 月底投产 | 120  |
| 平凉祁连山     | 甘肃平凉市   | 97.71% | 1*2500t/d     | 2004 年 12 月   | 100  |
|           |         |        | 1*2500t/d(青海) | 已投产           |      |
| 红古祁连山     |         | 28.71% | 2*1000t/d     | 已投产           | 180  |
|           |         |        | 1*700t/d      | 07 年停用        |      |
| 青海祁连山     | 青海西宁湟中县 | 100%   | 2500t/d       | 2009 年 7 月    | 100  |
|           |         |        | 5000t/d       | 2011 年一季度     | 200  |
| 成县祁连山     | 甘肃陇南成县  | 100%   | 3000t/d       | 2010 年 2 月底投产 | 120  |
| 白银祁连山     | 甘肃白银    |        | 5000t/d       | 2010 年底       | 200  |
| 漳县祁连山（定西） | 甘肃定西    |        | 3000t/d       | 2010 年底       | 120  |

表：盈利预测核心指标

|          | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 水泥产能（万吨） | 680    | 680    | 747    | 1370   | 1570   |
| 水泥销量（万吨） | 606.49 | 580    | 615.01 | 830    | 1280   |
| 销售价格     | 193.89 | 285.54 | 370.07 | 370.00 | 370.00 |
| 毛利率      | 26.74% | 38.46% | 43.60% | 40.00% | 40.00% |

表：公司盈利预测表（单位：万元）

|               | 2007A      | 2008A      | 2009A      | 2010E      | 2011E      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入         | 125,686.15 | 182,264.45 | 245,836.11 | 315,600.00 | 482,950.00 |
| 营业总成本         | 126,505.84 | 164,820.70 | 203,141.62 | 258,962.80 | 394,975.85 |
| 营业成本          | 93,104.22  | 112,610.08 | 142,457.12 | 191,740.00 | 292,107.50 |
| 营业税金及附加       | 917.17     | 1,432.67   | 1,882.99   | 2524.8     | 3863.6     |
| 销售费用          | 10,234.33  | 12,533.77  | 14,026.09  | 17,358.00  | 26,562.25  |
| 管理费用          | 13,179.13  | 25,513.56  | 31,861.98  | 37872      | 57954      |
| 财务费用          | 6,527.75   | 10,352.92  | 8,836.58   | 9,468.00   | 14,488.50  |
| 资产减值损失        | 2,543.23   | 2,377.70   | 4,076.86   | 0          | 0          |
| 三、其他经营收益      |            |            |            |            |            |
| 投资净收益         | 0          | 1,733.78   | 0          | 0          | 0          |
| 四、营业利润        | -819.69    | 19,177.54  | 42,694.49  | 56,637.20  | 87,974.15  |
| 加：营业外收入       | 4,959.78   | 9,313.89   | 12,069.53  | 12687.12   | 19414.59   |
| 减：营业外支出       | 377.54     | 2,115.91   | 229.81     | 0          |            |
| 五、利润总额        | 3,762.55   | 26,375.51  | 54,534.21  | 69,324.32  | 107,388.74 |
| 减：所得税         | 717.37     | 4,602.02   | 7,744.40   | 11,785.13  | 18,256.09  |
| 净利润           | 3,045.18   | 21,773.49  | 46,789.81  | 57,539.19  | 89,132.65  |
| 减：少数股东损益      | 2,500.37   | 4,127.36   | 5,989.66   | 6,904.70   | 10,695.92  |
| 归属于母公司所有者的净利润 |            |            |            |            |            |
| 利润            | 544.82     | 17,646.13  | 40,800.15  | 50,634.48  | 78,436.74  |
| EPS           | 0.01       | 0.37       | 0.86       | 1.07       | 1.65       |

## 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。