



# 换挡提速，价值低估

买入(上调)

## 投资要点:

- 两到三年内公司产能增长 200%，实现对区域市场的绝对主导
- 未来几年甘青地区水泥行业持续景气
- 良好的业绩和中材的大力支持，利于公司股价表现

## 报告摘要:

- 量价齐升，公司今年业绩将继续高速增长。在量上，今年一季度投产的甘谷、成县两条 3000t/d 线配套的水泥磨 6 月份投产，加上去年中期投产的青海 2500t/d 线，我们预计公司今年水泥产量增长 150 万吨以上。另外，公司收购红古子公司 24.37%的股权今年将完成，将增加公司的权益产能。在价格方面，除平凉地区外（受海螺新投产的 5000t/d 线影响）其他区域价格同比均有所提升，旺季到来后有望继续涨价。今年公司水泥销售价格整体上超过去年已成定局。量价齐升，公司今年业绩将继续高速增长。
- 中材入主后，将支持公司迅速实现对甘青地区水泥市场的主导。公司规划在两到三年内通过新建和并购达到 3000 万吨的产能规模，在甘青地区市场份额提升至 60%左右，产能扩张明显提速。并购方面所需的资金中材负责帮助公司解决。公司目前在建的三条线总产能 520 万吨、赛马在甘肃三条生产线产能 400 万吨（明年全部投产），除此之外，公司仍将通过并购或新建来增加 1000 万吨的产能规模。公司目前同河西、甘南、青海等地多家企业展开接触，以寻求合适的并购对象。
- 甘青地区水泥行业持续景气。甘青地区房地产投资占固定资产投资比例仅 10%左右，加之公司主攻大型基建项目，房地产调整对公司影响甚微。由于甘肃青海都是贫困地区，基础设施建设欠账多，中央支持力度大。国务院 5 月刚刚出台了支持甘肃省经济发展的政策，我们认为甘肃地区基础设施建设的力度将进一步加大，水泥行业将持续景气。甘肃省内十多条铁路的开工建设、县县通高速与村村通公路等将在长时间内带来旺盛的水泥需求。从人均水泥年消费量来看，甘青地区仅 760kg 左右，相当于全国平均水平的 60%左右，增长空间广阔。供给端中材入主后祁连山在甘青地区市场主导地位的进一步确立，产能过快增长的风险极低。甘青地区水泥行业前景持续看好。
- 煤炭成本压力不大，较高的人力成本随产能规模扩张逐步摊薄。与西北其他区域类似，甘肃煤炭价格低，煤价上涨给企业带来的成本压力

## 分析师

刘书臻

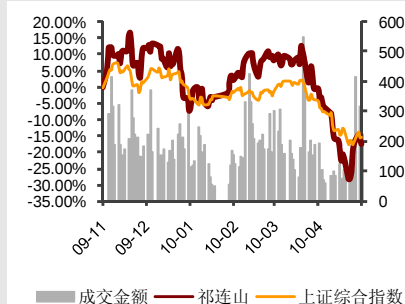
电话：010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

## 公司数据

|          |               |
|----------|---------------|
| 总股本（万股）  | 47490         |
| 流通股（万股）  | 39580         |
| 每股净资产    | 4.60          |
| 主要股东     | 甘肃祁连山建材控股有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 12.78%        |

## 市场表现



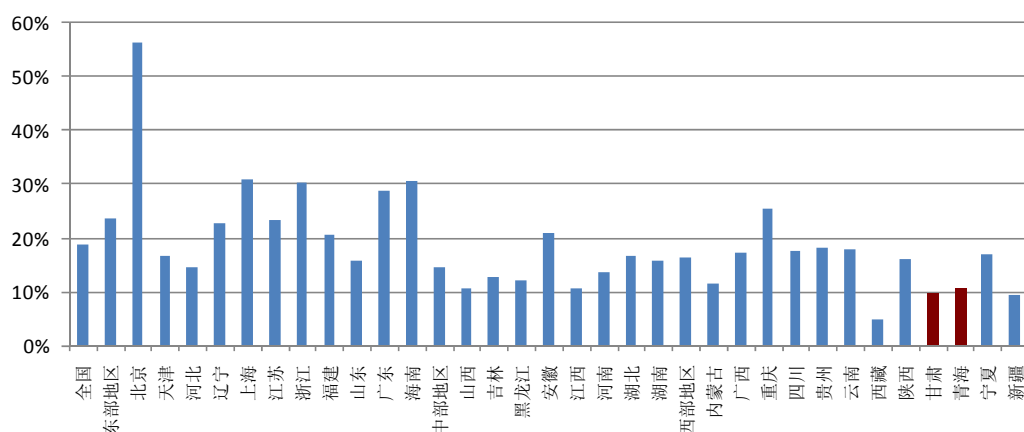
## 相关研究

小。另一方面，作为历史悠久的国企，公司人员较多，人力成本较高，随着原有人员向新建生产线的分流，公司人力成本将逐步得到摊薄。我们估算这部分成本下降的空间为 6~10 元/吨，将在未来两到三年内逐步释放。

- **公司现有的 5 条 2000t/d 以下的新型干法线将在四五年内淘汰。** 尽管小的新型干法线成本较高，吨水泥成本较 5000t/d 线高 20~30 元左右，但在目前甘青地区水泥行情高涨的背景下仍有较高的利润。公司对这部分资产的规划是四五年内淘汰，上较大规模的生产线替代。
- **评级：买入：**预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 1.27、1.97、2.61 元，公司 2010 年 PE 仅为 10 倍，远不能反应公司良好的成长性，我们上调公司评级为买入，目标价 19.05 元，相当于 2010 年 15 倍的 PE。在这里我们并没有考虑公司再融资的可能。如果公司实施股权融资的话，由于中材现在的持股比例不足 25%，我们认为中材通过参与增发扩大持股比例的可能非常大。

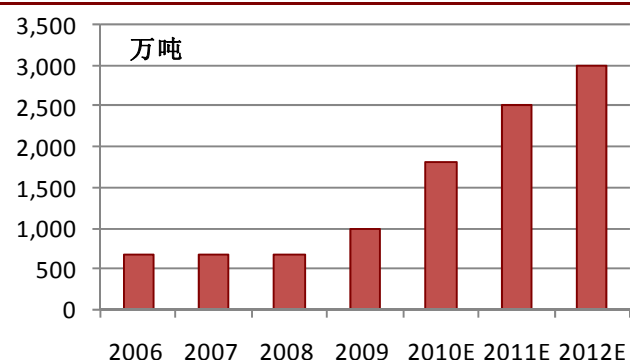
| 主要经营指标  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E   |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 主营业务收入  | 1,823 | 2,458 | 3,116 | 5,071 | 6,635   |
| 同比增长率   | 45%   | 35%   | 27%   | 63%   | 31%     |
| 净利润     | 176.5 | 408.0 | 601.5 | 934.7 | 1,241.3 |
| 同比增长率   | 3139% | 131%  | 47%   | 55%   | 33%     |
| 每股收益(元) | 0.45  | 0.86  | 1.27  | 1.97  | 2.61    |
| 净资产收益率  | 16.7% | 19.3% | 21.7% | 24.9% | 24.4%   |

图 1：2009 年各省区房地产投资在固定资产投资中占比



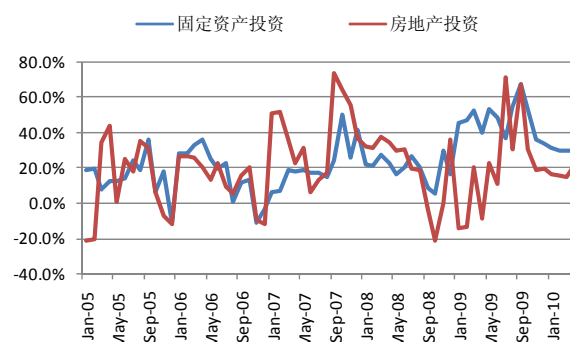
资料来源：宏源证券

图 2：公司产能扩张换挡提速



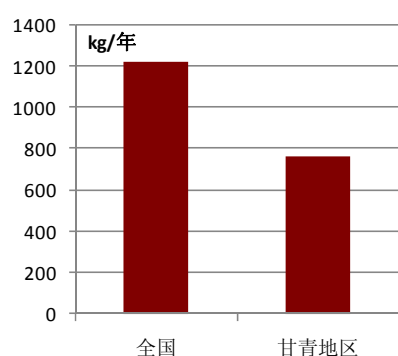
资料来源：宏源证券

图 3：甘肃省投资同比增速 (PPI 校准)



资料来源：宏源证券

图 4：甘青地区人均水泥消费量低



资料来源：宏源证券

表 1：公司现有生产线

| 规模 (t/d) 权益比例 (%) |      |       | 规模 (t/d) 权益比例 (%) |      |         |
|-------------------|------|-------|-------------------|------|---------|
| 永登                | 2000 | 100   | 红古                | 1000 | 53.05   |
| 永登                | 2500 | 100   | 红古                | 1000 | 53.05   |
| 平凉                | 2500 | 96.92 | 民和                | 2500 | 53.05   |
| 天水                | 1000 | 100   | 湟中                | 2500 | 100     |
| 天水                | 1500 | 100   |                   |      |         |
| 成县                | 3000 | 100   | 定西                | 3000 | 100, 在建 |
| 甘谷                | 1000 | 100   | 永登                | 4500 | 100, 在建 |
| 甘谷                | 3000 | 100   | 湟中                | 4500 | 100, 在建 |

资料来源：宏源证券

## 财务报表预测

| 利润表       | 百万元   |        |        |        |        |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2008A | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 主营业务收入    | 1823  | 2458   | 3116   | 5071   | 6635   |
| 主营业务税金    | 14    | 19     | 24     | 39     | 51     |
| 营业成本      | 1126  | 1425   | 1774   | 2941   | 3843   |
| 销售费用      | 125   | 140    | 178    | 279    | 365    |
| 管理费用      | 255   | 319    | 312    | 583    | 763    |
| 财务费用      | 104   | 88     | 85     | 85     | 85     |
| 营业外净收入    | 89    | 118    | 25     | 25     | 25     |
| 利润总额      | 264   | 545    | 769    | 1170   | 1554   |
| 所得税       | 46    | 77     | 115    | 175    | 233    |
| 净利润       | 218   | 468    | 654    | 994    | 1321   |
| 少数股东损益    | 41    | 60     | 52     | 60     | 79     |
| 母公司所有者净利润 | 176   | 408    | 602    | 935    | 1241   |
| 现金流量表     | 百万元   |        |        |        |        |
| 净利润       |       |        | 654    | 994    | 1321   |
| -营业外净收入   |       |        | 25     | 25     | 25     |
| +折旧与摊销    |       |        | 194    | 437    | 699    |
| -财务费用     |       |        | 85     | 85     | 85     |
| +营运资金减少   |       |        | 315    | 42     | (42)   |
| 经营现金流     | 497   | 1027   | 1275   | 1592   | 2117   |
| 营业外净收入    |       |        | 25     | 25     | 25     |
| 资本性支出     |       |        | (3246) | (3348) | (2653) |
| 长期股权投资减少  |       |        | 0      | 0      | 0      |
| 投资现金流     | (586) | (1153) | (3221) | (3323) | (2628) |
| 借款增加      |       |        | 1613   | 1884   | 814    |
| 财务费用      |       |        | (85)   | (85)   | (85)   |
| 吸收到的股权投资  |       |        | 0      | 0      | 0      |
| 其他        |       |        | 0      | 0      | 0      |
| 融资现金流     |       |        | (52)   | (60)   | (79)   |
| 净现金流      | 256   | 525    | 1476   | 1739   | 649    |

| 指标          | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主要运营指标      |       |       |       |       |       |
| ROE         | 16.7% | 19.3% | 21.7% | 24.9% | 24.4% |
| 资产负债率       | 64.0% | 49.9% | 58.4% | 61.9% | 58.9% |
| EBIT 利息保障倍数 | 3.55  | 7.17  | 10.05 | 14.76 | 19.28 |
| 毛利率         | 38.2% | 42.1% | 43.1% | 42.0% | 42.1% |
| 期间费用率       | 26.6% | 22.3% | 18.4% | 18.7% | 18.3% |
| 净利率         | 9.7%  | 16.6% | 19.3% | 18.4% | 18.7% |
| 存货周转率       | 3.8   | 4.7   | 5.6   | 6.3   | 5.8   |
| 固定资产周转率     | 1.2   | 1.3   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |

| 资产负债表     | 百万元   |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金      | 373   | 760   | 289   | 298   | 437   |
| 应收账款与票据   | 118   | 129   | 156   | 254   | 332   |
| 其他应收款     | 91    | 104   | 104   | 104   | 104   |
| 预付账款      | 292   | 418   | 266   | 294   | 384   |
| 存货        | 332   | 280   | 355   | 577   | 756   |
| 其他流动资产    | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产合计    | 1209  | 1691  | 1171  | 1527  | 2013  |
| 长期股权投资    | 8     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产净值    | 1575  | 1908  | 4378  | 7072  | 9189  |
| 在建工程与物资   | 245   | 658   | 1304  | 1532  | 1378  |
| 无形资产与待摊费用 | 273   | 308   | 258   | 248   | 238   |
| 其他非流动资产   | 21    | 49    | 21    | 21    | 21    |
| 非流动资产合计   | 2121  | 2927  | 5964  | 8876  | 10829 |
| 资产总计      | 3330  | 4618  | 7135  | 10403 | 12842 |
| 负债与股东权益   |       |       |       |       |       |
| 短期借款      | 1287  | 370   | 1558  | 3043  | 3981  |
| 应付账款与票据   | 182   | 331   | 412   | 683   | 892   |
| 预收款项      | 120   | 150   | 190   | 309   | 404   |
| 其他流动负债    | 322   | 179   | 322   | 322   | 322   |
| 流动负债合计    | 1912  | 1029  | 2482  | 4357  | 5599  |
| 长期借款      | 211   | 1254  | 1678  | 2078  | 1953  |
| 其他非流动负债   | 9     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 非流动负债合计   | 220   | 1277  | 1687  | 2086  | 1962  |
| 负债合计      | 2131  | 2307  | 4169  | 6443  | 7561  |
| 股本        | 396   | 475   | 475   | 475   | 475   |
| 留存收益      | 663   | 1638  | 2292  | 3286  | 4606  |
| 母公司股东权益   | 1059  | 2113  | 2766  | 3761  | 5081  |
| 少数股东权益    | 140   | 199   | 199   | 199   | 199   |
| 股东权益合计    | 1199  | 2312  | 2966  | 3960  | 5281  |
| 负债和权益合计   | 3330  | 4618  | 7135  | 10403 | 12842 |

| 指标        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标      |       |       |       |       |       |
| 每股收益      | 0.45  | 0.86  | 1.27  | 1.97  | 2.61  |
| 每股经营现金流   | 1.25  | 2.16  | 2.68  | 3.35  | 4.46  |
| 每股净资产     | 2.68  | 4.45  | 5.83  | 7.92  | 11.12 |
| 估值指标      |       |       |       |       |       |
| PE        |       |       | 10.0  | 6.4   | 4.8   |
| PB        |       |       | 2.17  | 1.59  | 1.13  |
| EV/EBITDA |       |       | 8.54  | 6.40  | 4.92  |

#### 分析师简介:

**刘书臻:** 宏源证券研究所建材行业研究员，北京大学环境地理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：冀东水泥、祁连山、国统股份、天山股份、海螺型材、濮耐股份。

#### 宏源证券机构销售团队

| 华北区域                                               | 华东区域                                              | 华南区域                                                |
|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>李晔</b><br>010-88085956<br>liye@hysec.com        | <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
| <b>牟晓凤</b><br>010-88085275<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>刘爽</b><br>010-88085798<br>liushuang@hysec.com  |                                                     |

#### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                          |
|--------|----|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20% |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上    |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |

#### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。