

祁连山：甘肃市场整合进程加快

2010 年中期投资策略分析

报告关键点：

- 收购酒钢生产线，区域整合进度加速
- 区域景气度仍将高位运行

报告摘要：

- **收购酒钢生产线，占领河西走廊，甘肃与新疆区域一体化形成。**据数字水泥网报道，中材集团控股的祁连山及子公司永登祁连山5月28日与酒钢（集团）宏达公司签署增资协议，计划分别向该公司以现金方式增资4.83亿元。增资完成后，祁连山及其子公司将分别持有酒钢宏达30%的股权，形成对该公司的间接控股。完成此举后，中材集团通过占据河西走廊扩大其水泥版图，并将甘肃市场与其新疆市场相连，区域战略进一步巩固。
- **水泥产能扩张，既定目标更近一步。**此前，祁连山曾提出至2012年底，通过自建与区域整合，将其水泥产能扩张至3000万吨产能的战略目标。酒钢宏达目前拥有1条1000t/d和1条2000t/d新型干法水泥生产线，并有一条5000t/d生产线开工建设。祁连山此举将实现将实现约300万吨水泥产能增量，预计2010-2012年释放水泥产量分别为94、206、281万吨。
- **区域整合进度有望加速。**按照公司目前建线进度，考虑此次整合，公司至2012年底的产能约为2000-2200万吨，如需要达到既定目标，我们认为公司未来有可能进一步加大在区域内的整合力度。中材赛马在甘肃、青海区域的产能以及甘肃国资委其他下属企业的产能有望成为下一步优先整合的对象。
- **价格稳定，高景气度有望延续。**4月份以来，甘肃、青海水泥价格保持稳定，区域投资旺盛带来的市场需求已基本实现了对前期产能释放的消化。我们对甘青地区未来的景气度保持相对乐观。考虑此次酒钢资产的收购，我们上调公司2010-2012年的EPS至1.34、1.91、2.48元，公司未来2年的复合增长率为36%，我们按照2010年15倍的PE，给予公司目标价20.1元，维持“买入-B”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,822.6	2,458.4	3,499.5	5,037.0	6,781.3
Growth(%)	45.0%	34.9%	42.4%	43.9%	34.6%
净利润	176.5	408.0	636.2	904.8	1,175.7
Growth(%)	3138.9%	131.2%	55.9%	42.2%	29.9%
毛利率(%)	38.2%	42.1%	48.5%	47.1%	45.1%
净利润率(%)	9.7%	16.6%	18.2%	18.0%	17.3%
每股收益(元)	0.37	0.86	1.34	1.91	2.48
每股净资产(元)	2.52	4.87	6.07	7.85	10.08
市盈率	39.2	16.9	10.9	7.6	5.9
市净率	5.8	3.0	2.4	1.9	1.4
净资产收益率(%)	18.2%	20.2%	26.3%	27.9%	27.3%
ROIC(%)	14.8%	23.5%	27.8%	30.0%	30.7%
EV/EBITDA	16.1	11.9	7.3	5.4	4.3
股息收益率	0.3%	0.0%	1.8%	2.6%	3.4%

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： 20.10 元

期限： 12 个月 上次预测： 23.40 元

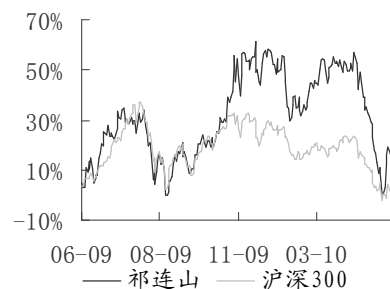
现价： 12.77 元

报告日期： 2010-05-29

市场数据

总市值(百万元)	6,064.50
流通市值(百万元)	5,054.42
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(%)	28.92%
股东户数	59,489

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.08)	(5.05)	13.55
绝对收益	(11.93)	(18.19)	16.83

研究员

王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
证书编号	S1450209090259
李孔逸	行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn
证书编号	S1450209090282

前期研究成果

祁连山：关注产能增长与区域内整合	2010-03-28
祁连山：扩产与并购战略增强区域控制力	2010-03-17
祁连山：关注产能增长与市场集中度提升	2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,822.6	2,458.4	3,499.5	5,037.0	6,781.3	成长性					
减: 营业成本	1,126.1	1,424.6	1,801.6	2,662.5	3,725.6	营业收入增长率	45.0%	34.9%	42.4%	43.9%	34.6%
营业税费	14.3	18.8	28.0	40.3	54.3	营业利润增长率	-2439.6%	122.6%	95.1%	40.9%	26.7%
销售费用	125.3	140.3	227.5	327.4	440.8	净利润增长率	3138.9%	131.2%	55.9%	42.2%	29.9%
管理费用	255.1	318.6	454.9	654.8	881.6	EBITDA 增长率	168.2%	52.3%	68.4%	36.5%	22.7%
财务费用	103.5	88.4	139.5	162.6	171.7	EBIT 增长率	417.3%	74.5%	88.7%	37.4%	24.1%
资产减值损失	23.8	40.8	15.0	15.8	20.5	NOPLAT 增长率	235.6%	73.1%	57.5%	34.5%	23.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.3%	33.2%	24.5%	20.5%	16.1%
投资和汇兑收益	17.3	-	-	-	-	净资产增长率	1.2%	92.8%	24.6%	29.3%	28.4%
营业利润	191.8	426.9	833.0	1,173.5	1,486.8	利润率					
加: 营业外净收支	72.0	118.4	58.0	50.0	50.0	毛利率	38.2%	42.1%	48.5%	47.1%	45.1%
利润总额	263.8	545.3	891.0	1,223.5	1,536.8	营业利润率	10.5%	17.4%	23.8%	23.3%	21.9%
减: 所得税	46.0	77.4	133.7	183.5	230.5	净利率	9.7%	16.6%	18.2%	18.0%	17.3%
净利润	176.5	408.0	636.2	904.8	1,175.7	EBITDA/营业收入	24.1%	27.2%	32.2%	30.5%	27.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.2%	21.0%	27.8%	26.5%	24.5%
货币资金	372.6	760.1	1,140.3	1,480.8	1,977.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	313	255	225	196	166
应收帐款	202.6	221.0	355.2	576.8	953.1	流动营业资本周转天数	39	41	47	57	69
应收票据	5.7	12.0	28.8	41.4	55.7	流动资产周转天数	204	212	213	210	218
预付帐款	291.9	418.0	436.0	462.6	462.6	应收帐款周转天数	31	17	18	23	31
存货	332.2	279.9	492.9	874.0	1,325.0	存货周转天数	59	45	40	49	58
其他流动资产	3.5	0.5	0.5	0.5	0.5	总资产周转天数	618	582	538	469	425
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	448	404	364	309	271
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	8.4	4.0	6.4	8.5	10.6	ROE	18.2%	20.2%	26.3%	27.9%	27.3%
投资性房地产	5.8	5.7	6.2	6.9	7.6	ROA	6.5%	10.1%	13.0%	14.3%	15.0%
固定资产	1,574.7	1,907.6	2,460.3	3,025.0	3,236.7	ROIC	14.8%	23.5%	27.8%	30.0%	30.7%
在建工程	217.3	625.7	529.3	434.5	348.3	费用率					
无形资产	225.6	254.5	256.2	248.5	241.3	销售费用率	6.9%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	89.5	129.5	120.4	118.8	116.1	管理费用率	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	3,330.0	4,618.4	5,832.4	7,278.3	8,734.6	财务费用率	5.7%	3.6%	4.0%	3.2%	2.5%
短期债务	1,287.0	370.0	800.0	1,000.0	1,200.0	三费/营业收入	26.6%	22.3%	23.5%	22.7%	22.0%
应付帐款	359.8	392.3	370.2	474.2	510.4	偿债能力					
应付票据	-	-	172.8	255.3	255.2	资产负债率	64.0%	49.9%	50.6%	48.8%	45.2%
其他流动负债	202.1	244.0	354.6	520.7	739.2	负债权益比	177.8%	99.8%	102.4%	95.3%	82.5%
长期借款	211.0	1,253.6	1,303.6	1,353.6	1,303.6	流动比率	0.63	1.64	1.52	1.59	1.84
其他非流动负债	8.7	23.6	31.8	39.4	48.2	速动比率	0.46	1.37	1.21	1.19	1.33
负债总额	2,131.2	2,306.5	2,951.0	3,551.3	3,949.5	利息保障倍数	2.85	5.83	6.97	8.22	9.66
少数股东权益	139.6	199.3	308.3	430.0	547.6	分红指标					
股本	395.9	474.9	474.9	474.9	474.9	DPS(元)	0.04	-	0.27	0.38	0.50
留存收益	663.3	1,589.3	2,098.2	2,822.1	3,762.6	分红比率	11.2%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,198.8	2,311.9	2,881.4	3,727.0	4,785.1	股息收益率	0.3%	0.0%	1.8%	2.6%	3.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	217.7	467.9	636.2	904.8	1,175.7	EPS(元)	0.37	0.86	1.34	1.91	2.48
加: 折旧和摊销	149.7	160.7	153.6	200.8	227.1	BVPS(元)	2.52	4.87	6.07	7.85	10.08
资产减值准备	23.8	40.8	15.0	15.8	20.5	PE(X)	39.2	16.9	10.9	7.6	5.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	3.0	2.4	1.9	1.4
财务费用	67.8	101.8	89.1	139.5	162.6	P/FCF	26.7	-23.9	20.5	19.4	12.3
投资收益	-17.3	-	-	-	-	P/S	3.8	2.8	2.0	1.4	1.0
少数股东损益	41.3	59.9	121.2	135.2	130.6	EV/EBITDA	16.1	11.9	7.3	5.4	4.3
营运资金的变动	-35.4	260.6	-124.6	-296.0	-598.7	CAGR(%)	68.4%	40.8%	24.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	496.8	1,027.1	940.8	1,123.2	1,126.9	PEG	0.6	0.4	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-586.5	-1,153.3	-607.0	-665.0	-345.0	ROIC/WACC	1.5	2.4	2.8	3.1	3.1
融资活动产生现金流量	256.1	525.0	208.3	-88.5	-256.8	REP	2.0	1.1	0.7	0.6	0.5

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月起就职于中信建投证券研究所，从事建筑与建材行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006、2007年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”，2009年荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

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，2009年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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