

分析师: 刘元瑞、邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

内修外练，更上层楼——祁连山余热发电建设及现金收购宏达建材点评

事件描述

祁连山 7 月 9 日发布公告，其主要内容为：

- 为进一步加快公司新建项目余热电站建设步伐，本公司作为发包方，拟与中材节能发展有限公司（以下简称“中材节能”）签署成县、漳县、永登、青海和甘谷等 5 个低温余热发电工程，合计装机容量 39MW。合同总价款为 2.4888 亿元。
- 祁连山与永登祁连山分别以现金 24,131.82 万元人民币认购宏达建材 30% 的股份。

事件评论

第一， 余热发电装机容量大幅增加，内生性增长进一步体现。

公司原有余热发电项目两个，分别在永登与平凉，总装机容量为 10.5MW，新建的 5 个余热发电项目完工后，装机容量将达 49.5MW。

表 1: 祁连山余热发电工程

地点	产能(T/D)	装机容量(MW)	投产时间
永登	2500	6	05 年 8 月
平凉	2500	4.5	07 年底
成县	3000	6	11 年下半年
漳县	3000	6	11 年下半年
永登	5000	7.5	11 年下半年
青海	5000+2500	4.5+7.5	11 年下半年
甘谷	700+2500	7.5	11 年下半年

资料来源：长江证券研究部

余热发电的单位成本约 0.1 元/度，而外购电力价格约为 0.4 元/度，以此计算，采用余热发电后，祁连山 11、12 年电力成本相对 09 年将可分别节约 0.9、2.4 元/吨左右，对应 EPS 增厚 0.03、0.07 元/吨；我们在前期报告中不断强调内生性增长将是公司未来增长极之一，这种内生性增长主要体现在公司对成本和费用的控制。

表 2: 余热发电成本降低测算：11 年、12 年相对于 09 年分别降低 0.9、2.4 元/吨

时间	2009	2010E	2011E	2011E
电力总成本（万元）	22563	30776.4	49824	55983.6
水泥销量（万吨）	691.85	920	1570	1800
电力成本（元/吨）	32.6	33.5	31.7	31.1
水泥电耗（度/吨）	90	90	90	90

总耗电量（万度）	62266.5	82800	141300	162000
其中：外购电（万度）	54454.5	74988	118980	132612
外购电成本（元/度）	0.4	0.4	0.4	0.4
余热发电装机容量	10.5	10.5	30	39.5
余热发电（万度）	7812	7812	22320	29388
余热发电成本（元/度）	0.1	0.1	0.1	0.1
吨成本降低（元/度）			-0.9	-2.4

资料来源：长江证券研究部

第二、现金收购宏达建材，业绩进一步增厚

本次收购资金需要 48263.64 万元，并购资金全部靠现金解决，我们此前在《战略性并购第一步--祁连山收购宏达建材点评》中进行过详细测算，根据宏达建材经营情况以及产能释放进程，我们估计将增厚祁连山 10 年 EPS0.06-0.09 元。

第三、我们维持对祁连山的“推荐”评级

之前，我们预测公司 10-12 年业绩分别为 1.263、1.706、2.332 元，考虑到这次收购和余热发电建设，我们调整业绩预期，10-12 年 EPS 分别为 1.327、1.806、2.520，对应的 EPS 为 10.57、7.76、5.56。

目前政府密集出台西部大开发的政策，其释放出未来政策放松（对西部地区的放松）的信号；政策的放松将改变之前市场对西部尤其是西北地区未来需求的悲观预期，相应水泥股的低估值有望修复。我们维持前面《祁连山深度报告：估值有望改变，业绩持续增长》报告中的判断，在本次政策放松的前提下，甘青地区超预期的可能性最大；而祁连山未来业绩和收购有望超预期（实际上已经出现超预期因素），我们维持对祁连山的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	20010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	20010E	2011E	2012E
营业收入	2458	3799	5712	6887	货币资金	760	884	1147	2607
营业成本	1425	2230	3627	4211	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1034	1569	2085	2676	应收账款	221	343	515	621
% 营业收入	42.1%	41.3%	36.5%	38.9%	存货	280	438	713	828
营业税金及附加	19	29	44	53	预付账款	418	654	1065	1236
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	140	217	326	379	流动资产合计	1691	2331	3459	5315
% 营业收入	5.7%	5.7%	5.7%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	319	380	543	620	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	10.0%	9.5%	9.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	88	125	150	134	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	3.6%	3.3%	2.6%	1.9%	固定资产合计	2259	3589	4143	4059
资产减值损失	41	9	13	8	无形资产	255	242	230	218
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	39	39	39	39
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	22	1	2	1
营业利润	427	810	1011	1482	其他非流动资产	342	342	342	342
% 营业收入	17.4%	21.3%	17.7%	21.5%	资产总计	4618	6554	8224	9984
营业外收支	118	145	269	252	短期贷款	390	0	0	0
利润总额	545	955	1280	1734	应付款项	331	518	843	979
% 营业收入	22.2%	25.1%	22.4%	25.2%	预收账款	150	231	348	419
所得税费用	77	134	192	260	应付职工薪酬	55	86	140	163
净利润	468	821	1088	1474	应交税费	39	66	96	128
归属于母公司所有者的净利润	408.0	630.0	857.5	1196.7	其他流动负债	65	97	154	179
少数股东损益	60	191	230	277	流动负债合计	1029	999	1581	1867
EPS (元/股)	0.86	1.33	1.81	2.52	长期借款	1254	2399	2399	2399
现金流量表 (百万元)	2009A	20010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1027	1031	1270	1863	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	24	24	24	24
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	2307	3421	4004	4289
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	2113	2743	3600	4797
固定资产投资	-1122	-1538	-857	-269	少数股东权益	199	390	621	898
其他	-31	0	0	0	股东权益	2312	3133	4221	5695
投资活动现金流净额	-1153	-1538	-857	-269	负债及股东权益	4618	6554	8224	9984
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	20010E	2011E	2012E
股权融资	708	0	0	0	EPS	0.859	1.327	1.806	2.520
银行贷款增加 (减少)	88	755	0	0	BVPS	4.45	5.78	7.58	10.10
筹资成本	168	-125	-150	-134	PE	16.32	10.57	7.76	5.56
其他	-439	0	0	0	PEG	0.38	0.24	0.18	0.13
筹资活动现金流净额	525	630	-150	-134	PB	3.15	2.43	1.85	1.39
现金净流量	399	124	263	1460	EV/EBITDA	11.17	7.07	5.36	3.26
					ROE	19.3%	23.0%	23.8%	24.9%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。