

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

2010 年上半年甘青水泥需求保持高速增长——6 月份数据点评

事件描述

水泥行业 6 月份数据公布，其主要内容为：

10 年上半年，固投累计同比为 38%、24%，其中 6 月当月同比为 38%、29%；甘肃、青海水泥产量同比为 32%、50%，其中 6 月份当月同比为 38%、29%。

事件评论

第一， 上半年数据验证了我们的判断：甘青地区需求依然保持高速增长

我们之前反复强调，甘青地区需求远未达到饱和，未来 2-3 年增长空间仍然很大。具体请见我们之前数篇报告。

而从 10 年前 6 个月的固投、产量数据来看，我们的判断得到了验证。

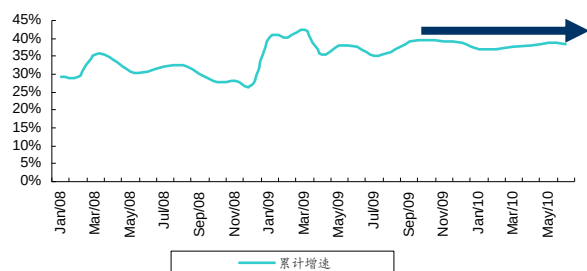
■ 固定资产投资：甘肃依然维持高位

10 年上半年的运行数据表明，尽管全国和西北地区的固定资产投资出现明显下滑，但是甘肃地区依然维持高位，前六月固定资产投资增速依然高达到 38%，与去年同期持平，没有出现市场预期的固定资产投资迅速下滑的情况。青海上半年固投增速虽低于去年同期，但幅度较小，而且从前几月的情况来看，可以看到明显的反弹迹象。

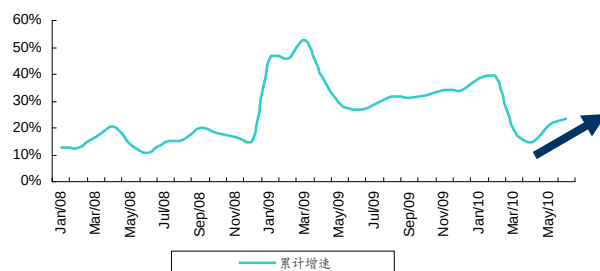
表 1：固投累计同比增速

时间	全国	西北	甘肃	青海
Jun-09	33%	39%	38%	27%
Dec-09	30%	34%	39%	34%
Jun-10	25%	31%	38%	24%

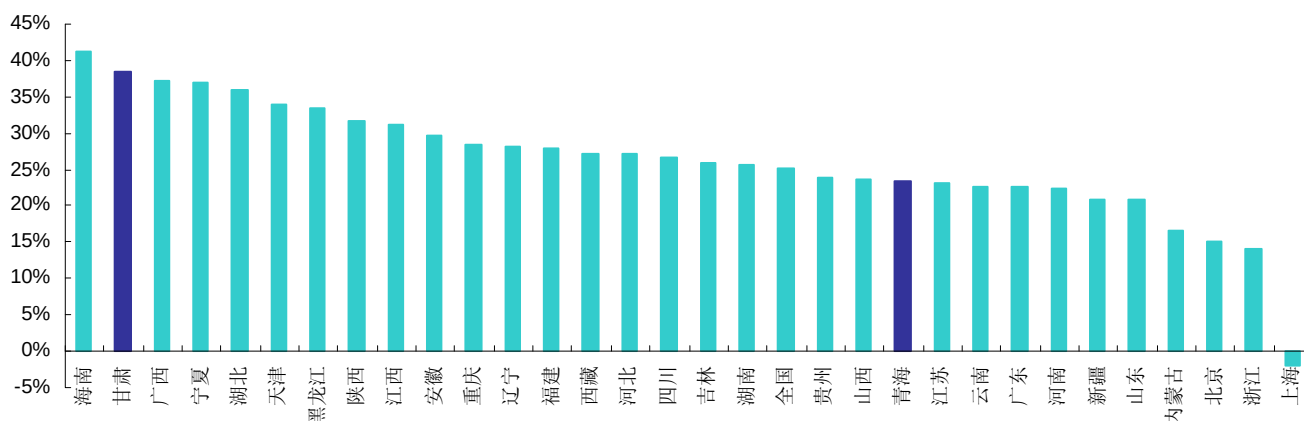
数据来源：CIEC，长江证券研究部

图 1: 甘肃固投同比增速依然维持高位


资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 2: 青海固投同比增速


资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 3: 10 年上半年全国各省固定资产投资增速


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

■ 水泥产量: 领跑全国

从上半年各地区的情况来看, 青海与甘肃产量累计同比增速分别为 38%、29%, 分别位于全国第三与第五位, 在价格依然坚挺的情况下, 需求快速增长显示市场需求的旺盛。

表 2: 青海、甘肃分别位于全国第三位与第五位

时间	海南	四川	青海	湖北	甘肃
Jun-10	58%	54%	38%	33%	29%
排序	1	2	3	4	5

数据来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

表 3: 产量累计同比增速

时间	全国	西北地区	甘肃	青海
Jun-09	14%	20%	17%	12%
Dec-09	18%	22%	16%	28%
Jun-10	15%	21%	29%	38%

数据来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

■ 未来 2 年供需状况依然乐观

我们在 7 月 7 日的报告《祁连山深度报告: 估值有望改变, 业绩持续增长》中测算过供给和需求, 10、11 年甘青地区的供需情况仍然乐观。

第二，我们维持对公司的“推荐”评级

考虑到新建余热发电和上半年收购宏达建材的并表，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.300、1.762、2.279，对应的 PE 为 11.45、8.45、6.53，在甘青地区的固定资产投资超预期的情况下公司估值有望得到修复，同时公司业绩和区域整合存在超预期，我们维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2458	3799	5712	6782	货币资金	760	867	909	2237
营业成本	1425	2230	3627	4211	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1034	1569	2085	2571	应收账款	221	343	515	612
% 营业收入	42.1%	41.3%	36.5%	37.9%	存货	280	438	713	828
营业税金及附加	19	29	44	52	预付账款	418	654	1065	1237
% 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	373	流动资产合计	1691	2314	3221	4935
% 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	399	571	678	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	10.5%	10.0%	10.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	88	125	152	140	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	3.6%	3.3%	2.7%	2.1%	固定资产合计	2259	3589	4337	4240
资产减值损失	41	9	13	7	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	791	980	1321	其他非流动资产	342	342	342	342
% 营业收入	17.4%	20.8%	17.2%	19.5%	资产总计	4618	6537	8181	9786
营业外收支	118	145	269	248	短期贷款	390	0	0	0
利润总额	545	935	1249	1569	应付款项	331	518	843	979
% 营业收入	22.2%	24.6%	21.9%	23.1%	预收账款	150	231	348	413
所得税费用	77	131	187	235	应付职工薪酬	55	86	140	163
净利润	468	804	1062	1333	应交税费	39	65	94	117
归属于母公司所有者的净利润	408.0	617.3	836.9	1082.3	其他流动负债	65	98	155	180
少数股东损益	60	187	225	251	流动负债合计	1029	998	1581	1852
EPS (元/股)	0.86	1.30	1.76	2.28	长期借款	1254	2399	2399	2399
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1027	1015	1251	1735	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	3420	4003	4274
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	2113	2730	3567	4649
固定资产投资	-1122	-1538	-1057	-268	少数股东权益	199	386	611	862
其他	-31	0	0	0	股东权益	2312	3116	4178	5511
投资活动现金流净额	-1153	-1538	-1057	-268	负债及股东权益	4618	6537	8181	9786
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	708	0	0	0	EPS	0.859	1.300	1.762	2.279
银行贷款增加 (减少)	88	755	0	0	BVPS	4.45	5.75	7.51	9.79
筹资成本	168	-125	-152	-140	PE	17.33	11.45	8.45	6.53
其他	-439	0	0	0	PEG	0.45	0.30	0.22	0.17
筹资活动现金流净额	525	630	-152	-140	PB	3.35	2.59	1.98	1.52
现金净流量	399	107	42	1328	EV/EBITDA	11.78	7.57	5.89	3.94
					ROE	19.3%	22.6%	23.5%	23.3%

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。