

强烈推荐-B (首次)**祁连山 600720.SH**

目标估值: 20.00 元

当前股价: 15.39 元

2010 年 7 月 27 日

产能大幅扩张, 享受西部大开发推进的盛宴**基础数据**

上证综指	2572
总股本(万股)	47490
已上市流通股(万股)	47480
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	19.8
资产负债率	55.8%
主要股东	甘肃祁连山建材控股
主要股东持股比例	12.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-2	10
相对表现	11	15	33

**相关报告****王晶晶**

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

西部大开发第二个十年将带来西部建设的加速发展, 人均 GDP 处于低位的甘肃青海地区存在较大的发展空间, 作为区域龙头的祁连山到 2012 年底产能预计较目前扩张两倍, 其市场占有率大幅提升至 50% 以上, 并且中材入主后带来了内部效率的改善, 首次给予“强烈推荐-B”的投资评级。

- **赶超经济: 西部—甘青。**在宏观经济调结构的背景下, 西部大开发第二个十年的定位是实现经济增长的跃进。5 月份出台《国务院办公厅关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见》: 甘肃发展的战略定位是, 连接欧亚大陆桥的战略通道和沟通西南、西北的交通枢纽等。甘肃的人均 GDP 西北省份最低, 是西部平均水平的 75%。这意味着, 西部发展速度快于全国, 而甘肃的发展速度要追赶西部, 交通设施更是重点之一。并且, 作为出疆主要通道的甘青两省, 其基础设施建设不容忽视。
- **背靠中材, 祁连山内外兼修, 产能大幅扩张, 龙头气质越发明显。**公司目前市场占有率在 28% 左右, 已经形成永登、天水、平凉、红古、青海、甘谷和成县七大生产基地和兰州、青藏、天水、平庆和河西五大区域销售市场。通过自建生产线和并购, 预计到 2012 年, 公司产能由目前的 1000 万吨提升至 3000 万吨, 市场占有率提升至 50% 以上。
- **业绩随产能大幅增长。**2010 年甘青地区水泥供需仍偏紧, 祁连山高增长已是大概率事件。随着今年永登三线、甘谷、成县、漳县的投产, 以及 2011 年青海二线、宏达建材、以及可能的中材资产注入, 公司在 2011 年进入有效产能释放的高峰期, 虽然下半年可能面临一定的价格向下压力, 但随着量的增长、内部生产管理的改善、市场话语权的提升, 仍可以保持相对的乐观。
- **首次评级“强烈推荐-B”。**预测 2010-2012 年 EPS 分别为 1.26、1.67、2.02 元。公司目前的静态、动态估值接近于业内最低, 考虑到未来三年公司的高速成长与中材产能注入的可能性, 我们给予公司“强烈推荐-B”的投资评级, 目标价 20.0 元, 对应 2011 年 PE 为 12.0 倍。
- **风险提示:** 基建财政款项到位晚于预期、并购整合的不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1823	2458	3189	4770	6245
同比增长	45%	35%	30%	50%	31%
营业利润(百万元)	192	427	673	928	1153
同比增长	-2440%	123%	58%	38%	24%
净利润(百万元)	176	408	601	792	960
同比增长	3139%	131%	47%	32%	21%
每股收益(元)	0.45	0.86	1.26	1.67	2.02
PE	33.7	17.5	11.9	9.0	7.4
PB	5.6	3.4	2.8	2.3	1.9

资料来源: 招商证券

正文目录

一、大背景：西部开发第二个十年	3
二、总供需：未来三年基建需求保其无虞	5
三、祁连山：产能大幅增长，管理优化	8
1、未来三年的目标：产能增长两倍，市场控制力大大加强	8
2、内部管理加强，成本、期间费用率有望继续下降	11
四、盈利预测与估值	11

图表目录

图 1：西部大开发的三个阶段	3
图 2：西部大开发新开工重点项目投资额大幅增长	4
图 3：甘肃人均 GDP 位于西部各省之末，仅次于贵州	4
图 4：出疆的四条通道：兰新线是主力	5
图 5：甘青地区固定资产投资进入加速期	6
图 6：甘肃省水泥产量	7
图 7：青海省水泥产量	7
图 8：西北地区水泥价格走势	7
图 9：甘肃省水泥投资	8
图 10：青海省水泥投资	8
图 11：甘青地区水泥供给需求分析	8
图 12：公司五大区域销售市场份额占比	9
图 13：公司五大区域销售市场分布	9
图 14：公司管理费用率和营业费用率情况	11
图 15：祁连山历史 PE Band	12
图 16：祁连山历史 PB Band	12
表 1：甘肃主要基建项目	6
表 2：祁连山产能扩张情况	10
表 3：水泥销售收入预测	12
表 4：估值对比表	12

附：财务预测表	13
---------------	----

一、大背景：西部开发第二个十年

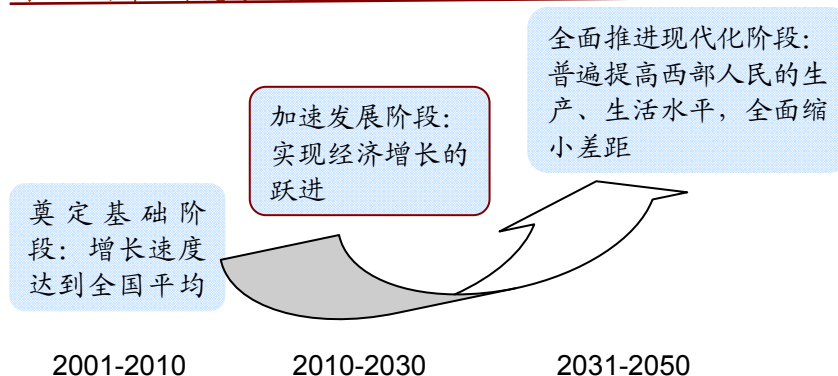
我们在中期策略报告《结构性萧条、政策性繁荣》中指出，在宏观经济转型的背景下，传统行业存在结构性萧条和政策性繁荣的机会，有着强烈区域性色彩的水泥股，是政策性繁荣机会所在。我们更看好西北地区带来的增长，并认为这是一种趋势性的机会，而非仅仅是反弹。最近在密集调研西北地区的建材股之后，我们将陆续推出调研简报。作为甘青地区的龙头企业祁连山是我们推荐的重点之一。

1、结构调整与区域再平衡。未来两三年或许更久都是宏观经济调结构的时期，在东部的外向型经济模式无以为继的时候，西部大开发必将会成为一个真正的重点发展战略，一方面是区域的再平衡、另一方面也是保障经济平稳增长的重要举措。

2000-2002 年西部投资增长速度较高，这是西部大开发的初期，主要还是因为中国没有找到新的增长极，在 2003-2007 年，西部增长被放到了一个次要的位置，主要的增长动力来自于外向型经济的东部。而此后的若干年，由于东部外向型经济模式可能已经走到了顶点，我们认为西部大开发既是在中国找到新的增长极前的保障增长的动力（政策推动！），也有可能这就是新的增长极！（内生性增长！）

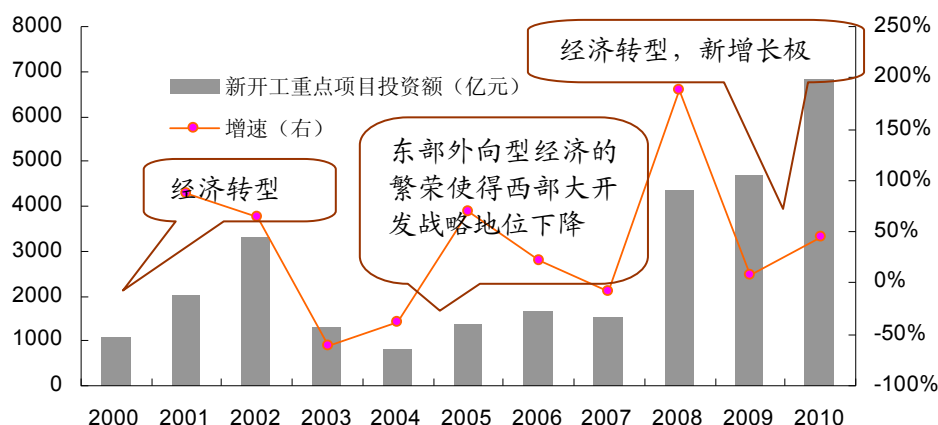
根据西部大开发的总体规划，2010 年之后进入加速发展阶段：“从 2010 年到 2030 年，在前段基础设施改善、结构战略性调整和制度建设成就的基础上，进入西部开发的冲刺阶段，巩固提高基础，培育特色产业，实施经济产业化、市场化、生态化和专业区域布局的全面升级，实现经济增长的跃进。”从 2010 年公布的西部大开发新开工重点项目投资看，其增幅同比 2009 年达到 45%，共计 6822 亿元。

图 1：西部大开发的三个阶段



资料来源：新华网，招商证券。

图 2：西部大开发新开工重点项目投资额大幅增长



资料来源：新华网，招商证券。

2、5 月份出台《国务院办公厅关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见》：甘肃发展的战略定位是，连接欧亚大陆桥的战略通道和沟通西南、西北的交通枢纽，西北乃至全国的重要生态安全屏障，全国重要的新能源基地、有色冶金新材料基地和特色农产品生产与加工基地。到 2015 年，人均地区生产总值缩小与西部地区平均水平的差距，城乡居民收入接近西部地区平均水平。西部人均 GDP 为 1.68 万元，甘肃的人均 GDP 是目前西北省份中最低的，只有 1.28 万元。这意味着，西部发展速度快于全国，而甘肃的发展速度要追赶西部。而交通枢纽的定位意味着其交通网络的发展速度将会较快。

图 3：甘肃人均 GDP 位于西部各省之末，仅次于贵州



资料来源：wind，招商证券

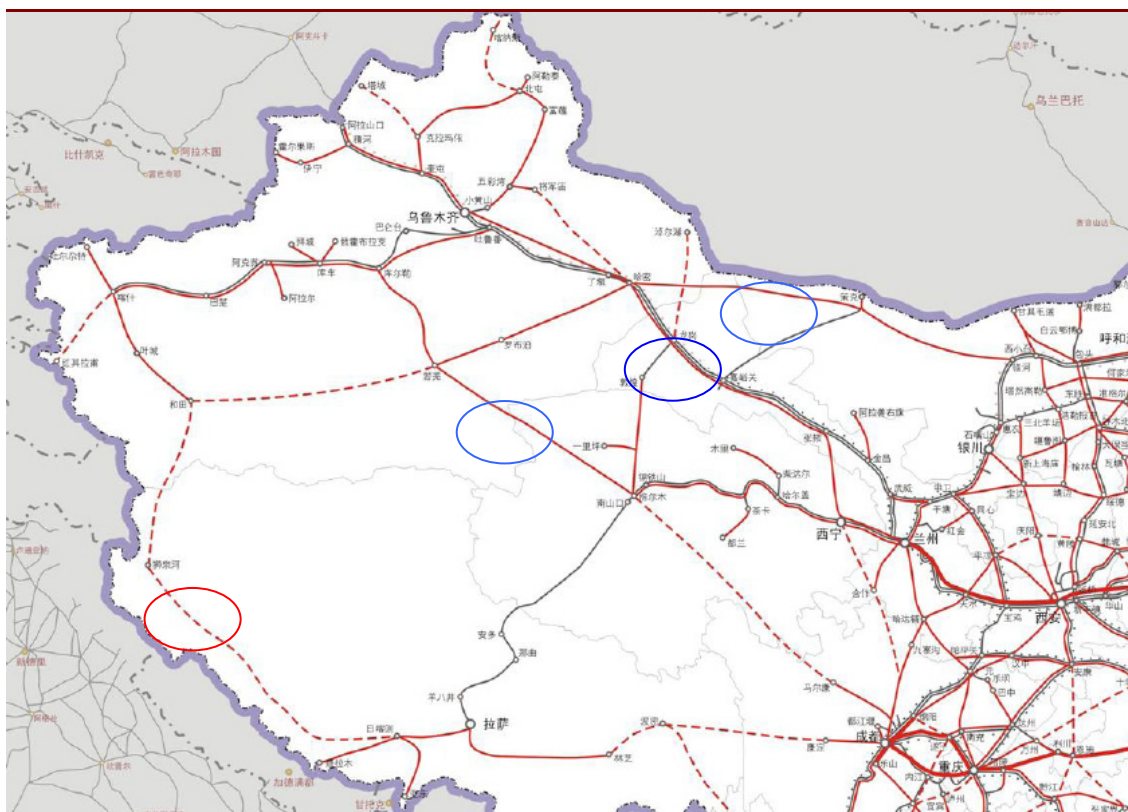
其他和甘肃相关的区域政策：

- 2009 年 6 月 25 日，国务院新闻办举行发布会，正式发布《关中—天水经济区发展规划》。《发展规划》提出，将把关中—天水经济区打造成为“全国内陆型经济开发开放的战略高地”。规划范围包括陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南、杨凌、商洛部分县和甘肃省天水所辖行政区域，面积 7.98 万平方公里。直接辐射区域包括陕西省陕南的汉中、安康，陕北的延安、榆林，甘肃省的平凉、庆阳和陇南地区。
- 2009 年 12 月 24 日，国务院正式批复了《甘肃省循环经济总体规划》，这是我国第一个由国家批复的区域循环经济发展规划，实现了循环经济由理论到实践的重大突破。

3、重要出疆通道：随着对新疆经济战略地位的提升，作为出疆主要通道的甘肃省其交通基础设施也必须要完善，才能完成资源的运输。

- 未来五年新疆的跨越式发展已经毋庸置疑。5月17日至19日，中央新疆工作座谈会召开，按照规划，新疆人均地区生产总值要在2015年达到全国平均水平，按照规划，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一倍。
- 兰新线是最主要的出疆通道。四条出疆通道分别为兰新既有线以及兰新铁路第二双线通道；哈密-临河通道；库尔勒-格尔木通道；和田-日喀则通道。其中三条通过甘青地区，兰新线是最主要的出疆通道。

图 4：出疆的四条通道：兰新线是主力



资料来源：铁道部，招商证券

二、总供需：未来三年基建需求保其无虞

在甘青的固定资产投资中，房地产投资占比约 10%，主要的水泥需求来自于基建。

在 2010 年西部大开发新开工 23 项重点项目里，与甘肃、青海相关的有：

- 宝鸡至兰州客运专线（估算总额为 564.5 亿元，主要在甘肃境内）
- 甘肃雷家角(陕甘界)至西峰公路（省内全长 126.76 公里，投资 90 亿元，2010.10 开工，建设工期为 4 年）
- 西部支线机场建设；西部风电基地建设

根据国家铁路网规划，未来将有 10 条铁路在兰州交汇，兰州因此将成为西北重要的铁路枢纽。这些铁路中既有已建成投用的陇海、兰新、兰青、包兰 4 条铁路，也有正在建

设或将在今后一段时期内开工的兰渝铁路、兰新铁路第二双线、宝鸡至兰州客运专线、包兰铁路兰州至惠农段增建二线、兰州至合作铁路、兰州至张掖城际铁路 6 条干线。

以即将开工的宝兰线为例：全长 401 公里，其中桥隧比例约占全线总长度的 92.5%。全线按国铁 I 级双线电气化设计，项目工程投资估算总额为 564.5 亿元。（甘肃境内 345 公里，预估兰州境内 480 亿元，预计水泥需求约 600-700 万吨）、工期计划为 4 年零 6 个月。

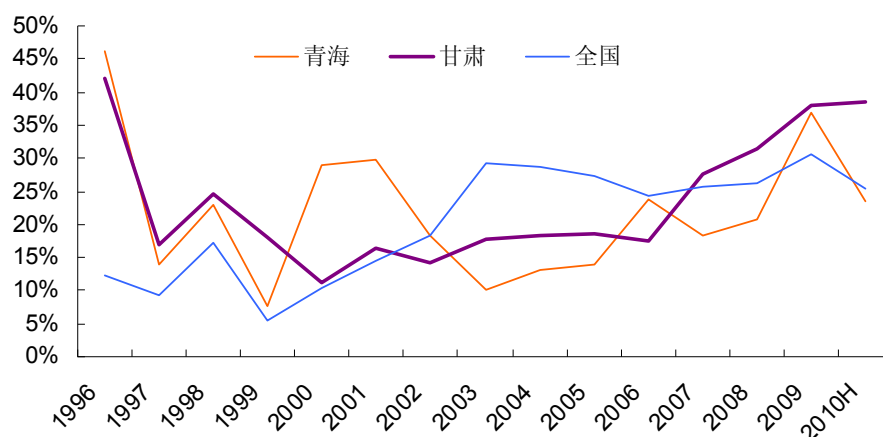
表 1：甘肃主要基建项目

项目类型	主要工作任务和目标
公路建设	加快推进国家高速公路建设，尽快打通断头路，促进国家高速公路网络形成。开工建设永登（徐家磨）至古浪、安西至星星峡（甘新界）等国家高速公路，积极开展雷家角至西峰、兰州南绕城、营盘水至武威、临洮至渭源、白疙瘩（甘蒙界）至明水（甘新界）、大石碑（甘陕界）至天水、兰州至朗木寺、延安至天水至武都等高速公路项目前期工作。加大国省干线公路改造力度，建设敦煌至当金山口、岷县至合作等二级公路，省内国道达到二级以上技术标准，所有县城通二级以上公路。启动建制村通沥青（水泥）路建设。加强旅游景区与干线公路的连接。加快推进兰州、酒（泉）嘉（峪关）、天水、张掖、平凉等公路运输枢纽建设，提高农村客运站覆盖率
	加快推进兰州、酒（泉）嘉（峪关）、天水、张掖、平凉等物流园区建设
铁路建设	加快建设贯通东西、连接南北的铁路大通道，积极推进兰渝铁路、西（安）平（凉）铁路建设，新开工建设兰新铁路第二双线，加快推进宝鸡至兰州客运专线、银川至兰州增建二线、兰州至成都、干塘至武威、兰州至张掖铁路增建三四线、兰州铁路枢纽改造和兰州集装箱中心站建设。抓紧开展兰州至合作、天水至哈达铺、敦煌至格尔木、额济纳至哈密等项目前期工作，开展西宁至成都、平凉至庆阳铁路论证工作
	适时启动兰州市城市轨道交通建设
民航建设	加快兰州机场改扩建，合理规划建设兰州国际航空港，积极开辟兰州至日韩、港澳等国际和地区航线。改扩建敦煌、嘉峪关和庆阳机场，新建夏河、陇南、张掖、武威、金昌等机场，适时实施天水机场迁建工程，开展新建平凉机场前期论证工作
	鼓励在甘肃设立通用航空公司，建设通航起降点，提升航空应急救援能力
水利建设	加快引洮供水一期、盐环定扬黄续建等骨干水利工程建设，抓紧实施引洮供水二期及受益区配套建设等重点工程，开展引哈济党、靖远双永供水等项目前期论证工作，全面完成病险水库除险加固任务。积极推动中小型水源建设，提高工业能源基地及城镇供水保障能力。加快大中型灌区节水改造和大型灌排泵站更新改造，完善灌区末级渠系配套。实施渭河、泾河、洮河等中小河流综合治理，加强城镇防洪体系建设和山洪灾害防治

资料来源：甘肃市政府网站，招商证券

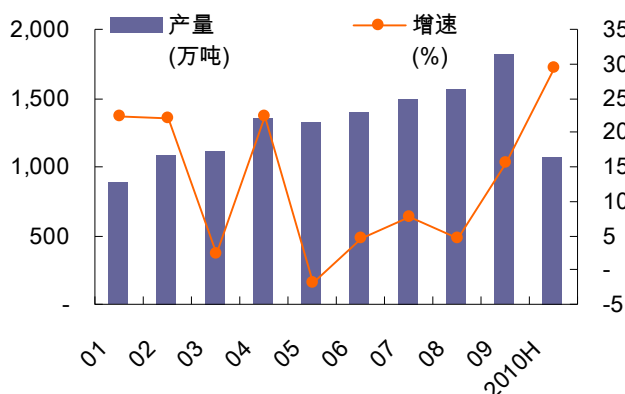
总需求判断：从 2010 年 1-6 月份情况看，甘肃地区的固定资产投资增长仍显著高于全国水平，水泥价格维持高位。假设未来三年甘青地区固定资产投资增速将在 25%、20%、15% 左右，2009 年的水泥总需求量为 2800（2400+400，外省流入）万吨，2010-2012 水泥需求分别为 3407、3937、4354 万吨。

图 5：甘青地区固定资产投资进入加速期



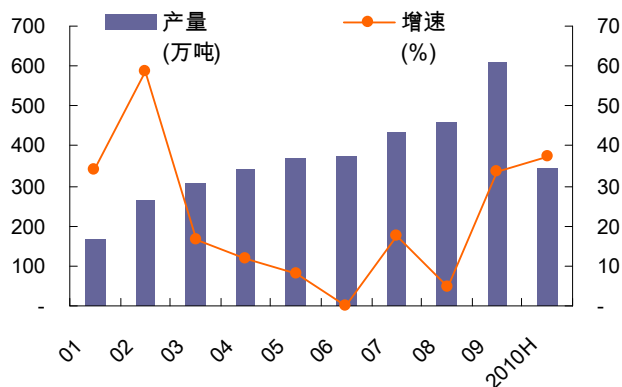
资料来源：wind，招商证券

图 6: 甘肃省水泥产量



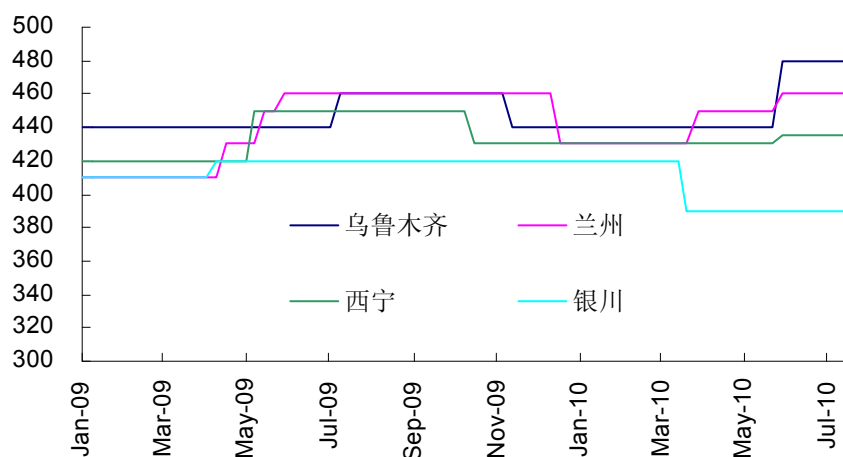
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 青海省水泥产量



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 西北地区水泥价格走势

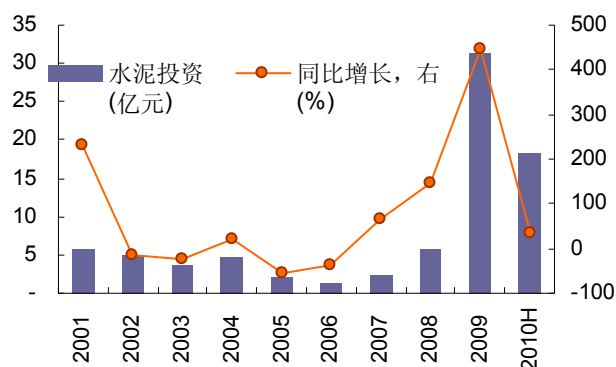


资料来源: dc, 招商证券

总产能供给判断: 甘肃水泥投资: 2008 年 5.75 亿元, 2009 年 31.41 亿元, 2010 年 1-6 月增长 34%。青海 2008 年 7.49 亿元, 2009 年 8.01 亿元, 2010 年 1-6 月增长 120%。则 2008-2009 投资产生的产能为 1380 万吨, 考虑到西北的气候和高原降耗, 85%, 实际释放的产能为 1173 万吨。西北的产能建成期在一年半以上 (海螺建成投产时间为一年半)。这些产能在 2010-2011 投放。

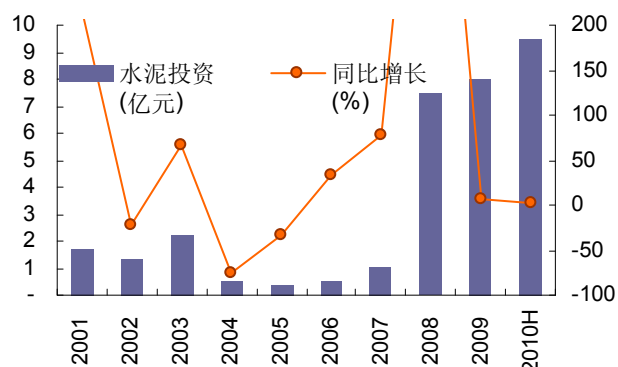
从时间上来看, 2010 年, $1173 \times 30\% = 350$ 万吨, 增长占 2009 年需求 2400 的 15%; 2011 年, 产能增长 820 万吨, 总产能 3570 万吨。2010 年水泥投资同比预计在 30% 以上, 这些投资将在 2012 年形成产能 1360 万吨, 总产能 4932 万吨。(未考虑 1200 万吨落后产能)

图 9：甘肃省水泥投资



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

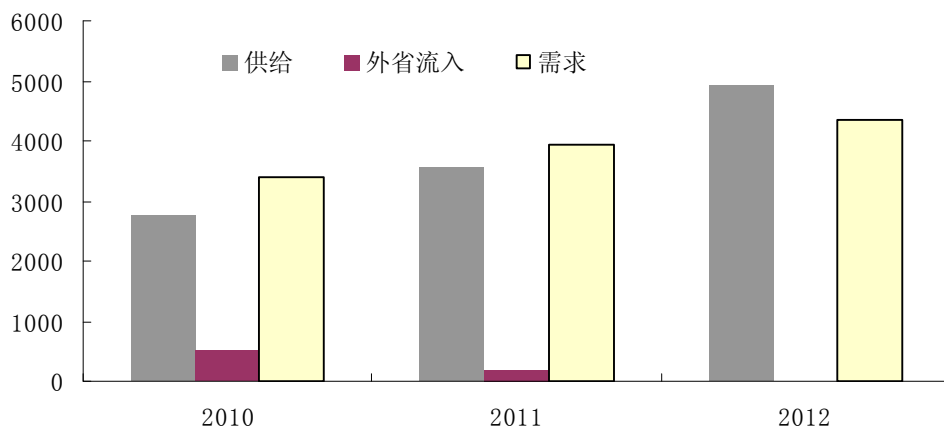
图 10：青海省水泥投资



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

基本结论：有效产能释放将从 2011 年开始，但从总量来看，供需其实是基本平衡或是偏紧的。只是在目前的价格上，外省（陕西、河南等）水泥有流入的可能，因此将后来在价和量之间还是要取得一定的平衡。到 2012 年之后，有效供给大幅增长，如果考虑到淘汰落后产能的实施，则仍可以保持相对的乐观。

图 11：甘青地区水泥供给需求分析



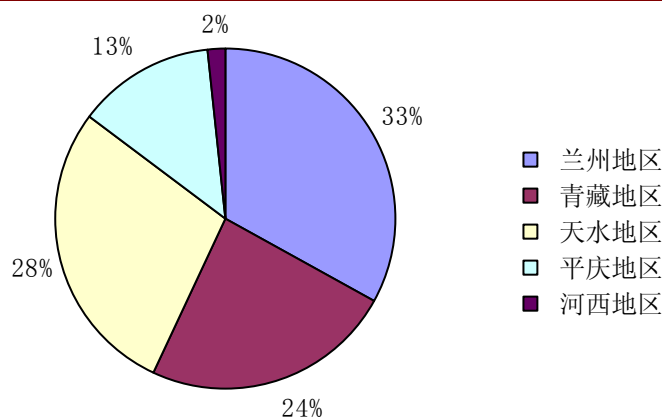
资料来源：wind，招商证券

三、祁连山：产能大幅增长，管理优化

1、未来三年的目标：产能增长两倍，市场控制力大大加强

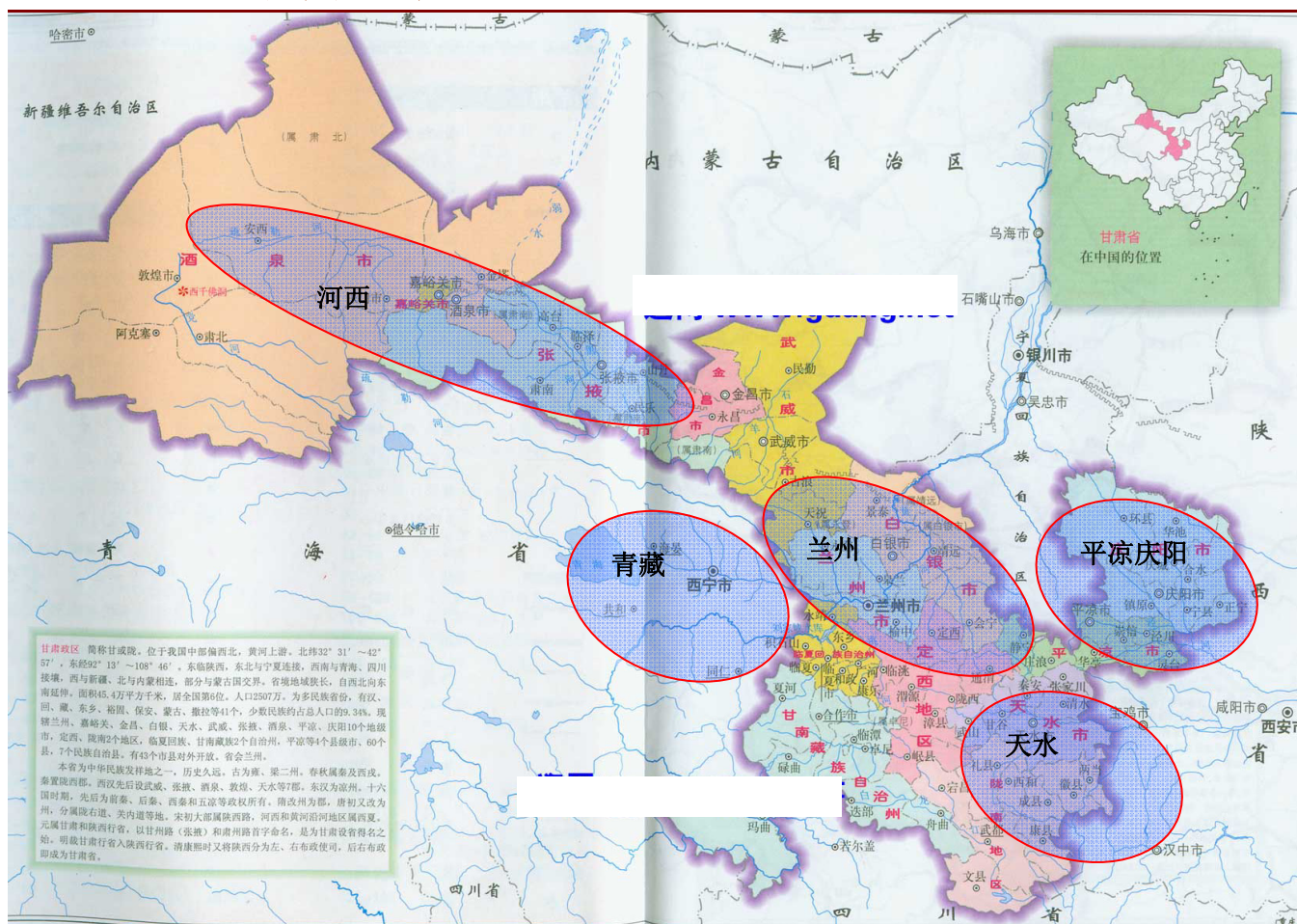
公司是甘青地区水泥企业龙头。目前市场占有率在 28%左右。公司业务区域主要集中在甘肃、青海和西藏地区，目前已经形成永登、天水、平凉、红古、青海、甘谷和成县七大生产基地和兰州、青藏、天水、平庆（平凉庆阳）和河西五大区域销售市场。我们判断收购宏达建材之后，河西地区的收入也会上升。

图 12: 公司五大区域销售市场份额占比



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 13: 公司五大区域销售市场分布



资料来源: 逛网, 招商证券

未来三年的目标: 产能增长两倍, 市场控制力大大加强。公司甘青的产能由目前的 1000 万吨上升到 2012 年底的 3000 万吨。市场占有率由目前的 28% 上升到 50% 以上。增长一是来自于自有生产线的新建, 二是来自于收购。

产能扩张情况预测如下表所示:

2011-2012 年是有效产能释放的高峰。公司 2010 年的产能增量主要来自于永登三线、甘谷祁连山、成县祁连山、漳县祁连山、宏达建材等; 2011 年产能增量主要来自青海祁连山二线、以及可能的中材的资产注入(中材整合甘青市场, 市场已有所预期)。2012 年的增量可能来自于更多的市场整合、宏达的新建生产线投产。

表 2: 祁连山产能扩张情况

产能情况	持股比例		2009	2010Q2	2010	2011	2012	备注
总产能			809	1029	1397	1997	2997	
永登祁连山	100.00%	1×2500t/d	100					
		1×2500t/d	100					
		2×500t/d	30		-30			
永登三线		1×5000t/d			200			2010 年底投产, 替代淘汰的湿法线
红古祁连山	28.71%	1×2500t/d	90					
(预计会提升到 53%)		2×1000t/d	72					
		1×700t/d	22		-22			2010.8 淘汰
平凉祁连山	96.92%	1×2500t/d	95					
天水祁连山	100.00%	1×1000t/d	38					
		1×1500t/d	62					
甘谷祁连山	100.00%	1×700t/d	30					
		1×2500t/d		100				2010 年 1 季度投产
青海祁连山	100.00%	1×2500t/d	90					09 年 7 月投产
青海二线		1×5000t/d				200		2011 年 1 季度
民和	100%		80					
宏达建材	60%			100			200	预计 2010 年 8-9 月份并表, 新产能 2012 年 1 季度投产
成县祁连山	100.00%	1×3000t/d		120				配套 6MW 余热发电, 10 年 1 季度投产
漳县祁连山	100.00%	1×3000t/d			120			预计 2010 年底投产
中材天水	中材系	1×2500t/d	100					预计 2011 年注入
								预计 2011 年投产
中材天水	中材系	1×2500t/d				100		(预计 2011 年注入)
								2010 年底投产
中材白银	中材系	1×5000t/d			200			(预计 2011 年注入)
其他谈判收购							800	

资料来源: 公司公告, 招商证券

竞争形势: 经过产能的内外扩张后, 在甘肃市场上, 公司的上规模竞争对手基本就只有平凉海螺(400 万吨产能), 海螺平凉二期可能要到 2011 年底才能投产, 到 2012 年才能发挥产能。金昌水泥的市场比较封闭, 其规模也就是在 200-300 万吨左右。其他的竞争对手基本都只在 100 万吨以下了。

对市场景气的判断:

2010 年毛利率能维持景气高位, 预计还在 40%以上。1-6 月份水泥价格 400 元左右(含

税)。但预计价格不会有太多上升空间,2009 年从陕西和河南流入约 400-500 万吨左右。

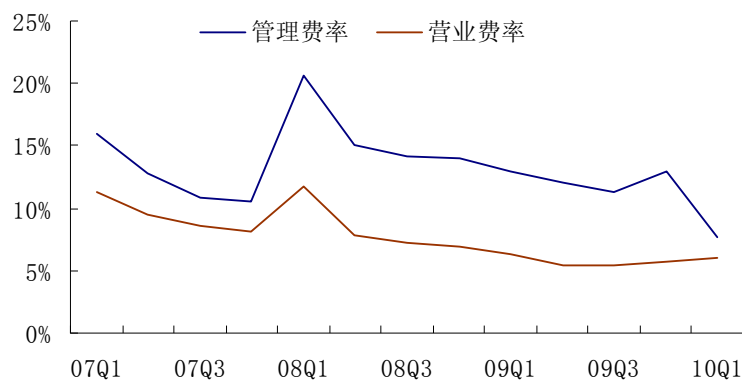
2011 年产能增长将较快,预计到下半年-2012 年有竞争压力,价格和毛利率出现一定下滑,但由于量出现了大幅增长,预计能抵消价格下行的负面影响。

2012 年供给压力可能会大过 2011 年,但是由于公司的并购使得市场控制力大大提升。

2、内部管理加强,成本、期间费用率有望继续下降

- 中材入主后,准备对公司实行对标管理,让中材国际给其改造生产线。预计仍有 10%左右的下降空间。
- 从营业费用率与管理费用率看,2009 年公司是 18.7%,如果对标按照赛马的标准 15%还有 3-4 个点的下降空间。

图 14: 公司管理费用率和营业费用率情况



资料来源:公司公告,招商证券

四、盈利预测与估值

基本判断:首先需要确定的是西部大开发、新疆跨越式发展背景下,未来三年甘青经济的发展值得期待。祁连山 2010 年高增长已是大概率事件,2011 年迎来有效产能的大幅增长,虽然下半年开始可能对价格产生下行压力,但考虑到公司市场份额的提升、以及能效对标的推进、管理的改革,我们对此仍然表示乐观。

不考虑中材 400 万吨产能注入与股本融资的情况下,假设 2010-2012 销量分别为 880、1400、1950 万吨,均价增长 2%、-6%、-6%,毛利率从 42%下降到 36%,推测 2010-2012 年 EPS 分别为 1.26、1.67、2.02 元,增长率为 47%、32%、21%。

首次给予“强烈推荐-B”的投资评级。公司目前的静态估值接近于海螺水泥,动态估值基本是业内最低,考虑到未来三年公司的高速成长与资产注入的可能性,我们给予公司“强烈推荐-B”的投资评级,目标价 20.0 元,对应 2011 年 PE 为 12.0 倍。

表 3: 水泥销售收入预测

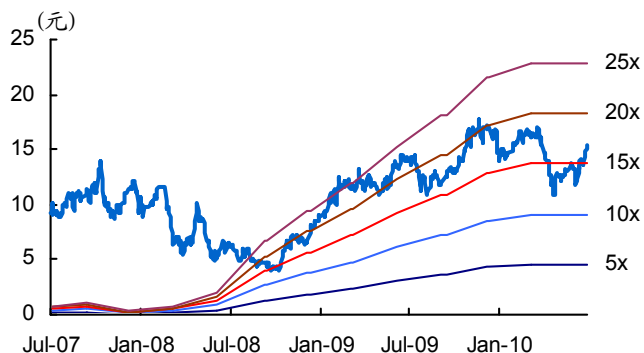
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量(万吨)	631	692	880	1400	1950
销量增长率	9.7%	27.2%	59.1%	39.3%	0.0%
销售收入(百万)	1728	2337	3032	4535	5937
销售收入增长	47.0%	35.2%	29.7%	49.5%	30.9%
毛利率	38.7%	43.4%	41.7%	38.6%	36.7%

资料来源: 招商证券

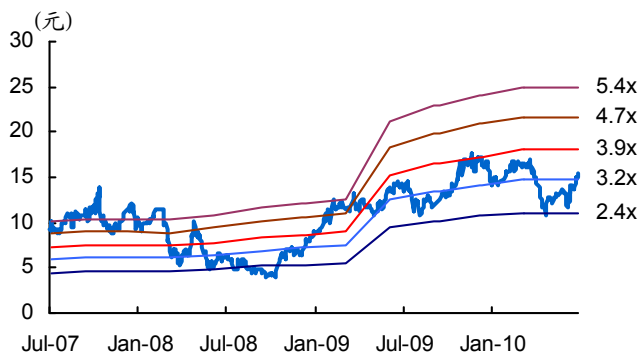
表 4: 估值对比表

证券代码	证券简称	收盘价	市盈率 (PE, TTM)	2010PE	2011PE	PB	2009EPS	2010EPS(E)	2011EPS(E)	A股市值 (亿元)
600585.SH	海螺水泥	18.14	16.3	12.7	10.5	2.2	1.04	1.43	1.73	483.7
000401.SZ	冀东水泥	17.95	21.1	15.1	11.5	3.2	0.78	1.19	1.57	217.7
600425.SH	青松建化	18.74	32.8	23.7	16.6	4.8	0.56	0.79	1.13	69.1
000877.SZ	天山股份	21.19	24.6	19.8	14.7	6.1	0.85	1.07	1.44	82.4
002233.SZ	塔牌集团	11.55	20.2	16.3	12.2	2.4	0.61	0.71	0.95	46.2
600720.SH	祁连山	15.4	16.9	12.2	9.2	3.3	0.85	1.26	1.67	73.1

资料来源: wind, 招商证券

PE-PB Band
图 15: 祁连山历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 16: 祁连山历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1209	1691	1839	2322	3625
现金	373	760	1013	1038	1906
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	12	16	23	30
应收款项	112	117	106	159	208
其它应收款	91	104	22	29	31
存货	332	280	365	575	777
其他	295	418	316	498	672
非流动资产	2121	2927	3842	4885	4911
长期股权投资	8	4	4	4	4
固定资产	1575	1908	2342	2906	2943
无形资产	226	255	229	206	186
其他	313	761	1267	1769	1778
资产总计	3330	4618	5681	7207	8536
流动负债	1912	1029	1332	1740	2154
短期借款	1287	370	400	400	400
应付账款	182	331	428	673	910
预收账款	120	150	186	293	396
其他	322	179	319	374	449
长期负债	220	1277	1528	1975	2078
长期借款	211	1254	1528	1975	2078
其他	9	24	0	0	0
负债合计	2131	2307	2860	3716	4232
股本	396	475	475	475	475
资本公积金	264	839	839	839	839
留存收益	400	751	1171	1725	2397
少数股东权益	140	199	287	404	545
母公司所有者权益	1059	2113	2533	3087	3759
负债及权益合计	3330	4618	5681	7207	8536

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	497	1027	1263	1228	1457
净利润			601	792	960
折旧摊销			221	261	286
财务费用			107	137	137
投资收益			0	0	0
营运资金变动			308	(100)	(88)
其它			27	139	162
投资活动现金流	(586)	(1153)	(1109)	(1304)	(311)
资本支出			(1100)	(1300)	(300)
其他投资			(9)	(4)	(11)
筹资活动现金流	256	525	99	100	(278)
借款变动			410	475	147
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(180)	(238)	(288)
其他			(131)	(137)	(137)
现金净增加额	166	399	253	25	868

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1823	2458	3189	4770	6245
营业成本	1126	1425	1859	2928	3955
营业税金及附加	14	19	26	38	50
营业费用	125	140	175	248	325
管理费用	255	319	335	491	624
财务费用	104	88	107	137	137
资产减值损失	24	41	15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0	0
营业利润	192	427	673	928	1153
营业外收入	93	121	133	133	133
营业外支出	21	2	3	3	3
利润总额	264	545	803	1058	1283
所得税	46	77	114	150	182
净利润	218	468	689	908	1101
少数股东损益	41	60	88	116	141
母公司所有者净利润	176	408	601	792	960
EPS (元)	0.45	0.86	1.26	1.67	2.02

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	45%	35%	30%	50%	31%
营业利润	-2440%	123%	58%	38%	24%
净利润	3139%	131%	47%	32%	21%
获利能力					
毛利率	38.2%	42.1%	41.7%	38.6%	36.7%
净利率	9.7%	16.6%	18.8%	16.6%	15.4%
ROE	16.7%	19.3%	23.7%	25.6%	25.5%
ROIC	8.8%	11.2%	13.7%	15.2%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	64.0%	49.9%	50.4%	51.6%	49.6%
净负债比率	46.7%	35.6%	36.1%	35.1%	31.3%
流动比率	0.6	1.6	1.4	1.3	1.7
速动比率	0.5	1.4	1.1	1.0	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.8	4.7	5.8	6.2	5.8
应收帐款周转率	11.4	21.4	28.5	35.9	34.0
应付帐款周转率	6.6	5.6	4.9	5.3	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.86	1.26	1.67	2.02
每股经营现金	1.25	2.16	2.66	2.59	3.07
每股净资产	2.68	4.45	5.33	6.50	7.92
每股股利	0.15	0.15	0.38	0.50	0.61
估值比率					
PE	33.7	17.5	11.9	9.0	7.4
PB	5.6	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	23.9	15.7	10.5	7.9	6.7

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。