

2010年7月30日

祁连山

效率提高与产能扩张并举

A
买入

600720.SS – 人民币 15.43

目标价格: 人民币 20.60

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(7)	31	11	18
相对新华富时				
A50 指数(%)	16	22	17	43

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	475
流通股 (%)	83
流通股市值 (人民币 百万)	6,107
3个月日均交易额 (人民币 百万)	125
净负债比率 (%) (2010E)	45
主要股东 (%)	
甘肃祁连山建材控股有限公司	13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

中报要点

- 公司在今年上半年销售水泥 390.43 万吨, 同比增长 24.4%, 实现净利润 2.46 亿元, 同比增长 53.8%。
- 公司上半年期间费用率由去年同期的 21.9% 降至 15.9%, 落后产能的淘汰提高了公司的盈利能力。但是目前水泥综合售价可能同比存在微降, 后续水泥价格的走势值得关注。
- 公司从下半年起将步入产能快速投放期, 同时不乏收购和资产注入的预期。

估值

- 对祁连山 2010-2012 年的盈利预测分别为每股人民币 1.14 元、1.71 元和 2.06 元, 基于 2011 年 12 倍市盈率给予目标价 20.60 元人民币, 给予**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	1,823	2,458	2,930	4,576	5,697
变动 (%)	45	35	19	56	25
净利润 (人民币百万)	176	408	543	814	979
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.446	0.859	1.144	1.714	2.061
变动 (%)	3,130.2	92.8	33.1	49.8	20.2
核心每股收益 (人民币)	0.345	0.719	0.969	1.550	1.907
变动 (%)	(1,337.6)	108.3	34.8	59.9	23.1
全面摊薄市盈率 (倍)	36.2	18.8	14.1	9.4	7.8
核心市盈率 (倍)	44.7	21.5	15.9	10.0	8.1
每股现金流量 (人民币)	1.25	2.16	1.71	2.12	2.65
价格/每股现金流量 (倍)	12.3	7.1	9.0	7.3	5.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	16.5	11.7	10.1	7.3	6.2
每股股息 (人民币)	0.150	0.150	0.114	0.171	0.206
股息率 (%)	1.0	1.0	0.7	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
营业收入	1,181	1,411	19.5
营业成本	(690)	(897)	30.0
营业税金及附加	(10)	(9)	(14.5)
销售费用	(64)	(74)	16.0
管理费用	(142)	(120)	(15.5)
财务费用	(52)	(30)	(43.0)
资产减值损失	(46)	(5)	(88.7)
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	0	5	N.M
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	175	281	60.1
营业外收入	43	27	(36.8)
营业外支出	(1)	(5)	334.7
利润总额	217	303	39.3
所得税费用	(24)	(42)	77.0
净利润	194	261	34.6
少数股东损益	(34)	(15)	(55.0)
归属于母公司所有者的净利润	160	246	53.8

资料来源：公司数据

盈利预测及估值：公司中报业绩较去年增加 53.8%，公司所处甘肃青海地区受益于基建投资的快速增加，水泥需求旺盛，上半年公司水泥产品供不应求。公司在建的生产线将在 2011 年快速投放，同时不乏通过收购快速扩张产能的预期，公司在产能扩张的同时盈利能力和经营效率也有较为明显的提高。我们首次覆盖公司，2010-2012 年盈利预测分别为每股人民币 1.14 元、1.71 元和 2.06 元，公司 2010-2012 年的净利润复合增长达 34.2%，高于行业平均水平。公司目前 2011 年市盈率仅为 9.4 倍，较行业平均值仍存在较大幅折让。公司现处于行业景气程度较高的区域，成长前景乐观，首次评级为**买入**，目标价 20.60 元，对应 12 倍 2011 年市盈率。

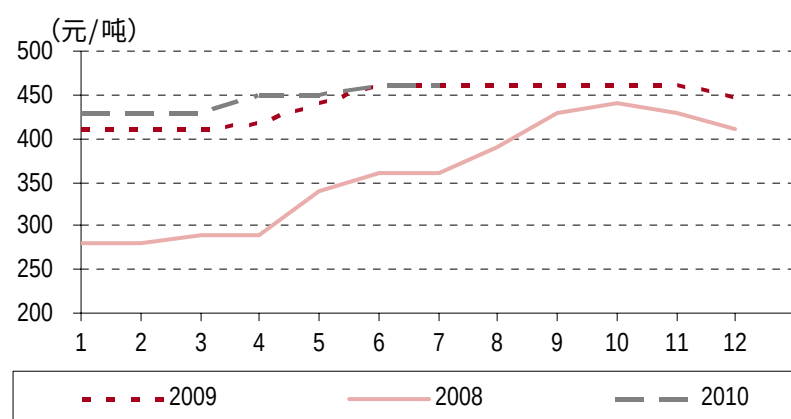
图表 3. 估值比较

公司名称	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)			净资产收益率(%)		
A 股	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
冀东水泥	1.131	1.484	1.866	16.3	12.4	9.9	2.8	2.4	2.0	18.6	20.5	21.8
天山股份	1.091	1.370	1.685	20.5	16.3	13.3	2.7	2.4	2.1	18.4	15.5	16.8
青松建化	0.851	1.199	1.656	24.4	17.3	12.5	4.4	3.7	3.1	19.3	23.2	26.8
赛马实业	2.373	2.412	2.847	10.6	10.4	8.8	2.0	1.7	1.5	20.3	17.6	18.1
海螺水泥	1.300	1.525	1.823	15.5	13.3	11.1	2.2	1.9	1.7	14.9	15.4	16.2
华新水泥	0.764	1.154	1.803	24.4	16.2	10.3	1.6	1.4	1.3	6.6	9.3	13.1
A 股平均				18.6	14.3	11.0	2.6	2.3	1.9	16.4	16.9	18.8
祁连山	1.144	1.714	2.061	14.1	9.4	7.8	3.0	2.3	1.8	23.1	27.5	25.8

资料来源：彭博，中银国际研究

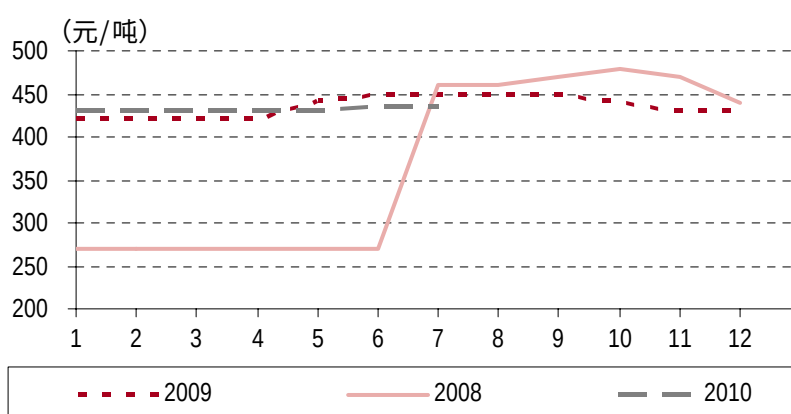
2010 年中报业绩同比增长 53.8%。公司在今年上半年生产水泥和外销熟料共 387.33 万吨,同比增长 26.8% 销售水泥 390.43 万吨,同比增长 24.4%。实现净利润 2.46 亿元,同比增长 53.8%。祁连山公司上半年水泥销售快速增加,兰渝铁路和兰新铁路的施工拉动了水泥需求,使得今年的销售情况比去年更好,公司上半年库存一直很少,预计今年全年公司能够顺利完成年初制定的销售 820 万吨水泥的目标。但从分行业的营业收入来看,水泥销售收入增长 20%,水泥销量增长 24.4%,水泥综合销售价格低于去年,我们认为二季度青海地区的水泥价格可能较去年有所下降。

图表 4. 甘肃兰州地区水泥销售价格



资料来源：公司数据

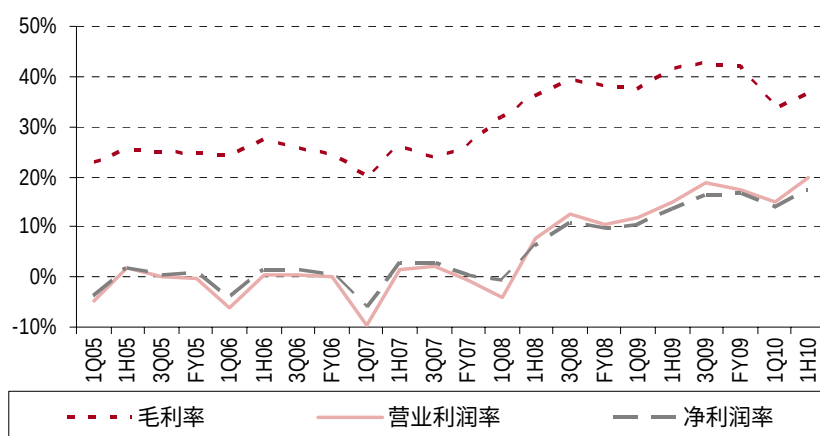
图表 5. 青海西宁地区水泥销售价格



资料来源：公司数据

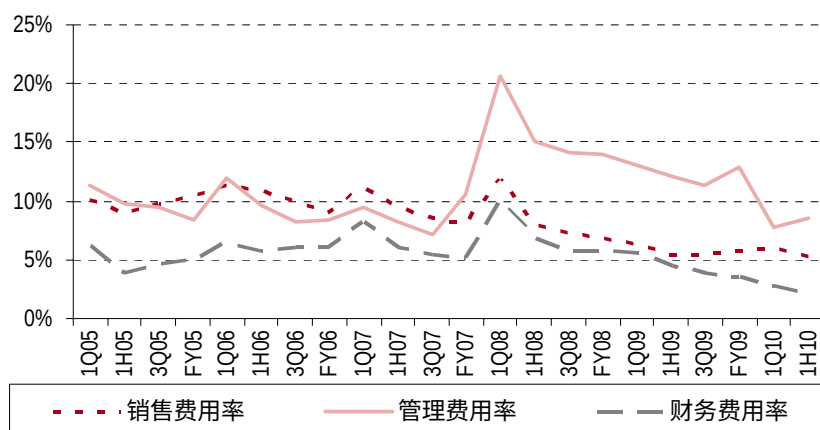
主要指标变化。2010 半年报公司综合毛利率为 36.4%，较去年同期下降了 5.1 个百分点，毛利润下降较为明显，主要原因是成本的上升，上半年公司水泥收入同比增长 22%，而对应的成本增长了 35%。从成本角度来看，原燃材料价格上涨应该是一个比较重要的原因，我们认为 09 年上半年煤炭等燃料价格处于较低的水平，今年上半年煤炭价格有所上升也属正常情况，未来煤炭等成本价格大幅上扬的可能性较低，相比之下，水泥综合售价更值得关注。第二季度毛利率环比上升 2.6 个百分点，主要是因为进入旺季之后水泥销售价格上涨导致毛利率提高。尽管因为成本提高导致毛利率有所下降，但是公司的净利率仍然较高，半年报净利率达到 17.4%，较去年同期上涨了 3.6 个百分点。净利率的提高主要得益于期间费用率的大幅下降和资产减值损失的大幅降低，半年报公司销售费用率 5.2%，较同期下降 0.2 个百分点；半年报公司管理费用率为 8.5%，较同期下降 3.5 个百分点；半年报公司财务费用率为 2.1%，较同期下降 2.3 个百分点。从资产减值损失来看，今年上半年较去年减少 4 千万以上，09 年上半年计提了较多的长期股权投资减值准备和固定资产减值准备，而今年没有计提这两个项目。

图表 6. 利润率走势



资料来源：公司数据

图表 7. 费用率走势



资料来源：公司数据

费用率明显降低，盈利能力进一步加强：

公司在逐步淘汰落后产能和新建新型干法生产线的过程中，费用率存在较大的下降空间。公司近年来三费合计占收入比接近 25%，而行业龙头海螺水泥去年仅是 11%，主要原因是落后生产线的生产费用较先进生产线的费用率高很多，随着落后产能淘汰和新建新型干法生产线的逐步建成，预计费用率会再进一步下降并能够维持在较低的水平，今年高成本生产线由过去的 300 万吨降至 100 万吨左右，从目前的情况来看，费用率的改善成为公司的一个亮点，增强了应对成本上升这一不利因素的能力。

产能扩张目标明确，存在并购预期

今年年底公司不算并购产能就能够达到 1,500 万吨的规模，但距离其控股股东中材股份提出的到 2012 年底达到 3,000 万吨目标仍有差距，预计公司未来仍将采用并购和自建结合的方式达到这个目标。我们预计为解决同业竞争的问题，**中材股份**(1893.HK/港币 5.83, 买入)控制下的**赛马实业**(600449.SS/人民币 25.05, 持有)在甘肃省内的近 400 万吨产能很可能会归到祁连山名下。

区域市场占有率有望继续加强

公司目前在甘肃和青海市场占有率为 30%多一点。除了海螺水泥在平凉地区已建的年产 200 万吨生产线外，其他竞争者产能与实力与祁连山相距甚远，年产 50 万吨以上的公司不足五个。甘肃省东西狭长，海螺水泥未来在平凉的控制力较强，西北地区交通不便，区域性更强。目前祁连山已经形成永登、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，布点比较合理，对比赛马实业和天山股份在区域内的市场份额，未来达到产能目标之后，区域占有率将达到 60%以上。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,823	2,458	2,930	4,576	5,697
销售成本	(1,126)	(1,425)	(1,811)	(2,855)	(3,603)
经营费用	(246)	(318)	(248)	(470)	(618)
息税折旧前利润	451	716	871	1,252	1,477
折旧及摊销	(149)	(160)	(171)	(184)	(197)
经营利润 (息税前利润)	302	556	700	1,067	1,280
净利息收入/(费用)	(104)	(88)	(131)	(171)	(187)
其他收益/(损失)	66	78	97	91	85
税前利润	264	545	666	987	1,178
所得税	(46)	(77)	(95)	(140)	(167)
少数股东权益	(41)	(60)	(28)	(33)	(33)
净利润	176	408	543	814	979
核心净利润	137	341	460	736	906
每股收益(人民币)	0.446	0.859	1.144	1.714	2.061
核心每股收益(人民币)	0.345	0.719	0.969	1.550	1.907
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.114	0.171	0.206
收入增长(%)	45	35	19	56	25
息税前利润增长(%)	266	84	26	52	20
息税折旧前利润增长(%)	135	59	22	44	18
每股收益增长(%)	3,130	93	33	50	20
核心每股收益增长(%)	(1,338)	108	35	60	23

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	264	545	666	987	1,178
折旧与摊销	149	160	171	184	197
净利息费用	104	88	131	171	187
运营资本变动	(43)	266	(76)	(218)	(161)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	23	(33)	(80)	(120)	(142)
经营活动产生的现金流	497	1,027	812	1,005	1,259
购买固定资产净值	(441)	(1,153)	(1,000)	(1,050)	(1,050)
投资减少/增加	1	30	0	0	0
其他投资现金流	(146)	(31)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(586)	(1,153)	(1,000)	(1,050)	(1,050)
净增权益	1	708	0	0	0
净增债务	284	88	290	385	395
支付股息	(20)	(59)	(71)	(54)	(81)
其他融资现金流	(9)	(211)	(131)	(171)	(186)
融资活动产生的现金流	256	525	88	159	127
现金变动	166	399	(100)	113	335
期初现金	193	359	758	658	771
公司自由现金流	(91)	(126)	(224)	(107)	147
权益自由现金流	92	(128)	(29)	168	417

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	359	758	658	771	1,107
应收帐款	208	233	278	434	540
库存	332	280	356	561	708
其他流动资产	309	421	534	840	1,060
流动资产总计	1,209	1,691	1,825	2,606	3,414
固定资产	1,820	2,565	3,386	4,240	5,076
无形资产	265	294	287	279	271
其他长期资产	37	68	68	69	69
长期资产总计	2,122	2,927	3,741	4,587	5,416
总资产	3,330	4,618	5,567	7,194	8,830
应付帐款	302	480	599	941	1,183
短期债务	1,345	390	625	745	875
其他流动负债	264	159	196	296	361
流动负债总计	1,912	1,029	1,420	1,982	2,419
长期借款	211	1,254	1,309	1,574	1,839
其他长期负债	9	24	26	33	39
股本	396	475	475	475	475
储备	663	1,638	2,110	2,869	3,766
股东权益	1,059	2,113	2,585	3,344	4,241
少数股东权益	140	199	227	260	292
总负债及权益	3,330	4,618	5,567	7,194	8,830
每股帐面价值(人民币)	2.68	4.45	5.44	7.04	8.93
每股有形资产(人民币)	2.01	3.83	4.84	6.46	8.36
每股净负债/(现金)(人民币)	3.02	1.86	2.69	3.26	3.38

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	24.7	29.1	29.7	27.4	25.9
息税前利润率	16.6	22.6	23.9	23.3	22.5
税前利润率	14.5	22.2	22.7	21.6	20.7
净利率	9.7	16.6	18.5	17.8	17.2
流动性(倍)					
流动比率	0.6	1.6	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率	2.8	6.2	5.2	6.1	6.7
净权益负债率(%)	99.8	38.3	45.4	42.9	35.4
速动比率	0.5	1.4	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	34.6	18.0	13.5	9.0	7.5
核心业务市盈率	44.7	21.5	15.9	10.0	8.1
目标价对应核心业务市盈率	53.0	25.5	18.9	11.8	9.6
市净率	5.8	3.5	2.8	2.2	1.7
价格/现金流	12.3	7.1	9.0	7.3	5.8
企业价值/息税折旧前利润	16.5	11.7	10.1	7.3	6.2
周转率					
存货周转天数	96.1	78.4	64.1	58.6	64.3
应收帐款周转天数	44.5	32.8	31.8	28.4	31.2
应付帐款周转天数	62.5	58.1	67.2	61.4	68.1
回报率(%)					
股息支付率	33.7	17.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	17.9	25.7	23.1	27.5	25.8
资产收益率	8.0	12.0	11.8	14.4	13.7
已运用资本收益率	11.7	16.6	16.2	20.1	19.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 7 月 28 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371