

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)6875175 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈 (8621)6875175 zouge@cjsc.com.cn

布点张掖，甘青市场整合持续中

事件描述

祁连山今日发布公告受让张掖巨龙 26% 股份，具体内容如下：

- 祁连山水泥与甘肃黑河水电、张掖市环保建材、张掖市三强化工、张掖市龙腾水泥、临泽县生源实业、甘肃张掖巨龙建材共同签署了《关于张掖巨龙股权转让协议》。公司拟以现金方式出资 6000 万元，受让黑河水电持有张掖巨龙的 26% 股权。
- 在张掖巨龙新董事会 9 名董事成员中，公司将推荐 3 名董事，张掖巨龙董事长（法定代表人）由公司推荐。

对此，我们点评如下：

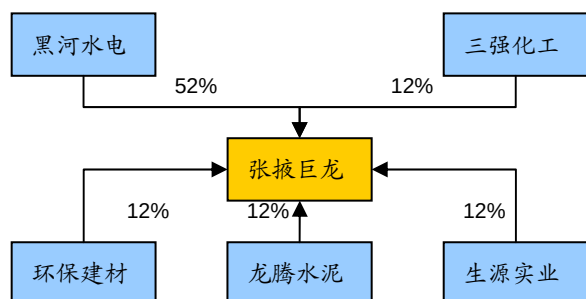
事件评论

第一，收购价格合理，有利祁连山价值提升

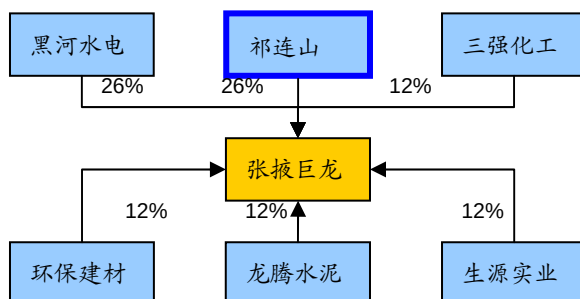
张掖巨龙拥有一条日产 2500 吨的新型干法水泥生产线，年产能 100 万吨。经营范围为水泥生产、销售，水泥制品、砼搅拌生产、销售、余热发电。公司于 2010 年 9 月投产，截止 2010 年 12 月 31 日，总资产为 3.93 亿元，净资产 1.08 亿元，销售收入 5087 万元，利润总额 966 万元。

图 1：收购前后股权关系图示

收购前



收购后



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 PE 的角度考虑，100 万吨的产能，如果按照 50 的吨净利，对应净利润为 5000 万元，按照 6000 万元收购 26% 股权，算得收购作价相当于 PE 为 4.6 倍，而按照祁连山最新收盘价计算其 PE 约为 15 倍，企业并购一个市盈率更低的

企业能够提升自己的价值，我们认为本次收购是划算的。

当然，由于水泥是周期性行业，2009 年区域景气较高，这样算出的 PE 或显得较低，而有失偏颇，我们从 PB 角度重新进行了测算，结果显示：收购作价相当于 PB 为 2.14 倍，大幅低于祁连山（3.43）和行业水平（3.69）；

综上，我们觉得本次收购价格合理，有利于祁连山的价值提升。

第二，收购符合公司整合甘青市场，形成区域垄断的战略

中材入主祁连山以后，正以之为平台加力整合甘青市场，目标是在三年内将祁连山在甘青地区的产能占比从 30%提升到 60%，2012 年底达到 3000 万吨。

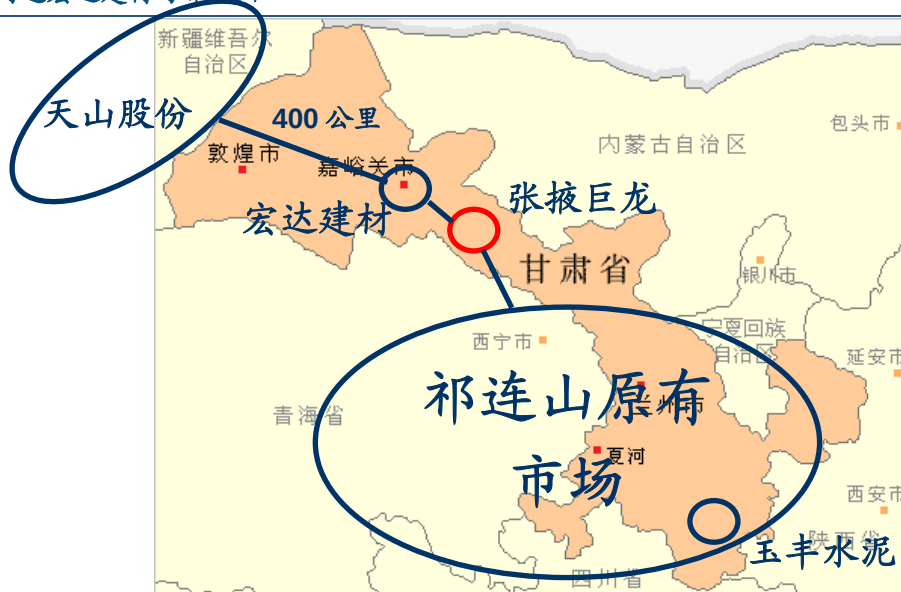
在新线受限的情况下，收购成为了扩张的唯一途径。我们看到，祁连山近期的收购的都是新建线：

- 5 月 28 日，收购宏达建材 60%的股权，产能总计 300 万吨/年，其中在线产能 200 万吨；
- 7 月 30 日，参股玉丰水泥 60%于 100 万吨的新建线（预计 11 年 4 月投产），实质上是一种变向的收购；
- 这次的收购是公司战略又一次实施！张掖巨龙 5000t/d 生产线一期 100 万吨于 10 年 9 月正式投产。

加上这次收购，公司已有和在建产能已经达到 1926 万吨。另外，张掖巨龙还有二期 100 万吨要建，公司还在 11 月分别与酒泉市、玉门市签署了水泥产业战略合作协议和年产 400 万吨干法水泥项目投资协议，3000 万吨的战略目标已不遥远。

除了产能贡献外，张掖巨龙地处宏达建材与公司之间，公司通过宏达建材与天山股份连成一片，而张掖巨龙的存在将使公司与宏达建材的联系更紧密，生产线布局的相互联通将更易形成区域市场的整合，发挥协同作用。

图 2：张掖巨龙将沟通宏达建材与祁连山



资料来源：长江证券研究部

第三，甘肃市场旺盛需求仍将持续，通过并购公司盈利将快速增长

甘肃城镇化水平较低，基础设施建设相对落后，人均水泥消费量处在西北 5 省最低水平，同时作为新疆连接到中部的通道，其重要性又不言而喻。对此，国家专门出台了振兴规划，未来基建将是甘肃发展的主线，水泥市场需求巨大。

- 国务院 5 月 6 日发布《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》，这是国家全面指导、全力支持甘肃经济社会发展第一个专门的政策性文件，其中重点提出要加强甘肃的基础设施建设，包括公路、铁路、

机场、水利等方面。

- 2010 年，甘肃共投资 226 亿元用于交通基础设施建设，2011 年，这一数字将上升至 250 亿元。根据《甘肃省综合交通中长期发展战略规划》和《甘肃省“十二五”综合交通规划》方案，至 2015 年，甘肃铁路营运里程将达 6000 余公里，高速公路通车里程突破 4000 公里，省会兰州与各市(州)政府驻地全部以高速公路连通，所有县(市、区)政府驻地与市州政府驻地通二级以上公路，所有乡镇和大部分具备条件的行政村通油路，并实现 10 个市州有机场。
- 舟曲泥石流灾后重建将持续到 11 年 6 月，根据《舟曲灾后恢复重建规划和资金安排实施方案》，总投资规模为 50 亿元人民币，其中，城乡受灾居民住房重建总投资 7.3 亿元，城镇建设 11.7 亿元。

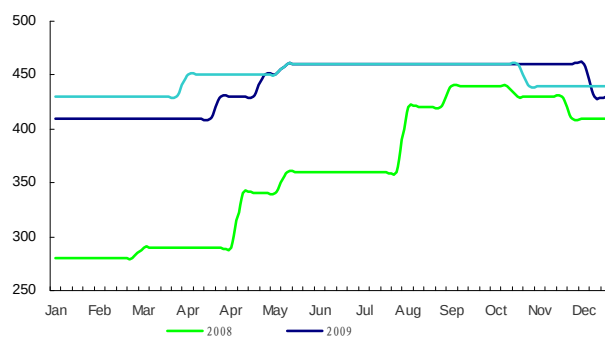
受益于此，我们认为甘肃地区固投增速仍将维持高位，这将是水泥需求持续旺盛的保障。同时由于该地区水泥企业较少，可以说是中材一家独大，合理的调控也使得价格能够始终维持高位。

图 3：甘肃地区固投增速始终维持高位



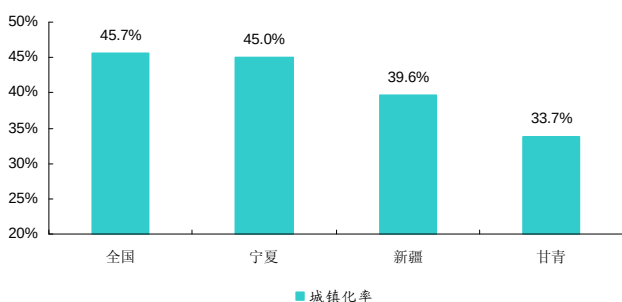
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 4：兰州地区水泥价格高位运行



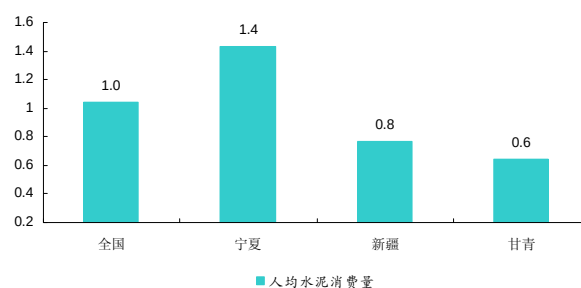
资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图 5：甘青地区城镇化水平较低



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 6：人均水泥消费量也大幅低于全国平均水平



资料来源：数字水泥网，CEIC，长江证券研究部

在甘肃市场需求持续旺盛情况下，公司通过收购区域内其他的新建线，收购新建线相当于把新增产能压力的外部矛盾内部化了，对于公司来讲，产能投放带来的压力无非是以量补价，只要需求继续增长，公司的盈利将持续快速增长。

第四，低估值充分消化悲观预期，看好中材整合战略

由于 3 季度业绩低预期和对未来水泥价格高位下滑的担忧，公司估值一直处在较低的水平，反过来说，目前的低估值

已经充分反映了这些悲观预期。目前西北水泥价格已经低于东部市场，西北水泥市场格局实际上更加单纯（中材一家独大），在新增产能释放之后，西北市场也将面临较好的局面。目前中材集团通过公司的平台持续整合甘青市场，一方面将带来中材对市场控制力的提升，另一方面持续的整合有望带来业绩的提升，以本次收购为例，100万吨的产能，按照50的吨净利，对应归属于上市公司股东的净利润为1300万元（ $5000 \times 26\%$ ），EPS为0.03元。此外，在悲观因素得到释放的基础上，未来整合和业绩存在超预期可能。

第五，维持公司“推荐”评级

我们预计10-12年公司业绩分别为1.09、1.62、2.14元，对应1月6日收盘价PE分别为16.18、10.89、8.24倍，维持“推荐”评级。

表 1：祁连山已有及在建生产线

控股公司	地点	持股比例	生产线	生产线类型	年水泥产能（万吨）	投产时间
永登祁连山	兰州	100%	2500	新型干法	100	2001
			2500	新型干法	100	2002
			5000	新型干法	200	2010年年底
			2000	湿法窑	80	已淘汰完
红古祁连山	兰州	28.71%	2500	新型干法	90	
			2000	回转窑	70	
			700	回转窑	20	已淘汰完
平凉祁连山	平凉	96.92%	2500	新型干法	90	
天水祁连山	天水	100%	1000	回转窑	36	
			1500	新型干法	54	
甘谷祁连山	天水	100%	1000	回转窑	36	
			3000	新型干法	120	2010年2月
青海祁连山	湟中	100%	2500	新型干法	90	2009
			5000	新型干法	200	2010年底
成县祁连山	陇南	100%	3000	新型干法	120	2010年初
祁连山漳县一期	定西	100%	3000	新型干法	120	2010年底
宏达建材	酒泉	60%	2500	新型干法	100	
宏达建材	酒泉	60%	4000	新型干法	200	2010年上半年
文县祁连山	陇南	60%	2500	新型干法	100	2011年4月
张掖巨龙	张掖	26%	2500	新型干法	100	2010年9月

资料来源：长江证券研究部

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	2976	4539	6277	货币资金	760	1196	1464	2293
营业成本	1425	1919	3077	4330	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1034	1056	1462	1947	应收账款	221	269	410	566
% 营业收入	42.1%	35.5%	32.2%	31.0%	存货	280	378	606	853
营业税金及附加	19	23	35	48	预付账款	418	564	905	1273
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	1	1
销售费用	140	164	250	345	流动资产合计	1691	2415	3398	5005
% 营业收入	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	319	268	409	565	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	9.0%	9.0%	9.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	88	92	108	98	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	3.6%	3.1%	2.4%	1.6%	固定资产合计	2259	3093	3373	3335
资产减值损失	41	3	11	12	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	60	135	150	递延所得税资产	22	0	2	2
营业利润	427	567	785	1029	其他非流动资产	342	342	342	342
% 营业收入	17.4%	19.1%	17.3%	16.4%	资产总计	4618	6141	7393	8951
营业外收支	118	114	174	239	短期贷款	390	0	0	0
利润总额	545	681	959	1268	应付款项	331	446	716	1008
% 营业收入	22.2%	22.9%	21.1%	20.2%	预收账款	150	181	276	382
所得税费用	77	95	144	190	应付职工薪酬	55	74	119	168
净利润	468	586	815	1078	应交税费	39	48	73	97
归属于母公司所有者的净利润	408.0	517.5	767.3	1014.7	其他流动负债	65	81	128	180
少数股东损益	60	68	48	63	流动负债合计	1029	831	1313	1834
EPS (元/股)	0.86	1.09	1.62	2.14	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	751	831	1083	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	24	24	24	24
收回现金	0	60	135	150	负债合计	2307	3253	3735	4257
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2113	2630	3397	4412
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1122	-1030	-545	-263	少数股东权益	199	267	315	379
其他	-31	0	0	0	股东权益	2312	2898	3713	4791
投资活动现金流净额	-1153	-970	-410	-113	负债及股东权益	4618	6150	7447	9048
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	1.090	1.616	2.137
银行贷款增加 (减少)	88	755	0	0	BVPS	4.45	5.54	7.15	9.29
筹资成本	168	-92	-108	-98	PE	20.53	16.19	10.92	8.26
其他	-439	0	0	0	PEG	0.58	0.46	0.31	0.23
筹资活动现金流净额	525	663	-108	-98	PB	3.97	3.19	2.47	1.90
现金净流量	399	445	313	872	EV/EBITDA	13.71	11.04	7.96	5.89
					ROE	19.3%	19.7%	22.6%	23.0%

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

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。