

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 28.00元

当前股价: 23.20元

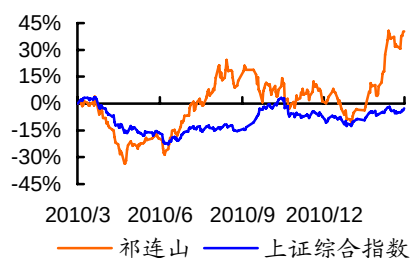
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2977.81
总股本(百万)	475
流通股本(百万)	475
流通市值(亿)	110
EPS (TTM)	1.04
每股净资产(元)	5.95
资产负债率	56.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
祁连山	27.96	38.84	0.00
上证综合指数	3.45	5.03	0.00



相关报告

《祁连山-收购张掖巨龙建材股权点评》

2011-1-7

《祁连山-毛利率有所回落, 未来依然值得期待》2010-10-25

祁连山

600720

推荐

分散甘东市场风险 积极挺进河西走廊

公司今日公布年报, 10年公司实现营业收入29.87亿元, 同比增长21.5%; 实现归属于母公司净利润4.91亿元, 同比增长20.4%; 基本每股收益1.03元, 略低于我们1.08元的预期。分配预案为每10股分红1.5元。

投资要点:

- **产能释放贡献新增业绩, 甘东市场受冲击拖累公司整体业绩。**10年公司业绩增长主要源自青海一线2500t/d顺利达产, 以及成县3000t/d和甘谷3000t/d投产, 使得公司产量实现20%以上增加; 此外, 青海一线达产后成本下降以及兰州去年上半年水泥价格同比上涨也贡献了部分利润。但平凉公司和天水公司业绩大幅下滑拖累了公司整体业绩, 主要原因是平凉海螺4500t/d生产线投产后, 直接将价格打至盈亏平衡点, 使得公司在甘东区域市场的盈利能力大幅下滑。
- **成本上升导致毛利率下滑明显, 管理的改善和资产减值计提的减少使得净利率降幅低于毛利率降幅。**10年公司每季度毛利率均低于09年同期, 但公司10年整体水泥售价与09年基本持平, 所以毛利率下滑主要源自成本上升, 成本上升而产品不提价主要受制于区域市场的供给压力。但公司管理的改善使得三项费率下降以及10年资产减值计提减少3200万元, 公司净利率降幅低于毛利率降幅。
- **为分散甘东市场风险, 通过并购和新建积极挺进河西走廊。**为摆脱公司产能仅布局于甘东和甘南的不合理局面, 公司积极向西拓展, 10年5月公司收购酒缸宏达建材60%股权; 11年1月又收购张掖巨龙26%的股权; 2月分别设立玉门祁连山和古浪祁连山公司, 开展4500t/d生产线前期工作, 加上收购公司中拟建的宏达建材三线5000t/d和张掖巨龙二线5000t/d, 上述生产线投产后, 河西区域布局的产能在公司占比将从目前的0%上升至40%, 有助于分散甘东市场业绩下滑的风险。
- **公司资金压力依然较大, 财务费用可能上升较快。**10年公司经营活动现金净流量减少了4亿元, 降幅达39%, 而近两年公司资本开支将在30亿元以上, 内部融资无法满足投资需求, 为维持相应的固定资产投资, 公司加大长期借款的力度, 预计财务费用可能上升较快。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS为1.57、1.85、2.30元, 对应11年14.82倍PE, 估值基本合理, 给予推荐评级。

风险提示

- 兰州地区和河西区域产能投放超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2987	4506	5981	7142
同比(%)	21%	51%	33%	19%
归属母公司净利润(百万元)	491	744	879	1094
同比(%)	20%	51%	18%	24%
毛利率(%)	35.4%	34.3%	32.7%	32.0%
ROE(%)	19.1%	22.5%	21.2%	21.0%
每股收益(元)	1.03	1.57	1.85	2.30
P/E	22.42	14.82	12.53	10.07
P/B	4.29	3.33	2.66	2.12
EV/EBITDA	16	11	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、产能释放贡献新增业绩，甘东市场受冲击拖累公

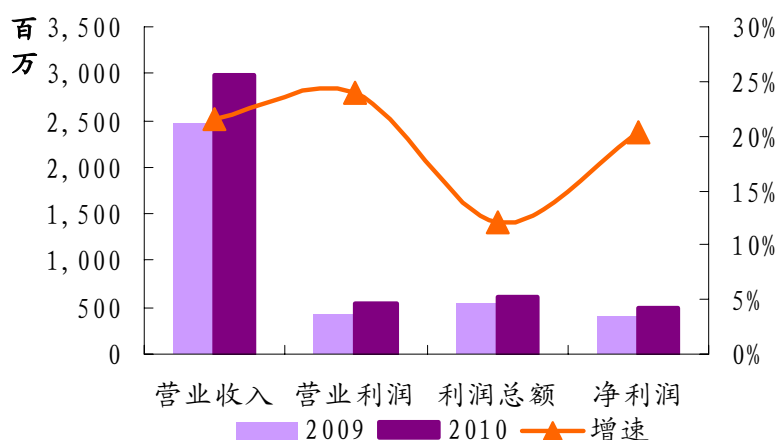
司整体业绩

公司今日公布年报, 10 年公司实现营业收入 29.87 亿元, 同比增长 21.5%; 实现归属于母公司净利润 4.91 亿元, 同比增长 20.4%; 基本每股收益 1.03 元, 略低于我们 1.08 元的预期。10 年公司水泥销量(含熟料) 835 万吨低于我们 886 万吨的预期, 主要是去年收购的酒缸宏达建材未纳入合并报表。

10 年公司业绩增长主要源自三个方面, 一是青海一线 2500t/d 顺利达产, 以及成县 3000t/d 和甘谷 3000t/d 投产, 公司产量实现 20%以上的增加; 二是部分生产线生产成本略有下降, 主要是青海一线 2500t/d 完全达产后, 生产成本有所下降; 三是部分区域水泥价格略有提升, 主要是去年上半年兰州地区水泥价格同比出现小幅上涨, 永登公司去年 2557 万元的新增净利润基本来自去年上半年的涨价。

甘东市场受冲击拖累公司整体业绩。平凉公司净利润下降 7573 万元, 天水公司净利润下降 2139 万元, 甘谷公司虽然净利润没有下降, 但水泥单吨净利已从 09 年的 116 元/吨大幅降至 10 年的 53 元/吨, 上述三个公司均在甘东地区, 业绩之所以大幅下滑, 主要受平凉海螺 2 × 4500t/d 一期 09 年底投产影响, 海螺投产后, 直接把水泥价格打至 260 元/吨的低位, 导致公司去年在平凉的水泥平均售价仅为 308 元/吨, 甘谷仅为 305 元/吨, 天水略高为 357 元/吨; 海螺二期 4500t/d 生产线今年上半年即将投产, 虽然甘东供给压力依然存在, 但由于海螺的价格战已经使很多中小企业处于盈亏平衡点, 我们预计甘东水泥价格进一步下滑的可能性不大。

图 1 公司年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、成本上升导致毛利率下滑明显，管理的改善和资

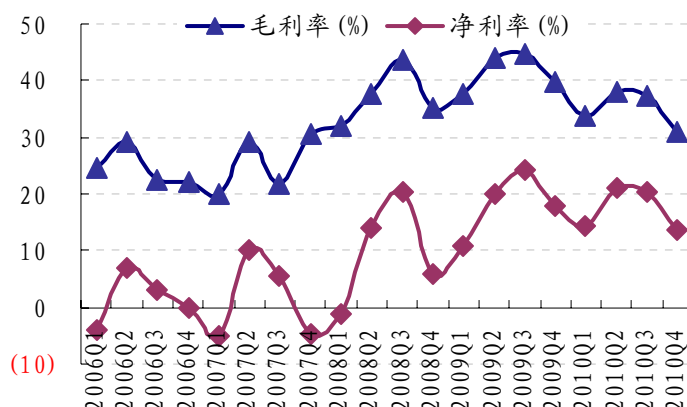
产减值计提的减少使得净利率降幅低于毛利率降幅

去年每季度公司毛利率均低于 09 年同期，下滑幅度基本在 4-8% 之间。从公司水泥平均售价看，09 年为 337.8 元/吨，10 年为 337.2 元/吨，基本持平，所以公司毛利率下滑并非主要来自价格下跌，而是成本上升，由于煤、电、油等原燃材料价格和人工成本上升，公司水泥生产成本较 09 年上升了 23 元/吨，导致公司单吨毛利和单吨净利均出现一定程度下滑。

为何成本大幅上涨的情况下，产品不提价，究其原因还是区域市场存在供给压力，抑制了厂家的提价行为。去年甘肃有 9 条新型干法水泥熟料生产线投产，新增水泥产能 1200 万吨；而去年甘肃新增水泥产量仅 600 万吨。

10 年公司净利率下滑速度低于毛利率的下滑速度主要有两个原因，一是公司管理有所提高，三项费用率有一定的下降；二是公司资产减值损失计提从 09 年的 4000 万元降至 10 年的 800 万元。正是由于上述两个原因，使得公司在水泥单吨毛利下降 24 元的情况下，单吨净利仅下降了 4 元。

图 2 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



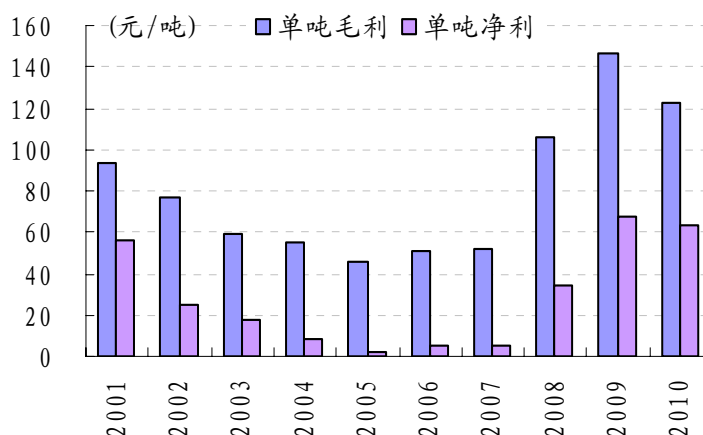
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度运营情况

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入(亿元)	2.20	5.27	5.83	4.92	4.46	7.35	7.05	5.73	5.28	8.83	8.66	7.10
环比增速	-38.4%	140.0%	10.5%	-15.6%	-9.4%	64.9%	-4.1%	-18.8%	-7.7%	67.0%	-1.9%	-17.9%
毛利率(%)	32.0	37.7	43.6	35.2	37.6	43.9	44.8	39.8	33.8	38.0	37.1	31.1
费用率(%)	42.5%	24.7%	23.7%	24.8%	24.9%	20.1%	18.5%	27.7%	16.6%	15.5%	18.4%	20.9%
归属股东净利润(亿元)	-0.01	0.49	0.98	0.30	0.47	1.12	1.51	0.97	0.73	1.72	1.51	0.94
环比增速	-83.9%	-2761.3%	62.4%	-75.4%	63.0%	207.7%	17.1%	-39.9%	-26.3%	143.9%	-5.0%	-45.2%
净利率(%)	-1.2	13.8	20.3	5.9	10.7	19.9	24.3	18.0	14.4	21.0	20.3	13.6

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 近年来公司单吨毛利和单吨净利水平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、为分散甘东市场风险，通过并购和新建积极挺进

河西走廊

公司一直以来以永登公司为中心，通过并购和新建的方式向甘肃东部和南部拓展业务，前几年也充分分享了甘东水泥市场的繁荣，近年来随着海螺在平凉的强势介入，甘东市场竞争变得异常激烈，生产线盈利能力大幅下滑，这从公司年报中很明显可以看到。

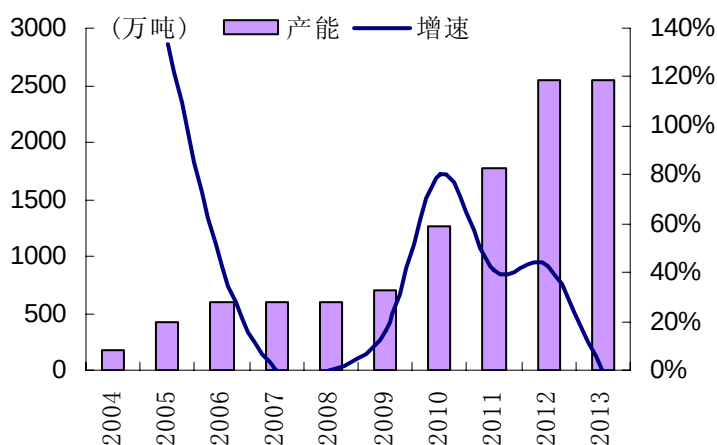
为分散甘东市场波动的风险，公司 10 年通过并购和新建的方式，积极向河西走廊拓展业务。10 年 5 月公司收购酒泉宏达建材 60% 股权；11 年 1 月又收购张掖巨龙 26% 的股权；2 月分别设立玉门祁连山和古浪祁连山公司，开展 4500t/d 生产线的前期工作，加上收购公司中拟建的宏达建材三线 5000t/d 和张掖巨龙二线 5000t/d，上述生产线完全投产后，河西区域布局的产能在公司产能占比将从目前的 0% 上升至 40%。

表 2：2010-2013 年公司新增产能情况

生产线	权益	所在区域	投产时间	水泥产能规模 (万吨/年)
甘谷 3000t/d	100%	天水	10 年 3 月	120
成县 3000t/d	100%	陇南	10 年 3 月	120
宏达建材 1000t/d+2000t/d	60%	酒泉	10 年 6 月收购	120
张掖巨龙一期 2500t/d	26%	张掖	11 年 3 月收购	100
漳县 3000t/d	100%	定西	11 年上半年	120
文县 2500t/d	60%	陇南	11 年上半年	100
青海二线 5000t/d	100%	青海	11 年上半年	200
宏达建材 5000t/d	60%	酒泉	12 年上半年	200
玉门祁连山 4500t/d	100%	酒泉	12 年底	180
张掖巨龙二期 5000t/d	26%	张掖	12 年底	200
古浪祁连山 4500t/d	100%	武威	12 年底	180
合 计				1640

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 近年来公司产能及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、公司资金压力依然较大，财务费用可能上升较快

10 年公司存货周转率上升说明生产环节经营效率在提高,但应收账款周转率下滑说明公司销售环节经营效率在降低,销售回款速度降低,所以导致 10 年公司经营活动现金净流量减少了 4 亿元,降幅达 39%。由于公司资本开支依然较大,为维持相应的固定资产投资,公司加大了长期借款的力度,导致资产负债率从 09 年的 50%上升至 10 年的 56.6%。

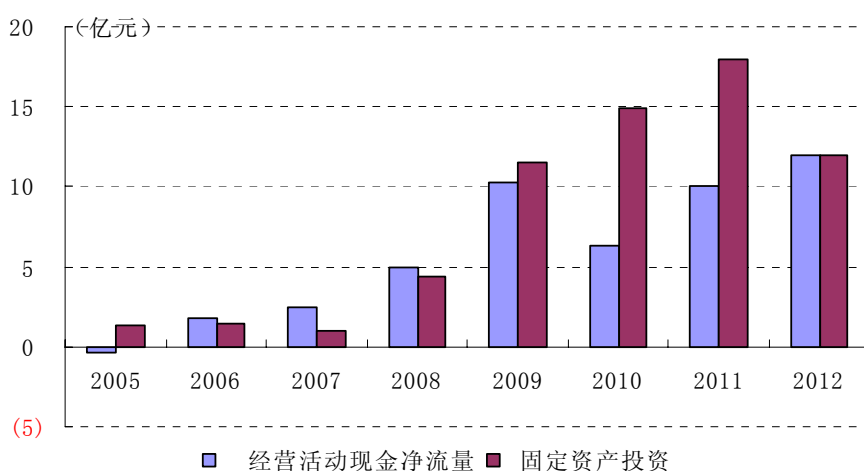
公司目前在建和拟建的生产线共有 7 条,加上一些配套设施,预计 11、12 年资本性开支将达到 30 亿元,与公司经营活动现金净流量之间有一定的缺口,预计财务费用可能上升较快。

表 3: 公司年度经营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	3.65	4.12	4.1	3.8	4.65	5.75
应收账款周转率(次)	4.33	5.59	6.63	11.44	21.45	20.08
资产负债率(%)	55.36	58.7	59.52	64	49.94	56.56
经营活动现金净流量	-0.32	1.75	2.43	4.97	10.27	6.27
增长率(%)		(651.74)	39.02	104.44	106.76	(38.95)
固定资产投资	1.29	1.46	0.97	4.41	11.53	14.87
增长率(%)		12.92	(33.76)	356.05	161.41	29.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司经营活动现金净流量和固定资产投资对比情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

相关假设:

- 1、去年 6 月收购的酒缸宏达建材虽然公司持股 60%，但由于 15% 股权委托酒缸集团管理一年，今年 6 月将到期，我们预计下半年酒缸宏达建材将纳入公司合并报表范围，上半年的收益依然按投资收益处理，下半年则合并报表处理。
- 2、今年 3 月收购的张掖巨龙，由于持股仅有 26%，测算利润时，我们按投资收益处理，但计算产能时，我们也将其计算在内。

表 4 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
产能 (万吨)	780	1260	1780	2540	2540
销量 (万吨)	692	835	1243	1543	1831
+/-	9.7%	20.7%	48.9%	24.1%	18.7%
单位价格 (元/吨)	337.82	337	340	350	360
+/-	23.3%	-0.2%	0.8%	2.9%	2.9%
单位成本 (元/吨)	191.25	215	220	230	240
+/-	13.8%	12.4%	2.4%	4.5%	4.3%
吨毛利 (元/吨)	146.57	122	120	120	120
毛利率 (%)	43.4%	36.3%	35.3%	34.3%	33.3%
混凝土					
销售收入	101	138	280	580	550
产能 (万方)	-	80	180	380	380
销量 (万方)	-	38	90	190	190
毛利率 (%)	18.16%	22.57%	20.00%	18.00%	16.00%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 1.57、1.85、2.30 元，对应 11 年 14.82 倍 PE，考虑到公司作为区域市场的整合者以及本身产能向河西走廊布局，产能布局更加合理，细分区域市场的波动对公司业绩影响将下降，给予推荐评级。风险主要来自公司核心业务区域兰州产能投放超预期，以及未来的新业务区域河西产能投放超预期。

附录：我们重点跟踪水泥企业的 EPS 和 PE

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	投资评级
600585	海螺水泥	1.77	2.45	2.7	22.75	16.44	14.91	推荐
000401	冀东水泥	1.09	1.20	1.33	26.30	23.91	21.61	推荐
600801	华新水泥	1.28	1.50	1.89	39.35	33.67	26.68	推荐
000877	天山股份	1.30	2.17	3.08	33.55	20.09	14.16	推荐
600425	青松建化	0.64	0.80	1.12	38.01	30.17	21.57	推荐
600720	祁连山	1.03	1.57	1.85	22.42	14.82	12.53	推荐
002233	塔牌集团	0.77	1.04	1.12	25.00	18.60	17.15	推荐
000935	四川双马	0.11	0.57	0.60	133.91	25.86	24.57	推荐

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1702	2412	3390	5165	营业收入	2987	4506	5981	7142
现金	575	603	1007	2269	营业成本	1931	2959	4025	4856
应收账款	180	256	341	409	营业税金及附加	21	27	36	44
其它应收款	60	121	147	180	营业费用	160	236	313	374
预付账款	454	754	999	1216	管理费用	287	384	510	609
存货	392	638	838	1019	财务费用	84	173	214	212
其他	40	40	58	71	资产减值损失	8	20	20	20
非流动资产	4804	5976	6855	6473	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	558	183	228	256	投资净收益	34	55	60	90
固定资产	2552	4615	5655	5296	营业利润	529	762	923	1117
无形资产	374	456	548	636	营业外收入	96	200	260	330
其他	1321	722	425	285	营业外支出	14	28	35	50
资产总计	6506	8387	10245	11638	利润总额	611	934	1148	1397
流动负债	1544	1637	1948	2172	所得税	78	131	158	193
短期借款	400	408	400	400	净利润	533	804	989	1204
应付账款	409	622	863	1032	少数股东损益	42	60	110	110
其他	735	607	685	740	归属母公司净利润	491	744	879	1094
非流动负债	2135	3121	3721	3720	EBITDA	817	1238	1592	1848
长期借款	2118	3118	3718	3718	EPS（元）	1.03	1.57	1.85	2.30
其他	18	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	3680	4757	5669	5892	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	260	320	430	540	成长能力				
股本	475	475	475	475	营业收入	21.5%	50.9%	32.7%	19.4%
资本公积	870	870	870	870	营业利润	24.0%	44.0%	21.0%	21.0%
留存收益	1171	1914	2750	3810	归属于母公司净利润	20.4%	51.3%	18.3%	24.4%
归属母公司股东权益	2566	3310	4146	5205	获利能力				
负债和股东权益	6506	8387	10245	11638	毛利率	35.4%	34.3%	32.7%	32.0%
现金流量表					净利率	16.5%	16.5%	14.7%	15.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	19.1%	22.5%	21.2%	21.0%
经营活动现金流	628	1028	1288	1526	ROIC	11.6%	12.7%	13.1%	15.5%
净利润	533	804	989	1204	偿债能力				
折旧摊销	203	303	455	519	资产负债率	56.6%	56.7%	55.3%	50.6%
财务费用	84	173	214	212	净负债比率	80.27	77.57%	76.71	74.01%
投资损失	-34	-55	-60	-90	流动比率	1.10	1.47	1.74	2.38
营运资金变动	-151	-364	-377	-339	速动比率	0.85	1.08	1.31	1.91
其它	-8	167	66	19	营运能力				
投资活动现金流	-1955	-1553	-1287	-30	总资产周转率	0.54	0.61	0.64	0.65
资本支出	1487	1800	1200	0	应收账款周转率	14	15	14	13
长期投资	-483	-282	47	24	应付账款周转率	5.22	5.74	5.42	5.13
其他	-951	-35	-40	-7	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1144	553	403	-233	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.57	1.85	2.30
短期借款	30	8	-8	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	2.16	2.71	3.21
长期借款	864	1000	600	0	每股净资产(最新摊薄)	5.40	6.97	8.73	10.96
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	32	0	0	0	P/E	22.42	14.82	12.53	10.07
其他	218	-455	-189	-233	P/B	4.29	3.33	2.66	2.12
现金净增加额	-184	28	404	1262	EV/EBITDA	16	11	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434