



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月28日

建材

研究部

罗炜

关雪

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080004
guanxue@cicc.com.cn

推荐

祁连山 (600720.SH)

2010 年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,823	2,458	2,987	4,600	6,786
(+/-)	45.0%	34.9%	21.5%	54.0%	47.5%
主营业务利润	682	1,015	1,035	1,568	2,329
(+/-)	115.5%	48.8%	2.0%	51.5%	48.5%
净利润	176	408	491	857	1,237
(+/-)	3139.0%	131.2%	20.4%	74.4%	44.3%
全面摊薄每股收益	0.37	0.86	1.03	1.80	2.60
(+/-)	3139%	131.2%	20.4%	74.4%	44.3%
市盈率	58.3	25.2	20.9	12.0	8.3
市净率	9.7	4.9	4.0	2.9	2.2
净资产回报率	16.7%	19.3%	19.1%	24.5%	26.9%
投入资本回报率	6.4%	10.3%	8.5%	12.8%	15.4%
每股经营现金流	1.25	2.16	1.32	2.47	3.09
股价/经营性现金流	17.3	10.0	16.4	8.8	7.0

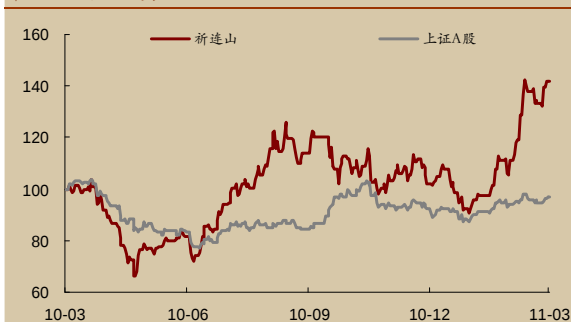
股票信息

A股	
股票代码	600720.CH
当前股价(元)	人民币23.2
日成交量(百万股)	21.65
52周最高价/最低价	人民币24.11/10.91
总市值(百万元)	11,018
发行股数(百万股)	475
其中:流通股(百万股)	475
主要股东(持股比例)	甘肃祁连山建材控股有限公司(12.78%)

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[600720.SH]	+6.52	+33.26	+38.84	+35.28
[上证A股指数]	+2.44	+3.45	+5.02	+6.05

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 年业绩符合预期:

祁连山 2010 年实现营业收入 29.87 亿元, 同比增长 21.5%, 营业利润 5.04 亿元, 同比增长 7.7%, 净利润 4.91 亿元, 同比增长 20.4%。每股收益 1.03 元。年报披露, 2010 年利润分配预案为每 10 股派 1.5 元 (含税) 现金红利。

要点:

- 2010 年水泥及熟料销售量 835 万吨, 同比增长 20.7%, 不含税平均销售价格 358 元, 同比提高 3 元。
- 由于单位成本上升 12.3%, 导致毛利率下降 7 个百分点至 35.4%, 符合我们和市场预期。单位成本上升的主要原因是大修费用计入生产成本、煤电人工等成本上升。
- 分区域来看, 公司永登、青海和红谷子公司均实现了稳定高盈利能力和较快增长, 而平庆和天水市场因为区域内产能投放较大盈利能力有所下降。

发展趋势:

2011 年是甘肃和青海市场产能释放的最后一年。在开春后价格上调一次后, 预计二季度价格稳定, 下半年有望稳中上升。分区域看, 由于兰州市场和青海市场旺盛的需求, 产能释放不会给该区域价格造成过大压力, 预计该区域市场价格有望稳中略涨。河西市场没有新增产能, 且需求十分旺盛, 预计价格将显著上升。天水市场今年没有新增产能, 且需求增长较快, 预计价格回升。平庆市场价格由海螺主导, 年底海螺二线投产, 预计价格稳定。

甘肃省 2012 年供需将全面好转

2010 年, 甘肃境内共有 9 条生产线投产, 2011 年将有 6 条投产, 其中 2 条是年底投产。由于目前省内没有在建生产线, 2012 年没有可预期的产能投产。祁连山自身筹备的 5 条生产线还在前期准备, 预计最快可在 2012 年底投产。根据我们测算, 2012 年区域内水泥产量增长不到 10%, 而需求增长将达到 25%。

维持推荐评级

2012 年公司所在区域供需好转十分确定, 加之连续两年近 50% 的产量增长, 公司今明两年将实现快速成长。建议偏好成长股的长期投资者坚定持有。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

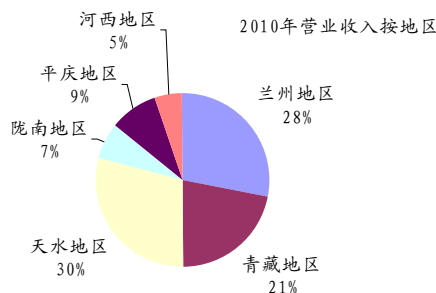
图表 1: 分产品收入与成本

百万元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
水泥	2,762.58	1,753.55	35.82	21.38	37.98	减少 7.57 个百分点
商品熟料	53.21	40.93	22.37	-13.16	-21.81	增加 8.57 个百分点
商品混凝土	138.36	106.15	22.57	37.46	30.15	增加 4.38 个百分点

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 分地区营业收入

地区	营业收入 (百 万元)	营业收入比上年 增减 (%)
兰州地区	837.49	3.99
青藏地区	629.77	7.95
天水地区	863.51	25.37
陇南地区	208.88	
平庆地区	264.94	-17.24
河西地区	149.56	271.38



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	446	735	705	573	528	882	866	710	24.0%	-17.9%	2,458	2,987	21.5%
营业成本	278	412	389	345	350	547	544	489	41.9%	-10.1%	1,425	1,931	35.5%
主营业务税金及附加	3	7	5	3	3	6	6	6	73.0%	-3.0%	19	21	10.7%
主营业务利润	164	316	310	224	176	329	315	215	-4.2%	-31.8%	1,015	1,035	2.0%
营业费用	28	35	39	38	32	42	45	41	9.5%	-8.0%	140	160	14.3%
管理费用	58	85	71	105	41	80	88	79	-24.8%	-10.3%	319	287	-10.0%
财务费用	25	27	20	16	15	15	26	28	77.3%	7.4%	88	84	-4.5%
资产减值	-	46	1	-7	9	-3	1	1	n.a	20.4%	41	8	-80.5%
营业利润	53	122	179	72	79	201	180	68	-5.9%	-62.2%	427	529	24.0%
经常性业务营业利润	53	122	179	72	79	196	155	65	-10.2%	-58.0%	427	496	16.1%
营业外收入	4	39	34	44	7	20	30	38	-12.8%	27.5%	121	96	-20.7%
营业外支出	0	1	2	-1	1	5	3	5	n.a	42.8%	2	14	491.9%
利润总额	57	160	211	117	86	217	207	102	-13.1%	-50.9%	545	611	12.1%
所得税	10	14	40	14	10	32	31	5	-62.2%	-83.1%	77	78	1.3%
少数股东损益	0	34	20	5	3	13	24	2	-66.3%	-92.4%	60	42	-30.5%
净利润	47	112	151	97	73	172	151	94	-3.1%	-37.6%	408	491	20.4%
全面摊薄每股收益	0.10	0.24	0.32	0.21	0.15	0.36	0.32	0.20	-3.1%	-37.6%	0.86	1.03	20.4%
毛利率	37.6%	43.9%	44.8%	39.8%	33.8%	38.0%	37.1%	31.1%	-8.7pt	-6pt	42.1%	35.4%	-6.7pt
营业费用率	6.3%	4.8%	5.5%	6.6%	6.1%	4.7%	5.2%	5.8%	-0.8pt	0.6pt	5.7%	5.4%	-0.3pt
管理费用率	13.0%	11.5%	10.1%	18.3%	7.7%	9.0%	10.1%	11.1%	-7.2pt	0.9pt	13.0%	9.6%	-3.4pt
营业利润率	12.0%	16.6%	25.4%	12.6%	15.0%	22.8%	20.8%	9.6%	-3pt	-11.2pt	17.4%	17.7%	0.4pt
净利润率	10.6%	15.3%	21.4%	17.0%	13.8%	19.5%	17.5%	13.3%	-3.7pt	-4.2pt	16.6%	16.5%	-0.1pt
有效税率	17.1%	8.7%	18.9%	11.9%	11.9%	14.7%	15.1%	5.2%	-6.7pt	-9.9pt	14.2%	12.8%	-1.4pt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产销量 (万吨)	630	692	835	1250	1800
(+/-%)	4.0%	9.8%	20.7%	49.7%	44.0%
价格 (元/吨)	289	355	358	368	377
(+/-%)	39.5%	22.8%	0.7%	2.9%	2.4%
单位成本 (元/吨)	179	206	231	240	245
(+/-%)	16.3%	15.2%	12.3%	3.8%	2.1%
吨水泥毛利 (元)	111	149	126	128	132
毛利率 (%)	38.2%	42.1%	35.4%	34.8%	35.0%
销售收入 (百万元)	1823	2458	2987	4600	6786
净利润 (百万元)	176	408	491	857	1,237
净利润率 (%)	9.7%	16.6%	16.5%	18.6%	18.2%
每股收益 (元)	0.45	0.86	1.03	1.80	2.60
吨水泥净利 (元)	28	59	59	69	69
吨三项费用 (元)	77	79	64	53	53

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史及预测的财务数据

利润表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,823	2,458	2,987	4,600	6,786
主营利润	682	1,015	1,035	1,568	2,329
营业费用	125	140	160	184	271
管理费用	255	319	287	345	509
财务费用	104	88	84	134	179
营业利润	198	468	504	905	1,369
税前利润	264	545	611	1,040	1,505
所得税	46	77	78	135	211
少数股东权益	41	60	42	48	58
净利润	176	408	491	857	1,237
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	497	1,027	628	1,173	1,466
投资活动现金流	-586	-1,153	-1,955	-2,032	-2,050
融资活动现金流	256	525	1,144	-289	-89
货币资金增加额	166	399	-184	-1,148	-673
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	1,209	1,691	1,702	1,175	1,326
固定资产	1,792	2,533	3,732	5,418	7,016
无形资产和其他资产	306	367	473	509	553
总资产	3,330	4,618	6,506	7,750	9,594
流动负债	1,911	1,029	1,545	1,652	2,148
长期负债	220	1,277	2,134	2,316	2,497
少数股东权益	140	199	260	288	346
股东权益	1,059	2,113	2,566	3,494	4,602
负债和权益	3,330	4,618	6,506	7,750	9,593
财务指标					
主营业务利润率	37.4%	41.3%	34.7%	34.1%	34.3%
息税前利润率	16.6%	22.6%	19.7%	22.6%	22.8%
净利润率	9.7%	16.6%	16.5%	18.6%	18.2%
净资产收益率	16.7%	19.3%	19.1%	24.5%	26.9%
总资产收益率	5.3%	8.8%	7.6%	11.1%	12.9%
总资产负债率	64.0%	49.9%	56.6%	51.2%	48.4%
净负债率	112.5%	42.9%	93.3%	98.6%	94.3%
流动比率	63.2%	164.3%	110.1%	71.1%	61.7%
速动比率	45.9%	137.1%	84.8%	34.6%	20.3%
应收帐款周转期	22	17	22	22	22
存货周转期	67	42	48	48	48

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-3-26	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	40.3	40.1	25.2	13.4	10.1	4.9	4.2	3.3	2.5	23.5	13.7	8.3	6.6
000401.SZ	冀东水泥	CNY	24.2	29.8	19.4	13.7	11.5	4.4	2.9	2.4	2.0	23.1	10.3	6.9	5.8
600801.SH	华新水泥	CNY	50.5	40.7	34.6	12.7	9.7	4.5	4.0	3.1	2.4	16.7	15.4	7.2	5.7
600720.SH	祁连山	CNY	23.2	27.0	22.4	12.9	8.9	5.2	4.3	3.2	2.4	19.2	17.4	10.1	7.0
600449.SH	赛马实业	CNY	41.2	18.1	14.4	12.5	9.9	3.9	3.1	2.8	2.2	13.9	12.1	8.3	6.4
000877.SZ	天山股份	CNY	43.6	48.3	33.6	16.9	12.2	9.8	3.8	3.2	2.6	29.9	19.8	11.0	8.4
600425.SH	青松建化	CNY	24.2	56.1	37.8	28.8	21.4	7.7	4.8	4.4	4.0	29.6	27.9	17.7	14.3
中金覆盖A股平均值				37.2	26.8	15.8	12.0	5.8	3.9	3.2	2.6	22.3	16.7	9.9	7.7
中金覆盖A股中位数				40.1	25.2	13.4	10.1	4.9	4.0	3.2	2.4	23.1	15.4	8.3	6.6
000789.SZ	江西水泥	CNY	19.2	114.7	50.3	19.6	16.8	7.1	6.2	4.7	3.7	20.4	15.9	7.6	7.0
002233.SZ	塔牌集团	CNY	19.3	35.8	25.8	18.1	15.2	4.0	3.5	3.1	2.8	14.3	12.8	9.6	8.5
601992.SH	金隅股份	CNY	17.0	13.7	25.4	18.9	14.5	2.3	3.4	2.7	2.2	44.8	40.4	29.7	22.0
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.3	21.0	22.9	12.3	9.3	2.2	2.1	1.8	1.5	14.5	16.8	10.4	7.9
000885.SZ	同力水泥	CNY	17.9	39.9	85.1	59.8	25.6	4.2	3.9	n.a	n.a	12.6	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				310.4	38.0	23.1	14.1	5.3	4.7	3.4	2.8	31.3	20.2	12.0	9.4
A股市场中心数				40.0	29.7	17.5	12.2	4.4	4.0	3.1	2.5	23.1	16.8	9.8	7.4
914.HK	海螺水泥	HKD	44.6	39.1	24.0	12.2	9.1	4.8	4.0	3.0	2.3	20.7	11.8	6.8	5.4
3323.HK	中国建材	HKD	25.9	26.3	15.3	9.4	7.7	4.8	3.0	2.2	1.7	14.9	9.2	6.5	5.7
中金覆盖H股平均值				32.7	19.7	10.8	8.4	4.8	3.5	2.6	2.0	17.8	10.5	6.7	5.5
中金覆盖H股中心数				32.7	19.7	10.8	8.4	4.8	3.5	2.6	2.0	17.8	10.5	6.7	5.5
1313.HK	华润水泥	HKD	7.3	18.3	24.7	13.8	11.0	3.9	3.4	2.7	2.2	35.7	18.0	10.2	7.9
1893.HK	中材股份	HKD	7.4	32.4	18.7	13.1	11.0	2.8	2.4	2.0	1.8	9.2	5.8	4.3	3.7
2009.HK	金隅集团	HKD	13.0	18.2	15.9	11.0	8.4	3.0	2.4	2.0	1.6	26.6	14.2	9.4	7.2
691.HK	山水水泥	HKD	6.8	23.9	15.5	10.6	8.9	3.2	2.8	2.2	1.9	10.2	7.5	5.3	4.4
743.HK	亚洲水泥	HKD	4.5	10.1	13.8	11.0	9.0	0.9	0.8	0.8	0.7	7.7	7.9	6.0	5.3
2233.HK	西部水泥	HKD	3.4	0.6	12.7	9.2	7.8	0.2	3.6	2.5	1.9	16.1	9.4	5.9	4.9
H股市场平均值				24.0	18.3	11.6	9.3	3.3	2.7	2.1	1.8	17.9	10.6	6.9	5.7
H股市场中心数				23.9	15.9	11.0	9.0	3.2	2.8	2.2	1.8	14.9	9.2	6.5	5.4
HOLN VX equity	蒙西蒙水泥	CHF	69.2	14.0	20.5	16.5	13.0	1.2	1.1	1.1	1.1	8.0	8.1	7.7	6.8
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	49.6	165.4	22.2	12.8	9.6	0.9	0.8	0.7	0.7	9.3	7.8	7.0	6.2
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	44.1	15.9	14.4	12.1	9.6	0.8	0.8	0.8	0.7	8.2	8.1	7.4	6.7
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.4	18.6	23.6	18.0	13.4	1.2	1.2	1.1	1.1	8.5	9.4	8.5	7.3
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.4	29.0	51.5	26.3	16.1	0.6	0.6	0.6	0.6	5.6	7.2	6.8	6.0
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,037.8	12.5	17.3	18.6	15.8	3.3	3.0	2.8	2.5	6.7	9.6	10.1	8.7
其他市场平均值				42.6	24.9	17.4	12.9	1.3	1.3	1.2	1.1	7.7	8.4	7.9	6.9
其他市场中心数				17.3	21.4	17.3	13.2	1.0	1.0	0.9	0.9	8.1	8.1	7.6	6.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 历史估值走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED