



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7月28日

建材

研究部

罗炜

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

关雪

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010035

guanxue@cicc.com.cn

推荐

祁连山 (600720.SH)

上半年业绩符合市场预期

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	4,138	5,224
(+/-)	45.0%	34.9%	21.5%	38.5%	26.2%
主营业务利润	682	1,015	1,035	1,371	1,824
(+/-)	115.5%	48.8%	2.0%	32.5%	33.0%
净利润	176	408	491	574	800
(+/-)	3139.0%	131.2%	20.4%	16.9%	39.3%
全面摊薄每股收益	0.37	0.86	1.03	1.21	1.68
(+/-)	3139%	131.2%	20.4%	16.9%	39.3%
市盈率	45.1	19.5	16.2	13.9	10.0
市净率	7.5	3.8	3.1	2.5	2.0
净资产回报率	16.7%	19.3%	19.1%	17.9%	20.4%
投入资本回报率	6.4%	10.3%	8.5%	8.0%	8.9%
每股经营现金流	1.25	2.16	1.32	2.06	2.51
股价/经营性现金流	13.4	7.8	12.7	8.1	6.7

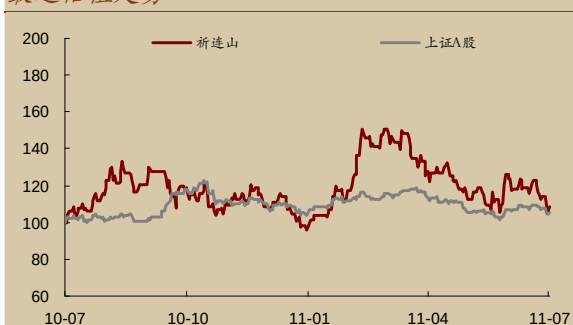
股票信息

	A股
股票代码	600720.CH
当前股价(元)	人民币16.77
日成交量(百万股)	7.96
52周最高价/最低价	人民币24.11/14.7
总市值(百万元)	7,964
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]	-5.25	-12.06	-11.18	-2.22
[上证A股指数]	-2.54	-1.29	-5.67	-3.72

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

上半年业绩符合市场预期:

祁连山 2011 年上半年实现营业收入 16.85 亿元, 同比增长 19.4%, 营业利润 5.87 亿元, 同比增长 16.2%, 净利润 2.47 亿元, 同比增长 0.5%。每股收益 0.52 元。

要点:

- 上半年水泥及外销熟料销量 499 万吨, 同比增长 28%。公司漳县和青海二线项目分别于 3 月和 5 月投产。预计文县项目 10 月投产。预计下半年销量可达到 700 万吨左右。
- 上半年平均出厂不含税价格 337.6 元, 比去年同期下降 6.6%。同时, 尽管煤炭采购价格上升, 得益于规模效应和成本控制, 上半年吨水泥成本同比下降 12 元。上半年综合毛利率 35.4%, 同比下降 1 个百分点。
- 财务费用上升较快, 同比上升 113.4%; 所得税计提较谨慎, 上半年有效所得税率 23%。

发展趋势:

7 月以来, 兰州和青海的水泥价格从前期高位分别下调了 30 元和 25 元, 原因一方面, 兰州周边 4 条生产线和青海西宁周边 2 条生产线集中释放产能, 另一方面铁路建设放缓, 水泥需求低于预期。这个情况低于我们前期 3 季度价格可以企稳的预期。8-10 月, 预计价格走势仍然偏弱。

祁连山 5 条水泥生产线预计最快在 2013 年初投产, 意味着 2012 年年内甘肃新增生产线将不超过 1 条, 产量的增长主要来自今年下半年投产的产能在明年的发挥。预计明年甘肃产量增长约 10%, 而需求增长 15-20% (考虑铁路建设有一定放缓), 明年尤其是下半年之后的供需将好转。

下调 2011 和 2012 年盈利预测

由于公司价格表现低于我们预期, 下调今明两年盈利预测至 1.21 元和 1.68 元。2012 年, 价格和毛利率趋势向上的假设不变, 但是产销量由于兼并收购的不确定性, 我们做了一定下调。

维持推荐评级

股价经过前期充分的调整, 今明两年估值分别为 13.9x 和 10x, 作为成长股的长期投资价值逐步显现。建议偏好成长股的长期投资者逢低买入。

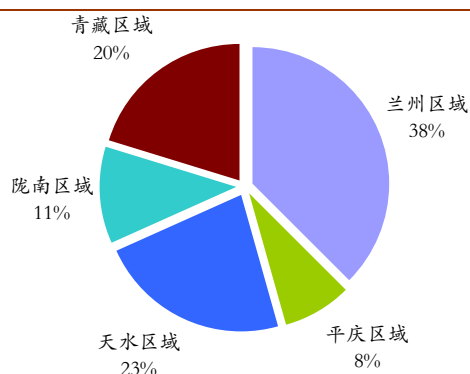
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 分产品收入与成本

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率 (%)	营业收入比 上年同期增 减(%)	营业成本比 上年同期增 减(%)	营业利润率比上年 同期增减(%)
水泥	1,491	936	36.7	17.21	18.67	减少0.68个百分点
商品熟料	95	73	22.04	88.45	92.15	减少1.45个百分点
混凝土	89	71	20.38	47.87	63.35	增加8.00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



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)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H11	1H10	YoY
营业收入	528	882	866	710	563	1,121	27.0%	99.0%	1,685	1,411	19.4%
营业成本	350	547	544	489	384	705	28.8%	83.8%	1,089	897	21.3%
主营业务税金及附加	3	6	6	6	2	7	25.9%	307.2%	9	9	2.8%
主营业务利润	176	329	315	215	178	409	24.1%	129.7%	587	505	16.2%
营业费用	32	42	45	41	35	49	17.6%	38.3%	84	74	14.5%
管理费用	41	80	88	79	60	76	-4.0%	26.8%	137	120	13.5%
财务费用	15	15	26	28	29	35	127.8%	19.3%	64	30	113.4%
资产减值	9	-3	1	1	14	5	-243.6%	-65.7%	19	5	263.2%
营业利润	79	201	180	68	47	267	32.5%	462.5%	315	281	12.0%
经常性业务营业利润	79	196	155	65	39	244	24.2%	523.5%	283	276	2.7%
营业外收入	7	20	30	38	11	18	-9.7%	67.6%	29	27	6.3%
营业外支出	1	5	3	5	2	1	-81.5%	-46.3%	3	5	-52.1%
利润总额	86	217	207	102	57	284	31.2%	401.7%	341	303	12.6%
所得税	10	32	31	5	13	65	104.0%	382.9%	78	42	86.5%
少数股东损益	3	13	24	2	3	13	3.0%	326.5%	16	15	3.8%
净利润	73	172	151	94	40	207	19.7%	413.7%	247	246	0.5%
全面摊薄每股收益	0.15	0.36	0.32	0.20	0.08	0.43	19.7%	413.7%	0.520	0.517	0.5%
毛利率	33.8%	38.0%	37.1%	31.1%	31.9%	37.1%	-0.9pt	5.2pt	35.4%	36.4%	-1pt
营业费用率	6.1%	4.7%	5.2%	5.8%	6.3%	4.4%	-0.3pt	-1.9pt	5.0%	5.2%	-0.2pt
管理费用率	7.7%	9.0%	10.1%	11.1%	10.7%	6.8%	-2.2pt	-3.9pt	8.1%	8.5%	-0.4pt
营业利润率	15.0%	22.8%	20.8%	9.6%	8.4%	23.8%	1pt	15.4pt	18.7%	19.9%	-1.2pt
净利润率	13.8%	19.5%	17.5%	13.3%	7.1%	18.4%	-1.1pt	11.3pt	14.6%	17.4%	-2.8pt
有效税率	11.9%	14.7%	15.1%	5.2%	23.7%	22.8%	8.2pt	-0.9pt	23.0%	13.9%	9.1pt

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	1550
(+/-%)	4.0%	9.8%	20.7%	49.7%	24.0%
价格 (元/吨)	289	355	358	331	337
(+/-%)	39.5%	22.8%	0.7%	-7.5%	1.8%
单位成本 (元/吨)	179	206	231	219	217
(+/-%)	16.3%	15.2%	12.3%	-5.3%	-0.9%
吨水泥毛利 (元)	111	149	126	112	120
毛利率 (%)	38.2%	42.1%	35.4%	33.8%	35.6%
销售收入 (百万元)	1823	2458	2987	4138	5224
净利润 (百万元)	176	408	491	574	800
净利润率 (%)	9.7%	16.6%	16.5%	13.9%	15.3%
每股收益 (元)	0.45	0.86	1.03	1.21	1.68
吨水泥净利 (元)	28	59	59	46	52
吨三项费用 (元)	77	79	64	54	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	4,138	5,224
主营利润	682	1,015	1,035	1,371	1,824
营业费用	125	140	160	207	256
管理费用	255	319	287	331	366
财务费用	104	88	84	139	194
营业利润	198	468	504	694	1,008
税前利润	264	545	611	830	1,144
所得税	46	77	78	207	286
少数股东权益	41	60	42	48	58
净利润	176	408	491	574	800
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	497	1,027	628	978	1,192
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	506	739
货币资金增加额	166	399	-184	-548	-119
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产	1,209	1,691	1,702	1,600	1,890
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	8,175	10,158
流动负债	1,911	1,029	1,545	1,559	1,789
长期负债	220	1,277	2,134	3,116	4,097
少数股东权益	140	199	260	288	346
股东权益	1,059	2,113	2,566	3,212	3,926
负债和权益	3,330	4,618	6,506	8,175	10,158
财务指标					
主营业务利润率	37.4%	41.3%	34.7%	33.1%	34.9%
息税前利润率	16.6%	22.6%	19.7%	20.1%	23.0%
净利润率	9.7%	16.6%	16.5%	13.9%	15.3%
净资产收益率	16.7%	19.3%	19.1%	17.9%	20.4%
总资产收益率	5.3%	8.8%	7.6%	7.0%	7.9%
总资产负债率	64.0%	49.9%	56.6%	57.2%	57.9%
净负债率	112.5%	42.9%	93.3%	113.6%	121.9%
流动比率	63.2%	164.3%	110.1%	102.6%	105.6%
速动比率	45.9%	137.1%	84.8%	67.8%	67.4%
应收帐款周转期	22	17	22	22	22
存货周转期	67	42	48	48	48

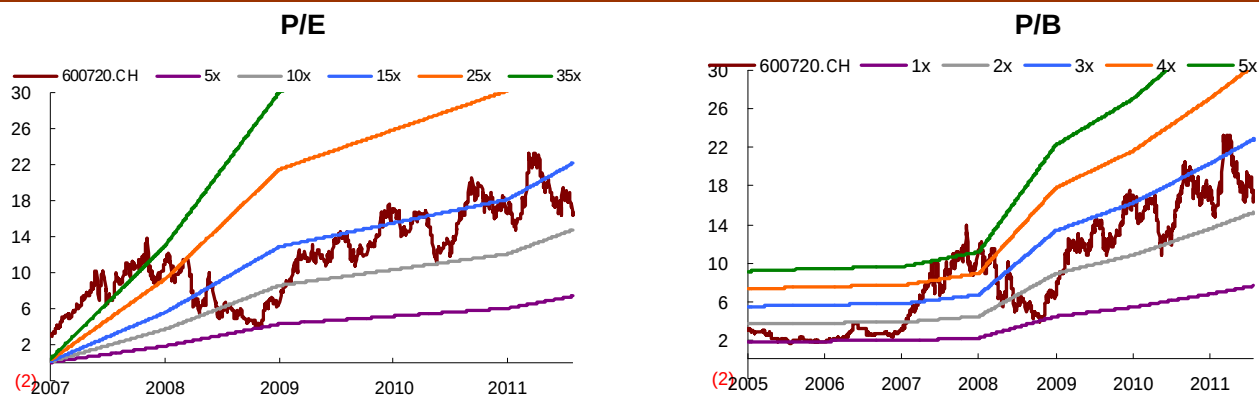
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-7-27	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	26.2	22.4	10.3	8.3	4.0	2.9	2.2	15.7	7.6	6.2
000401.SZ	冀东水泥	CNY	23.3	20.2	13.2	11.1	3.5	2.8	2.3	9.5	6.4	5.3
600801.SH	华新水泥	CNY	26.4	37.2	13.2	10.2	4.2	3.2	2.5	17.0	7.9	6.3
600720.SH	祁连山	CNY	16.8	16.2	13.9	10.0	3.1	2.5	2.0	13.9	9.5	6.8
600449.SH	赛马实业	CNY	31.7	11.1	9.6	7.6	2.4	2.1	1.7	10.1	7.0	5.4
000877.SZ	天山股份	CNY	32.7	25.2	12.6	9.2	2.8	2.4	1.9	16.3	9.1	6.9
600425.SH	青松建化	CNY	19.9	31.1	19.7	13.9	3.9	3.5	3.1	22.7	13.8	9.8
average	中金覆盖A股平均值			23.3	13.2	10.0	3.4	2.8	2.2	15.0	8.8	6.7
median	中金覆盖A股中位数			22.4	13.2	10.0	3.5	2.8	2.2	15.7	7.9	6.3
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.6	48.0	16.7	14.8	6.0	4.5	3.6	19.9	6.4	5.8
002233.SZ	塔牌集团	CNY	15.3	44.3	24.4	20.3	5.9	2.5	2.1	23.2	13.7	11.9
601992.SH	金隅股份	CNY	13.7	21.7	14.0	10.8	3.6	2.5	2.1	21.9	13.8	10.7
600881.SH	亚泰集团	CNY	7.8	30.0	11.7	8.7	2.0	1.7	1.4	15.8	10.5	8.5
000885.SZ	同力水泥	CNY	15.5	30.4	52.0	22.2	3.2	n.a	n.a	11.1	n.a	n.a
	A股市场平均值			196.4	19.1	13.9	5.5	3.0	2.4	30.2	9.9	7.8
	A股市场中位数			34.1	15.2	12.1	4.0	2.8	2.2	19.9	9.5	6.9
914.HK	海螺水泥	HKD	39.0	28.7	13.1	10.5	5.1	3.7	2.8	13.5	6.5	5.3
3323.HK	中国建材	HKD	16.6	22.9	9.8	8.1	4.0	2.6	2.0	11.6	6.2	5.3
average	中金覆盖H股平均值			25.8	11.4	9.3	4.5	3.2	2.4	12.6	6.3	5.3
median	中金覆盖H股中位数			25.8	11.4	9.3	4.5	3.2	2.4	12.6	6.3	5.3
1313.HK	华润水泥	HKD	7.9	25.2	13.5	10.6	3.5	2.8	2.3	18.4	10.1	7.7
1893.HK	中材股份	HKD	5.9	16.6	10.6	8.5	1.9	1.6	1.4	4.7	3.7	3.1
2009.HK	金隅股份	HKD	11.7	14.3	9.6	7.5	2.4	2.0	1.7	14.8	7.9	6.1
691.HK	山水水泥	HKD	9.8	24.1	9.5	7.7	4.2	3.0	2.3	9.9	5.2	4.3
743.HK	亚洲水泥	HKD	7.2	18.9	8.5	7.4	1.3	1.2	1.0	9.2	5.4	4.8
2233.HK	西部水泥	HKD	2.6	8.7	8.1	6.7	2.7	2.1	1.7	6.0	4.8	3.9
	H股市场平均值			21.5	10.7	8.6	3.2	2.4	1.9	11.7	6.4	5.2
	H股市场中位数			22.9	9.8	8.1	3.5	2.6	2.0	11.6	6.2	5.3
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	55.6	15.1	14.4	11.2	1.0	0.9	0.9	7.4	7.4	6.6
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	40.2	22.0	11.3	8.2	0.6	0.6	0.6	8.1	6.7	5.9
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	40.1	13.9	12.5	9.7	0.7	0.7	0.7	8.0	7.5	6.8
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	13.8	22.6	15.7	11.8	1.0	0.9	0.9	8.4	7.6	6.6
IT IM equity	意大利水泥	EUR	5.9	36.1	22.4	12.3	0.5	0.5	0.4	6.1	6.3	5.5
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	995.8	17.4	16.9	14.3	3.0	2.7	2.4	9.3	9.0	7.8
	其他市场平均值			21.2	15.5	11.3	1.1	1.1	1.0	7.9	7.4	6.5
	其他市场中位数			19.7	15.0	11.5	0.8	0.8	0.8	8.0	7.5	6.6

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