

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.80元

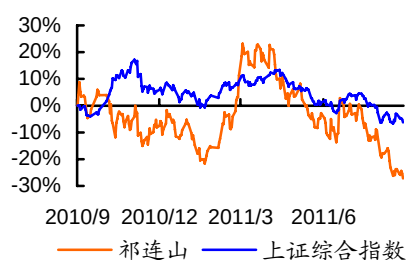
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2478.74
总股本(百万)	475
流通股本(百万)	475
流通市值(亿)	61
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	-23.22	-29.71	-38.57
上证综合指数	-5.62	-9.14	-15.76



相关报告

《祁连山-业绩短期影响不改公司长期增长本色》2011-7-28

《祁连山-费用上升导致一季度净利润同比大幅下滑》2011-4-22

《祁连山-分散甘东市场风险 积极挺进河西走廊》2011-3-27

祁连山

600720

推荐

对外投资公告点评

公司公告对外投资, 第五届董事会第三十一次会议审议通过了在漳县和古浪分别建设4500t/d新型干法水泥生产线, 以及在定西和湟中分别建设60万m3混凝土项目, 总投资14.56亿元, 需提交股东大会审议批准。

投资要点:

- **漳县和古浪两条 4500t/d 生产线建设进一步强化公司在区域市场的控制力。**从目前公开资料来看, 甘肃拟建生产线9条(包括此次公告的2条), 预计12、13年建成投产, 其中公司占6条, 产能占比达70%, 因此本次建设生产线公告进一步强化公司在区域市场的控制力。
- **拟建生产线多达6条, 公司资金压力有所增加。**公司未来两年预计将建设6条水泥生产线, 外加混凝土项目等其他投资项目, 预计11、12年公司资本性开支将高达40亿元, 与经营活动现金净流量有一定的缺口, 公司资金压力有所增加。但公司前期公告的配股和发行中票将有助于改善公司资金压力。
- **虽然区域市场新增产能较多, 但由于需求旺盛, 预计供给压力将低于市场预期。**10年甘肃新增产能920万吨, 11年预计840万吨(基本已经投产), 12、13年预计1560万吨, 10-13年区域市场新增产能压力较大, 但我们认为未来几年甘肃重演陕西水泥价格暴跌的可能性不大, 原因有三: 一是由于甘肃比陕西经济发展水平更落后, 基础设施更加不完善, 预计甘肃未来固定资产投资增速将远高于目前陕西的投资增速, 因此水泥需求增速将比目前陕西更快; 二是由于甘肃市场集中度远高于陕西, 公司是甘肃市场唯一龙头企业, 未来生产线批文又基本都集中在公司, 公司可能会根据市场变化放缓生产线建设进度, 以缓解区域市场压力; 三、目前平凉和天水一带价格已经接近成本价, 预计小企业已经亏损, 价格不可能继续下跌, 未来唯一存在下跌可能的就是兰州一带, 随着价格从上半年的440元/吨跌至目前的360-380元/吨, 我们认为基本接近最坏时刻, 兰州未来下跌空间也相对有限, 所以整体上我们认为未来供给压力将低于市场预期。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS分别为1.17、1.31、1.54元, 目前股价对应11年业绩10.93倍PE; 考虑配股摊薄, 预计12、13年EPS分别为1.01、1.18元, 目前股价对应12年摊薄业绩12.8倍PE, 估值并不贵, 给予推荐评级。

风险提示

- 甘青地区产能投放进度超过预期
- 固定资产投资增速低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2987	4180	5179	6283
同比(%)	21%	40%	24%	21%
归属母公司净利润(百万元)	491	556	621	731
同比(%)	20%	13%	12%	18%
毛利率(%)	35.4%	32.3%	28.8%	27.5%
ROE(%)	19.1%	18.2%	17.3%	17.3%
每股收益(元)	1.03	1.17	1.31	1.54
P/E	12.37	10.93	9.79	8.31
P/B	2.37	1.99	1.70	1.44
EV/EBITDA	10	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

表 1 2010-2013 年甘肃新增产能情况

甘肃	生产线	产能 (万吨)	时间
10 年投产生产线			
陇南	成县祁连山 3000t/d	120	2010 年 3 月
天水	甘谷祁连山 3000t/d	120	2010 年 3 月
临夏	夏河安多二线 2500t/d	100	2010 年 5 月
白银	白银王岷水泥 2000t/d	80	2010 年 8 月
兰州	永登祁连山三线 5000t/d	200	2010 年 10 月
张掖	张掖巨龙 2500t/d	100	2010 年 11 月
白银	中材白银 5000t/d	200	2010 年 11 月
	合计	920	
11 年投产生产线			
定西	临洮三易水泥 3000t/d	120	2011 年 1 月
定西	漳县祁连山 3000t/d	120	2011 年 4 月
兰州	京兰水泥 4600t/d	200	2011 年 5 月
临夏	和政太子山水泥厂 3000t/d	120	2011 年 6 月
平凉	平凉海螺二期 4500t/d	180	2011 年 6 月
陇南	文县 2500t/d	100	2011 年 10 月
	合计	840	
12 年-13 年投产生产线			
天水	中材武山 4500t/d	180	2011 年 3 月签约
武威	天祝神鹰建材 5000t/d	200	2011 年 3 月开工
武威	祁连山古浪一期 4500t/d	180	2011 年 3 月开工
酒泉	祁连山酒钢宏达 4000t/d	160	2011 年 3 月开工
张掖	山丹铁骑水泥 2500t/d	100	2011 年 6 月开工
酒泉	祁连山玉门一期 4500t/d	180	2011 年 5 月开工
陇南	成县祁连山二期 4500t/d	180	2011 年 8 月开工
张掖	张掖巨龙二期 5000t/d	200	
定西	漳县祁连山二期 4500t/d	180	
	合计	1560	

资料来源：中国水泥协会、公司公告、中投证券研究所

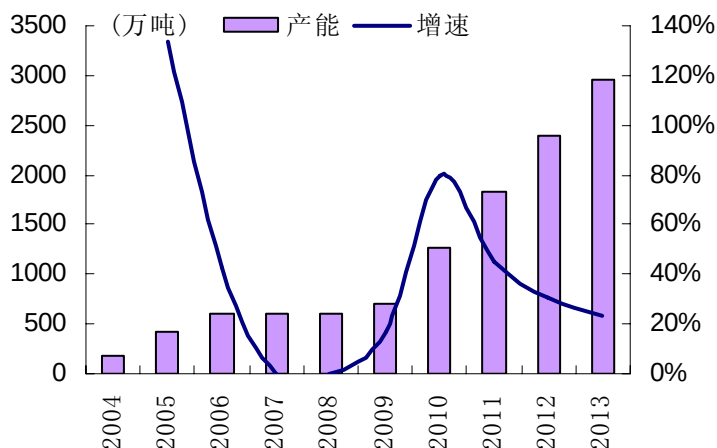
表 2 2011-2013 年公司新增产能情况

生产线	权益	所在区域	投产或收购时间	水泥产能规模 (万吨/年)
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 4 月投产	120
青海二线 5000t/d	100%	青海	11 年 5 月投产	200
古浪 300+1000t/d	100%	武威	11 年 7 月收购	50
文县 2500t/d	60%	陇南	11 年 10 月投产	100
漳县二期 4500t/d	100%	定西	12 年下半年	180
宏达建材 5000t/d	60%	酒泉	12 年下半年	200
古浪一期 4500t/d	100%	武威	12 年下半年	180
成县二期 4500t/d	100%	陇南	13 年	180
张掖巨龙二期 5000t/d	26%	张掖	13 年	200

玉门一期 4500t/d 100% 酒泉 13 年 180
合计 1690

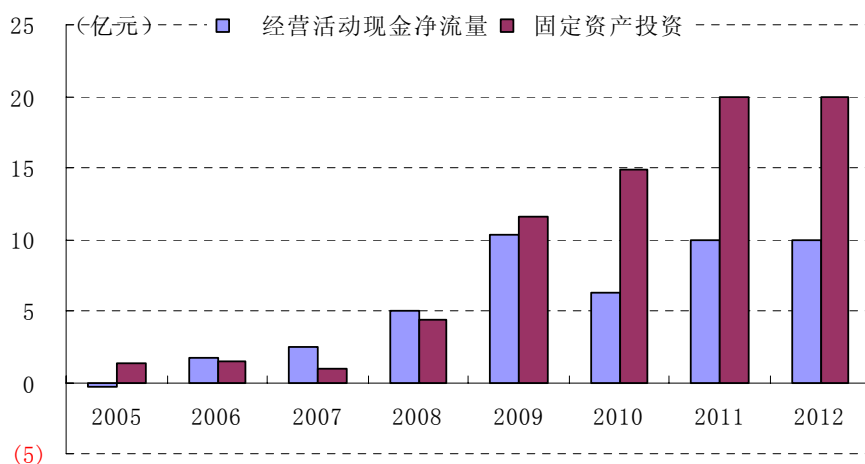
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 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

图 2 公司经营活动现金净流量和固定资产投资对比情况



(5)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
总产能 (万吨)	780	1260	1780	2340	2900
销量 (万吨)	692	835	1200	1460	1820
+/-	9.7%	20.7%	43.7%	21.7%	24.7%
单位价格 (元/吨)	337.82	337	325	315	315
+/-	23.3%	-0.2%	-3.6%	-3.1%	0.0%
单位成本 (元/吨)	191.25	215	217	220	225
+/-	13.8%	12.4%	1.0%	1.4%	2.3%
吨毛利 (元/吨)	146.57	122	108	95	90

毛利率 (%)	43.4%	36.3%	33.2%	30.2%	28.6%
混凝土					
销售收入	101	138	280	580	580
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

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	2320	2776	3286	营业收入	2987	4180	5179	6283
现金	575	603	620	607	营业成本	1931	2828	3688	4557
应收账款	180	237	296	360	营业税金及附加	21	25	32	38
其它应收款	60	112	127	159	营业费用	160	219	271	329
预付账款	454	720	916	1141	管理费用	287	357	442	536
存货	392	610	768	956	财务费用	84	178	236	262
其他	40	38	50	63	资产减值损失	8	20	20	20
非流动资产	4804	6165	7790	8281	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	65	95	125
固定资产	2552	4805	6590	7104	营业利润	529	619	586	666
无形资产	374	456	548	636	营业外收入	96	134	250	315
其他	1321	722	425	285	营业外支出	14	28	35	50
资产总计	6506	8486	10566	11567	利润总额	611	725	801	931
流动负债	1544	1994	2880	3184	所得税	78	109	120	140
短期借款	400	806	1435	1507	净利润	533	616	681	791
应付账款	409	594	790	968	少数股东损益	42	60	60	60
其他	735	594	654	708	归属母公司净利润	491	556	621	731
非流动负债	2135	3121	3721	3720	EBITDA	817	1107	1324	1565
长期借款	2118	3118	3718	3718	EPS（元）	1.03	1.17	1.31	1.54
其他	18	3	3	3					
负债合计	3680	5115	6600	6904	主要财务比率				
少数股东权益	260	320	380	440	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	475	475	475	475	成长能力				
资本公积	870	870	870	870	营业收入	21.5%	40.0%	23.9%	21.3%
留存收益	1171	1656	2190	2827	营业利润	24.0%	16.9%	-5.3%	13.6%
归属母公司股东权益	2566	3051	3586	4223	归属于母公司净利润	20.4%	13.1%	11.7%	17.8%
负债和股东权益	6506	8486	10566	11567	获利能力				
					毛利率	35.4%	32.3%	28.8%	27.5%
					净利率	16.5%	13.3%	12.0%	11.6%
					ROE	19.1%	18.2%	17.3%	17.3%
					ROIC	11.6%	10.4%	8.4%	8.7%
					偿债能力				
					资产负债率	56.6%	60.3%	62.5%	59.7%
					净负债比率	80.27	79.94%	81.56	79.20%
					流动比率	1.10	1.16	0.96	1.03
					速动比率	0.85	0.86	0.70	0.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.54	0.57
					应收账款周转率	14	14	14	13
					应付账款周转率	5.22	5.64	5.33	5.18
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	1.03	1.17	1.31	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.89	2.31	2.64
					每股净资产(最新摊薄)	5.40	6.42	7.55	8.89
					估值比率				
					P/E	12.37	10.93	9.79	8.31
					P/B	2.37	1.99	1.70	1.44
					EV/EBITDA	10	7	6	5

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