

审慎推荐-A (维持)

祁连山 600720.SH

目标估值: N.A 元

当前股价: 10.54 元

2012 年 10 月 17 日

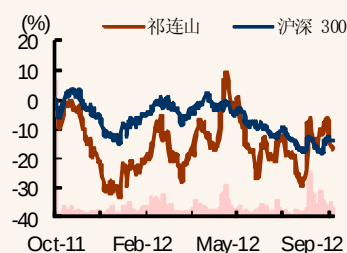
三季度量价回升，逐步进入淡季

基础数据

上证综指	2099
总股本(万股)	47490
已上市流通股(万股)	47480
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	65.5%
主要股东	中国中材股份
主要股东持股比例	12.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	1	-16
相对表现	-3	12	-3



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、祁连山(600720)一产能大幅扩张，享受西部大开发推进的盛宴，2010/7/27
- 2、祁连山(600720)一二季度企稳回升，基建敏感品种，2012/8/9

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

公司公布 2012 三季度业绩，实现归属上市公司净利润 1.67 亿元，同比下降 57.5%，单季度 1.41 亿元，同比-3.95%；二季度开始出现价格回升，单季度扭亏为盈，三季度实现吨净利 30 元左右，公司需求受基建影响较大。

- 2012 三季度净利润同比-3.95%，降幅收窄，基本符合预期。1-3 季度实现销售收入 32.1 亿元，同比增 14.2%；营业利润 1.02 亿元，归属上市公司净利润 1.67 亿元，同比-78.6%、-57.5%。基本 EPS0.35 元，二季度单季度 0.296 元，基本符合预期。扣除非经常性损益 EPS0.34 元。
- 三季度量价环比回升导致盈利能力提升，营业外收入亦有贡献：单季度来看综合毛利率 24.6%，环比回升 3.6 个点。净利率 10.4%，环比回升 2.2 个点。营业外收入增长 29%，略超预期。三季度单季度吨毛利约为 74 元，单季度吨净利 31 元，环比二季度回升 8.3、7.4 元。累计吨毛利、吨净利分别为 60、15 元。1-3 季度累计吨销售费用、吨管理费用、吨财务费用为 15、19、18 元，环比-0.6、-2.8、-2.9 元。吨营业外收支 8.5 元，环比上升 1.6 元。
- 需求对基建敏感，维持“审慎推荐-A”的投资评级，不过开始步入淡季。公司面向甘肃、青海两省。借助今年二季度的部分铁路项目的开工，甘肃区域实现一定幅度提价，二季度出货量逐月上升，并扭亏为盈，三季度开始出货情况继续维持高位，9 月基本是年内高点，三季度达到了吨净利 30 元左右的水平。今年区域内新增线有限：主要是公司自身的酒钢宏达 5000t/d，明年下半年后新增线可能增多。公司目前产能 1800 万吨左右，两年后规划产能达到 3000 万吨，所在区域量的增长要好于东部。不过中期看 2012-2013 年在建线的产能或将达到 2000 万吨左右，2011 年甘青两省的水泥需求为 3746 万吨。我们预测 2012-2014 年 EPS 为 0.36、0.64、0.70，预计配股在三季报后将取得实质性进展。
- 风险提示：基建需求低于预期、产能超预期释放。

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2987	3625	4401	5329	6675
同比增长	21%	21%	21%	21%	25%
营业利润(百万元)	529	358	119	301	339
同比增长	24%	-32%	-67%	152%	13%
净利润(百万元)	491	332	171	305	333
同比增长	20%	-32%	-49%	79%	9%
每股收益(元)	1.03	0.70	0.36	0.64	0.70
PE	10.2	15.1	29.5	16.5	15.1
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 分季度盈利情况 (单季度)

(百万元)	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入	1121	1124	817	469	1387	1352
营业毛利	416	340	163	29	292	333
营业费用	49	53	49	35	64	67
管理费用	76	83	145	54	76	79
财务费用	35	50	67	47	76	74
投资收益	23	27	16	8	20	25
营业利润	267	165	-122	-104	84	122
归属母公司净利润	207	147	-61	-88	114	141
EPS (元)	0.43	0.31	-0.13	-0.18	0.24	0.30
主要比率						
毛利率	37.1%	30.3%	20.0%	6.1%	21.1%	24.6%
营业费用率	4.4%	4.7%	6.0%	7.4%	4.6%	5.0%
管理费用率	6.8%	7.4%	17.7%	11.6%	5.5%	5.9%
营业利润率	23.8%	14.7%	-14.9%	-22.1%	6.1%	9.0%
有效税率	22.8%	23.5%	25.7%	18.4%	4.6%	10.9%
净利率	18.4%	13.0%	-7.4%	-18.7%	8.2%	10.4%
YoY						
收入	27.0%	29.9%	15.0%	-16.7%	23.7%	20.3%
归属母公司净利润	19.7%	-3.2%	-164.3%	-318.1%	-44.7%	-4.0%

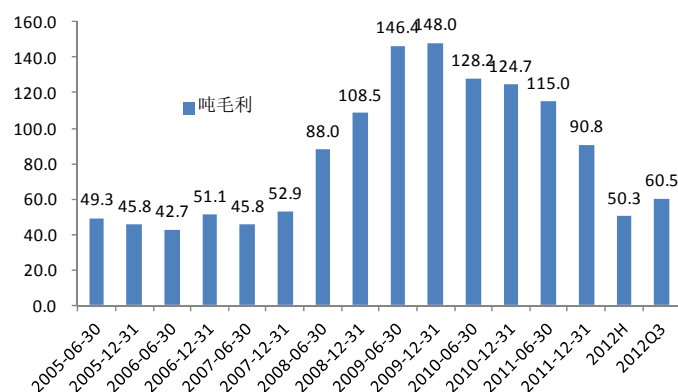
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 公司分区域销售情况 (甘南新并表安多) - 中期

地区	营业收入 (万元)	yoy	占比
兰州区域	59489	-5.09%	32%
平庆区域	10998	-18.50%	6%
天水区域	37302	-2.73%	20%
陇南区域	31510	64.98%	17%
青藏区域	30416	-10.35%	16%
甘南区域	10437		6%
合计	185614		97%

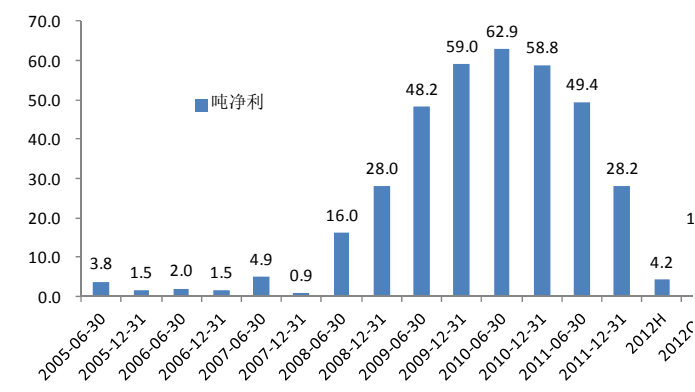
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 前三季度吨毛利



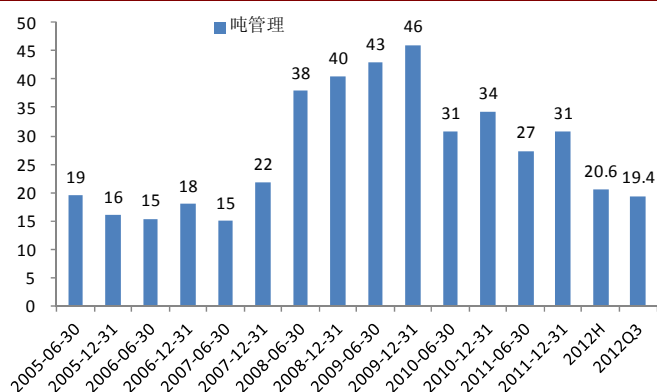
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 前三季度吨净利



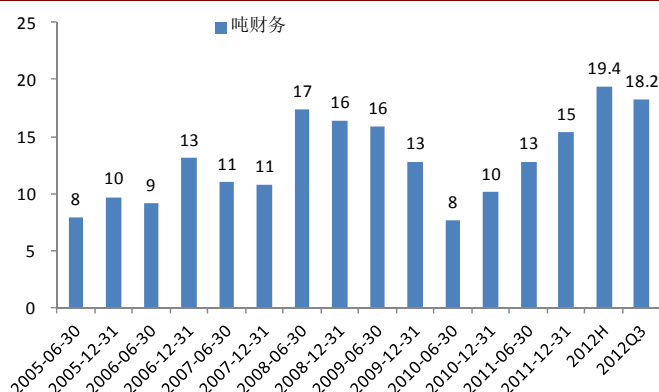
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 吨管理费用: 同比、环比有所下滑



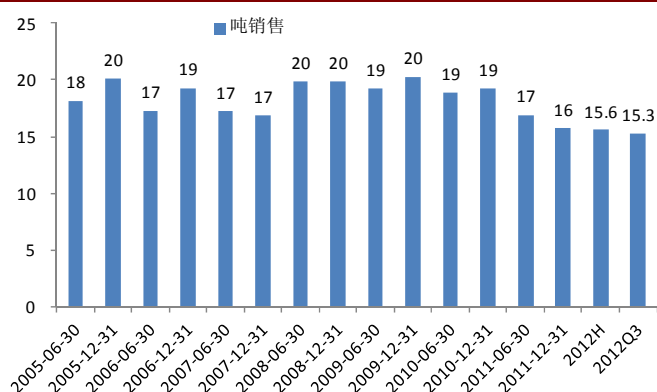
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 吨财务费用: 同比上升、环比下滑



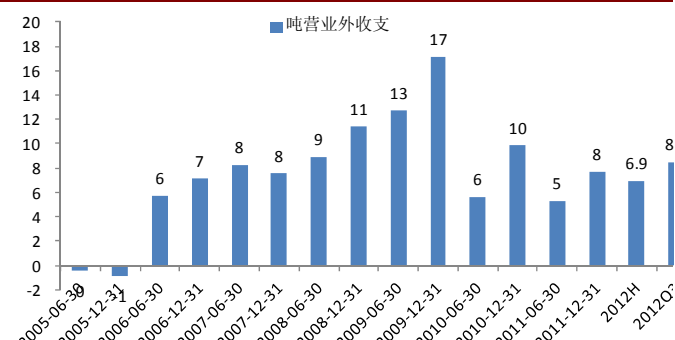
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 吨销售费用: 小幅下降



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 吨营业外收支



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 祁连山 2011 年投产产能以及在建产能情况, 在建合计 1040 万吨

	t/d	年产能 (万吨)	投产时间
永登三线	5000	200	2010 年底点火
青海二线	5000	200	2011 年上半年
漳县祁连山	3000	120	2011 年 3 月点火
文县祁连山 (60%)	2500	80	2011 年下半年
宏达建材 (60%)		100	未并表, 权益投资
宏达建材二期	5000	200	2012
古浪祁连山	5000	200	2013-2014
玉门祁连山	5000	200	2013-2014
张掖巨龙二期 (目前 26%)	5000	200	2013-2014
成县二期	3000	120	2013-2014
漳县二期	3000	120	2013

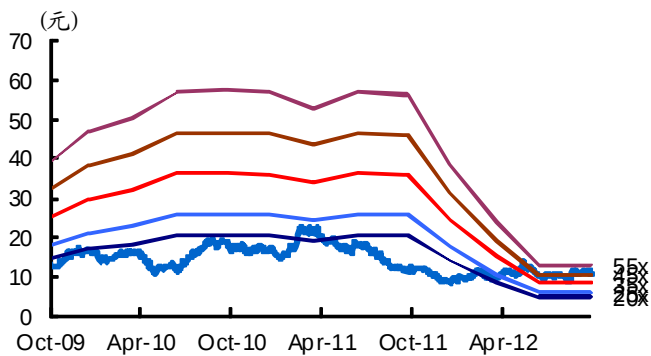
资料来源: 公司数据, 招商证券

表 4: 甘肃区域在建产能

	生产线(t/d)	年产能(万吨)
甘草二线	2500	100
中材白银二线	5000	200
永登交通水泥厂	5000	200
酒钢宏达	4500	200
祁连山漳县二期	5000	200
成县祁连山二期	5000	200
玉门祁连山	5000	200
古浪祁连山	5000	200
祁连山张掖二期	5000	200
寿鹿山水泥	2500	100
阿塞克	2500	100
合计		1900

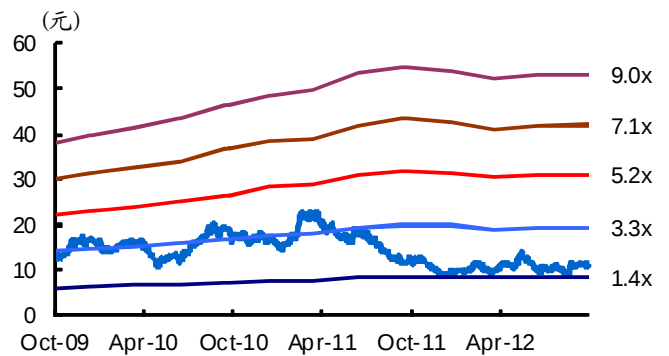
资料来源: 公司数据、行业协会、招商证券

图 11: 祁连山历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 12: 祁连山历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1702	2823	2551	2945	3639
现金	575	921	500	550	605
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	39	155	188	228	286
应收款项	180	569	601	586	734
其它应收款	60	143	22	21	20
存货	392	694	915	1178	1507
其他	456	340	324	382	488
非流动资产	4804	5909	6418	6746	6762
长期股权投资	558	633	633	633	633
固定资产	2552	4047	4618	4985	5034
无形资产	374	456	410	369	332
其他	1321	772	757	759	762
资产总计	6506	8731	8969	9691	10401
流动负债	1544	3205	3242	3758	4409
短期借款	400	1261	1581	1889	2237
应付账款	409	676	922	1086	1297
预收账款	66	69	94	81	104
其他	669	1199	646	702	771
长期负债	2135	2443	2502	2455	2212
长期借款	2118	2415	2473	2426	2183
其他	18	28	28	28	28
负债合计	3680	5648	5744	6213	6621
股本	475	475	475	475	475
资本公积金	870	892	892	892	892
留存收益	1171	1432	1566	1806	2091
少数股东权益	260	231	238	252	269
母公司所有者权益	2566	2852	2986	3226	3511
负债及权益合计	6506	8731	8969	9691	10401

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	628	439	899	870	709
净利润	491	332	171	305	363
折旧摊销	0	0	421	477	491
财务费用	0	0	270	290	246
投资收益	0	0	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	0	0	133	(312)	(406)
其它	136	106	(20)	184	91
投资活动现金流	(1955)	(1402)	(890)	(806)	(507)
资本支出	0	0	(900)	(800)	(500)
其他投资	(1955)	(1402)	10	(6)	(7)
筹资活动现金流	1144	1261	(431)	(14)	(148)
借款变动	0	0	(199)	267	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(37)	(65)	(78)
其他	1144	1261	(195)	(215)	(170)
现金净增加额	(184)	298	(421)	50	55

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2987	3625	4401	5329	6675
营业成本	1931	2526	3443	4056	5189
营业税金及附加	21	23	28	34	33
营业费用	160	186	255	298	374
管理费用	287	364	352	416	521
财务费用	84	181	270	290	246
资产减值损失	8	62	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	75	75	75	75
营业利润	529	358	119	301	379
营业外收入	96	98	118	118	118
营业外支出	14	7	7	7	7
利润总额	611	449	230	412	490
所得税	78	102	52	93	111
净利润	533	348	178	319	380
少数股东损益	42	15	8	14	17
母公司所有者净利润	491	332	171	305	363
EPS（元）	1.03	0.70	0.36	0.64	0.76

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	21%	21%	21%	21%	25%
营业利润	24%	-32%	-67%	152%	26%
净利润	20%	-32%	-49%	79%	19%
获利能力					
毛利率	35.4%	30.3%	21.8%	23.9%	22.3%
净利率	16.5%	9.2%	3.9%	5.7%	5.4%
ROE	19.1%	11.7%	5.7%	9.5%	10.3%
ROIC	9.3%	5.5%	4.0%	5.7%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	64.7%	64.0%	64.1%	63.7%
净负债比率	45.4%	51.5%	47.9%	47.1%	44.8%
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	5.8	4.7	4.3	3.9	3.9
应收帐款周转率	20.1	9.7	7.5	9.0	10.1
应付帐款周转率	5.2	4.7	4.3	4.0	4.4
每股资料(元)					
每股收益	1.03	0.70	0.36	0.64	0.76
每股经营现金	1.32	0.92	1.89	1.83	1.49
每股净资产	5.40	6.01	6.29	6.79	7.39
每股股利	0.15	0.15	0.08	0.14	0.16
估值比率					
PE	10.2	15.1	29.5	16.5	13.9
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.3	3.3	3.3	2.5	2.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。