

分析师：徐永超

执业证书编号：S0050209050129

Tel: 010-59355747

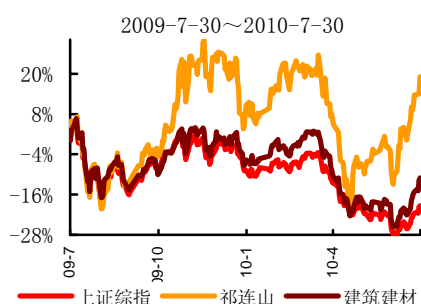
Email: xuyc@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**建筑建材****投资评级**

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	19.89

市场数据

市价(元)	16.12
上市的流通A股(亿股)	4.75
总股本(亿股)	4.75
52周股价最高最低(元)	10.8-18.2
上证指数/深证成指	2648.12/10838.91
2009年股息率	0.54%

52周相对市场表现**相关研究****祁连山(600720.SH)****2010年中报点评****投资要点**

● 2010年上半年，公司实现营业收入14.11亿元，同比增长19.49%；归属于母公司净利润2.46亿元，同比增长53.77%；每股收益0.52元。业绩增长的主要原因产销量增长、资产减值损失减少、少数股东权益收购：水泥及熟料销量390万吨，同比增长24.36%；资产减值损失同比减少4122万元、少数股东损益同比减少1873万元。

● 上半年毛利率同比下降5.13个百分点至36.40%，原因在于统计口径变化、煤炭成本上涨。(1)报告期内，公司将大修费用等科目从管理费用调整计入成本（在该因素及内控提升的作用下，管理费用率同比下降3.53个百分点）；(2)煤炭购进均价同比上涨15元/吨左右，吞噬利润空间；(3)受青海、平凉地区产能投放影响，两地区水泥价格出现不同程度下跌，而兰州地区水泥均价略涨4.3%。

● 区域景气度仍将维持在较高水平。未来甘肃将打造全国循环经济示范区，基础设施及产业园区建设速度加快，推动固定资产投资保持高位，1-6月同比增长39%；需求旺盛拉动水泥产量快速增长，同期增速28%。2009年甘肃省新投产水泥产能480万吨，淘汰落后产能403万吨；10年上半年新增300万吨，目前来看，局部地区如平凉面临一定产能压力，区域内整体价格保持平稳，表明新增产能被市场消化。随着区域内重点工程建设进入用水泥高峰，未来水泥供需情况持续看好。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2458.36	3324.22	4884.28	6311.92
增长率(%)	34.05	35.22	46.93	29.23
归属母公司净利润	408.00	557.77	825.57	1054.87
增长率(%)	128.45	36.71	48.01	27.77
毛利率(%)	42.05	41.07	40.63	39.85
净资产收益率(%)	19.31	20.50	22.88	22.88
EPS(元)	0.94	1.17	1.74	2.22
P/E(倍)	18.76	13.72	9.27	7.26
P/B(倍)	3.75	2.81	2.12	1.66

来源：公司年报、民族证券

单位：百万元

自建线、并购提速，推动市场控制力增强。公司规划 2-3 年时间内，产能达到 2500-3000 万吨；在甘青地区市场份额提升至 60%左右。依靠中材股份，公司生产线建设及并购力度加强，这一目标实现的可能性较大。

(1) **生产线建设：**09 年中期投产的青海线和今年 2 月投产成县、甘谷线共计 3 条 2500t/d 生产线，将在今年释放产能。在建定西、湟中、永登三线合计产能 500 万吨，预计今年年底之前建成投产；拟建文县项目水泥产能 100 万吨。成本节约方面，平凉余热发电站 5 月并网，拟建成县、漳县、永登、青海和甘谷等 5 个余热发电项目，合计装机容量 39MW。余热发电站的运行有助于压缩生产成本，从而提升盈利空间。

(2) **并购：**区域内水泥企业数量众多，存在整合基础。①**外部收购：**5 月底公司收购宏达建材的 60%股权进入河西走廊，增加产能 320 万吨（其中在建 200 万吨）。未来潜在的收购目标包括张掖 100 万吨、甘南 130 万吨、陇南 100 万吨等。②**内部整合：**大股东中材股份布局西北地区水泥企业，存在整合旗下水泥资产的需要。在宁夏、甘肃、青海地区拥有两家上市公司祁连山、赛马实业，且在 09 年收购祁连山时曾承诺，两年内解决同业竞争问题。未来可能以祁连山为平台整合甘青市场。目前，中材股份在甘肃境内的水泥生产线为 3 条，合计产能 400 万吨。

● **盈利预测及评级。**维持公司 10-12 年 EPS 分别为 1.17 元、1.74 元、2.22 元，维持“推荐”评级。

图 1 兰州 P042.5 级水泥价格

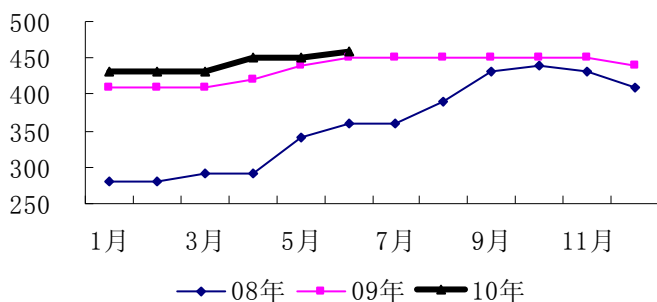
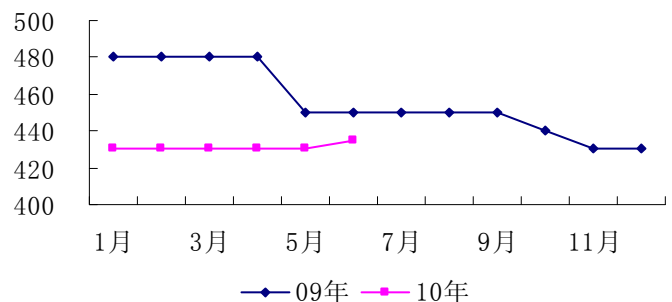


图 2 西宁 P042.5 级水泥价格



资料来源：数字水泥网、民族证券

资料来源：数字水泥网、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,691	2,090	3,120	4,290
现金及等价物	760	969	1,512	2,238
应收帐款	129	164	241	311
存货	280	347	511	687
其它流动资产	651	774	1,097	1,366
非流动资产	2,927	3,357	3,773	4,165
长期股权投资	4	4	4	4
非营业投资	6	6	6	6
固定资产及其他	2,895	3,321	3,724	4,105
递延所得税资产	22	27	39	50
资产总计	4,618	5,448	6,893	8,455
流动负债	1,029	1,057	1,400	1,760
短期借款	370	427	471	519
应付帐款	331	248	361	478
预收账款	150	109	165	229
其它流动负债	179	273	403	534
非流动负债	1,277	1,388	1,483	1,546
长期借款	1,254	1,368	1,453	1,508
其它非流动负债	24	20	29	38
负债合计	2,307	2,445	2,882	3,306
少数股东权益	199	282	403	540
归属于母公司所有者权益	2,113	2,721	3,608	4,610
负债和股东权益	4,618	5,448	6,893	8,455

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,458	3,324	4,884	6,312
营业成本	1,425	1,959	2,900	3,797
营业税金及附加	19	27	39	50
销售费用	140	183	269	347
管理费用	319	406	581	732
财务费用	88	113	141	168
资产减值损失	41	40	59	76
公允价值变动净收	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-
营业利润	427	597	895	1,141
营业外收入	121	140	195	252
营业外支出	2	-	-	-
利润总额	545	737	1,091	1,394
所得税	77	103	153	195
净利润	468	634	938	1,199
少数股东损益	60	76	113	144
归属母公司净利润	408	558	826	1,055
EPS（元）	0.86	1.17	1.74	2.22
EBITDA	717	924	1,292	1,436

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	34.05%	35.22%	46.93%	29.23%
营业利润	119.84%	39.92%	49.90%	27.46%
归属母公司净利润	128.45%	36.71%	48.01%	27.77%
获利能力				
毛利率	42.05%	41.07%	40.63%	39.85%
净利率	16.60%	16.78%	16.90%	16.71%
ROE	19.31%	20.50%	22.88%	22.88%
偿债能力				
资产负债率	49.94%	44.88%	41.81%	39.10%
流动比率	1.64	1.98	2.23	2.44
速动比率	0.96	1.20	1.39	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.66	0.79	0.82
应收帐款周转率	19.92	22.69	24.13	22.86
应付帐款周转率	5.00	6.26	9.01	9.05
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.17	1.74	2.22
每股经营现金	1.45	1.35	2.18	2.64
每股净资产	4.45	5.73	7.60	9.71
估值比率				
P/E	18.76	13.72	9.27	7.26
P/B	3.75	2.81	2.12	1.66

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	687	643	1,035	1,253
净利润	468	691	1,008	1,138
资产减值准备	41	40	59	76
折旧和摊销	161	174	197	219
公允价值变动损失	-	-	-	-
财费用	88	47	60	69
营运资本变动	-63	-305	-276	-238
投资收益	-	-	-	-
投资活动现金流	-958	-600	-600	-600
资本支出	-963	-600	-600	-600
其它	5	-	-	-
融资活动现金流	659	166	108	72
权益性融资	645	-	-0	0
负债净变化	103	213	168	142
财务费用	-88	-47	-60	-69
现金净增加额	388	209	543	726

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn