

2014年08月08日

祁连山 (600720)

——业绩符合预期，区域需求稳定增长，边际供需格局改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年08月07日

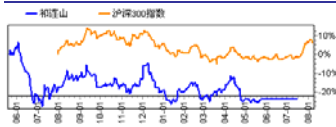
收盘价(元)	7.02
一年内最高/最低(元)	8.16/6.02
上证指数/深证成指	2188/7873
市净率	1.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5449

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	5.69
资产负债率%	56.12
总股本/流通A股(百万)	776/776
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《祁连山(600720)——业绩符合预期，区域需求旺盛，边际供需格局改善》 2014/04/24

《祁连山(600720)三季报点评：甘青区域需求旺盛，龙头企业价升量涨》 2013/10/21

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818x7216
xiangwq@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

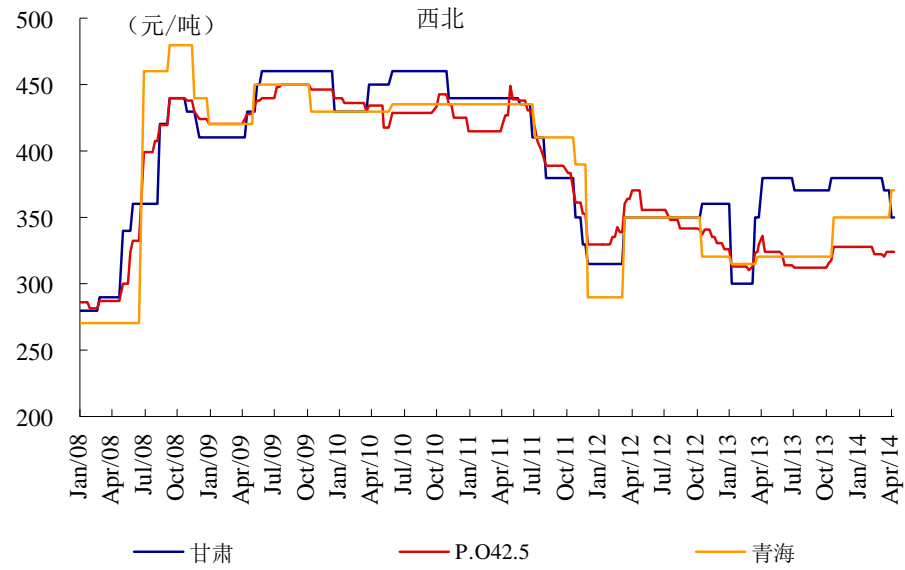
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	5,813	37	465	168	0.60	29.5	11.2	11	8
2014H1	2,791	21	258	135	0.33	29.2	5.8		
2014E	6,577	13.1	597	28.4	0.77	30.4	12.8	8.8	7.3
2015E	7,569	15.1	735	23.3	0.95	30.6	13.6	7.1	5.9
2016E	8,286	9.5	875	19.0	1.13	31.7	13.9	6.0	4.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **2014年上半年利润2.58亿元，同比增长135%，符合预期，其中2季度单季同比增长86.4%，折合EPS0.44元。**2014年上半年公司实现营业收入27.91亿元，同比增长20.72%。实现归属母公司净利润2.58亿元，同比增长135%，折合EPS0.33元，符合预期。2季度公司实现营业收入20.77亿元，同比增长20.12%，实现归属母公司净利润3.43亿元，同比增长86.4%，折合EPS0.44元。2季度公司主营业务毛利率为33%，同比上升5%，环比上升15%。
- **吨净利大幅提升，量增价涨促进业绩增长。**13年公司投产漳县、古浪两条生产线，新增产能374万吨；14年5月份投产成县祁连山生产线，新增产能187万吨。随着公司产能规模的扩张，上半年实现水泥熟料销售991万吨，比去年同期增加约205万吨，同比提高26.1%。同时受益公司成本控制和煤炭价格下滑，上半年吨净利26元，相比去年同时期增长12元/吨，环比增幅85.7%。1-6月份甘肃地区水泥均价365元/吨，同比增长5.5%。上半年公司水泥吨毛利82元/吨，比去年同期增长4.34元，环比增幅5.57%。
- **受益丝绸之路，区域供需格局持续改善。**公司新投产成县祁连山水泥二期，未来玉门、古浪祁连山二期、武山、红古等生产线将陆续释放产能，预计新增产能在500万吨左右。今年年初和西藏开发投资集团合作共建西藏子公司，加快生产线建设，将受益西藏地区水泥高盈利水平。从需求来看，1-6月份甘青地区水泥产量累计增速12.7%和6.6%，高于全国3.6%的增速水平。目前甘青地区仅新增成县祁连山一条生产线，随着天气转暖，甘青市场基建项目众多，区域水泥需求量保持稳定增长。区域受益丝绸之路经济带建设，基础设施建设加码，下半年需求有望增长。甘肃市场除祁连山外，在建产能共计6条，合计新增产能1061万吨。其中14年下半年临夏海螺、兰州甘草、兰州红狮三条生产线预计投产，产能总计561万吨，预计下半年新增产能基本可以消化。此外玉门祁连山明年释放产能，天水天祥和天祝神鹰在建项目因资金影响，目前处于停建状态，未来如果全部建成，新增水泥产能在500万吨。
- **维持增持评级。**甘肃地区处于“丝绸之路”经济带，未来水泥需求空间较大，另外近年来混凝土产能增长快速，我们维持14-16年EPS至0.77/0.95/1.13元，并维持“增持”评级。

图 1：甘肃、青海高标水泥价格走势



资料来源：数字水泥、申万研究

表 1：关键假设表

	2012	1Q2013	2Q2013	1H2013	3Q2013	2013	1H2014	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	1525	210	576	786	630	1898	991	2100	2400	2600
均价(元/吨)	253	253	273	268	286	279	280	285	287	290
成本(元/吨)	198	209	193	197	246	194	198	196	197	196
吨毛利(元)	56	44	80	71	40	84	82	89	90	94
吨费用(元)	56	86	50	60	42	54	56	62	57	5
吨净利(元)	11	-35	32	14	41	24	26	35	36	34

资料来源：申万研究

表 2：甘肃新增产能统计

生产线	设计规模 (t/d)	产能 (万吨/年)	投产时间
古浪祁连山	5000	155	2013年5月
2013H1 定西彰县二期	5000	155	2013年5月
甘肃山丹铁骑水泥	2500	77.5	2013年1月
2013H2 甘肃寿鹿山水泥有限公司二期	5000	155	2013年7月
兰州红狮水泥有限公司	4500	139.5	2013年7月
2013 新增总计		682	
成县祁连山水泥二期	4500	139.5	2014年5月
兰州甘草水泥	4500	139.5	2014年10月
2014 甘肃省天祝神鹰建材	5000	155	停建 N/A
兰州红狮水泥有限公司	4500	139.5	2014年1月
海螺临夏项目一期	4500	139.5	2014年8-9月
2014 新增总计		573.5	
山东崇正和古浪鑫淼精细化工合作建设	5000	155	N/A
2015 恒亚水泥	2000	62	N/A
敦煌水泥项目	2000	62	N/A
玉门祁连山水泥	4500	139.5	2015年

资料来源：申万研究

表 2：祁连山生产线一览表

生产线	规模 (t/d)	权益	类型	投产时间	熟料产能 (万吨)	水泥产能 (万吨)
永登祁连山	4*500	100%	湿法	特种水泥, 三线投产后淘汰		
	2500	100%	新型干法		73	95
	2500	100%	新型干法		73	95
	5000	100%	新型干法	2010年12月	146	190
红古祁连山	2*1000	41%	干法	成本高		72
	700	41%	干法	报废		22
	2500	41%	新型干法		73	95
平凉祁连山	2500	98%	新型干法		73	95
天水祁连山	1000	100%	立窑预热回转窑	成本高	29	38
	1500	100%	新型干法		44	57
甘谷祁连山	1000	100%	新型干法	新干法	29	38
	3000	100%	新型干法	2010年2月	88	114
陇南成县	3000	100%	新型干法	2010年8月	88	114
定西漳县	3000	100%	新型干法	2011年3月	88	114
宏达建材	3000	60%	新型干法	2010年6月收购	87.6	113.88
宏达建材二期	5000	60%	新型干法	2012年10月	146	189.8
张掖巨龙祁连山	2500	26%	新型干法	2011年3月收购	73	94.9
夏河安多	3500	65%	新型干法	2011年10月收购	102.2	132.86

陇南文县	2500	60%	新型干法	2011年5月	73	94.9
青海	2500	100%	大通河		73	95
	3000	100%	新型干法	2009年5月	88	114
	4500	100%	新型干法	2011年10月	131	171
古浪祁连山	5000	100%	新型干法	在建, 2013年2季度	146	189.8
定西彰县二期	5000	100%	新型干法	在建, 2013年2季度	146	189.8
成县祁连山水泥二期	4500	100%	新型干法	2014年5月	144	189.8
合计					1870	2525

在建拟建项目

玉门祁连山水泥	4500		新型干法	2015	144	187
古浪祁连山水泥二期	4500		新型干法	2015	144	187
合计					2158	2899

资料来源：卓创水泥，申万研究

表 3：利润表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	4248	5813	6577	7569	8286
二、营业总成本	4217	5410	5834	6617	7112
其中：营业成本	3348	4097	4579	5250	5662
营业税金及附加	28	41	46	53	58
销售费用	220	275	342	394	423
管理费用	358	479	566	651	713
财务费用	271	278	266	249	241
资产减值损失	(7)	241	35	20	15
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	61	94	65	65	65
三、营业利润	92	497	808	1017	1239
加：营业外收入	137	189	100	100	100
减：营业外支出	6	10	6	0	6
四、利润总额	223	676	902	1117	1333
减：所得税	50	136	209	263	317
五、净利润	173	540	693	854	1016
少数股东损益	(0)	75	96	119	141
归属于母公司所有者的净利润	174	465	597	735	875
六、基本每股收益	0.37	0.6	0.77	0.95	1.13
全面摊薄每股收益	0.43	0.22	0.77	0.95	1.13

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。