



# 海螺入驻迈出实质性步伐

## 买入 评级

### 事件:

6月20日青松建化发布定增结果,安徽海螺及其子公司芜湖海螺以每股13.53元的价格分别认购增发股份10780万股和3000万股,合计持股比例达到19.99%,成为公司第二大股东。

7月12日青松建化再次发布公告,召开临时股东大会表决通过海螺集团总经理任勇进入公司的董事会。

### 点评:

“十二五”跨越式发展奠定新疆水泥长期需求,短期产能过快扩张令价格承压。2011年新疆交通固定资产投资增速66%,房地产投资增速49%，“十二五”期间固定资产投资的跨越式增长有效打开了水泥长期需求空间。但是,近两年疆内水泥产能增长迅猛,远超过需求增速,短期水泥价格下行压力明显,上半年南疆市场价格下跌幅度超过百元。

扮演“白马骑士”进军新疆水泥市场,海螺和青松有望实现双赢格局。海螺水泥借力青松建化作为切入新疆水泥市场,在水泥主业新项目投资、项目工程建设和管理、收购兼并、水泥市场整合等方面开展合作,积极实施“西进”战略,拓展市场版图,巩固龙头地位。而青松建化则利用海螺水泥的技术、管理和项目建设等优势,改变在疆内竞争中的被动弱势地位,以谋重塑行业生态格局。

海螺核心高管入驻青松,意味着复制“巢东模式”迈出实质步伐。作为水泥业的领头羊,海螺在成本控制上独具优势,此前巢东股份被海螺入主后,在技术创新、费用控制等方面大幅改善,盈利业绩迅速交出亮丽成绩单。此次海螺派出集团总经理进驻,标志海螺全面介入青松建化管理改革的强大决心,预计“无控股权,有管理主导权”的巢东模式或在青松复制。

海螺高价参与定增凸显战略信心和长期价值。作为行业内独具慧眼的实业资本,海螺在水泥企业收购中遵循两条原则:一是收购两年之内必须实现正投资收益;二是收购七年之内收回成本。海螺以13.53元/股的价格收购青松目前为11.01元的股权,体现了海螺对这块资产未来盈利能力的充分信心。

预测2012、2013年公司EPS分别为0.58和1.03元,对应当前股价PE为18.91和10.73,但是,基于海螺入驻和兵团资产注入预期,我们给予公司“买入”评级。

### 建材行业研究组

#### 分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

#### 沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

### 市场表现



数据来源: WIND

### 股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	61375	7800 股
20110930	56445	8481 股
20100630	42885	11162 股

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20111231	20110630
机构持股	24201 万股	32165 万股
占流通 A 股比例	50.56%	67.19%
持股家数及退出	10	78

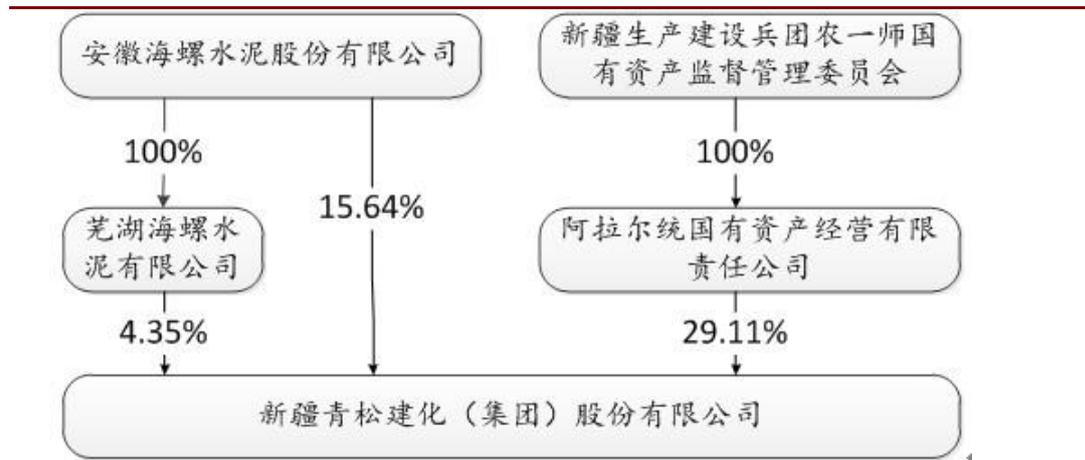
数据来源: WIND

## 一、定向增发进展情况

5月31日，海螺水泥与新疆生产建设兵团农业建设第一师、青松建化签订《合作框架协议》，约定海螺水泥以13.53元每股的价格认购青松建化非公开发行股票1.5亿股；完成后海螺水泥委派一名董事。同时，海螺水泥与青松建化开展全面合作，推进新疆地区水泥产业的整合；农一师将在煤炭、石油、天然气等资源项目方面对青松建化予以支持，青松建化将和海螺水泥共同开发。

6月20日青松建化发布《非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》，以每股13.53元的价格，定向增发21070万股，募集资金28.51亿，较此前上限缩水20%。其中安徽海螺及其子公司芜湖海螺分别认购青松建化增发股份10780万股和3000万股，分别持股15.64%和4.35%，分列第二大和第四大股东，公司定向增发后的股权结构如下：

图 1-1: 公司主要股东



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 二、海螺进驻管理层——海螺模式的复制

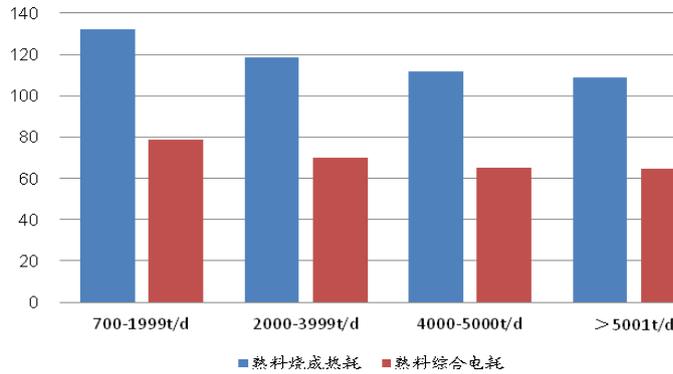
根据公司6月27日的公告，将有海螺集团的总经理入驻公司的董事会。事实上，二者的合作已有一段时间，自2011年10月以来，青松建化先后派出两批管理人员到海螺水泥挂职培训。

### （一）生产技术的提升

此次海螺进入青松的管理层，一方面可以带来技术的创新。具体来说，一是提高新干法工艺应用占比；而是尽可能利用余热发电冲减能源成本。

所谓新型干法，主要指水泥窑外分解技术，是指在悬浮预热器与回转窑之间增设一个分解炉，在其中加入40%-60%的燃料，使燃料的燃烧放热过程与生料分解的吸热过程同时迅速进行，可大幅降低能耗。新型干法水泥回转窑比机立窑的单位热耗低39%，比湿法窑的单位热耗低81%，比干法中空窑的单位热耗低111%。海螺水泥是最早开始引用这项技术的国内水泥企业，目前使用新干法技术的生产线占公司所有生产线的82%，远高于行业平均水平。

图 2-1: 不同规模新型干法生产线能耗对比 (kg/t, kWh/t)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

另外,海螺水泥是国内水泥纯低温余热发电的最早使用企业,自 2005 年开始大规模建设余热发电项目,2006 年 8 月,公司首条自主设计、自行成套的日产 5000 吨水泥熟料余热发电项目在宁国水泥厂建成投运;到 2012 年 2 月,公司已建成 50 套机组,装机规模达到 697 兆瓦,年发电量 53 亿千瓦时,按照火力发电同口径计算,年节约 188 万吨标准煤,减排 488 万吨二氧化碳。

表 2-1: 国产低温余热发电设备经济效益估算表

装机容量 (千瓦)	每千瓦投资额 (元)	总投资额 (万元)	余热发电综合成本 (元/吨)	吨熟料余热发电量 (吨)	吨节约成本 (元)	全年节约成本 (万元)
7000	7000	4900	0.12	32	13.8	2060

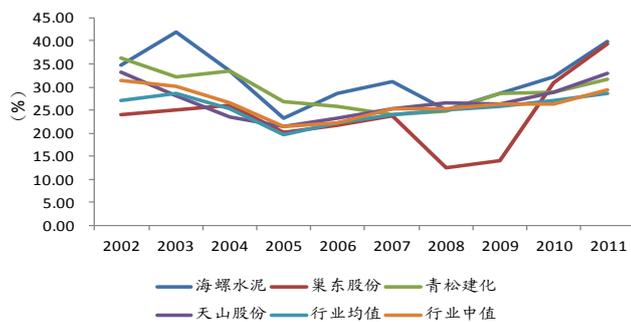
资料来源: Nautrust 分析, 宏源证券研究所

## (二) 管理效率的提升

作为水泥业的领头羊,海螺在成本控制上独具优势,表现为领先行业的高毛利和远低于行业水平的期间费用率。此外,海螺在往来贷款的管理方面,尽量压缩应收账款的回款期,尽可能延长应付账款的付款期,从而争取尽可能大的现金浮游,降低资金成本。

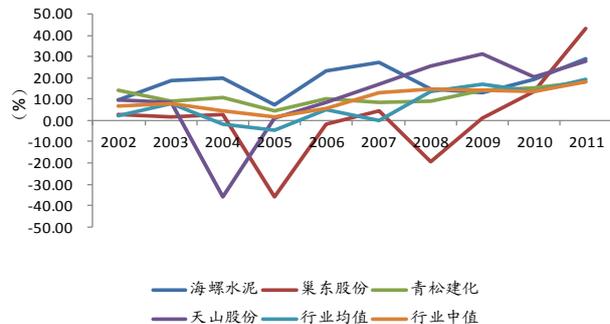
2006 年底海螺入主巢东股份,使得后者在应收账款管理和期间费用控制等方面均取得了大幅改善,此次介入青松建化管理层,是海螺模式的再次复制,有助于全面提升青松的管理效率。

图 2-2: 主要水泥公司毛利率



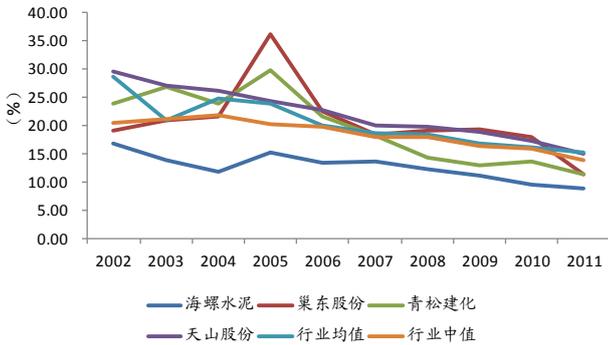
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-3: 主要水泥公司净资产收益率



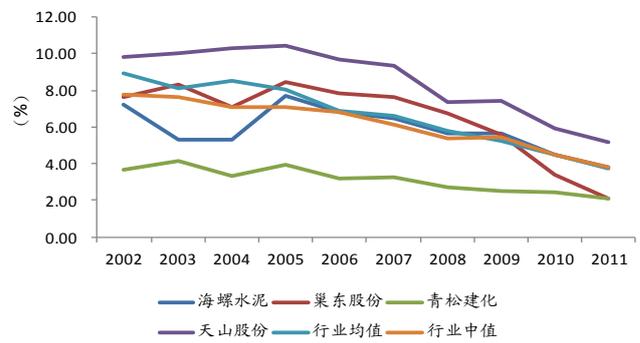
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-4: 主要水泥公司期间费用率



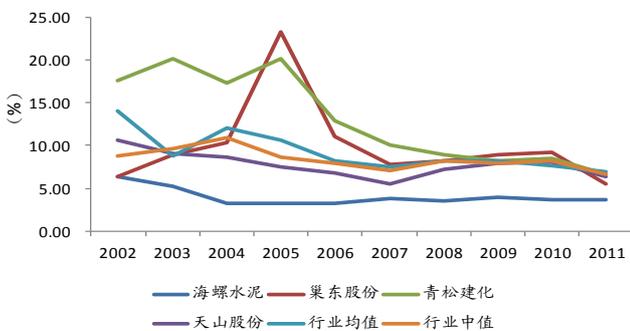
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-5: 主要水泥销售费用率



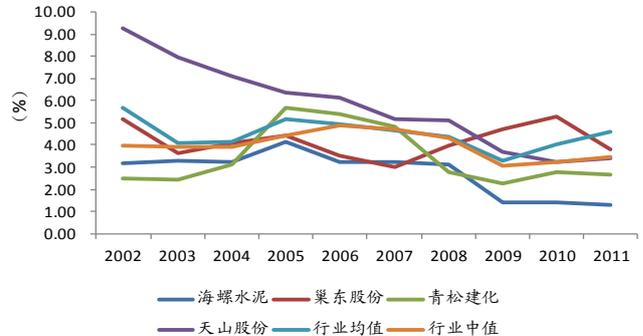
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-6: 主要水泥公司管理费用率



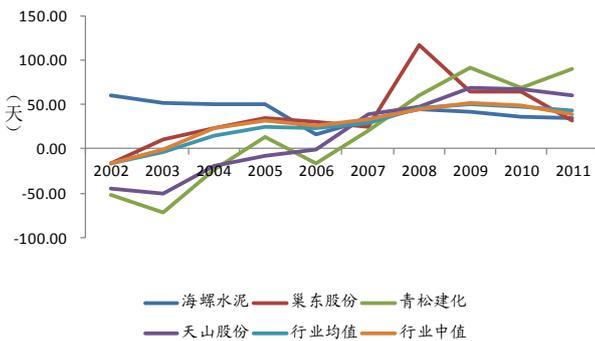
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-7: 主要水泥公司财务费用率



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-8: 主要水泥公司利用上下游无息现金天数



资料来源: WIND, 宏源证券

### 三、募集资金投向——产能向北疆扩张

受益于新疆大开发,特别是乌昌地区经济的迅速发展,公司在巩固南疆业务之余,积极向北疆进军,在此前的公告中拟将扣除发行费用后募集资金净额(即不超过 345,994.89 万元)用于水泥生产线的建设:

表 3-1: 青松建化募投项目

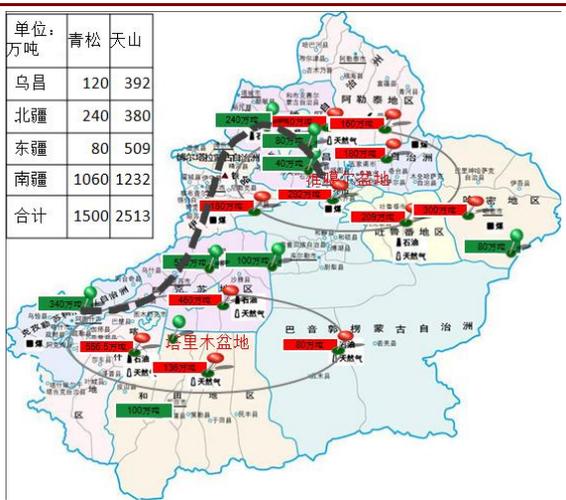
单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资	其中: 建设投资	拟募集资金	以募集资金置换预先投入自筹资金
1	克州青松水泥有限责任公司年产 260 万吨熟料新型干法水泥 (配套纯低温余热发电) 改扩建项目	95,415.00	87,415.00	95,415.00	43,604.10
2	库车青松水泥有限责任公司年产 300 万吨新型干法水泥改扩建 (配套纯低温余热发电) 项目	72,061.41	66,557.00	48,484.62	26,356.14
3	新疆青松建材有限责任公司 2×7500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目 (协同处理 2×300t/d 生活垃圾及配套纯低温余热发电)	202,095.27	196,159.27	202,095.27	14,441.61
合计		369,571.68	350,131.27	345,994.89	84,401.85

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

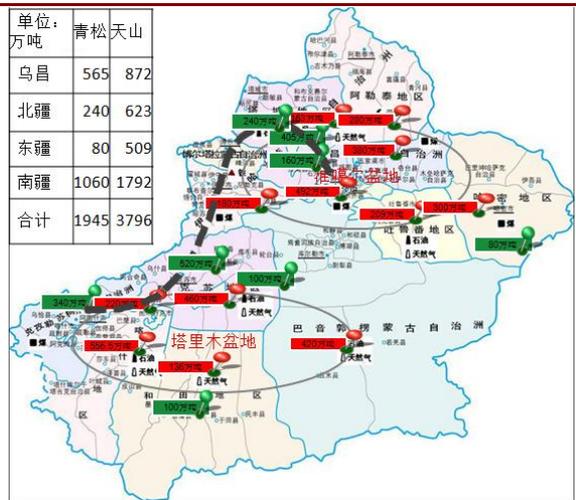
公司的水泥生产线一直秉持沿公路铁路建设, 考虑募投项目, 未来两年公司水泥产能布局如下, 其产能主要集中在于乌昌石、阿克苏和喀什-克州三个区域。

图 3-1: 公司及天山股份 2012 年产能分布



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 3-2: 公司及天山股份 2012 年产能分布



资料来源: 公司资料, 宏源证券

而根据公司的定向增发结果, 最终募集资金 28.51 亿, 扣除发行费用后净值 27.89 亿, 较计划缩水 19.4%, 仍有 6.71 亿的资金缺口。目前公司计划将其中 8.44 亿元用于置换前期投入的自筹资金, 另有不超过 4 亿元用于补充流动资金, 使用期限自股东大会批准之日起不超过 6 个月。目前此项议案已通过董事会和监事会审议, 拟与 7 月 19 日召开临时股东大会投票表决。

附表：公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2220	2442	3352	4216	<b>流动资产</b>	1555	4630	5183	5974
营业成本	1518	1807	2272	2751	现金	351	3461	3631	4112
营业税金及附加	15	17	27	34	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	47	51	70	89	应收票据	87	95	131	165
管理费用	146	125	171	215	应收款项	111	120	165	208
财务费用	59	89	79	78	其它应收款	19	18	26	32
资产减值损失	3	0	0	0	存货	585	608	820	959
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	402	329	410	498
投资收益	22	22	22	22	<b>非流动资产</b>	4395	4701	5063	5441
<b>营业利润</b>	454	375	754	1073	长期股权投资	307	307	307	307
营业外收入	126	126	126	126	固定资产	2744	4258	4634	5024
营业外支出	3	3	3	3	无形资产	148	133	120	108
<b>利润总额</b>	577	498	877	1195	其他	1196	2	2	2
所得税	83	71	126	171	<b>资产总计</b>	<b>5951</b>	<b>9331</b>	<b>10246</b>	<b>11415</b>
<b>净利润</b>	494	426	751	1024	<b>流动负债</b>	1645	1639	1873	2115
少数股东损益	29	25	44	60	短期借款	550	550	550	550
<b>归属于母公司净利润</b>	465	401	708	964	应付账款	670	797	1003	1214
<b>EPS (元)</b>	0.97	0.58	1.03	1.40	预收账款	95	113	142	172
<b>年成长率</b>					其他	330	179	179	179
营业收入	27%	10%	37%	26%	<b>长期负债</b>	1287	1226	1226	1226
营业利润	73%	-17%	101%	42%	长期借款	1226	1226	1226	1226
净利润	53%	-14%	76%	36%	其他	62	0	0	0
<b>获利能力</b>					<b>负债合计</b>	<b>2932</b>	<b>2865</b>	<b>3099</b>	<b>3340</b>
毛利率	31.6%	26.0%	32.2%	34.8%	股本	479	689	689	689
净利率	21.0%	16.4%	21.1%	22.9%	资本公积金	1318	4168	4168	4168
ROE	17.3%	6.6%	10.5%	12.7%	留存收益	898	1259	1896	2764
<b>偿债能力</b>					少数股东权益	325	349	393	453
资产负债率	49.3%	30.7%	30.2%	29.3%	归属于母公司所有者权 益	2694	6117	6754	7622
净负债比率	35.2%	19.0%	17.3%	15.6%	<b>负债及权益合计</b>	<b>5951</b>	<b>9331</b>	<b>10246</b>	<b>11415</b>
流动比率	0.9	2.8	2.8	2.8					
速动比率	0.6	2.5	2.3	2.4					
					<b>现金流量表</b>				

					项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营运能力</b>									
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	经营活动现金流	514	1245	1135	1469
存货周转率	3.2	3.0	3.2	3.1	投资活动现金流	(856)	(709)	(837)	(837)
应收帐款周转率	23.8	21.1	23.5	22.6	筹资活动现金流	918	2,573	(128)	(152)
应付帐款周转率	2.8	2.5	2.5	2.5	现金净增加额	576	3109	171	481
<b>每股资料 (元)</b>									
每股收益	0.97	0.58	1.03	1.40					
每股经营现金	1.07	1.81	1.65	2.13					
每股净资产	5.63	8.87	9.80	11.06					
每股股利	0.08	0.06	0.10	0.14					

**分析师简介:**

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生冯悦对报告亦有贡献。

**机构销售团队**

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jjahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。