

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 9.37元

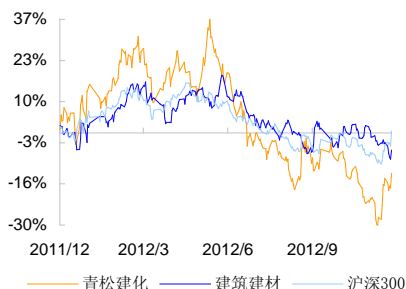
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2150.63
总股本(百万)	689
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	44
EPS	0.97
每股净资产(元)	5.63
资产负债率	50.42%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	5.76	-11.43	-26.97
建筑建材	10.70	6.53	-5.25
沪深300指数	6.48	2.50	-8.71



相关报告

青松建化 - 盈利见底, 静待景气回升

2012-10-31

青松建化 - 预减点评: 水泥盈利快速见底, 关注盈利见底后的回升力度

2012-10-11

青松建化 - 一季度亏损并不意味区域市场

高景气的结束 2012-05-02

青松建化

600425

强烈推荐

海螺增持和大股东减特点评

事件回顾: 最近有两件事引起了资本市场的关注和猜测, 其一是海螺继6月份参与青松定增(海螺水泥和芜湖海螺合计认购1.378亿股, 占青松建化总股本的19.99%), 近期又在二级市场累计增持青松建化613473股, 占青松总股本的0.09%; 其二是12月7日青松第一大股东统众公司通过上海大宗交易系统减持1000万股, 减持后统众公司持有青松1.90亿股, 占总股本的27.66%。

投资要点:

- **海螺和第一大股东股权比例的差距进一步缩小, 引发市场对于其成为第一大股东可能性的无限猜想。** 在二级市场增持后海螺水泥和芜湖海螺合计持有青松建化1.38亿股, 占总股本的20.08%, 而第一大股东统众公司减持后持有公司1.90亿股, 占总股本的27.66%, 两者的股权比例差值缩小为7.58%。此外, 市场又对谁接盘了统众公司减持的1000万股产生联想, 这一切都使得市场对于海螺成为青松第一大股东的可能性产生无限联想。
- **海螺若入主青松, 对其影响可参考海螺入主巢东股份的经验。** 2007年海螺正式接收巢东股份的经营管理后对巢东股份的影响主要体现在两个方面: 1. 新建了3条5000t/d新干法熟料线替代落后产能, 大幅提升窑运转率。公司的在职员工人数由2005年底的4283人大幅削减至11年底的1554人, 在具体指标上, 体现为: 1. 吨熟料职工数由05年底的21.4人/万吨大幅降至11年底的3.6人/万吨; 2. 管理费用率由05年底的10.27%降至11年底的5.47%。以此为鉴, 海螺若接手青松的经营管理, 则有望大幅提升公司的管理效率, 降低生产和管理成本, 但能否成为第一大股东有待进一步跟踪。
- **给予强烈推荐的投资评级。** 我们预计12-14年归属于母公司股东的净利润分别为0.82亿元/1.15亿元/1.61亿元, 对应12-14年的EPS分别为0.12元/0.17元/0.23元。当前股价仅对应12年1.3倍的PB, 考虑到公司的成长性, 给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示:

- 1. 新疆固定资产投资增速低于预期; 2. 新增产能投放超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	2339	2979	3420
收入同比(%)	27%	5%	27%	15%
归属母公司净利润	465	82	115	161
净利润同比(%)	53%	-82%	40%	40%
毛利率(%)	31.6%	14.1%	14.3%	15.8%
ROE(%)	17.3%	1.5%	2.1%	2.9%
每股收益(元)	0.67	0.12	0.17	0.23
P/E	14.81	83.76	59.93	42.69
P/B	2.56	1.29	1.27	1.23
EV/EBITDA	12	21	14	10

资料来源: 中投证券研究所

一、海螺增持和大股东减持引发市场无限联想

近期资本市场有两件事引发市场的关注和猜测。其一是，海螺继 6 月份参与青松定增（海螺水泥和芜湖海螺合计认购 1.378 亿股，占青松建化总股本的 19.99%），近期又在二级市场累计增持青松建化 613473 股，占青松总股本的 0.09%，增持后海螺合计持有青松 1.38 亿股，占总股本的 20.08%；其二是 12 月 7 日青松第一大股东统众公司通过上海大宗交易系统减持 1000 万股，减持后统众公司持有青松 1.90 亿股，占总股本的 27.66%。

表 1 第一大股东和海螺水泥持股比例变动情况

	统众公司（第一大股东）	海螺水泥（第二大股东）	股权比例差值
原先持股	股份数：2.00 亿股 占总股本比例：29.11%	股份数：无	29.11%
变动（+/-）	无	增发认购：1.37 亿股 占总股份比例：19.99%	-19.99%
变动（+/-）	减持：1000 万股 占总股本比例：1.45%	增持：613473 股 占总股本比例：0.09%	-2.54%
合计	股份数：1.90 亿股 占总股本比例：27.66%	股份数：1.38 亿股 占总股本比例：20.08%	7.58%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

在海螺增持和大股东统众公司减持后，海螺和第一大股东的股权持有比例的差距进一步缩小至 7.58%，加之市场对于大股东最近减持的 1000 万股的受让者存在猜测，海螺水泥是否能最终成为青松的第一大股东引发市场的无限联想。虽然青松建化是大股东统众为数不多的上市公司资源，统众公司不会轻易放弃控股股东的地位，但我们并不排除这种可能性的存在。

二、海螺入主巢东股份的经验可以引以为鉴

如果海螺水泥真的参与青松建化的经营管理，那么对于青松的影响可以参照海螺入主巢东股份的经验。海螺水泥从 04 年开始就逐步介入巢东股份的经营管理，以朱金德先生（此前担任海螺水泥董事、副总经理一职）当选为巢东股份的董事长为标志。但海螺完全接手巢东股份的经营管理始于 07 年，同期海螺水泥海螺和昌兴矿业分别受让巢东水泥集团持有的 3938.57 万股和 8000 万股（合计 1.19 亿股），黄炳均先生（昌兴矿业实际控制人）成为巢东水泥的实际控制人，而海螺成为巢东股份的 second 大股东和的实际管理者。

表 2 在巢东股份中任职的具有海螺背景的高层

	04 年	05 年	06 年	07 年至今
董事长	王俊	朱金德		
总经理	王俊	汤宣虎	汤宣虎	王彪
副总经理	汤宣虎			刘田田、王晓波

资料来源：公司公告，中投证券研究所

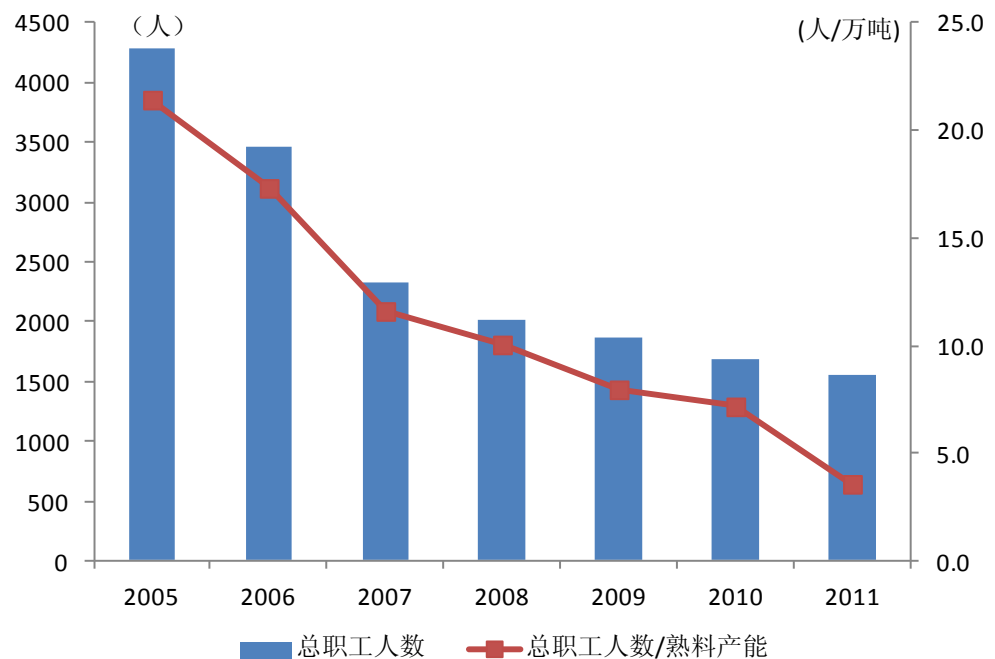
07年以后，巢东股份的高级管理层（总经理、副总经理等）基本都是海螺的背景。海螺主管巢东股份的经营管理以来，对巢东股份的积极影响体现在两个方面：1.新建了3条5000t/d的新干法熟料生产线，用以替代此前的落后产能，增强了公司生产线的竞争力（新线保持95%以上的窑运转率，较此前大幅提升）；2.精简人员，大幅提升公司成本竞争力，公司的在职职工人数由2005年底的4283人大幅削减至11年底的1554人。

表 307 年以后巢东股份陆续投产 3 条 5000t/d 熟料线

	投产熟料线	产能规模(万吨)	窑运转率	投产时间
1	海昌一期一线	150	>95%	2009
2	海昌一期二线	150	>95%	2011
3	海昌二期一线	150	>95%	2012

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 海螺接手后巢东股份在职职工人数和吨熟料职工数都大幅降低

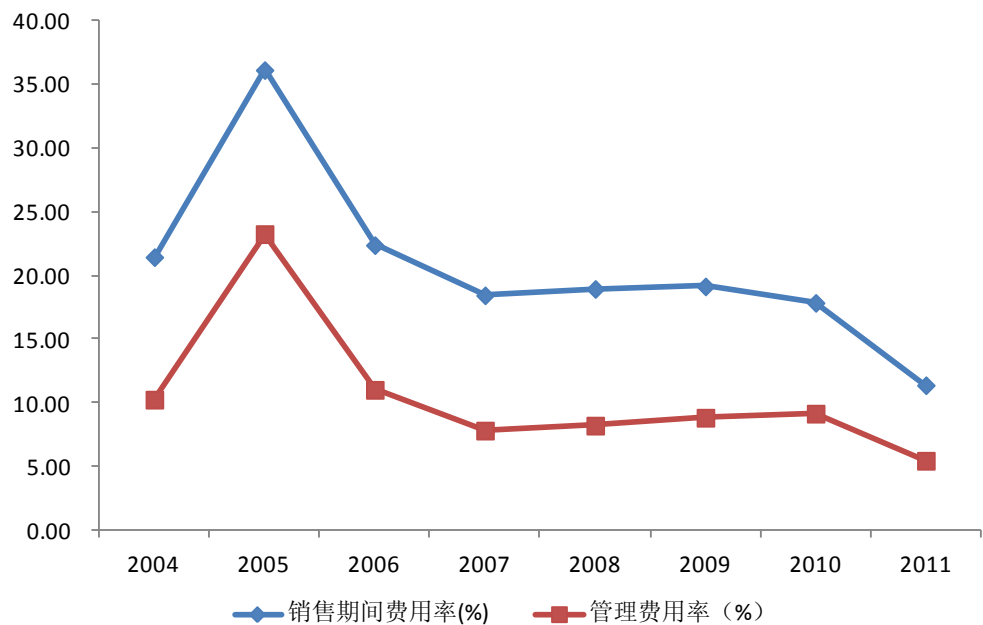


资料来源：wind，中投证券研究所

海螺入主巢东股份之后，通过自建新线（3条5000t/d熟料生产线）和往外分流（将巢东股份的员工分流至海螺在英德的熟料生产线上）将在职员工的总量和单吨熟料产能对应的职工人数两项指标都大大降低：吨熟料产能对应的职工人数由05年的21.4人/万吨大幅降至11年底的3.6人/万吨，降幅达83.2%。

窑运转率的大幅提升和吨熟料产能对应的职工数量的大幅降低使得巢东股份的生产成本和管理成本都大幅降低：11年巢东股份的期间费用率水平降至11.40%。而05年为36.15%，11年管理费用率降至5.46%，而05年为23.27%。

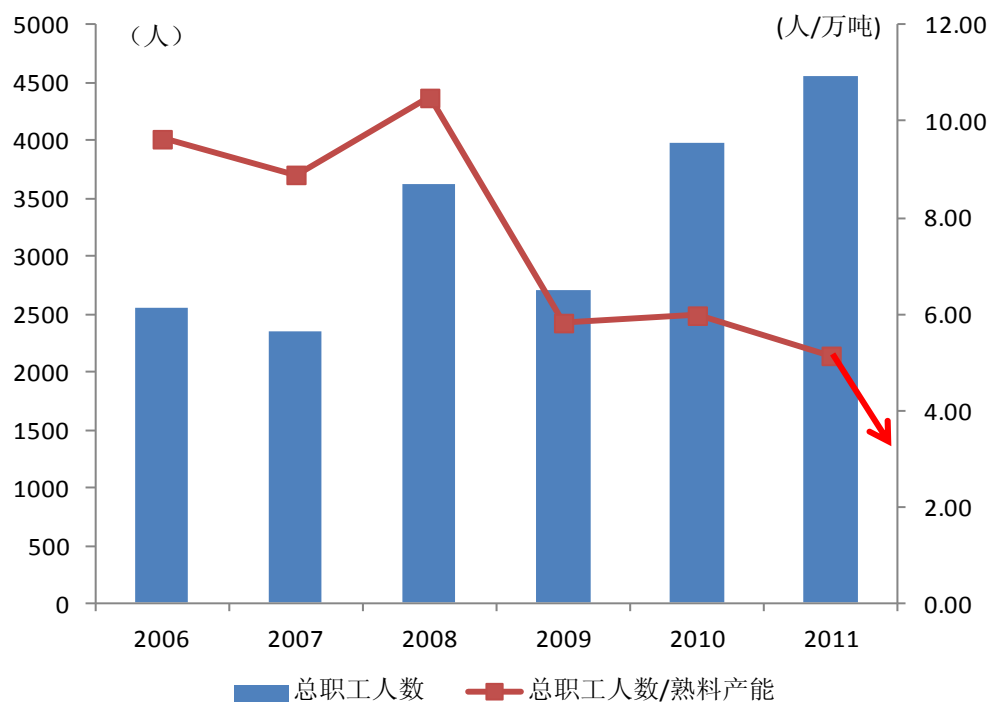
图 2 海螺入主后巢东股份的费用率水平大幅降低



资料来源：公司公告, 中投证券研究所

参考巢东股份的经验，我们认为若海螺入主青松建化，也将大幅度提升公司的管理经营效率，降低生产和管理成本，提升公司的竞争力。当前青松建化吨熟料产能对应的在职员工数在 5 人/万吨左右，对比巢东股份的 3.6 人/万吨具有较大的下降空间，如果海螺水泥接手青松建化的经营管理，有理由相信公司的这一指标会得到较大幅度的改善，费用率有望随之大幅降低。

图 3 青松建化的管理指标有较大下降空间



资料来源：wind, 中投证券研究所

三、投资建议：强烈推荐

我们预计 12-14 年归属于母公司股东的净利润分别为 0.82 亿元/1.15 亿元/1.61 亿元，对应于 12-14 年的 EPS 分别为 0.12 元/0.17 元/0.23 元。我们的这一盈利预测基于新疆水泥行业盈利恢复偏平的假设，如果 13 年需求增速超预期，存在实际业绩超出我们预测的可能性。当前股价仅对应 12 年 1.3 倍的 PB,考虑到公司的成长性，给予“强烈推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1555	2516	2151	2288
现金	351	1107	500	500
应收账款	111	129	162	189
其他应收款	19	16	21	25
预付账款	397	502	511	432
存货	585	670	856	1013
其他流动资产	92	91	101	128
非流动资产	4395	5828	7085	7635
长期投资	307	350	400	450
固定资产	2744	4579	5990	6551
无形资产	148	220	292	364
其他非流动资产	1196	678	402	270
资产总计	5951	8343	9236	9923
流动负债	1645	1293	2021	2415
短期借款	550	100	644	841
应付账款	670	810	1001	1188
其他流动负债	425	384	376	387
非流动负债	1287	1356	1356	1356
长期借款	1226	1326	1326	1326
其他非流动负债	62	30	30	30
负债合计	2932	2649	3377	3771
少数股东权益	325	370	415	460
股本	479	689	689	689
资本公积	1304	3882	3882	3882
留存收益	898	739	859	1107
归属母公司股东权益	2694	5324	5444	5692
负债和股东权益	5951	8343	9236	9923

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	587	465	647	1017
净利润	494	127	165	293
折旧摊销	229	307	463	581
财务费用	59	94	98	118
投资损失	-22	-25	-30	-35
营运资金变动	-185	6	-62	58
其他经营现金流	12	-44	13	2
投资活动现金流	-1757	-1693	-1700	-1095
资本支出	1725	1600	1600	1000
长期投资	-89	43	50	50
其他投资现金流	-122	-49	-50	-45
筹资活动现金流	708	1984	446	78
短期借款	430	-450	544	197
长期借款	322	100	0	0
普通股增加	0	211	0	0
资本公积增加	0	2578	0	0
其他筹资现金流	-44	-455	-98	-118
现金净增加额	-462	756	-607	-0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	2220	2339	2979	3420
营业成本	1518	2008	2553	2881
营业税金及附加	15	20	25	27
营业费用	47	54	69	79
管理费用	146	164	194	205
财务费用	59	94	98	120
资产减值损失	3	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	25	30	35
营业利润	454	14	62	132
营业外收入	126	150	150	150
营业外支出	3	14	23	40
利润总额	577	150	188	243
所得税	83	22	28	36
净利润	494	127	160	206
少数股东损益	29	45	45	45
归属母公司净利润	465	82	115	161
EBITDA	742	415	623	834
EPS (元)	0.97	0.12	0.17	0.23

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	26.6	5.4%	25.3	16.7
营业利润	72.5	-96.9	26.2	669.3
归属于母公司净利润	52.6	-82.3	45.8	106.8
获利能力				
毛利率	31.6	14.1	12.9	15.8
净利率	21.0	3.5%	4.1%	7.3%
ROE	17.3	1.5%	2.2%	4.4%
ROIC	9.7%	1.6%	1.4%	2.8%
偿债能力				
资产负债率	49.3	31.8	36.6	38.0
净负债比率	71.48	61.37	64.26	62.75
流动比率	0.95	1.94	1.06	0.95
速动比率	0.59	1.43	0.64	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.33	0.33	0.36
应收账款周转率	22	18	19	18
应付账款周转率	2.80	2.71	2.82	2.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.12	0.17	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.67	0.94	1.48
每股净资产(最新摊薄)	3.91	7.72	7.90	8.26
估值比率				
P/E	14.81	83.76	57.43	27.77
P/B	2.56	1.29	1.27	1.21
EV/EBITDA	12	21	15	10

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-31	盈利见底，静待景气回升

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±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, 7 年证券行业从业经验。

高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士, 11 年加入中投证券研究总部。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434

