

高估值，但并未高估

增持(首次)

投资要点:

- 📖 新疆人均固定资产投资仅为全疆的 1/2，提升空间巨大
- 📖 公司完成水泥战略布点，充分受益于新疆建设
- 📖 从历史和前景看公司并未被高估

报告摘要:

- **新疆投资增速、水泥价格开始启动。**5月份，新疆固定资产投资同比增速经 PPI 校准后为 15.6%，仍处于较低水平，但环比看启动迹象明显。进入 6 月后，乌鲁木齐 42.5 水泥市场价上调 40 元/吨，南疆地区涨幅较低（南疆处于夏收阶段，属施工淡季）。
- **新疆大开发是长篇演义，不是短篇小说。**在前期天山股份的调研报告中，我们曾将新疆与内蒙进行了对比，幅员辽阔、资源丰富是这两个地区的共同特点；交通上新疆不如内蒙（对水泥企业反倒是好事），政策上新疆明显占优。上个十年内蒙经济持续高速增长，下个十年新疆发展值得期待。我们认为新疆主题将逐步展开成一部长篇演义，目前只是开端。
- **新疆发展潜力更大，公司直接受益。**南疆地区经济发展更为落后。2008 年南疆地区人均 GDP、人均固定资产投资额相当于全疆的 3/5、1/2。南疆经济基数低，弹性大。公司已基本完成水泥生产线的战略布局，将从新疆尤其是南疆建设中充分受益。
- **其他看点：进军煤电、化工。**公司参股了多个煤炭、电力项目，其中大平滩煤矿明年投产；公司控股建设的阿拉尔化工一期项目也有望明年建成。煤炭项目前景乐观，但烧碱项目盈利前景需谨慎。
- **预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.62、0.79、1.23 元（假定 2010 年公司每 10 股配售 3 股），给予增持评级。**

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	950	1,250	1,663	2,355	2,692
同比增长率	38%	32%	33%	42%	14%
净利润	120	207	298	378	588
同比增长率	56%	72%	44%	27%	56%
每股收益(元)	0.33	0.56	0.62	0.79	1.23
净资产收益率	8.8%	13.7%	10.4%	11.4%	14.8%

分析师

刘书臻

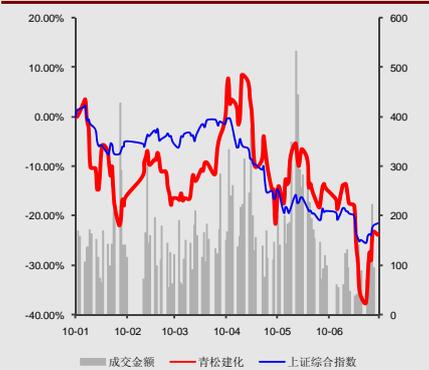
电话: 010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	36889
流通股(万股)	36889
每股净资产	3.73
主要股东	阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司
主要股东持股比例	41.22%

市场表现



相关研究

宏源证券*2010 年中期策略报告*安全第一，关注整合*建材行业*100608

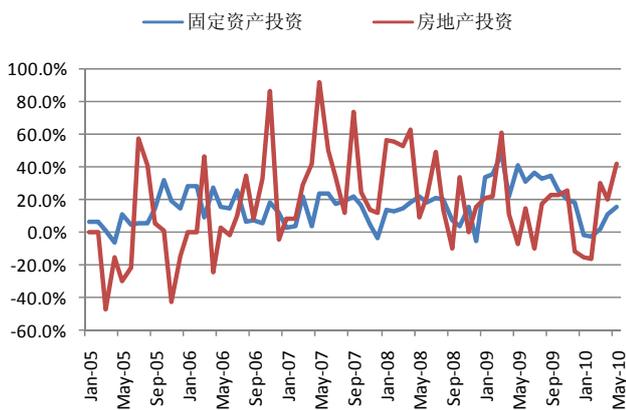
宏源证券*调研报告*天山股份：长短皆宜的疆内水泥龙头*000877*100621

1、新疆投资增速与水泥价格开始启动

随着一季度施工淡季结束，新疆投资增速开始启动，5月份经PPI校准后新疆固定资产投资同比增速恢复到15.6%。新疆房地产投资占比仅10%，地产调控带来的风险较小，而且从数据来看新疆房地产投资启动反而较迅速。

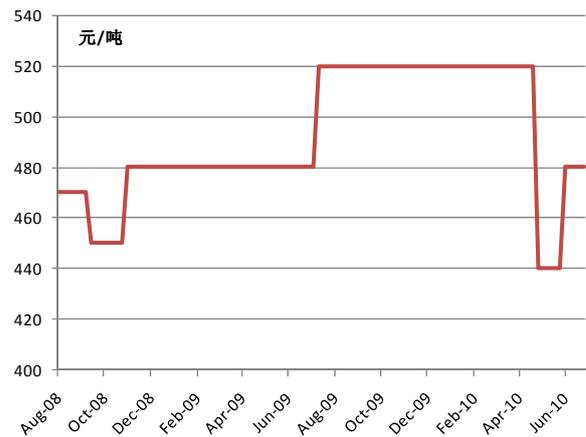
水泥价格方面，6月份乌鲁木齐水泥市场报价上涨10%。根据我们从企业了解的情况，东疆哈密地区水泥价格启动更早，而南疆地区由于近期正处夏收阶段施工处于淡季，价格提升幅度较小。

图1：新疆投资当月同比增速（PPI校准）趋势



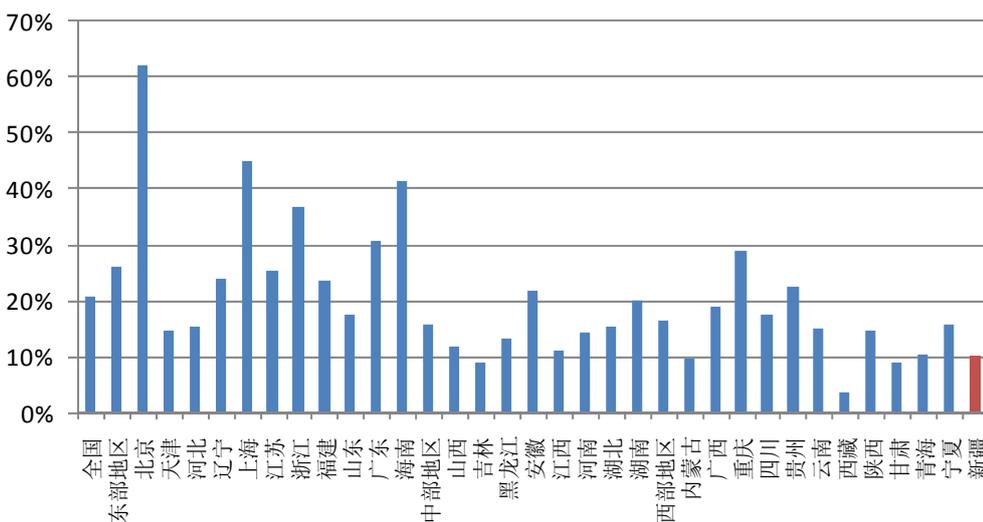
资料来源：宏源证券

图2：新疆水泥价格近期开始上涨



资料来源：宏源证券，5月份统计口径变动，实际价格未发生变动

图3：2009年各省区房地产投资在固定资产投资中占比



资料来源：宏源证券

2、新疆与内蒙：条件如此相似，故事或将重演

察往知来，内蒙的黄金十年可能在新疆再次上演。过去十年内蒙依托煤炭资源开发

实现了经济的飞跃。而新疆与内蒙在诸多方面具有很好的相似性：

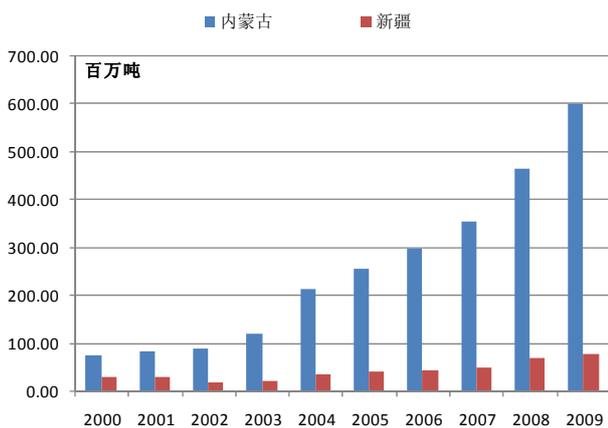
面积与人口：内蒙面积 120 万平方公里，人口 2422 万；新疆面积 160 万平方公里，人口 2159 万。

煤炭资源储量与产量：2009 年内蒙探明煤炭储量 7323 亿吨，居全国第一；新疆煤炭预测资源量为 2.19 万亿吨，占全国的 40%。2009 年内蒙煤炭产量 6 亿多吨，已经超过山西居全国首位；**2009 年新疆煤炭产量 7646 万吨，与内蒙 2000 年水平（7247 万吨）基本相当。**

交通条件：2008 年铁路营业里程内蒙 6840 公里，新疆为 2761 公里，新疆远远落后于内蒙；2008 年公路营业里程内蒙 14.73 万公里，新疆 14.67 万公里，二者较为接近。新疆交通条件不如内蒙，但对水泥行业来讲反而是好事。

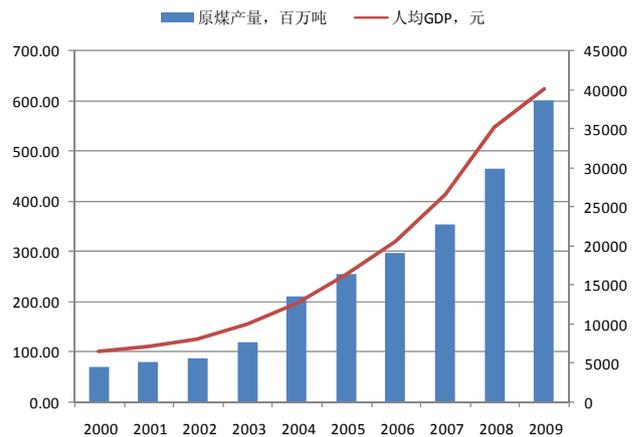
煤炭资源的开发带动了内蒙经济的迅猛增长，2000~2009 年内蒙原煤产量、人均 GDP、城镇固定资产投资、水泥产量分别增长了 8.3、6.2、19.9、6.8 倍。历史上新疆的人均 GDP、固定资产投资规模、人均水泥产量均曾高于内蒙，但如今这几项指标均大幅落后于内蒙。**依托资源和政策优势，我们相信新疆未来十年完全有可能重演内蒙经济腾飞的故事。**

图 4：新疆、内蒙历年煤炭产量



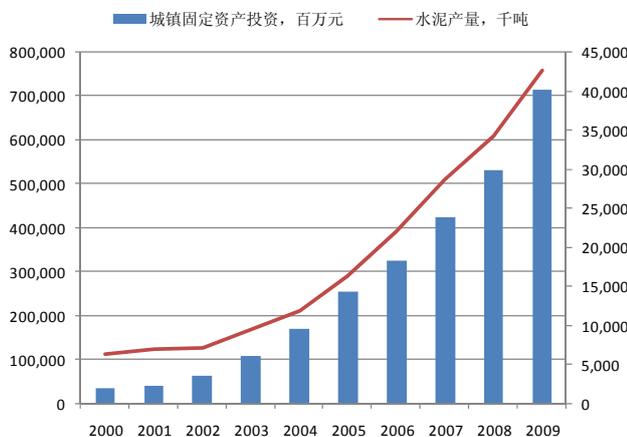
资料来源：宏源证券

图 5：内蒙煤炭资源开发带动经济迅猛增长



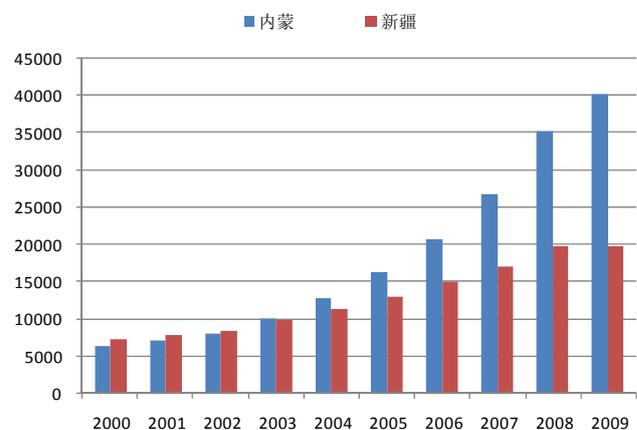
资料来源：宏源证券

图 6：内蒙城镇固定资产投资与水泥产量



资料来源：宏源证券

图 7：新疆、内蒙人均 GDP (元) 增长对比



资料来源：宏源证券

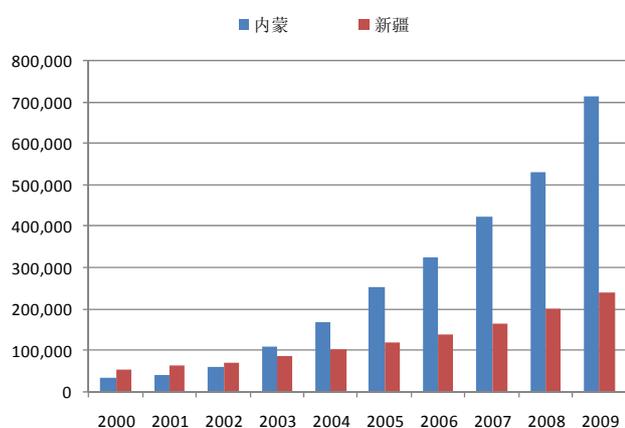
3、新疆建设潜力更大

新疆地区经济发展更为落后。2008年新疆地区人均GDP为12096元，仅相当于新疆的3/5、全国的1/2。如果剔除新疆最发达的库尔勒市，则新疆人均GDP仅7891元，仅相当于全国的1/3。

新疆人口971万，占全疆的45%，固定资产投资规模则仅占21%，人均投资额不足全疆整体水平的1/2。如果剔除新疆最发达的库尔勒市，则人均投资额仅相当于全疆的1/3左右。

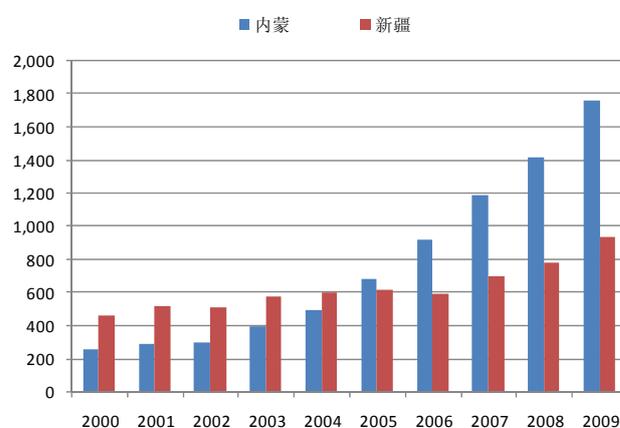
作为纯粹的疆内水泥企业，公司已初步完成水泥生产线的战略布局，在未来的新疆大开发中将充分受益。

图 8：新疆、内蒙城镇固定资产投资（百万元）增长对比



资料来源：宏源证券

图 9：新疆、内蒙人均水泥产量（千克）增长对比



资料来源：宏源证券

表 1：2008 年新疆五地州经济指标与全疆整体水平对比

	巴州	阿克苏	克州	喀什	和田	南疆	南疆 (不含库尔勒)	新疆
GDP (百万元)	58660	20872	2677	27763	7452	117425	72775	421836
人口 (千人)	1254	2254	515	3775	1910	9708	9223	21308
其中：乡村	441	1365	369	2662	1537	6374	6303	12862
城镇化率	65%	39%	28%	29%	20%	34%	32%	40%
人均 GDP (元)	46778*	9260	5198	7354	3902	12096	7891	19797
固定资产投资 (百万元)	21255	8343	1167	11713	5192	47670	33396	225997
人均固定资产投资 (元)	16950	3701	2267	3103	2718	4910	3621	10606

资料来源：宏源证券，如剔除库尔勒市，巴州人均GDP为18219元。

4、盈利预测与评级

水泥产能扩张：公司目前水泥生产线已基本完成战略布局。在南疆巴州、阿克苏、克州和田均有生产线投入运营。公司克州生产线距离阿图什市区约 28 千米，距离喀什市 20 千米，完全可以辐射喀什地区。目前公司在南疆已有 5 条新型干法生产线，产能 500 万吨，占南疆新型干法总产能的 57.5%。对于公司在阿克苏老厂的其他产能，公司有规划配套阿拉尔烧碱项目将其改造为电石渣水泥生产线，我们估计与 30 万吨烧碱配套的水泥生产线规模约为 2500t/d。

在北疆，公司在乌昌地区与天山股份保持了良好的竞合关系。与中电投合作在乌苏建设 3000t/d 生产线用于消纳后者热电公司的粉煤灰。乌苏紧邻独山子、奎屯，附近无大型水泥生产线，市场前景良好。

对于新疆地区水泥产能扩张的判断：根据我们了解的情况，2010 年下半年和 2011 年投产线较多，如果新疆大开发的投资项目未能如期全面展开，则可能引起短期的产能过剩压力。不过，新疆水泥产能利用率一直偏低，各地水泥市场封闭性强，优势企业市场主导力强，基于以上三点我们认为 2011 年疆内水泥行业的盈利能力不会受到显著影响。监管机构对天山股份、青松建化再融资的审批通过，从一个侧面反映了政府对疆内水泥行业发展的态度。

表 2：公司新型干法水泥生产线列表

地点	生产线 (t/d)	权益比例	备注
阿克苏	3000	100%	
库车	1500	100%	
和田	2500	100%	
乌鲁木齐	2500	88.11%	
克州阿图什	2500	100%	
库尔勒	2500	65%	
乌苏	3000	52.87%	在建，中电投合作
阿克苏	2500	100%	拟建，处理电石渣

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3：公司其他产业投资概览

能源化工项目	合作方	持股比例	项目简介
阿克苏河流域水电开发公司	国电	15%	开发建设吐木秀克、小石峡、大石峡水电站，总投资约 50 亿元，对水泥的总需求量约在 600 万吨左右
库车矿业	国电	49%	大平滩 240 万吨煤矿。预测煤炭储量 4.47 亿吨
吐鲁番新能源	国电	35%	一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。预测煤炭资源储量 19 亿吨
国电巴楚	国电	10%	一期建设规模为开发 2×135MW 火电厂。预留 2×330MW 火电厂扩建
阿拉尔青松化工	新农开发、青岛海晶	65%	建设 30 万吨离子膜烧碱及配套氯乙烯项目，一期 10 万吨烧碱

资料来源：公司公告，宏源证券

其他产业：公司原来的化工业务也保持了较高的毛利率，2009年，公司投资新建了阿拉尔氯碱项目，预计明年一期可以投产。由于氯碱行业也是产能过剩的传统行业，且并不像水泥存在明显的销售半径，我们对其前景须谨慎态度。公司参股49%的大平滩煤矿预计明年建成，将为公司带来新的稳定的利润增长点。

盈利预测与评级：我们预计今年水泥价格将有可观涨幅，我们假设公司水泥平均售价可以达到315元/吨。同时由于新疆煤炭价格稳定，公司水泥生产成本随着新线的投产、达产和余热发电的逐步投入使用存在下降空间。我们认为公司化工行业今年收入会有所提升，毛利率则能保持去年的相同水平，但明年氯碱项目投产后将显著拉低化工板块的毛利水平。营业外收入方面，我们认为随着公司水泥产量的上升、大平滩煤矿的投产，营业外净收益将有所提升。假定2010年公司按10:3比例配股，我们预计公司2010~2012年每股收益0.62、0.79、1.23元。

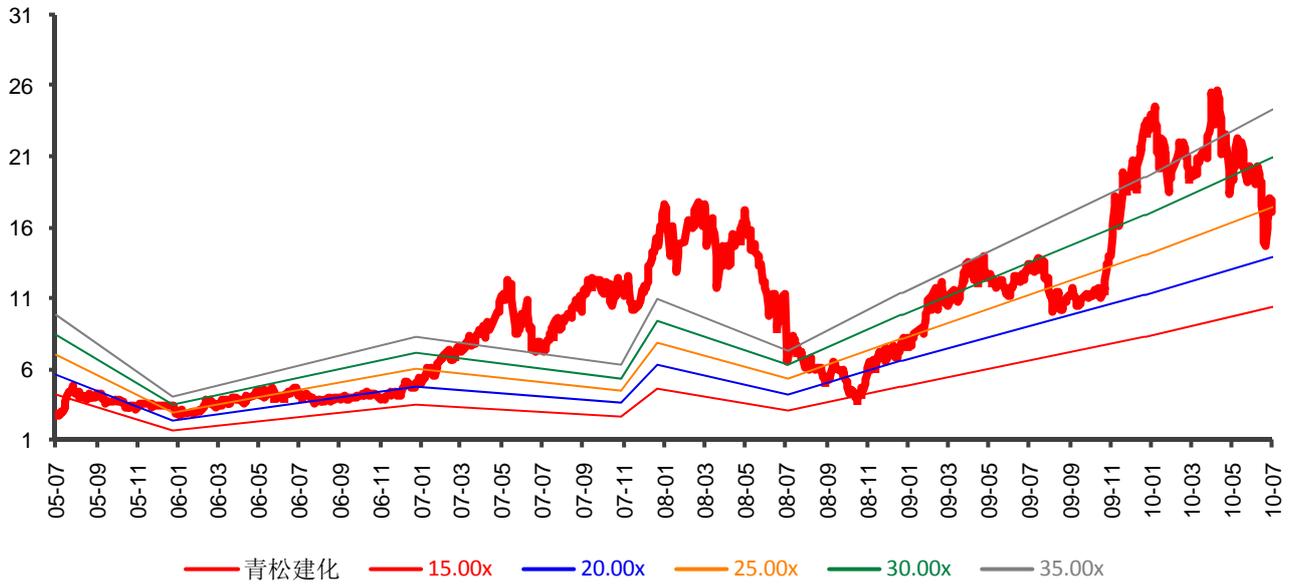
公司目前2010年动态PE估值27.6倍，显著高于同业15倍左右的估值水平。但与历史估值水平相比，公司目前估值处于相对合理的水平。我们认为公司目前面临的历史发展机遇胜于以往，给予公司增持评级。

表 4：公司盈利预测摘要

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末产能(万吨)	530	650	780	900	900
水泥产销量(万吨)	254	349	450	600	600
水泥售价(元/吨)	288	293	315	310	316
化工收入(百万元)	80	69	80	330	630
其他业务收入	137	159	165	165	165
营业收入(百万元)	950	1250	1663	2355	2692
水泥生产成本(元/吨)	215	208	205	205	209
化工毛利率	26.5%	29.7%	29.7%	18.0%	16.5%
其他业务成本	108	121	121	121	121
营业成本(百万元)	714	893	1099	1621	1646
营业税占主营业务收入(%)	0.78%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
销售费用率	2.71%	2.49%	2.40%	2.40%	2.40%
管理费用率	8.91%	8.20%	8.00%	7.50%	7.50%
财务费用(百万元)	26	28	48	42	39
资产减值损失	3.41	-0.31	0	0.00	0.00
主营业务外净收入	62.21	68.26	75.00	85.00	96.00
有效所得税率(%)	20.46%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%
少数股东损益/损益前利润	3.79%	6.22%	10%	12%	12%
净利润(百万元)	120	207	298	378	588
BPS(元)	0.33	0.56	0.62	0.79	1.23

资料来源：宏源证券

图 10: 青松建化 PE-Band 图



资料来源: 宏源证券

财务报表预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	950	1250	1663	2355	2692
主营业务税金	7	12	16	23	26
营业成本	714	893	1099	1621	1646
销售费用	26	31	40	57	65
管理费用	85	103	133	177	202
财务费用	26	28	48	42	39
营业外净收入	68	84	75	85	96
利润总额	157	268	402	521	811
所得税	32	47	71	91	142
净利润	125	221	331	429	668
少数股东损益	5	14	33	52	80
母公司所有者净利润	120	207	298	378	588

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润			331	429	668
-营业外净收入			75	85	96
+折旧与摊销			176	227	267
-财务费用			48	42	39
+营运资金减少			(109)	(130)	(93)
经营现金流	197	332	404	536	866
营业外净收入			75	85	96
资本性支出			(1031)	(510)	(68)
长期股权投资减少			0	0	0
投资现金流	(493)	(774)	(956)	(425)	28
借款增加			(121)	4	18
财务费用			(48)	(42)	(39)
吸收到的股权投资			1111	0	0
其他			(107)	(52)	(80)
融资现金流	(60)	379	835	(89)	(101)
净现金流	(357)	(63)	283	21	793

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	8.8%	13.7%	10.4%	11.4%	14.8%
资产负债率	37.2%	47.7%	31.3%	30.3%	27.0%
EBIT 利息保障倍数	7.02	10.60	9.45	13.29	21.66
毛利率	24.8%	28.6%	33.9%	31.2%	38.9%
期间费用率	14.4%	12.9%	13.3%	11.7%	11.4%
净利率	12.6%	16.5%	17.9%	16.0%	21.8%
存货周转率	3.3	3.3	3.2	3.4	2.8
固定资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0

资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	313	245	528	549	1342
应收账款与票据	77	141	133	188	215
其他应收款	27	7	7	7	7
预付账款	132	121	132	162	165
存货	255	294	391	553	633
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	804	807	1191	1460	2362
长期股权投资	133	171	171	171	171
固定资产净值	916	1584	2253	2654	2671
在建工程与物资	380	446	552	410	185
无形资产与待摊费用	21	53	85	108	117
其他非流动资产	5	5	5	5	5
非流动资产合计	1455	2259	3065	3348	3149
资产总计	2260	3067	4256	4808	5511

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
短期借款	195	110	150	283	404
应付账款与票据	239	404	385	486	494
预收款项	26	31	41	58	67
其他流动负债	126	111	111	111	111
流动负债合计	585	655	686	938	1075
长期借款	252	804	643	514	411
其他非流动负债	3	3	3	3	3
非流动负债合计	255	806	646	517	414
负债合计	840	1461	1332	1455	1489
股本	369	369	480	480	480
留存收益	1000	1136	2393	2822	3491
母公司股东权益	1368	1505	2873	3302	3970
少数股东权益	52	52	52	52	52
股东权益合计	1420	1605	2924	3353	4022
负债和权益合计	2260	3067	4256	4808	5511

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.56	0.62	0.79	1.23	0.56
每股经营现金流	0.90	0.84	1.12	1.81	0.90
每股净资产	4.08	5.99	6.89	8.39	4.08
估值指标					
PE			27.6	21.8	14.0
PB			2.87	2.49	2.05
EV/EBITDA			13.59	10.74	6.90

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学环境地理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、天山股份、海螺型材、濮耐股份。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@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。