

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与者: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 18.70元

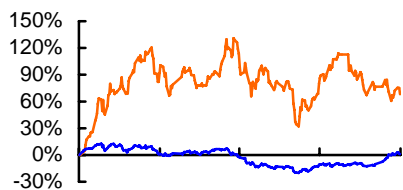
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2992.58
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	90
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	3.35
资产负债率	47.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	-6.50	12.31	-5.21
上证综合指数	14.60	13.63	3.18



2009/10 2010/1 2010/4 2010/7

— 青松建化 — 上证综合指数

相关报告

青松建化

600425

推荐

短期增长看水泥, 中长期增长看能源、化工

2010年1-9月公司实现营业收入13.3亿元, 同比增长30.8%; 实现归属于母公司净利润2.4亿元, 同比增长30.8%; 基本每股收益0.64元。其中7-9月实现营业收入6.3亿元, 同比增长37.4%, 实现归属于母公司净利润1.19亿元, 同比增长40.6%; 基本每股收益0.31元。

投资要点:

- **公司业绩平稳增长。**业绩增长主要是北疆水泥价格出现较大涨幅和上半年克州、巴州两条新型干法熟料生产线投产。
- **北疆产能比例不高使得毛利率低于天山股份。**今年第三季度公司毛利率 29.9%, 较去年第三季度的 28.7%仅上升了 1.2%, 由于三季度新疆水泥上涨区域主要在北疆和东疆, 而公司在北疆的产能仅占 1/4, 所以公司的毛利率低于天山股份第三季度的 31.3%。预计未来随着北疆的产能比重增加, 毛利率会有所提升。
- **未来新增产能主要分布在北疆。**2009 年底公司水泥产能 470 万吨, 根据目前投资规划 10-13 年公司新投产 5 条熟料生产线, 新增水泥产能 680 万吨, 由于主要新增产能分布在北疆, 届时公司在北疆的产能占比将从目前的 25%上升至 52%, 在疆内的产能分布更加合理。
- **能源、化工也是未来业绩贡献的主要来源。**持国电阿克苏河流域水电开发公司 15% 股份、持国电青松库车矿业开发公司 49% 股份、持国电青松吐鲁番新能源公司 35% 股份以及 65% 控股阿拉尔青松化工, 未来两三年这些企业都将为公司贡献利润。
- **公司负债率不高, 未来资金压力不大。**9 月配股募集资金 6.7 亿元, 公司的总负债率和有息负债率分别降至 44%和 29%, 在水泥上市公司中负债率处于较低水平。且目前公司每年经营性现金净流量约 3 亿元左右, 加上处于建设期的熟料生产线仅 3 条, 未来三年资金需求 15 亿元左右, 我们预计公司未来资金压力不大。
- **投资评级“推荐”。**预测公司 10-12 年 EPS 为 0.56、0.73、0.95 元, 对应 11 年 25.77 倍 PE, 估值基本合理, 给予推荐评级。

风险提示:

- 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。
- 产能增加过快, 使得水泥价格出现较大幅度下跌。

主要财务指标

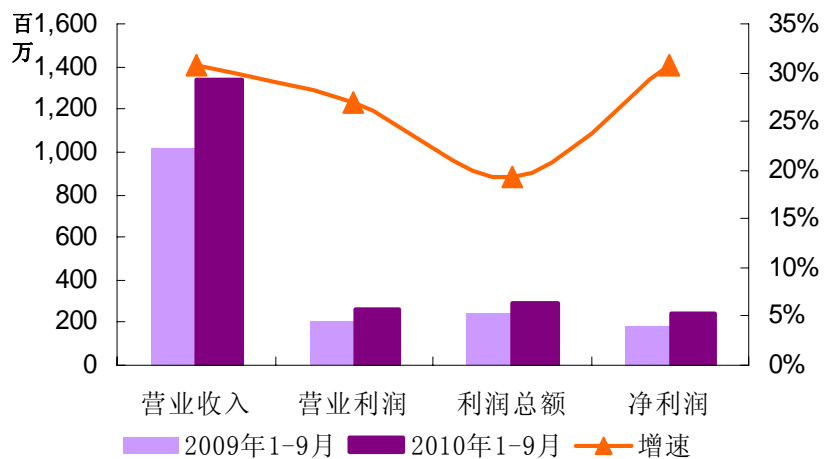
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1250	1534	1992	2762
同比(%)	32%	23%	30%	39%
归属母公司净利润(百万元)	207	270	347	454
同比(%)	77%	31%	28%	31%
毛利率(%)	28.6%	29.5%	30.9%	30.3%
ROE(%)	13.7%	11.4%	13.0%	14.8%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.73	0.95
P/E	43.27	33.10	25.77	19.71
P/B	5.95	3.76	3.36	2.92
EV/EBITDA	28	19	14	11

资料来源: 中投证券研究所

一、公司业绩平稳增长

2010年1-9月公司实现营业收入13.3亿元，同比增长30.8%；实现归属于母公司净利润2.4亿元，同比增长30.8%；基本每股收益0.64元。其中7-9月实现营业收入6.3亿元，同比增长37.4%，实现归属于母公司净利润1.19亿元，同比增长40.6%；基本每股收益0.31元。业绩增长主要是北疆水泥价格出现较大涨幅和上半年克州、巴州两条新型干法熟料生产线投产。

图 1 公司三季度经营情况

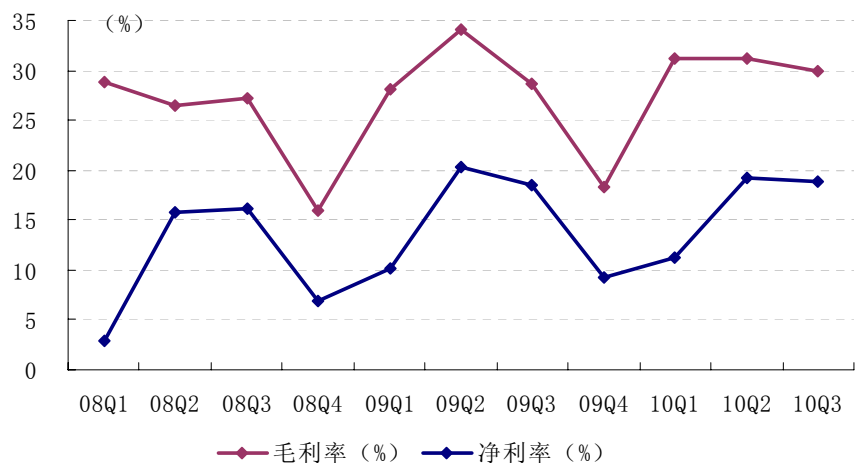


资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、北疆产能比例不高使得毛利率低于天山股份

今年第三季度公司毛利率29.9%，较去年第三季度的28.7%仅上升了1.2%，由于三季度新疆水泥上涨区域主要在北疆和东疆，而公司在北疆的产能仅占1/4，所以公司的毛利率低于天山股份第三季度的31.3%。预计未来随着北疆的产能比重增加，毛利率会有所提升。

图 5 近年来公司单季度毛利率及净利率情况

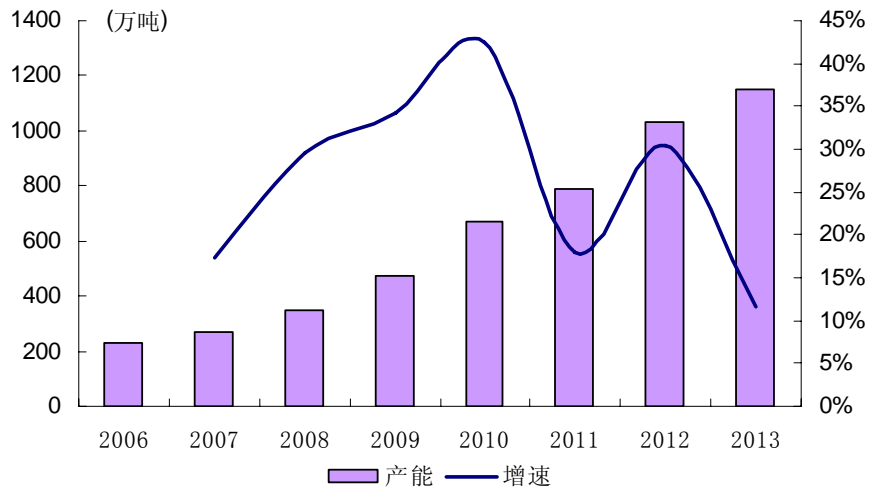


资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、未来新增产能主要分布在北疆

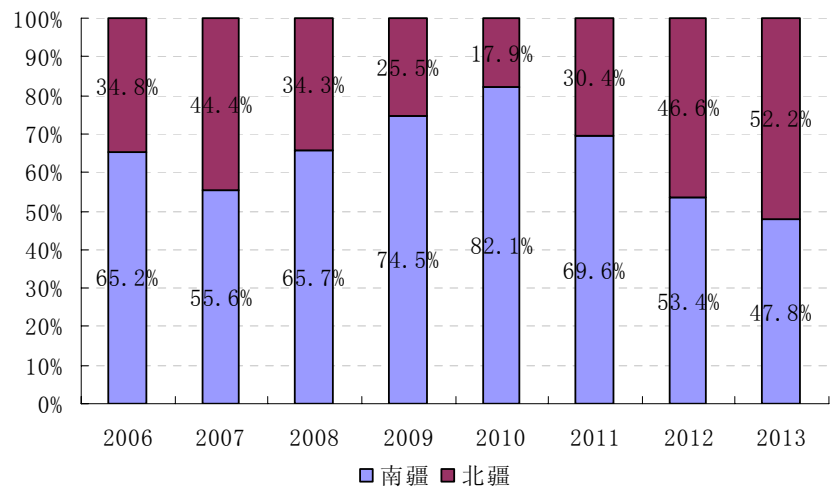
2009 年底公司水泥产能 470 万吨，根据目前投资规划 10-13 年公司将新投产 5 条熟料生产线，新增水泥产能 680 万吨，由于主要新增产能分布在北疆，届时公司在北疆的产能占比将从目前的 25% 上升至 52%，在疆内的产能分布更加合理。

图 1 公司水泥产能增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司水泥产能增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司 2010-2013 年投产产能

区域	生产线	设计能力(t/d)	预计投产时间
北疆	乌苏熟料生产线	3000	2011 年底
	青松西山建材熟料生产线	6000	2012 年
	五家渠熟料生产线	3000	2013 年
南疆	克州熟料生产线	2500	2010 年 3 月
	巴州熟料生产线	2500	2010 年 6 月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、能源、化工也是未来业绩贡献的主要来源

参股国电阿克苏河流域水电开发，持股 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，不仅为公司涉足其他行业打下基础，而且还为公司新增产能打开了市场。

参股国电青松库车矿业开发，持股 49%，共同开发大平滩煤矿，总投资约 8 亿元，建成规模为年产 240 万吨的大型煤矿，不仅解决了公司原煤供应紧张问题，而且将对公司未来效益的增长产生重大影响。

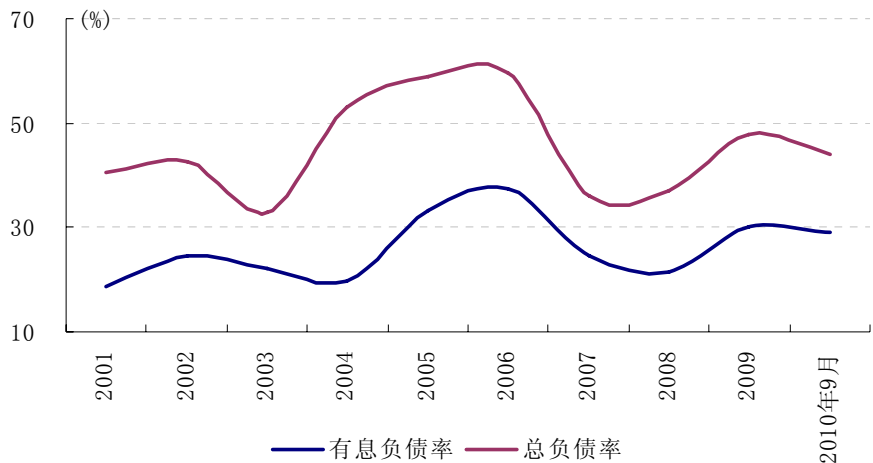
参股国电青松吐鲁番新能源，持股 35%，一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。

控股阿拉尔青松化工，持股比例 65%，投建 30 万吨氯碱化工项目，一期 10 万吨离子膜烧碱，预计 2011 年底投产。

五、公司负债率不高，未来资金压力不大

9 月初，公司进行了配股，募集资金 6.7 亿元，公司的总负债率和有息负债率分别降至 44% 和 29%，在水泥上市公司中负债率处于较低水平。且目前公司每年经营性现金净流量约 3 亿元左右，加上处于建设期的熟料生产线仅 3 条，未来三年资金需求 15 亿元左右，我们预计公司未来资金压力不大。

图 7 公司的总负债率及有息负债率情况



资料来源：中国水泥协会、新疆建材行办

五、盈利预测假设

表 2 公司盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
水泥产能 (万吨)	470	670	790	1030

水泥销量 (万吨)	370	450	580	780
+/-		22%	29%	34%
单位价格 (元/吨)	294	300	310	310
+/-		2%	3%	0%
单位成本 (元/吨)	209	210	212	212
+/-		1%	1%	0%
毛利率	29%	30%	32%	32%
水泥制品	94	104	114	124
毛利率	28%	26%	25%	25%
化工	69	80	80	220
毛利率	30%	25%	25%	20%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对天山股份的综合分析，预测公司 10-12 年 EPS 为 0.56、0.73、0.95 元，对应 11 年 25.77 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。风险来自于两方面，一是固定资产投资增速低于预期，二是水泥新增产能增速高于预期，水泥吨毛利将下降，从而使得公司的盈利低于预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	807	1835	2098	2751	营业收入	1250	1534	1992	2762
现金	245	1122	1189	1489	营业成本	893	1082	1377	1925
应收账款	75	113	138	192	营业税金及附加	12	15	19	25
其它应收款	7	26	30	39	营业费用	31	34	42	55
预付账款	121	158	205	280	管理费用	103	126	161	221
存货	294	367	466	649	财务费用	28	61	91	119
其他	66	49	72	103	资产减值损失	-0	-10	-10	-10
非流动资产	2259	3135	3900	4593	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	171	200	230	260	投资净收益	9	51	13	13
固定资产	1584	2630	3480	4193	营业利润	193	277	325	440
无形资产	53	57	60	64	营业外收入	80	70	120	140
其他	451	248	130	77	营业外支出	6	7	9	11
资产总计	3067	4969	5998	7345	利润总额	268	340	436	569
流动负债	655	866	1081	1402	所得税	47	51	65	85
短期借款	110	180	200	220	净利润	221	289	370	483
应付账款	391	389	520	735	少数股东损益	14	19	23	29
其他	155	296	361	447	归属母公司净利润	207	270	347	454
非流动负债	806	1607	2107	2707	EBITDA	339	508	675	901
长期借款	804	1604	2104	2704	EPS (元)	0.56	0.56	0.73	0.95
其他	3	3	3	3					
负债合计	1461	2472	3188	4109	主要财务比率				
少数股东权益	101	119	142	171	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	369	479	479	479	成长能力				
资本公积	735	1302	1302	1302	营业收入	31.6%	22.7%	29.9%	38.7%
留存收益	393	590	880	1276	营业利润	94.3%	43.5%	17.2%	35.3%
归属母公司股东权益	1505	2378	2668	3064	归属于母公司净利润	76.7%	30.7%	28.4%	30.8%
负债和股东权益	3067	4969	5998	7345	获利能力				
					毛利率	28.6%	29.5%	30.9%	30.3%
					净利率	16.5%	17.6%	17.4%	16.4%
					ROE	13.7%	11.4%	13.0%	14.8%
					ROIC	8.6%	9.8%	9.5%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	47.7%	49.8%	53.2%	55.9%
					净负债比率	63.34	72.63%	73.83	72.37%
					流动比率	1.23	2.12	1.94	1.96
					速动比率	0.78	1.70	1.51	1.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.38	0.36	0.41
					应收账款周转率	16	15	15	16
					应付账款周转率	2.91	2.77	3.03	3.07
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.56	0.73	0.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.94	1.42	1.84
					每股净资产(最新摊薄)	3.14	4.97	5.57	6.40
					估值比率				
					P/E	43.27	33.10	25.77	19.71
					P/B	5.95	3.76	3.36	2.92
					EV/EBITDA	28	19	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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