

建材行业

报告原因：公司年报和公司公告

2011年3月9日

市场数据：2011年3月9日

收盘价（元）	22.5
一年内最高/最低（元）	25./14.15
市净率	4.45
市盈率	26
流通A股市值（百万元）	10766

基础数据：2012年12月31日

每股净资产（元）	5.05
资产负债率%	40.7
总股本/流通A股（百万）	47900/47900
流通B股/H股（百万）	-/-

相关研究

分析师

赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人

张小玲

邮箱：sxzqjfbz@i618.com.cn

电话：0351-8686990

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

Http://www.i618.com.cn

青松建化 (600425)

增持

新疆水泥市场高景气+进军能源业务 中长期均有看点

评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	12.5	31.6	2.07	72.24	0.43	15.45	13.75	51
2010A	17.5	40.3	3.05	47.3	0.64	15	16.5	35
2011E	21.4	22.2	4.01	31.5	0.84	18.48	14.7	26
2012E	25.2	17.8	4.6	16.8	0.98	18.57	14.6	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **借助新疆大开发战略，继续对南疆市场深耕细作和扩大北疆市场。**借助新疆大开发战略和援疆计划的实施，未来5年新疆固定资产投资将大规模增长，预计投资规模累计将达2.6万亿元，比“十一五”期间翻了一番多，诸多项目开工保障了水泥需求旺盛。公司去年克州和巴州两条日产2500吨生产线投产，2010年底，公司全面完成南疆沿铁路、高等级公路的新型干法水泥生产线布局，权益水泥产能已经达到737万吨。目前公司在北疆有3条水泥生产线，权益产能占到总产能的30%，未来公司要继续扩大在北疆市场布局，乌苏、五家渠和西山在建的3条生产线将在明后年陆续投产后，北疆市场地位将有效提升，产能占比将上升到50%。南疆地区，公司继续深耕细作，乌苏生产线将于今年投产，计划建设6000T/D克州二线预计将在2013年投产。我们预计在建的生产线投产后，公司权益产能将由737万吨提高到1800万吨，产能增长144%。
- **业绩符合我们预期。**2010年公司实现营业收入17.53亿元，同比增长40.27%，实现净利润3.04亿元，同比增长47.33%，对应最新股本每股收益为0.64元，符合我们的预期（我们预计实现0.65元）。公司的分红方案：以总股本47870万股为基数，每10股派4元。
- **水泥价格涨价推动四季度毛利率达到近4年同期最高值23.3%。**公司第四季度毛利率23.3%，比去年同期提高4.8个百分点，同时也是2007年以来的同期最高值。我们认为毛利率提高的主要原因是当地水泥价格提升导致的，据数字水泥网统计，去年10月乌鲁木齐市42.5水泥价格上涨70元/吨至550元。
- **未来3年新利润来源将逐步形成。**公司近几年在发展主业的同时，也在积极储备其他利润增长点。未来3年公司除了水泥业务较快增长外，随着公司参股的大平滩煤炭项目、阿克苏的一期吐木秀克水电站和二期小石峡水电站、吐鲁番能源项目一期陆续投产，公司利润来源逐步多元化。
- **盈利预测和评级。**公司未来2年投产生产线是目前产能的1.4倍，受益新疆内水泥旺盛需求未来水泥业务增长较快。我们预计2011-2013年EPS为0.84元/0.98元和1.65元，未来三年复合增长率40%，2011PE为26倍，为行业内较高值，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**新疆振兴规划低于预期。

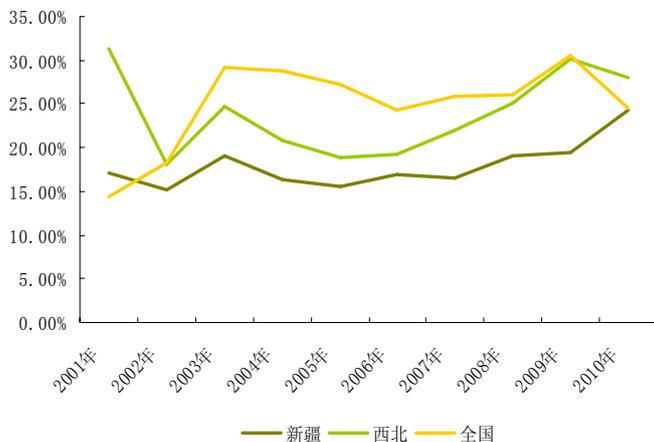
请务必阅读正文之后的特别声明部分

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

未来 5 年新疆固定资产投资翻一番

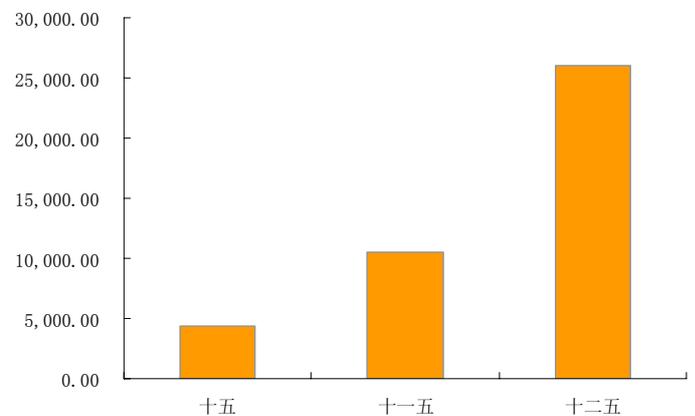
- “十五”和“十一五”新疆固定资产投资增速是低于整个西北地区和全国平均水平的。随着新疆大开发战略的实施和 19 省市对口援疆执行，未来 5 年新疆固定资产投资将大幅增长，据统计，2011 年到 2020 年，中央财政支持新疆的资金总量预计可达 2.1 万亿元，相当于过去 30 年中央对新疆转移支付总量的 3 倍多，“十二五”期间，新疆全社会固定资产投资规模累计将达 2.6 万亿元，比“十一五”期间翻一番多。
- “十二五”新疆铁路建设投资将达 1200 亿至 1500 亿。今年作为“十二五”开局之年，包括兰新铁路第二双线、吐鲁番至库尔勒增建二线、库车西至俄霍布拉克、哈密至罗布泊、哈密货车南环线等在内共有 7 线 14 个铁路续建项目正在全面推进。“十二五”期间，新疆铁路建设投资将达到 1200 亿~1500 亿。到 2015 年，铁路营业里程有望达到 8200 公里，是目前的两倍；到 2020 年，新疆铁路将形成“四横四纵、四大对外通道、六个铁路口岸、四个铁路枢纽”的主骨架。
- 新疆成为第十四个大型煤炭基地。“十二五”期间，我国将有序推进 14 个大型煤炭基地的建设，其中，新疆将从原来的储备煤炭基地，正式成为我国的第十四个大型煤炭基地。

图：新疆固投增速与西北地区和全国比较



资料来源：山西证券研究所

图：新疆“十二五”固投规模将是“十一五”的 2.5 倍



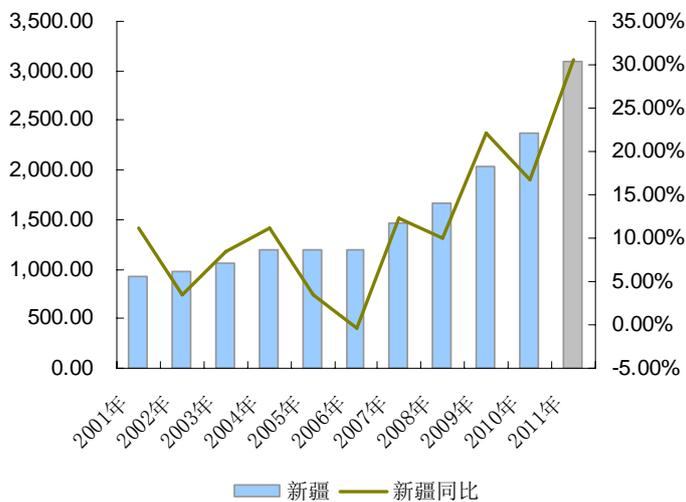
资料来源：山西证券研究所

疆内水泥高景气可持续

- 现有产能满足不了巨大水泥需求。2010 年新疆水泥产量 2374.12 万吨，同比增长 16.8%。2010 年新建亿元固定资产投资消耗水泥量 0.78 万吨，我们如果按照 0.78 计算，十二五期间水泥需求量预计将在 2.020 亿吨，相当于每年 4000 万吨，是 2010 年水泥产量的 1.68 倍。根据自治区建材行办统计，截至 2010 年底，全疆已形成水泥生产能力 3500 万吨，考虑到产能利用率，现有产能肯定不能满足市场需求。

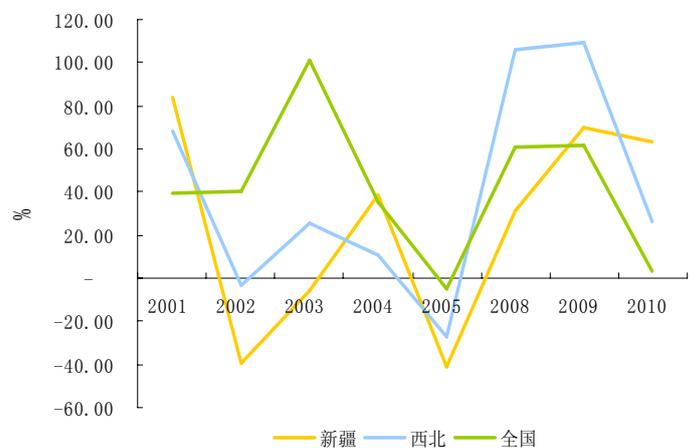
- **水泥生产线建设也在提速。**新疆地位特殊，对于生产线建设目前是放开状态。大开发战略推出后，疆内水泥生产线建设也在加快。2010 年新疆水泥固定资产投资 50.9 亿元，同比增长 63.1%，远高于全国 3.19% 和西北 26.7% 的增速，新投产 13 条生产线，合计产能 936 万吨。
- **疆内集中度高。**新疆水泥生产线建设正在大规模建设，产能是否过剩自然成为首先要考虑的问题。新疆地理位置特殊，疆外企业进入疆内比较困难，这点对于新疆水泥市场构成了天然的保护屏障。天山股份和青松建化在新疆市场份额在 50% 以上，市场集中度较高。目前在建和拟建的生产线也以这两家为主，较高的市场集中度背景下出现恶性竞争的可能性较小。

图：新疆水泥产量及增速比较



资料来源：DC,山西证券研究所

图：2010 年新疆水泥投资额增长 63.1%



资料来源：DC,山西证券研究所

2010 年新疆地区投产的生产线统计

公司名称	所在地区	日产规模	熟料产能
巴州青松绿原建材水泥公司	巴音州	2500	77.50
哈巴河水泥公司	阿勒泰地区	2500	77.50
库尔勒鲁岳三川公司	巴音州	2500	77.50
奇台大唐水泥公司	昌吉州	3000	93
克州青松水泥公司	克孜勒	2500	77.50
特克斯鑫僵水泥公司	伊犁州	2500	

			77.50
天山股份布尔津水泥公司	阿勒泰	2000	62
天山股份哈密水泥公司	哈密地区	2500	77.50
天山米东水泥公司	乌鲁木齐	2000	62.00
天山米东水泥公司	乌鲁木齐	2000	62.00
吐鲁番东湖水泥公司	吐鲁番	1200	37.2
新疆天业天辰水泥公司	石河子	2500	77.50
新疆天业天辰水泥公司	石河子	2500	77.50

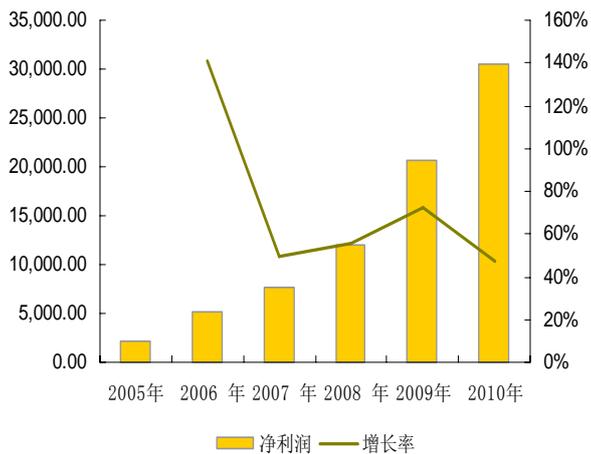
资料来源：DC,山西证券研究所

借助新疆大开发战略，公司继续对南疆市场深耕细作和扩 大北疆市场

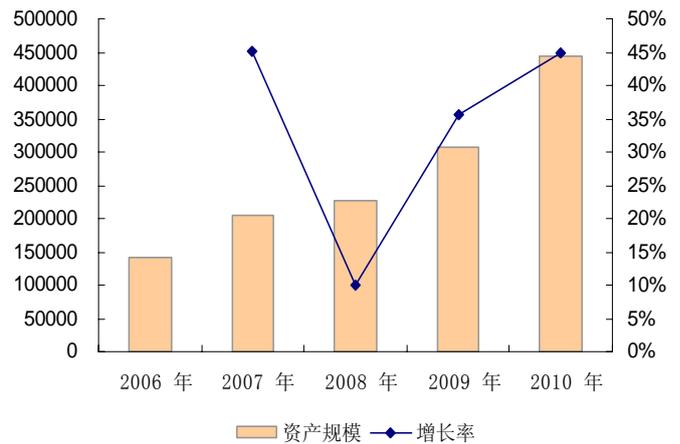
- 2010 年公司实现营业收入 17.53 亿元，同比增长 40.27%，实现净利润 3.04 亿元，同比增长 47.33%。从近几年公司利润增长情况看，公司表现为稳定高增长，公司利润连续 5 年增长 70%。
- 2010 年公司资产规模 44.4 亿元，比 2009 年增长 44.9%。近 5 年的平均增长率 33.9%。
- 公司未来 3 年水泥产能平均增长 56%。公司去年克州和巴州两条日产 2500 吨生产线投产，2010 年底，公司全面完成南疆沿铁路、高等级公路的新型干法水泥生产线布局，权益水泥产能已经达到 737 万吨。我们预计在建的生产线投产后，公司权益产能将由 737 万吨提高到 1800 万吨，产能平均增长 56%。
- 北疆：目前在北疆有 3 条水泥生产线，北疆权益产能占到总产能的 30%，未来公司要继续扩大在北疆市场布局，乌苏、五家渠和西山在建的 3 条生产线将在明后年陆续投产后，北疆市场地位将有效提升，所占产能将上升到 50%。
- 南疆：公司继续深耕细作。除乌苏生产线将于今年投产外，公司计划建设 6000T/D 克州二线预计将在 2013 年投产。

图：公司利润连续 5 年增长 70%

图：公司资产规模平均增长 33.9%



资料来源：山西证券研究所



资料来源：山西证券研究所

表：公司已投产和在建的生产线统计

	地点	日产能	水泥产能	投产日期	持股比例
北疆	乌鲁木齐	2500t/d	100	05年7月达产	88.11%
北疆	石河子	2000t/d	40	已投产	43.75%
北疆	卡子湾	2500T/D	140	已投产	88.11%
北疆	西山	2*7500t/d	650	2013年	70%
北疆	五家渠	3000t/d	120	2013年	88%
北疆	乌苏	3000T/D	120	2011年底	60%
南疆	库车一线	1300t/d	50	05年6月投产	100%
南疆	库车二线	5000T/D	230	2011年7月	
南疆	和田	2000t/d	80	2008年6月	100%
南疆	阿克苏（本部）	1800t/d	93	已投产	100%
南疆		800t/d			
南疆		3000t/d			
南疆	克州一线	2500t/d	100	2010年5月投产	100%
南疆	克州二线	6000t/d	240	2013年	100%
南疆	巴州	2500t/d	100	2010年5月投产	65%

未来3年新利润来源将逐步形成

- 公司近几年在发展主业的同时，也在积极储备其他利润增长点。未来3年公司除了水泥业务较快增长外，随着公司参股的大平滩煤炭项目、阿克苏的一期吐木秀克水电站和二期小石峡水电站、吐鲁番能源项目一期陆续投产，公司利润来源将逐步多元化。

表：公司参股的其他项目

参股项目	参股比例	产能	建设时间
大平滩煤矿	49%	240 万吨	09 年初建设
阿克苏流域水电开发项目	15%	48MW	一期吐木秀克水电站
		110MW	二期小石峡水库
		600MW	三期大石峡
吐鲁番能源项目一期	35%	5 万千瓦	风电
		5.7 万千瓦水电综合配套项目, 年发电量 3.1 亿度	水电
		1.2 万千瓦	太阳能发电
吐鲁番能源项目中长期	35%	30 万千瓦	太阳能热电
		5 万千瓦	水电
		66 万千瓦	煤电一体化热电冷联产
		50 万千瓦	风电
		2000 万吨/年煤炭	

资料来源：山西证券研究所

盈利预测

- 公司未来 2 年投产生产线是目前产能的 1.4 倍，受益新疆内水泥旺盛需求未来水泥业务增长较快。我们预计 2011-2013 年公司实现营业收入 21.4 亿元/25.3 亿元/43.44 亿元，EPS 为 0.84 元/0.98 元和 1.65 元，未来三年复合增长率 40%，2011PE 为 26 倍，估值较高，给予公司“增持”评级。

表：盈利预测核心指标

	2008 年	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
水泥销售收入	73,286.49	102,237.42	146,536.08	189,981.00	229,024.00	405,856.00
毛利率	25.29%	29.19%	28.00%	30.00%	30.00%	30.00%
销量	253.9	383.9	468	575.7	715.7	1268.3
销售均价	288.64	320.00	313.11	330.00	320	320
化工	8,003.04	6,850.97	6,134.24	9,043.10	6,747.66	10,399.57
毛利率	27%	30%	27%	28%	28%	28%
水泥制品	7,061.28	9,418.84	13,231.00	15,215.65	16737.215	18410.9365
毛利率	30%	28%	30%	30%	30%	30%



收入增长率	38.28%	31.63%	40.27%	22.15%	17.86%	72.14%
毛利率	24.84%	28.56%	28.80%	29.93%	29.96%	29.96%
销售费用率	2.71%	2.50%	2.40%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	8.91%	8%	8%	8%	7.80%	7.80%
财务费用率	2.74%	2.30%	2.80%	2.50%	2.40%	2.40%

表:利润表预测 (单位: 万元)

	2008A	2009 A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	94,995.32	125,042.52	175,395.69	214,239.75	252,508.88	434,666.50
二、营业总成本	86,126.81	106,664.50	150,914.17	179,973.80	210,934.68	363,104.81
营业成本	71,397.43	89,335.29	124,882.02	150,107.60	176,845.98	304,424.83
营业税金及附加	742.2	1,204.85	1,649.68	2,015.03	2,020.07	3,477.33
销售费用	2,578.14	3,115.07	4,210.71	5,355.99	6,312.72	10,866.66
管理费用	8,461.75	10,252.50	14,810.76	17,139.18	19,695.69	33,903.99
财务费用	2,606.70	2,787.67	4,903.46	5,355.99	6,060.21	10,432.00
资产减值损失	340.58	-30.88	457.54	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
投资净收益	1,391.77	938.58	1825.23	5325.23	5325.23	7000
四、营业利润	10,260.28	19,316.60	26,306.75	39,591.18	46,899.43	78,561.69
加: 营业外收入	5,654.77	8,025.08	11,385.29	11,354.71	12,625.44	21,733.33
减: 营业外支出	220.74	579.78	1,164.19	0	0	0
五、利润总额	15,694.31	26,761.90	36,527.85	50,945.89	59,524.88	100,295.02
减: 所得税	3,210.62	4,702.24	4,671.79	9,170.26	10,714.48	18,053.10
六、净利润	12,483.69	22,059.66	31,856.06	41,775.63	48,810.40	82,241.91
归属于母公司所有者的净利润	12,011.06	20,688.27	30,481.00	40,104.60	46,857.98	78,952.24
每股收益	0.25	0.43	0.64	0.84	0.98	1.65

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，



本公司将保留随时追究其法律责任的权利。