

建材、能源项目渐入佳境

增持维持

投资要点:

- 中期业绩同比增长 22.45%
- 建材和能源项目渐入佳境，是公司持续成长的两大动力

报告摘要:

- 公司上半年业绩同比增长 22.45%。上半年，公司水泥销量同比增长 31%，实现营业收入 7.02 亿元，同比增长 25.34%；实现净利润 1.23 亿元，同比增长 22.45%。上半年公司实现每股收益 0.334 元（若按公司 10:3 配股后的股本计算中期 EPS 为 0.257 元）。
- 水泥销量增加、所得税负减少是公司中期业绩增长的主要驱动力。公司毛利率同比下降 1.52 个百分点为 31.14%，期间费用率也增加了 2.6 个百分点，但在水泥销量增加的支撑下利润总额同比增长了 7.96%。同时公司所得税负同比大幅下降 1200 多万元，从而支持公司业绩实现了一定幅度的增长。
- 建材、能源项目渐入佳境，化工仍需谨慎。公司克州项目、巴州项目分别于 3 月、6 月开始试生产；乌苏 3000t/d 项目 5 月开工，年内将完成主体工程，公司水泥产量将维持 20% 左右的复合增长，另外公司拟通过加气砼项目进入喀什建材市场。能源项目方面，大滩煤矿一期明年建成，阿克苏水电开发顺利推进，吐鲁番太阳能发电进入中试，明年下半年公司的能源项目将进入收获期。公司的 10 万吨烧碱项目今年 8 月开工，进展略低于我们预期，由于我们对该项目一直持谨慎态度，故暂未调整盈利预测。
- 即将完成配股，发展后劲充足。如果进展顺利，公司将近期完成配股，发展后劲依然充足。我们认为公司资金实力得到补充后，下一步发展方向可能是进一步完善水泥产能布局，或者介入新的资源开发类项目。
- 盈利预测与评级。维持之前的盈利预测，预计 2010~2012 年 EPS 分别为 0.62、0.79、1.23 元。基于公司良好的发展前景，我们维持对公司的增持评级。

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

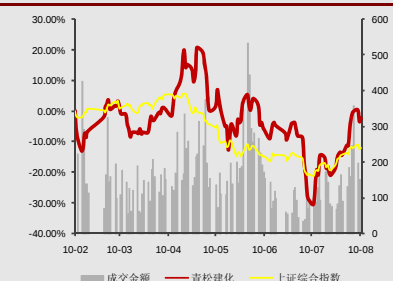
电话: 010-88085969

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*调研报告*青松建化：高估值，但并未高估*600425*建材行业*刘书臻》，2010.7

表 1：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，2011 年建成
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 2：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，总装机容量约 750MW，对水泥的总需求量约在 600 万吨左右。 吐木秀克水电站（48MW）工程已并网发电，小石峡水电站项目已开工建设并进展顺利，温宿县台兰河一、二级水电站项目年内开工
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 预计一期明年下半年投产
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 目前太阳能发电进入中试阶段。
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 预计一期 2011 年底建成。

资料来源：公司公告，宏源证券

财务报表预测

利润表						百万元
	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	
现金流量表						百万元
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

资产负债表						百万元
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		
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	
负债与股东权益						
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			28.1	22.1	14.2
PB			2.92	2.54	2.08
EV/EBITDA			13.83	10.39	6.80

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、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。