

分析师: 刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 邹戈, 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

区域控制力进一步增强—青松建化配股点评

事件描述

青松建化今日发布配股公告, 其主要内容为:

- 本次配股以 2009 年 12 月 31 日公司股本 368,891,250 股为基数, 按 10: 3 股的比例向全体股东配售, 可配售股份总额为 110,667,375 股。
- 其中, 有限售条件的股东可配售 37,297,600 股, 有限售条件的控股股东阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司已承诺全额认购其所持全部股份的可配股数, 即 45,619,337 股, 无限售条件的股东可配售 65,048,038 股。
- 本次配股采用代销方式发行, 若控股股东统众国资公司不履行认配股份的承诺, 或者代销届满, 原股东认购股票的数量未达到拟配售数量百分之七十, 本次配股存在发行失败的风险。
- 本次确定的配股价格 6.4 元/股。募集资金数量: 预计募集资金总额不超过 7.08 亿元 (含发行费用)。实际募集资金取决于实际配售数量了, 募集资金净额: 募集资金净额预计不超过 6.73 亿元。

事件评论

第一, 配股方案将为水泥生产线及余热发电筹备资金

此次募集项目是为克州、巴州两条新型干法水泥生产线以及三个余热发电项目筹备资金, 总额为 6.73 亿元。

表 1: 募集资金投放项目情况

投资项目	总投资额	募集资金拟投入金额	开工时间	投产时间
一、新型干法水泥生产线项目				
克州 2,500t/d 新型干法水泥生产线 (配套纯低温余热发电) 项目	37,232	37,232	2008 年 9 月	2010 年 7 月
巴州 2,500t/d 新型干法水泥生产线项目	32,510	21,131	2009 年 7 月	2010 年 7 月
二、纯低温余热发电项目				
巴州 2,500t/d 新型干法水泥生产线纯低温余热发电项目	3,649	2,372	2009 年	2010 年
和田 2,000t/d 新型干法水泥生产线纯低温余热发电项目	3,737	3,737	2009 年	2010 年 4 月
库车 1,200t/d 新型干法水泥生产线纯低温余热发电项目	2,875	2,875	2009 年	2010 年 2 月
合计	80,003	67,347	-	-

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

当前公司资产负债率已经超过 50%, 公司后续实施水电、煤矿、新能源累计需要筹措资金 23.19 亿元(含本项目), 若全部采用债券的方式, 采用静态模拟, 资产负债率将达 70%左右, 这将大大提高财务风险。此次募集项目采用配股的方式, 将降低财务费用率, 控制财务风险。

表 2： 2010 年 6 月 31 日青松建化资产负债情况

项目	金额
资产总计(亿元)	34.37
负债合计(亿元)	17.56
所有者权益合计(亿元)	16.81
资产负债率	51.09%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

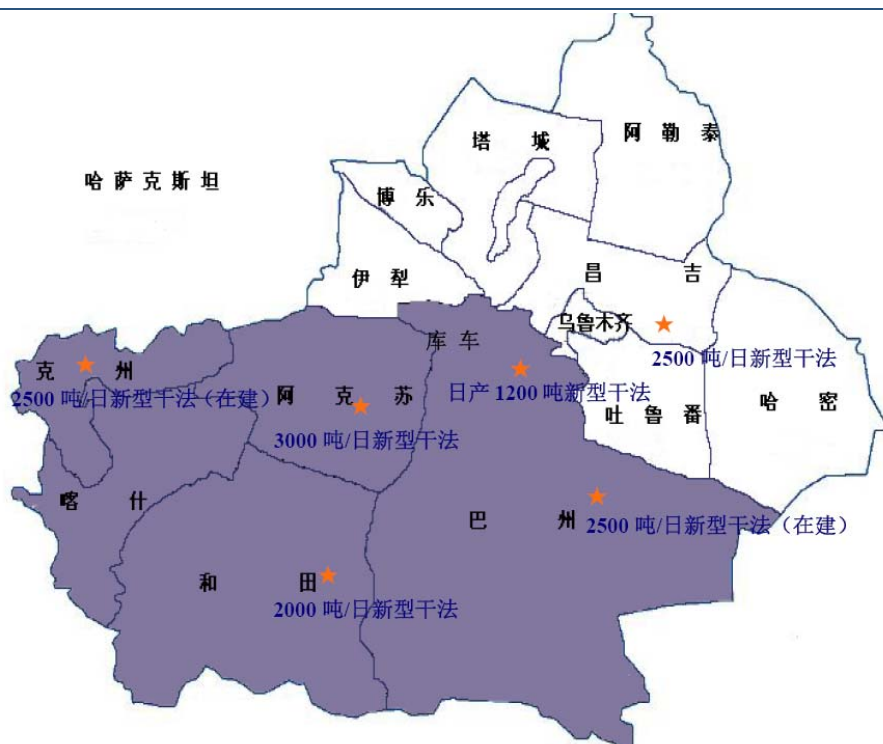
第二，南疆区域控制力进一步增强

公司主要的产能区域在南疆地区，此次募集的项目克州与巴州生产线也在南疆地区，此举将进一步提高公司在南疆地区的控制力。

表 3： 青松建化产能布局

区域所在地	实施主体	生产规模熟料产能 (万吨/年)	水泥产能类 型	投产时间备注
北疆乌鲁木齐卡子湾	新疆青松水泥	20	26	其他生产工艺已投产 -
北疆乌鲁木齐卡子湾	新疆青松水泥	2500	75	98 新型干法 已投产 -
南疆阿克苏市	本部水泥厂	70	91	其他生产工艺已投产 -
南疆阿克苏市	新型干法水泥分公司	3000	90	117 新型干法 已投产 -
南疆和田	和田青松	2000	60	78 新型干法 已投产 -
南疆阿克苏库车县	库车青松	1200	35	46 新型干法 已投产 -
南疆克州阿图什市	克州青松	2500	75	98 新型干法 2010 年 本次募投项目
南疆巴州库尔勒市	巴州青松绿原	2500	75	98 新型干法 2010 年 本次募投项目
合计		500	650	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1： 青松建化新型干法水泥生产线分布


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，我们仍维持对青松建化的“推荐”评级

我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.732、1.139、1.414（不考虑配股摊薄）与 0.566、0.882、1.092（考虑增发摊薄），对应的 PE 分别为 31.48、20.23、16.29（不考虑增发摊薄）与 40.68、26.14、21.10（考虑增发摊薄），鉴于新疆区域趋势向上、公司业绩存在超预期可能，公司拥有煤炭等资源应享有估值溢价，我们维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1250	1785	2285	2760	货币资金	245	179	355	830
营业成本	893	1295	1578	1902	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	357	490	706	858	应收账款	82	117	150	181
% 营业收入	28.6%	27.4%	30.9%	31.1%	存货	294	426	519	625
营业税金及附加	12	17	22	27	预付账款	121	175	213	257
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	31	44	57	69	流动资产合计	807	991	1357	2039
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	103	146	187	226	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	长期股权投资	171	171	171	171
财务费用	28	47	44	42	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.2%	2.6%	1.9%	1.5%	固定资产合计	1175	1400	1550	1541
资产减值损失	0	4	4	3	无形资产	53	50	48	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	9	12	15	20	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	193	243	407	510	其他非流动资产	857	857	857	857
% 营业收入	15.4%	13.6%	17.8%	18.5%	资产总计	3067	3470	3984	4654
营业外收支	74	106	136	164	短期贷款	122	37	0	0
利润总额	268	349	544	675	应付款项	404	585	713	859
% 营业收入	21.4%	19.6%	23.8%	24.4%	预收账款	31	44	56	68
所得税费用	47	61	96	119	应付职工薪酬	37	53	65	78
净利润	221	288	448	556	应交税费	-19	-25	-38	-47
归属于母公司所有者的净利润	206.9	270.0	420.2	521.6	其他流动负债	81	117	144	173
少数股东损益	14	18	28	35	流动负债合计	655	811	940	1132
EPS (元/股)	0.56	0.73	1.14	1.41	长期借款	804	804	804	804
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	332	512	728	903	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	4	12	15	20	其他非流动负债	3	3	3	3
长期股权投资	-4	0	0	0	负债合计	1461	1617	1746	1938
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1505	1734	2091	2535
固定资产投资	-752	-418	-423	-328	少数股东权益	101	118	146	181
其他	-18	0	0	0	股东权益	1605	1853	2238	2716
投资活动现金流净额	-774	-406	-408	-308	负债及股东权益	3067	3470	3984	4654
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	42	0	0	0	EPS	0.561	0.732	1.139	1.414
银行贷款增加 (减少)	439	-85	-37	0	BVPS	4.08	4.70	5.67	6.87
筹资成本	107	-88	-107	-120	PE	41.08	31.48	20.23	16.29
其他	-210	0	0	0	PEG	1.14	0.87	0.56	0.45
筹资活动现金流净额	379	-173	-144	-120	PB	5.65	4.90	4.06	3.35
现金净流量	-63	-67	177	475	EV/EBITDA	27.08	18.90	12.30	9.50
					ROE	13.7%	15.6%	20.1%	20.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理专业硕士，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。