

水泥制品业

强烈推荐（上调）

窦泽云

S1060210090001

0755-22627752

douzeyun001@pingan.com.cn

西部建设 (002302)收购事项点评

收购增厚业绩 90%，上调至“强烈推荐”

事项：

西部建设发布公告称，公司拟以自有资金 2000 万元收购新疆吉木萨尔县天宇华鑫水泥开发有限公司，该公司拥有 2 条 3000 吨/日新型干法水泥生产线及配套纯低温余热发电项目的完备的建设批文。

平安观点：

■ 公司主营业务为混凝土，收购水泥线系向上游延伸。

我们认为，公司收购水泥生产线，主要原因一是公司主营业务预拌混凝土的业绩受水泥价格影响较大，向上游产业链延伸，可有效的平滑水泥价格波动对公司业绩的影响。二是 09 年以来新疆水泥价格持续上涨，2010 年价格同比上涨超过 150 元/吨，由于 38 号文后限制新建产能，预计新疆未来 2 年水泥供求关系仍然紧张，水泥价格继续攀升的可能性大，投资水泥产业回报率较高。

公司是全国十大预拌混凝土生产企业，2008 年排名全国第七，是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。目前公司主要产品预拌混凝土的市场是新疆乌鲁木齐市、库尔勒市和奎屯市等三个区域市场，公司在三个区域市场的市场占有率均在 40%以上。

水泥成本占生产成本的 40%左右。混凝土的主要原材料为水泥、砂石、水和掺合料（缓凝剂、助凝剂等），生产中消耗油料和电，成品采用专用混凝土车运送。根据公司的业绩预增公告，其 2010 年 29.7%的业绩增速远小于近 50%的收入增速，显示公司业绩受水泥价格上涨的影响较大。

■ 收购成本远低于目前市场价格

根据公开信息，目前水泥生产线的收购价格约为 500~600 元/吨，其中建设成本（含余热发电）约 400 元/吨，即水泥线建设批文的收购价格应为 100~200 元/吨左右。本次公司收购价格仅为 2000 万，按 240 万吨产能计算，收购批文的价格仅为 8.3 元/吨，远低于市场价格，成本极低。

■ 预计新增水泥产能 240 万吨^①

吉木萨尔县天宇华鑫水泥开发有限公司总投资约 9.6 亿元，拟于吉木萨尔县北三台重化工工业区内新建 2 条日产 3000 吨新型干法水泥熟料生产线。该项目日产水泥熟料 6000 吨，年产水泥 240 万吨，同时采用了纯低温余热发电技术，每年可发电 8230 × 104kwh。项目劳动定员 480 人，年生产 300 天。项目建成后将有粉尘、二氧化硫、噪声、少量

^① 资料来源：新疆维吾尔自治区环境保护技术咨询中心：吉木萨尔县天宇华鑫水泥开发有限公司 2 × 3000t/d 新型干法水泥生产线项目公众参与公告 www.xjepcc.com/gzdt/090512-1.htm

废水等污染物产生，公司将严格按照国家有关规定进行污染物的治理，工程设计中，环保防治设施均采用国内先进、成熟工艺设备，达到国家排放标准后排放。

■ 预计收购项目 2012 年可为公司贡献净利润 2.4 亿

该收购项目已经取得了完备的建设批文，具备开工条件。我们认为，公司混凝土业务的水泥成本占比较高，对该水泥生产线的建设需求迫切，有望在 2011 年底至 2012 年初建成投产。按照目前新疆水泥的净利润率，我们保守预测吨净利可达 100 元/吨，预计水泥生产线 2012 年即可贡献利润，照此估算，该项目可在 2012 年为公司贡献净利润 2.4 亿，按目前 2.1 亿股本计算，相当于每股收益 1.14 元。

图表 1：新疆水泥企业净利率

股票代码	股票简称	净利率	毛利率
000877.SZ	天山股份	15.4%	28.7%
600425.SH	青松建化	19.1%	30.5%

资料来源：Wind 资讯，公司三季报，平安证券研究所

■ 对水泥生产线建设资金来源的猜想及财务影响分析

财务影响分析结论：收购项目或可使公司 2012 年业绩增厚 0.9 元，增厚幅度约 90%。我们认为，公司较有可能采取增发融资募集建设资金，使公司财务费用较低、对业绩的短期影响较小。

根据《水泥行业准入条件》，投资水泥项目自有资本金的比例不得低于项目总投资的 35%，按本次收购项目 9.6 亿元建设成本计算，需投入自有资金约 3.4 亿元。公司 2010 年三季报显示其现金余额为 4.9 亿元，不足以支付全部建造费用。因此，对于建设资金的来源，我们作如下猜想，并分别分析其财务影响。

图表 2：财务影响分析

	猜想一：借贷	猜想二：增发
资金来源方案	35%自有资金，其余为银行贷款	35%自有资金，假设增发 2000 万股、增发价格 20 元，其余为银行贷款
原 2011 年、2012 年 EPS 预测	0.72 元、1.01 元	0.72 元、1.01 元
原 2011 年、2012 年净利润预测	1.50 亿元、2.12 亿元	1.50 亿元、2.12 亿元
贷款金额	6.2 亿元	2.2 亿元
贷款利率假设	6.5%	6.5%
年财务费用	4030 万元/年	1430 万元/年
增发股份假设	N/A	2000 万股（占目前股本约 10%）
收购项目增加 2011 年、2012 年净利润	0 元、2.4 亿元	0 元、2.4 亿元
收购后 2011 年、2012 年净利润预测	1.10 亿元、4.12 亿元	1.36 亿元、4.38 亿元
收购后 2011 年、2012 年摊薄 EPS 预测	0.52 元、1.96 元 （按目前 2.1 亿股本）	0.59 元、1.90 元 （按假设增发后 2.3 亿股本）

资料来源：平安证券研究所

根据以上分析，我们认为，尽管采用增发方式会使公司每股收益摊薄，但财务费用较低，对公司的短期盈利影响较小，是较可能被采取的方式。

■ 混凝土业务毛利率环比改善，募投项目促产量增长

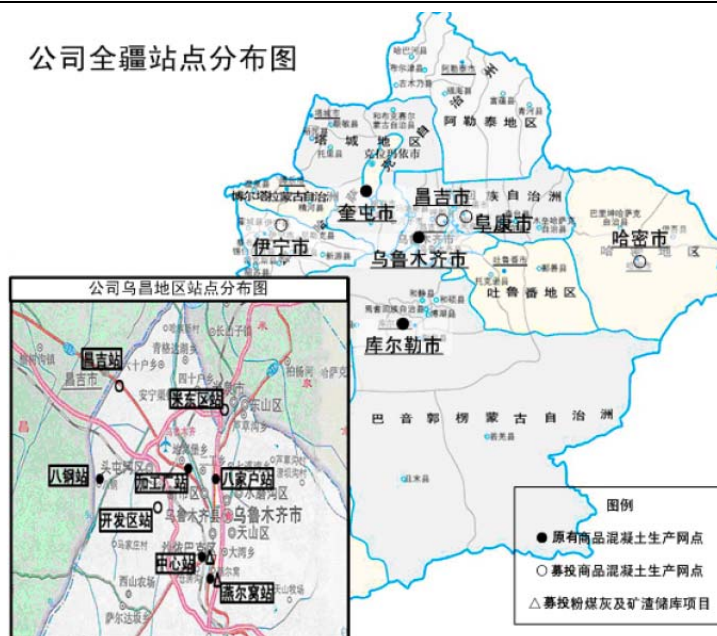
公司 1~3Q2010 收入增长超出预期，但仍符合我们对乌昌地区房屋开工面积增长较快、对混凝土需求旺盛的基本判断。净利润增长低于预期，主要原因是水泥价格上涨影响，毛利率下降。毛利率、净利率环比有所改善、同比降幅缩小，主要原因是公司调整了产品价格，但全年毛利率仍有可能同比下降。

公司募集资金投资项目混凝土生产网点建设项目已经投产，年产 15 万吨干混砂浆项目正在实施当中，预计年内投产。募投项目投产后，将使公司 2010 年产能较上年提高 12%。由于乌昌地区今年集资建房开工量较大，对混凝土需求旺盛，我们仍维持对公司 2010 年产销量增速 16% 的预测。

■ 中建总公司对公司控股后的效果仍有待观察

经过 2010 年的股权变更后，公司目前的实际控制人为中建总公司。我们认为，公司实际控制人变更为中建总公司，将大大增强公司在房建、地产、基础设施工程等方面获取项目的能力，特别是能加强对各省市援疆民生工程的覆盖。目前公司的产能利用率仅为 50% 左右，仍有较大提升空间。但混凝土产品具有较小的运输半径，产量扩张受区域工程开工量和混凝土需求增长的限制明显，因此实际控制人变化后带给公司的利好还需观察。

图表 3：公司混凝土业务分布



资料来源：公司资料，平安证券研究所

■ 上调评级至“强烈推荐”

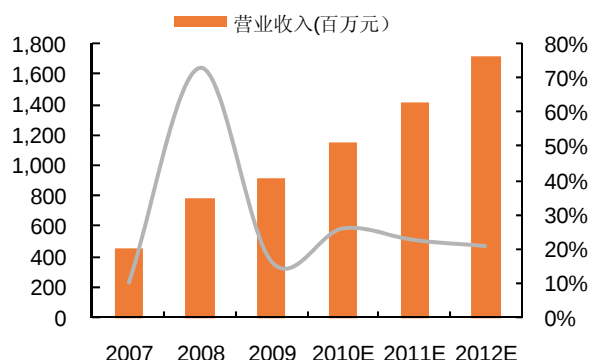
按照以上对公司融资方式猜想的结论，我们预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 为 0.59 元、1.90 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 32 倍、10 倍。根据目前新疆水泥股的估值，我们给予公司 2012 年动态 PE 为 15 倍的估值，目标价 28.5 元，较当前股价有 50% 的上涨空间，上调投资评级由“中性”至“强烈推荐”

图表 4：新疆水泥股估值

股票代码	简称	当前股价	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000877.SZ	天山股份	29.40	1.39	1.92	2.54	21	15	12
600425.SH	青松建化	17.97	0.59	0.85	1.09	30	21	16

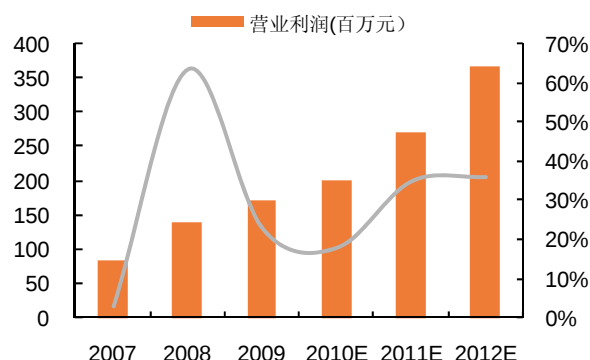
资料来源：Wind 资讯，平安证券研究所

图表 5：混凝土业务收入预测



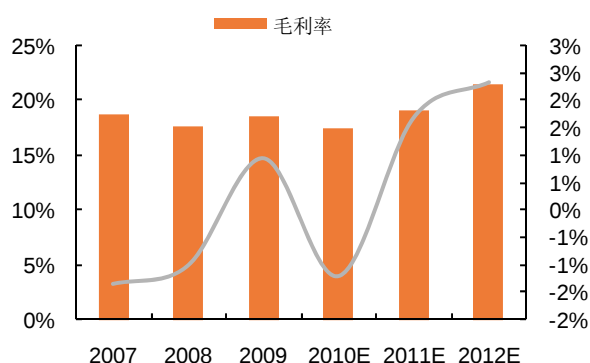
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 6：混凝土业务毛利预测



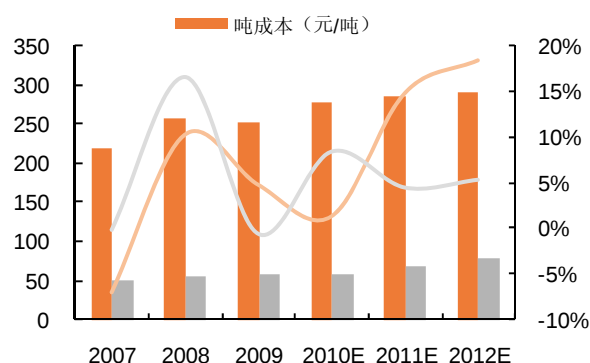
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 7：混凝土业务毛利率假设



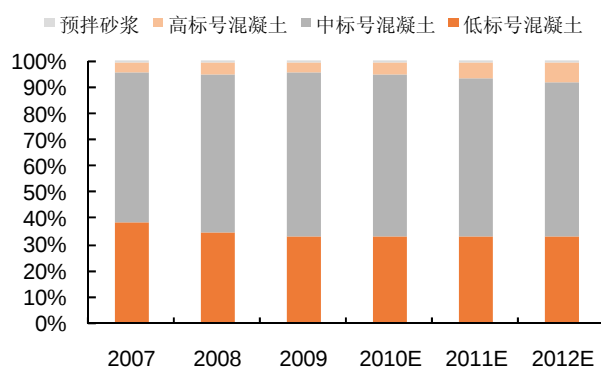
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 8：混凝土吨成本假设



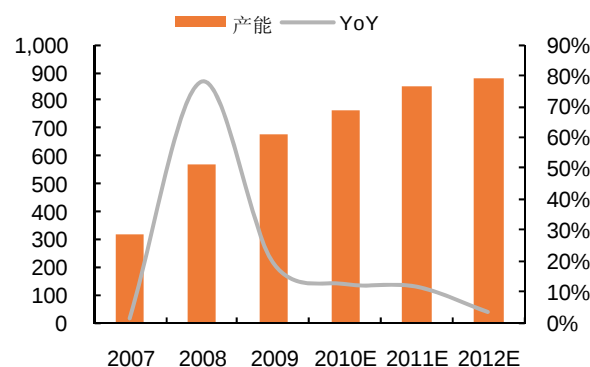
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 9：混凝土产品构成



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 10：混凝土产能预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257