

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

执业证书编号： S0490511040002

联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

扩产能，精布局，迎接新疆持续高景气

事件描述

青松建化今日发布非公开发行股票预案，其主要内容为：

- 公司拟非公开发行不超过 1.8 亿股，发行价不低于 20.84 元/股，募集资金不超过 37.85 亿元；单一发行对象认购的本次发行的股票数量不超过 1 亿股；
- 募集资金将投向：克州青松水泥年产 260 万吨熟料（配套纯低温余热发电）改扩建项目、库车青松年产 300 万吨新干水泥改扩建（配套纯低温余热发电）项目和新疆青松建材 2×7500t/d 熟料生产线项目（协同处理 2×300t/d 生活垃圾及配套纯低温余热发电）。

事件评论

第一，“巩固南疆，面向全疆”，新增产能完善疆内市场布局

新疆目前共有 80 余家水泥生产企业，多数企业规模较小，主要大企业就是天山和青松，两者疆内产能占比超过 60%。在新疆市场、尤其是南疆市场，公司具有较强的竞争优势。

公司此次募集资金将投向的 4 条生产线中，2 条在南疆，2 条在北疆。在南疆的生产线分别是克州 260 万吨和库车 300 万吨，均是在公司原有生产线上的改扩建，扩建后产能的大幅提升将进一步巩固公司在南疆的龙头地位。北疆的 2 条生产线布局在乌鲁木齐的达坂城，距离对水泥有高需求的乌昌市场很近，是公司从南疆走向北疆，实现全疆布局战略的关键一步，配合其原有产能，将有效提升公司在北疆的市场份额和区域控制力。

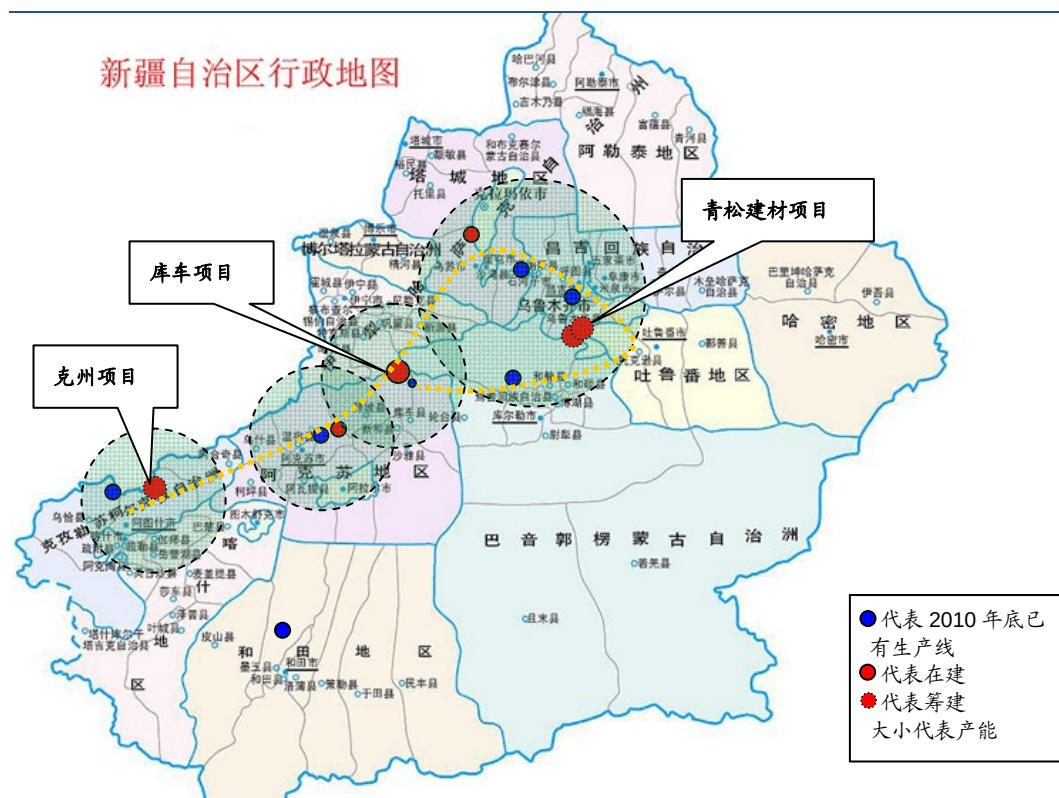
表 1：此次募投项目情况

项目名称	项目总投资	其中：建设投资	募集资金
克州青松水泥年产 260 万吨熟料新型干法水泥（配套纯低温余热发电）改扩建项目	95,415.00	87,415.00	95,415.00
库车青松水泥年产 300 万吨新型干法水泥改扩建（配套纯低温余热发电）项目	72,061.41	66,557.00	72,061.41
新疆青松建材 2×7500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目（协同处理 2×300t/d 生活垃圾及配套纯低温余热发电）	202,095.27	196,159.27	202,095.27
合计	369,571.68	350,131.27	369,571.68

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们从公司的整体布局可以看到，新建生产线依然是布点在铁路或高速公路边上，一方面将充分受益铁公机建设，另一方面抢占物流优势，将阿图什、阿克苏、库车、乌苏、乌鲁木齐、昌吉、焉耆整体联结了起来，避免各自为战，有利于公司更好的控制市场。并且，公司的布局并不是全面开花，而是集中布局，注重市场控制力。公司布局完成后，在新疆几个主要区域的产能占比都达到 40-50%，在这样的集中度下，即使未来几年后，新疆地区的需求增速开始趋缓，公司同样具备足够的市场控制力来保证自身的高盈利能力。

图 1：公司生产线依铁路、公路布局于新疆西部重点发展区域



资料来源：长江证券研究部

第二，积极财政下，需求无须担忧；产能快速增长，业绩亦将大增

在政策的绝对支持下，新疆迎来了高速发展时期。根据内蒙古、陕西等先行省份的经验，我们判断未来几年内，新疆的水泥市场均将保持高景气，需求将无须担忧，我们预计今明两年的市场将是“补供给缺口”的市场，景气将持续向上。

此次公司募投项目所在的三个位置正处于或者邻近政府将要重点开发建设的区域：

克州：中央新疆工作座谈会的召开和新一轮援疆工作的全面展开后，克州进入了大建设的新时期。克州具有天然的地理优势，一方面邻近喀什——未来的经济特区，另一方面地处边界地带，或将成为未来沟通的重要纽带。相较其未来的发展前景，克州地区目前的水泥产能还较少。

库车：库车是南疆重要的水泥生产基地，供应范围包括新和、沙雅、拜城等周边县市建筑市场。政府希望将其建设成为南疆最大的千万吨水泥生产基地，以满足新疆大开发、大建设的需要。目前，随着众多重点项目、援疆项目和新农村建设项目的开工，水泥供应缺口开始显现。

乌昌：乌昌地区一直是新疆基础设施和民生工程密集建设区域，每年的水泥需求量很大。作为新疆的省会城市，正处于高速发展建设阶段，对水泥的需求将维持高速增长态势。公司此次在北疆的生产线定于达坂城，位于乌鲁木齐市东南部，距市区约 80 公里。

依据公司公告的项目进度,我们简单测算 2011-13 年三个募投项目每年新增的水泥产能分别约为 77 万、505 万和 1066 万吨,如果以 85%产能运转率来计算,可贡献的产量分别约为 65 万、430 万和 906 万吨,而去年的销量是 484 万吨,即使吨盈利保持不变,量的增长也将带来业绩的高速增长。

表 2: 三个募投项目情况

项目	性质	原有产能	项目实施后产能	新增量	开工日期	预计投产日期
克州项目	改扩建	年产熟料 75 万吨, 对应水泥 90 万吨	年产 260 万吨熟料, 水泥产能 330 万吨	新增熟料 185 万吨, 水泥产能 240 万吨	2011 年 5 月 开工奠基	2012 年 6 月 (根据建设期 1 年预测)
库车项目	改扩建	年产水泥 70 万吨	年产水泥 300 万吨	新增水泥产能 230 万吨	2011 年初	2011 年 9 月
青松建材项目	新建	无	年产熟料 465 万吨, 年产水泥 650 万吨。		2011 年 8 月	2012 年 8 月一期投产, 2013 年 2 月二期投产 (根据建设期 1.5 年预测)

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 募投项目未来的产能释放情况预测

	新增水泥产能			新增水泥产量		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
克州项目	无	140	240	无	119	204
库车项目	77	230	230	65	196	196
青松建材项目	无	135	596	无	115	506
合计	77	505	1066	65	430	906

资料来源: 长江证券研究部

第三, 看好未来持续增长, 维持“推荐”评级

目前市场主要担忧: 募投项目今年难以贡献较大利润, 一旦增发在今年实施短期内将大幅摊薄今年的业绩。对此, 我们认为从定向增发的具体流程和历史经验来看, 公司正式完成定向增发要到 2012 年上半年。

定向增发的具体流程: 1、公司拟定初步方案, 与中国证监会预沟通, 获得同意; 2、公司召开董事会, 公告定向增发预案, 并提议召开股东大会; 3、公司召开股东大会, 公告定向增发方案; 将正式申报材料报中国证监会; 4、申请经中国证监会发审会审核通过, 公司公告核准文件; 5、公司召开董事会, 审议通过定向增发的具体内容, 并公告; 6、执行定向增发方案; 七、公司公告发行情况及股份变动报告书。公司现在刚做完第二步, 而方案正式实施要到第六步, 中间的时间跨度往往较长, 从前面华新水泥的经验来看, 我们判断方案的正式实施要到 2012 年。如果这样的话, 股本摊薄和募投项目业绩释放基本在同一时间, 对业绩的摊薄不大明显。

综合来看, 我们认为公司未来将迎来业绩高速增长, 本次定向增发有助于公司未来业绩的提升, 假定方案于 2012 年正式实施, 我们预计 2011-13 年 EPS 分别为 1.625、2.020 (全面摊薄) 和 2.658 元 (全面摊薄), 短期来看, 新疆区域是积极财政最大受益者, 受宏观调控影响很小, 公司今年处在业绩增长拐点上, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1754	3182	5191	7075	货币资金	842	955	4102	5203
营业成本	1249	1967	3205	4715	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	505	1215	1986	2360	应收账款	86	156	254	346
% 营业收入	28.8%	38.2%	38.3%	33.4%	存货	359	564	919	1354
营业税金及附加	16	30	49	67	预付账款	325	511	832	1225
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	42	70	104	142	流动资产合计	1656	2266	6239	8308
% 营业收入	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	148	261	415	566	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.4%	8.2%	8.0%	8.0%	长期股权投资	221	221	221	397
财务费用	49	73	64	33	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.3%	1.2%	0.5%	固定资产合计	2484	3800	4560	4780
资产减值损失	174	7	10	10	无形资产	76	72	69	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	18	18	18	195	递延所得税资产	5	1	2	1
营业利润	94	792	1362	1739	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	5.4%	24.9%	26.2%	24.6%	资产总计	4444	6362	11091	13553
营业外收支	102	166	276	416	短期贷款	120	936	0	0
利润总额	365	958	1638	2155	应付款项	453	713	1161	1710
% 营业收入	20.8%	30.1%	31.6%	30.5%	预收账款	35	64	104	142
所得税费用	47	144	246	323	应付职工薪酬	48	75	122	180
净利润	319	814	1392	1832	应交税费	-35	-97	-165	-218
归属于母公司所有者的净利润	304.8	777.8	1330.8	1750.5	其他流动负债	255	407	660	962
少数股东损益	14	36	62	81	流动负债合计	876	2097	1882	2775
EPS (元/股)	0.64	1.62	2.02	2.66	长期借款	904	904	904	904
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	514	1000	1629	1949	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	29	29	29	29
收回现金	9	18	18	18	负债合计	1809	3030	2815	3708
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2418	3079	7961	9449
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-832	-1532	-1052	-571	少数股东权益	218	254	315	396
其他	-24	0	0	0	股东权益	2635	3332	8276	9846
投资活动现金流净额	-856	-1514	-1034	-553	负债及股东权益	4444	6362	11091	13553
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	786	0	3751	0	EPS	0.637	1.625	2.020	2.658
银行贷款增加 (减少)	285	816	-936	0	BVPS	5.05	6.43	12.09	14.35
筹资成本	133	-190	-264	-296	PE	35.08	13.75	11.06	8.41
					PEG	0.44	0.17	0.14	0.11

其他	-286	0	0	0	PB	4.42	3.47	1.85	1.56
筹资活动现金流净额	918	626	2552	-296	EV/EBITDA	74.64	10.68	4.35	3.01
现金净流量	576	112	3147	1101	ROE	12.6%	25.3%	16.7%	18.5%

分析师介绍

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

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。