

2011-04-26

证券研究报告
行业研究/深度研究

建筑材料

畅享新疆水泥景气盛宴

增持/维持评级

——新疆建材行业调研报告

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

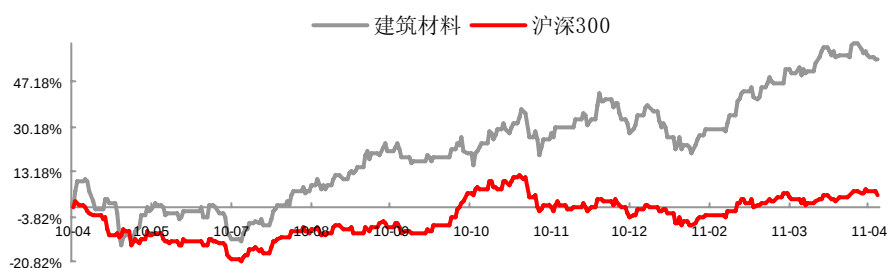
相关研究

强力政策延续新疆水泥高景气（增持）

2009/12/24

- 简单测算，“十二五”期间全疆 3.6 万亿固定资产投资意味着 2.2 亿吨以上的水泥需求，平均每年 4400 万吨，对比 2010 年全疆 2400 万吨水泥产量，有大幅增长。
- 我们测算，2010-11 年新疆新投产生产线今年形成的有效产能增量约 900 万吨左右，与今年全疆边际需求增量基本相抵，但考虑到今年基建实际完成情况可能会超出之前规划，我们判断今年水泥供应紧张格局难以扭转。
- 目前自治区发改委和兵团发改委新批生产线已经停止，但审批权力仍然在地方，已获批文的项目集中在天山和青松两家，并且实际建设进度并非如此前想象（开工仪式后并未立即动工），我们认为，天山和青松合计市场占有率超 60%，会根据市场安排建设进度，可以有效的保护市场。
- 各区域现在尚未完全开工，天气转暖仅是近两周，清明至今温差近 30 度，但我们调研的下游需求单位均表示水泥已出现订货紧张，南疆和北疆水泥价格较去年同期涨幅超过 100 元/吨，其中南疆价格超过去年最高价 50 元/吨左右，我们判断，南疆市场后发优势明显，未来价格上涨空间也较大。
- 天山股份（000877）：保守假设疆内均价比去年提升 40 元/吨，江苏均价同比提升 60 元/吨，我们测算全面摊薄后 2011-12 年 EPS 分别为 2.82 和 4.04 元，目前股价 40.80 元对应 2011-12 年 PE 分别为 14.47、10.10 倍，估值偏低，未来随着水泥价格可能的再度上涨，盈利预测可能继续上调，维持“买入”评级。
- 青松建化（600425）：保守预计今年均价比去年提升 50 元/吨，暂不考虑参股的煤炭深加工项目的贡献，我们测算 2011-12 年公司 EPS 为 1.52、2.22 元，目前股价 25.09 元对应 2011-12 年 PE 为 16.51、11.30 倍，估值偏低，未来随着水泥价格可能的再度上涨，盈利预测可能继续上调，维持“买入”评级（存在增发摊薄业绩的可能）。
- 西部建设（002302）：我们预计 2011-12 年公司 EPS 为 0.61、0.82 元，目前估值不低，但考虑到新疆大规模基础设施建设今年展开，需求可能超预期增长，带来业绩超过我们的预测，给予“增持”评级。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

振兴规划拉动水泥需求跨越式增长	4
新疆可能复制内蒙的发展路径	4
“十二五”规划基建投资大幅增长	5
2011-12 年，水泥供应紧张的格局依然难以扭转	6
新建线审批已经收紧，供给增长受控	7
供应紧张，今年水泥价格大涨势头或将延续	Error! Bookmark not defined.
天山股份（000877）：新疆水泥高景气的充分受益者	10
产能提升，地位稳固	10
混凝土业务：	11
增发进度	Error! Bookmark not defined.
盈利预测及估值	11
青松建化（600425）：新疆板块中的战略性配置品种	12
产能增长空间较大	12
水泥盈利能力有望大幅改善	13
其他业务板块有望成为新的增长点	13
资金需求迫切	14
盈利预测及估值：	14
西部建设（002302）：新疆预拌混凝土龙头	15
需求同比明显提升	15
产能稳步增长	15
竞争激烈压制毛利率提升	15
未来战略：拓展疆内疆外市场、向上游发展	15
存在资产整合预期	16
盈利预测及估值	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 新疆及周边中亚邻国简图	4
图 2: 喀什的老城和新城	4
图 3: 新疆人均 GDP/全国平均明显下降有两个时期, 1991-1996 年, 2006-2009 年 4	4
图 4: 2002-09 年内蒙水泥产量年均复合增长率高达 29%, 个别年份增速突破 40% 5	5
图 5: 南北疆各州示意图	9
表 1: 新疆内蒙资源对比	5
表 2: “十二五”期间规划投资大幅增长	6
表 3: 2011 年基建投资拆解比较	6
表 4: 2010 年新疆新投产生产线明细	7
表 5: 2011 年新疆可能新投产生产线明细	7
表 6: 吨水泥价格 (元/吨), 含税, 32.5 级别, 42.5 标号的高出 100 元	8
表 7: 2010 年旺季新疆各州水泥含税均价 (2010 年 9 月 17 日, 当年价格最高点), 元/吨 9	9
表 8: 吨水泥价格 (元/吨), 含税, 32.5 级别, 42.5 的高出 100 元	9
表 9: 天山股份产能明细	10
表 10: 天山股份 2011-12 年预计新增产能	11
表 11: 天山股份盈利预测核心假设	12
表 12: 青松建化产能明细, 单位: 万吨/年	13
表 13: 青松建化盈利预测核心假设	14
表 14: 青松建化盈利预测核心假设	16

振兴规划拉动水泥需求跨越式增长

新疆作为我国最大的行政区，占中国领土 1/6，与中亚 8 个国家接壤，边界线长度占比约 1/4，有着极其重要的战略地位：面向中亚、欧洲和中东的桥头堡、争夺中亚油气资源的咽喉要道；石油、天然气、煤炭、有色金属等的重要供应基地。

近年来新疆发展滞后，“7.5”事件后新疆改善民生和发展经济刻不容缓，2011 年作为“十二五”的开局之年，我们认为，新疆将迎来以资源开发利用拉动经济增长的模式，实现跨越式大发展的历史性机遇。

图 1： 新疆及周边中亚邻国简图



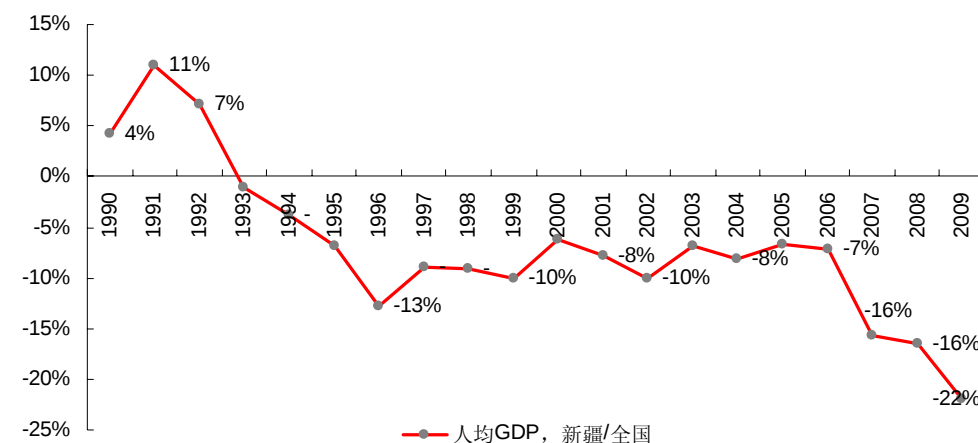
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 喀什的老城和新城



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 新疆人均 GDP/全国平均明显下降有两个时期，1991-1996 年，2006-2009 年



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

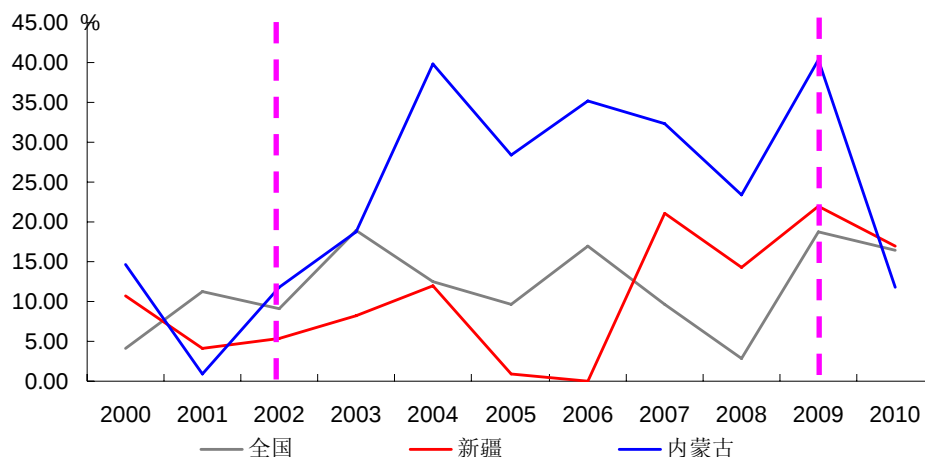
新疆可能复制内蒙的发展路径

新疆自然资源较内蒙古更加丰富，在强有力的政策推动下，未来有可能复制内蒙古曾经走过的以资源开发利用拉动经济增长的模式，大规模基础设施建设将推动水泥等需求高速增长，很可能重现内蒙古在 2002-09 年的盛况。

表 1：新疆内蒙资源对比

	新疆	内蒙
国土面积（万平方公里）	166.49	118.3
人口（万人）（2008）	2131	2414
接壤国家个数	8	2
相邻省市个数	3	8
探明煤炭资源储量（万亿吨）	2.19	0.73
石油资源（亿吨）	208.67	
天然气资源（万亿立方米）	10.3	3.5
铁矿（亿吨）	11.4	36.1

资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 4： 2002-09 年内蒙水泥产量年均复合增长率高达 29%，个别年份增速突破 40%


资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

“十二五”规划基建投资大幅增长

2011 年 1 月 18 日，新疆自治区人大会议正式批准新疆“十二五”规划，未来 5 年，计划累计投资完成社会固定资产投资 3.6 万亿元，而新疆 2010 年的 GDP 只有 5419 亿元，固定资产投资只有约 3539 亿元，由此计算“十二五”期间固定资产投资潜在的年均复合增长增长率至少在 25% 以上。另外我们测算，“十二五”期间新疆 GDP 年均增速应较全国水平高出 3.5 个百分点左右，2015 年人均 GDP 方实现达到全国平均水平的目标。

表 2：“十二五”期间规划基建投资大幅增长

项目	“十二五”规划投资	对比“十一五”
固投	全社会固定资产投资规模累计 3.6 万亿，其中中央财政支持资金总量 2.2 万亿，工业和能源投资将占四成以上	规划 1 万亿，完成 1.2 万亿
水利	规划投资额 1300 亿元	是“十一五”规划总投资的 4.33 倍
公路	完成交通固定资产投资 2500 亿元，建设总里程 7.6 万公里	累计完成额 830 亿元
铁路	到 2020 年，运营里程将达到 12000 公里	比目前增长 300%
城镇化率	城镇化率达到 48%，安居富民完成 150 万户，廉租房 30 万套，新建公共租赁住房 35 万套，棚户区危旧房改造 37.5 万套，城市人均道路面积达到 15 平方米	“十一五”末期城镇化率为 39.9%

资料来源：华泰联合证券研究所

简单测算，“十二五”期间全疆 3.6 万亿固定资产投资意味着 2.2 亿吨以上的水泥需求（固定资产投资对水泥需求拉动的经验系数为 0.6，喀什等地可以用到 1.0），也就是平均每年 4400 万吨水泥需求，对比 2010 年全疆 2400 万吨水泥产量，有大幅增长。

根据国家主管部门规划，新疆至十二五末，年水泥产量达到 5200 万吨。如果套用内蒙古 2002-09 年的水泥产量增长曲线，“十二五”期间新疆水泥需求可能将是“V”增长，前高中低后高。

2011-12 年，水泥供应紧张的格局依然难以扭转

我们对基建投资大类进行拆分，根据 2011 年规划投资，测算对水泥需求的拉动：

表 3：2011 年基建投资拆解比较

	2011 年计划	2010 年比较	拉动水泥需求测算
房屋建设	安居富民工程 30 万户	同比增加 11 万户	160 公斤/平米
	开工改造棚户区危旧住房 10 万套，建筑面积 1058.87 万平方米	同比增加建筑面积 566 万平方米	250 公斤/平米
	公租房 5.6 万套，廉租房 7.4 万套		250 公斤/平米
	房地产开发投资同比增长 30%，施工面积增加 800 万平方米左右		250 公斤/平米
公路建设	计划完成投资 500 亿元	计划 115 亿元，实际 200 亿元	亿元投资 1.2 万吨水泥
水利建设	2011 年计划投资 285.47 亿元	同比增长 1.91 倍	亿元投资 0.9 万吨水泥
铁路建设	2011 年铁路建设计划投资 109 亿元（不包括兰新二线建设投资）		亿元投资 1.7-2.0 万吨水泥

资料来源：华泰联合证券研究所

以上几个方面测算合计，同比新增水泥需求量 800—900 万吨左右，2010 年全疆新投产 14 条水泥生产线形成 2011 年能新增水泥供应量 600 万吨左右（按投产时间测算）。2011 年全年预计新投产水泥生产线最多 16 条，并集中在下半年，估算可实际新增加水泥供应 300 万吨左右（按在建生产线投产时间和产能利用率测算），因此我们判断，2011 年全疆边际供求增长基本相抵，但考虑到今年基建实际完成情况可能会超出之前规划（超过规划的概率较大），今年水泥供应紧张格局料难以扭转。

表 4：2010 年新疆新投产生产线明细

企业名称	熟料线规模	年生产能力 (万吨)	所在地区	投产时间
克州青松	2500	100	克州	2010 年 2 月
青松库尔勒（焉耆）（巴州 青松绿园水泥）	2500	100	库尔勒塔什店	2010 年 4 月
天山布尔津	2000	80	阿勒泰布尔津	2010 年 6 月
哈巴河阿山水泥	2000	80	阿勒泰	2010 年 6 月
鲁岳山川水泥	2500	100	塔什店	2010 年 8 月
东湖水泥	800	30	吐鲁番地区	2010 年 8 月
天山哈密	2500	100	哈密	2010 年 9 月
新疆天业电石渣项目 1	2500	100	石河子	2010 年 9 月
新疆天业电石渣项目 2	3000	120	石河子	2010 年 9 月
天山米东电石渣项目	2*2000	160	乌鲁木齐	2010 年 10 月
昌吉奇台大唐鼎旺	3000	120	奇台	2010 年 10 月
杜瓦玉山水泥	800	30	和田	2010 年 10 月
合计		1120		

资料来源：新疆水泥协会，华泰联合证券研究所

表 5：2011 年新疆可能新投产生产线明细

企业名称	熟料规模线	年生产能力 (万吨)	所在地区	预计投产时间
图木舒克市前海水泥	2500	100	喀什（图木舒克）	2011 年 1 月点火
喀什飞龙水泥	2000	80	喀什	2011 年 4 月点火
鑫疆建材	2500	100	伊犁（特克斯）	2011 年 4 月投产
天山多浪阿克苏	4000	160	阿克苏	2011 年 5 月投产
莎车隆基水泥	2500	100	喀什（莎车）	2011 年 5 月投产
喀什疏勒新森水泥	2500	100	喀什（疏勒）	2011 年 5 月投产
青松本部	2500	100	阿克苏	2011 年 5 月投产
喀什红旗水泥	2000	80	喀什	2011 年 8 月投产
库车青松	5000	200	阿克苏（库车）	2011 年 8 月投产
伊犁霍城三山水泥	3000	120	伊犁（霍城）	2011 年 8 月投产
青松乌苏项目	3200	100	乌苏	2011 年 8 月投产
天山伊犁	4500	200	伊犁（察县）	2011 年 10 月投产
天山喀什	4000	160	喀什	2011 年 10 月投产
天山叶城	4000	160	叶城	2011 年 10 月投产
合计		1760		

资料来源：新疆水泥协会，华泰联合证券研究所

新建线审批已经收紧，供给增长受控

新疆批新生产线有三条路径：自治区发改委（新建、技改）、建设兵团发改委（新

建、技改)、自治区经信委(技改),目前自治区发改委和兵团发改委新批生产线已经停止,但审批权力仍然在地方,根据自治区建材行业管理办公室统计,现在已经获得批文在建的线如果全部形成产能,将达到 7500 万吨,因此地方已经停止审批新的熟料生产线。

目前新疆总产能在 3500 万吨,还有 850—1000 万吨落后产能待淘汰(“十二五”期间淘汰完毕)。

我们观察到,已经获得的生产线建设批文集中在天山股份和青松建化两家企业,并且实际建设进度并非如此前想象,去年 8 月份部分生产线开工仪式举办后并未立即动工建设(理论上新疆水泥生产线建设周期至少 14 个月)。

我们认为,天山股份和青松建化的合计市场占有率超过 60%,会根据市场情况安排建设进度,而庞大的建线计划阻挡了其他水泥巨头涉足新疆的热情(山水水泥因山东省对口援疆而在去年获得喀什 2 条 5000T/D 新型干法熟料生产线的建设批文,但一直未开工,我们判断未来可能仅建一条或停建),可以有效的保护市场。

供应紧张,今年水泥价格大涨势头或将延续

我们实地调研中发现,目前新疆各区域建筑工程尚未完全开工,天气转暖仅仅是最近两周,从清明至今温差将近 30 度,但下游需求单位均表示水泥已经出现订货紧张(去年下半年旺季时曾出现过水泥紧俏),进入 4 月份,南疆和北疆水泥价格较去年同期涨幅均超过了 100 元/吨,其中南疆水泥价格提升幅度最为明显,较去年旺季最高价格高出 50 元(阿克苏)。

我们测算天山股份去年熟料产能利用率 87—89%,已经基本是满负荷,一季度是 67—70%,考虑到冬季停工检修,也基本是满负荷运转。

2010 年东疆供应最为紧张(42.5 标号最高价位达到 700 元/吨,含税),主要是铁路建设拉动,并且戈壁滩建设工程对高标号水泥需求量大(抗盐碱)。今年除了兰新复线的继续建设,煤化工,矿产资源开发项目也逐渐开展,预计今年东疆需求整体不会减弱,供应仍然偏紧。

2010 年南疆部分地区水泥价格较北疆低将近 200 元/吨,我们认为,新疆的基建对水泥需求的拉动,短期内集中在北疆的乌鲁木齐—昌吉地区,但长期将逐渐扩散到南疆的阿克苏—喀什一带。今年起随着南疆(主要包括阿克苏、克州、和田、喀什四个州)安居工程、水利工程、喀什经济特区(向西开放的桥头堡,中吉乌铁路即将通车)拉动的基建需求逐渐启动,南疆水泥景气程度将大幅上升。

表 6: 2011 年新疆水泥价格(元/吨), 含税, 32.5 级别, 42.5 标号的高出 100 元

	去年同期	4 月上旬价格	4 月中下旬	4 月底
阿克苏	320-340	380	430	430
克州	280-300	380	430	430
和田	300-320	360	420	420
喀什	260-270	360-400	420	420
乌鲁木齐	350-380	420	420	500

资料来源: 新疆水泥协会, 华泰联合证券研究所

表 7：2010 年旺季新疆各州水泥含税均价（2010 年 9 月 17 日，当年价格最高点），元/吨

地区	复合 32.5	普通 42.5
乌 昌	550	650
石河子	550	700
博 州	480	580
伊 犁	410	500
阿勒泰	480	580
塔城	480	580
吐鲁番	430	520-530
哈 密	500	600
巴 州	370	480-500
阿克苏	360-380	460-480
喀什（克州）	280	400
和 田	325-340	465

资料来源：新疆水泥协会，华泰联合证券研究所

表 8：2010 年新疆水泥价格（元/吨），含税，32.5 级别，42.5 的高出 100 元

	5 月之前	8 月	9 月
南疆平均	360	360	380
北疆平均	360-370	460	550

资料来源：新疆水泥协会，华泰联合证券研究所

图 5： 南北疆各州示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

我们了解到，目前主导企业在市场上已经形成了共识，合作意识强烈，不会再打价格战。我们认为，随着 5 月份旺季的真正到来，水泥紧俏的格局会加剧，价格仍有

进一步大幅上调的可能。对于南疆水泥市场的看法，我们认为其后发优势明显，今年价格提升空间较大。

天山股份（000877）：新疆水泥高景气的充分受益者

产能提升，地位稳固

目前公司在疆内产能将近 1400 万吨（加上江苏的 700 万吨共计 2000 余万吨），根据目前已经拿到批文的项目，考虑到新疆 14 个月左右的建设周期，我们预计 2013 年全部拟建项目竣工后疆内产能约 3500 万吨，总产能在 4000 余万吨。

我们预计 2011 年 5 月份阿克苏 3200T/D 投产，10 月份喀什、叶城 4000T/D 投产，伊犁伊南工业园 4500T/D 投产，今年全年产能增量 700 余万吨。

2012 年我们预计哈密天山 5000T/D 项目将于 4 月投产（目前已经开工），2012 年底至 2013 年初乌鲁木齐 2*5000T/D 生产线投产（可能先投一条），预计 2012 年若羌和富蕴项目开工建设，当年较难形成产能，吐鲁番、和静、库车项目尚未开工，预计 2012 年难以贡献产能。

2010 年公司在疆内总体市场占有率在 41% 左右，2009 年是 39%，未来拟建项目全部投产后有望达到 50% 以上的市场占有率。

表 9：天山股份水泥产能明细（截至 2010 年底）

	项目	产能	点火时间
东疆	天山水泥公司	160 万吨/年（两条余热发电干法中空窑、一条 700T/D、一条 2000T/D 新型干法窑）	2010-8 月
	吐鲁番熟料分公司	105 万吨/年（一条 2500T/D 新型干法窑）	
	鄯善分公司	15 万吨/年	
	哈密分公司	20 万吨/年	
	哈密天山	2500T/D	
北疆	屯河水泥公司头屯河水泥厂	86 万吨/年	2010-7 月
	屯河水泥公司特种水泥厂	30 万吨/年	
	屯河金波水泥公司	20 万吨/年	
	屯河沙湾五宫水泥分公司	90 万吨/年（1 条 1000T/D 新型干法窑）	
	屯河古城水泥分公司	18 万吨/年	
	屯河布尔津水泥分公司	18 万吨/年	
	屯河富蕴水泥有限责任公司	10 万吨/年	
	屯河额敏水泥分公司	20 万吨/年	
	新疆屯河水泥有限责任公司	80 万吨（2000T/D 熟料线）	
	布尔津	2000T/D	
南疆	屯河米东	2*2000T/D 电石渣	2010-10 月
	和静天山水泥有限责任公司	60 万吨/年（含 1 条 1000T/D 新型干法窑）	
	塔里木分公司	50 万吨/年（含 1 条 1000T/D 新型干法窑）	
	巴州天山水泥有限责任公司	16 万吨/年	
	阿克苏天山多浪水泥公司	255 万吨/年（含 1 条 1600T/D、1 条 2000T/D 新型干法窑）	

	塔里木分公司塔什店	2500T/D	2009 年底
	江苏天山水泥公司	200 万吨/年（1 条 5000T/D 新型干法窑）	
江苏	宜兴天山水泥有限公司	300 万吨/年（1 条 2500T/D、1 条 5000T/D 新型干法窑）	
	江苏天山	5000T/D	2009 年底
截至 2010 年底合计：		2193 万吨/年	

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

表 10：天山股份 2011-12 年预计新增水泥产能

地区	项目	产能	预计点火时间
东疆	哈密天山	5000T/D	2012 年 4 月
	伊犁伊南工业园	4500T/D	2011 年 10 月
北疆	阜康天山	3×2500T/D 电石渣一期	2012 年 3 月
	乌鲁木齐	5000T/D	2012 年 12 月
	阿克苏天山多浪	3200T/D	2011 年 5 月
南疆	喀什天山	4000T/D	2011 年 10 月
	叶城天山	4000T/D	2011 年 10 月

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

混凝土业务：

混凝土搅拌站的产能部分取决于泵车的配送能力和天气因素，例如 180 立方/小时的搅拌站，在内地省份产能可以到 40 万方/年，新疆只有 20 万方/年，公司目前产能 300 多万方。

2010 年公司商品混凝土均价为 300 元/方（含税）出头，其中江苏产量 40 余万方，疆内 120 余万方，2011 年预计商混销量 200 余万方（疆外 50 万方）。

资金需求较为迫切

我们测算新增产能资金需求量约为 90 亿元，其中 28 亿为定向增发取得，其他可能通过发债、贷款等方式。由于目前增发预案尚未通过股东大会审议，我们预计或将在年底完成发行。

盈利预测及估值

假设今年增发 7000 万股募集 28 亿元，2011-12 水泥年销量 1791 万吨、2323 万吨（疆内分别为 1341 万吨、1870 万吨），基于谨慎假设，疆内均价比 2010 年提升 40 元/吨，江苏均价比 2010 年提升 60 元/吨，我们测算全面摊薄后 2011 - 2012 年 EPS 分别为 2.82 和 4.04 元，目前股价 40.80 元对应 2011-12 年 PE 分别为 14.47、10.10 倍，相对于公司的发展空间而言估值偏低，且未来盈利预测还有上调可能，维持“买入”评级。

表 11：天山股份盈利预测核心假设

项目	2009	2010	2011E	2012E
销售收入（万元）	175872.26	229878.69	342801.09	434459.14
水泥和熟料（东疆和北疆）				
销售量（万吨）	490.56	641.2	860.2	1090.2
单价（元/吨）	358.51	358.51	398.51	398.51
毛利率	29.50%	29.50%	36.58%	36.58%
销售收入（万元）	101079.22	146578.14	191625.09	311976.09
销售量（万吨）	281.94	408.85	480.85	782.85
水泥和熟料（南疆）				
单价（元/吨）	358.51	358.51	398.51	398.51
毛利率	32.00%	32.00%	38.83%	38.83%
销售收入（万元）	98670	135000	162000	157500
销售量（万吨）	448.5	450	450	450
水泥和熟料（江苏）				
单价（元/吨）	220	300	360	350
毛利率	14.30%	29.00%	40.83%	39.14%
销售收入（万元）	32607.87	51678	70122	91158.6
销售量（万方）	113	174	226.2	294.06
单价（元/方）	288.57	297	310	310
混凝土				
毛利率	27.44%	19.65%	20.44%	20.44%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

青松建化（600425）：新疆板块中的战略性配置品种

产能增长空间较大

目前公司立窑产能已经全部关闭，还有四条旋窑合计 80 万吨产能，阿克苏本部两条、乌鲁木齐两条。截至 2010 年底，我们测算公司产能为 730 万吨（根据熟料产能测算）。预计公司今年乌苏 3200T/D 熟料生产线可于五月份投产，库车 5000T/D 熟料生产线于 7 月份投产（粉磨系统 5 月份投产），阿克苏本部 2500T/D 特种水泥生产线于 5 月份投产。截至 2011 年底，公司水泥产能有望达到 1160 万吨。

我们预测乌鲁木齐 2*7500T/D 生产线 2012 年底可投产一条，贡献产能体现在 2013 年，克州 2 线 6000T/D 预计明年 7 月投产，五家渠 3000T/D 生产线预计在今年 5 月先投产粉磨站，熟料生产线视市场情况而定。我们计算公司全部规划建设生产线全部达产后，产能将达到 2120 万吨。

表 12：青松建化水泥产能明细，单位：万吨/年

	项目名称	地点	生产线	权益比例	总产能	权益产能	投产时间
北疆	新疆青松水泥	乌鲁木齐	2500T/D 新干熟料线、2 座旋窑	100%	150	150	2004 年 12 月
	青松天业	石河子	2500T/D	43.50%	100	43.5	2007 年
	乌苏市青松建材		3200T/D	60%	130	78	2011 年 5 月
	青松西山建材	乌鲁木齐	7500T/D	70%	300	210	2012 年底
	青松西山建材	乌鲁木齐	7500T/D	70%	300	210	2013 年
	五家渠青松建材	五家渠	3000T/D	100%	120	120	未定
	和田青松建材	和田	2000T/D	100%	80	80	2007 年 12 月
南疆	本部	阿克苏	3000T/D 新干法、6 座立窑、2 座旋窑	100%	150	150	2008 年 11 月
	库车青松水泥	库车	1300T/D	100%	50	50	2005 年 3 月
	克州青松水泥	阿图什	2500T/D	100%	100	100	2010 年 4 月
	巴州青松绿原建材	焉耆县	2500T/D	65%	100	65	2010 年 4 月
	库车		5000T/D	100%	200	200	2011 年 7 月
	本部（特种水泥）	阿克苏	2500T/D	100%	100	100	2011 年 5 月
	克州 2 线		6000T/D	100%	240	240	2012 年 7 月
2010 年底产能					730	638.5	
合计	2011 年底产能				1160	1016.5	
	2012 年底产能				1700	1466.5	

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

公司 2010 年销量我们估算约为 484 万吨，其中北疆约 140 万吨。2011 年预计可实现产量 700-800 万吨，其中北疆约 200 万吨，南疆 500-600 万吨。我们保守估算 2011 年公司实现 700 万吨销量的概率较大，同比提升 44.6%。

水泥盈利能力有望大幅改善

我们计算 2010 年公司平均吨净利在 62 元左右。32.5 级别的水泥占比约一半，高低标号水泥的盈利能力基本相同（低标号混合材比例约 30%，而高标号约 10%）。今年由于南疆价格同比大幅提升，我们判断公司吨净利水平有望大幅提升。

其他业务板块有望成为新的增长点

化工：阿拉尔青松化工有限公司一期 10 万吨离子膜烧碱，我们预计可于今年年底建成，明年投产，未来可能进一步拓展至 PVC 项目。

煤炭：公司与国电新疆电力有限公司共同出资组建国电青松库车矿业开发有限公司，以矿业公司为主体，开发大平滩煤矿。公司持有矿业公司 49% 的股权。大平滩煤矿开采能力 240 万吨/年，我们判断明年可以出煤，由于煤种品质较高，且政策鼓励深加工，我们判断未来有公司可能向煤焦化发展。

水电：公司参股国电阿克苏河流域水电开发，持股 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。

新能源：公司与国电新疆电力有限公司合资建国电青松吐鲁番新能源有限公司，持股 35%，一期开发建设风电 5 万千瓦（预计今年建成，明年贡献收益）、水电 5 万千瓦。

瓦（已经建成）、太阳能热发电 1.2 万千瓦（实验中）；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。

考虑到铁路运力可能不足，我们判断该项目未来可能建成煤电一体化项目，预计 2013 年达成 1 期 2×66 万千瓦，2015 年 2 期达产 2×110 万千瓦（配套 500 万吨/年煤产量）。由于大部分项目都是规划中，未来究竟能做到何种程度尚难判断。

商品混凝土：目前控股产能约 40 万方，参股产能合计约 200 余万方。

资金需求迫切

未来公司水泥生产线建设，盐化工（烧碱）等其他业务板块的发展，资金量较大，我们判断未来公司可能通过再融资、发债等方式解决资金瓶颈。

盈利预测及估值：

基于保守假设，我们预计 2011 年水泥均价比 2010 年提升 50 元/吨（新疆产能比重大，因此均价涨幅高于天山），销量 700 万吨，2012 年销售 1000 万吨，出厂均价稳定，暂不考虑参股的煤炭深加工项目的贡献，我们测算 2011-12 年公司 EPS 为 1.52、2.22 元，目前股价 25.09 元对应 2011-12 年 PE 为 16.51、11.30 倍，进入旺季后水泥价格再度上涨将提高公司的盈利预测，我们对未来进一步涨价持乐观态度。我们认为相对于公司的发展空间而言估值偏低，且未来盈利预测还有上调可能，维持“买入”评级（有可能进行增发，业绩会摊薄）。

表 13：青松建化盈利预测核心假设

项目	2009	2010	2011E	2012E
水泥				
销量（万吨）	320.00	484.00	700.00	1000.00
水泥价格（元/吨）	319.80	302.76	352.76	352.76
毛利率（%）	29.19	29.61	39.59	39.59
营业收入（万元）	102337.42	146536.07	246932.33	352760.48
营业成本（万元）	72463.92	103150.09	149184.01	213120.02
水泥制品				
营业收入（万元）	9418.84	13231.01	17200.31	20640.38
营业成本（万元）	6748.30	9226.09	11993.92	14392.70
毛利率（%）	28.35	30.27	30.27	30.27
化工				
营业收入（万元）	6850.97	8438.77	8438.77	8438.77
营业成本（万元）	4817.99	6134.25	6134.25	6134.25
毛利率（%）	29.67	27.31	27.31	27.31
其他				
营业收入（万元）	6435.29	7189.84	7189.84	7189.84
营业成本（万元）	5305.08	6371.59	6371.59	6371.59
毛利率（%）	17.56	11.38	11.38	11.38

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

西部建设（002302）：新疆预拌混凝土龙头

需求同比明显提升

今年清明过后天气转暖比往年晚了十天，但气温同比高了 8-9 度，公司已经明显感受到工程量的增长。2010 年我们测算公司销售量 428 万立方米，其中乌鲁木齐 280 万立方米，2011 年预计销量 500 余万立方米，其中乌鲁木齐销量可达 350 万立方米，2012 年预计全疆销量可达 700 万立方米。

产能稳步增长

新疆混凝土行业产能利用率满负荷是 50-60%（一年有效开工 8 个月，1 天工作 16-24 个小时，再按 2/3 的搅拌时间系数计算）。

公司上市时募集资金项目均已投产（干混砂浆实际建成产能 50 万吨/年，但市场处于前期铺垫阶段，尚未正式销售）。目前公司泵车数目 80 多台，搅拌车 380 多台，34 条搅拌生产线。（2009 年底公司拥有 24 条生产线混凝土生产线，共 209 辆搅拌车辆，）预计今年年内搅拌车数目可突破 400 台。我们估算年底产能可增长 30%，明年也在 20-30%左右。

竞争激烈压制毛利率提升

混凝土搅拌站的行业壁垒不高，生产线建设周期一般 1 个半月（已经获得土地情况下）。混凝土搅拌站的投资大约 7-8000 万，其中大部分为汽车泵车等移动设备，不可移动部分仅需数几百万。行业壁垒主要来自于资质（公司是乌鲁木齐的最高的 2 级资质级别），昌吉市需要重新申请当地资质。公司竞争优势是入行早，核心区域网络覆盖面广，并且信誉度较高。

库尔勒子公司毛利最高，2010 年库尔勒地区毛利 25.5%，乌鲁木齐毛利 13.3%。原因主要库尔勒政府控制行业准入，参与企业较少，竞争相对缓和。

公司与下游签订的大部分合同大部分是定量不定价的形式，但上游水泥供应商集中度较高，商混行业集中度较低因而议价能力稍弱，水泥涨价时，商品混凝土的传导存在一定的时滞。

2010 年我们测算乌鲁木齐—昌吉地区水泥市场采购均价 535 元/吨（42.5 标号，含税），目前为 530-550 元/吨（42.5 标号，含税），去年同期为 480-500 元/吨（42.5 标号，含税）。通常 5 月下旬水泥出现供不应求，价格还会上涨。

我们估算 2010 年 C30 商品混凝土平均价格为 317 元（含税），由于水泥及砂石等原材料的价格上涨，今年混凝土价格大概率上涨（商混成本中水泥占比约 38%）。

未来战略：拓展疆内疆外市场、向上游发展

由于混凝土的运输半径只有 50 公里，公司战略是占领大型地州城市后向周边扩散。2010 年 3 月公告，设立兰州、西安、博乐市子公司，到疆外发展主要是考虑到当地的需求空间也较大。

公司以自有资金 2000 万元收购了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。我们预计 2012 年 6-7 月份水泥生产线一期可达产，年底二期可投产，

预计资本支出共约 9 亿元。

存在资产整合预期

公司实际控制人中国建筑旗下也有大量混凝土业务，由于同业竞争问题，中国建筑承诺不进入新疆地区。中国建筑的混凝土业务在武汉、成都等地的产能规模都据行业前列。我们判断，从专业化发展的角度，未来将西部建设作为中建全国混凝土业务的融资平台是可能的方案。

盈利预测及估值

一季度公司设立子公司管理费用较多，外加施工停滞，1 季度业绩同期下降 30% 多。综合考虑产量的增长和原材料成本的上升，2012 年中期自有水泥生产线投产可带来成本的降低，我们预计 2011-12 年公司 EPS 为 0.61、0.82 元，目前股价 20.63 元对应 2011-12 年 PE 为 33.82、25.16 倍，目前估值不低，但考虑到新疆大规模基础设施建设今年展开，需求可能超预期增长，带来业绩超过我们的预测，给予“增持”评级。

表 14：天山股份、青松建化、西部建设盈利预测及估值表

股票代码	公司名称	价格	EPS			P/E		评级
		(2011/04/25)	2010E	2011E	2012E	2011E	2012E	
000877	天山股份	40.80	1.30	2.82	4.04	14.47	10.10	买入
600425	青松建化	25.09	0.64	1.52	2.22	16.51	11.30	买入
002302	西部建设	20.63	0.51	0.61	0.82	33.82	25.16	增持

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

风险提示

- ✓ 新疆固定资产投资大幅低于我们预测；
- ✓ 新疆基础设施建设进度大幅低于预期；
- ✓ 新疆水泥市场出现恶性竞争导致价格大幅下跌；



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn