

建筑材料

署名人: **李凡**

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: **高熠**

S0960513080002

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

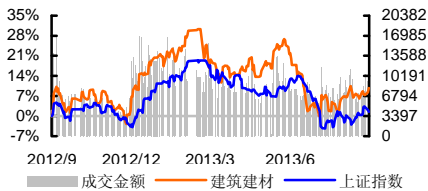
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上市公司家数 | 64 |
| 总市值(亿元) | 3516.88 |
| 占A股比例(%) | 1.32% |
| 平均市盈率(倍) | 81.76 |

行业表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|------|-------|--------|--------|
| 建筑材料 | 6.17% | -10.48 | -14.95 |
| 上证指数 | 4.62% | -7.66 | -10.02 |



相关报告

建筑材料行业

看好

新疆板块出现积极政策信号

喀什地委副书记日前表示“喀什经济开发区的总体规划近期已经获批,区域内电力、通信等基础设施全面铺开,金融贸易区、总部经济区、综合保税区已现雏形。”我们认为政策面的因素仅仅是促发大涨的催化剂,背后的实质是新疆水泥板块盈利见底,未来具备重回较高景气的可能性,1倍左右的PB处于被低估状态。

投资要点:

- **喀什经济开发区总体规划近期获批,园区基础设施建设有望加速。**2011年9月30日《国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区的若干意见》出台,两个经济开发区建设工作正式启动。近期国家正式批复了《喀什霍尔果斯经济开发区总体发展规划》,喀什、霍尔果斯经济开发区建设全面启动,基础设施加快建设。喀什经济特区规划面积50平方公里左右,包括喀什喀什40平方公里左右,伊尔克什坦10平方公里。喀什辖区重点发展现代工业,伊尔克什坦重点建设出口商品物流仓储集散中心、进出口加工中心。喀什经济开发区的加速建设包括后续援疆项目的启动将形成以点带面的效应,拉动新疆水泥需求的持续增长。
- **新疆产能投放高峰已过,13年开始供需边际将逐步改善。**10-12年是区域产能的高速投放期,12年产能投放达到峰值。截止12年底,新疆在建产能约2000万吨,为现有产能的30%,但这些产能除了天山和青松自己的线外以单线企业为主,推迟投产的概率较大。我们跟踪到13年初以来新疆地区新投产7条生产线,其中天山4条、青松1条、红狮1条,新增熟料产能900万吨,对应产能增速15%,13年年初以来新增产能的投放进度印证了我们之前的判断。同期新疆地区水泥需求量2700万吨,需求增速为26.31%,供需边际改善较为明显。需要强调的是07年以来新疆水泥需求增速远高于全国平均,这种差异性在11年之后变得更为显著,我们认为新疆水泥需求在特区建设和援疆项目的带动下未来3-5年仍将保持快速增长。
- **新疆区域盈利底部已现。**在我们1月份发布的新疆板块深度报告中我们判断南疆地区水泥行业盈利的底部在12年的3季度,北疆的盈利底部或在13年的2季度出现。从青松建化和天山股份的中报来看,我们的判断得到兑现,新疆建材协会最新统计数据表明1-6月份南疆水泥行业整体开始盈利,而北疆则整体出现亏损这再次佐证了我们的上述判断。我们认为当前就是新疆水泥行业的盈利底部,见底回升将是大概率事件,喀什特区等加速建设有望使得景气回升时点早于市场预期。
- **维持对新疆板块强烈推荐的投资评级。**我们认为新疆水泥行业在需求带动下盈利从底部逐步恢复至正常水平的概率较大,预计13-15年天山股份和青松建化的归属净利润分别为2.69/5.13/9.11亿元和1.13/2.34/4.71亿元,对应eps分别为0.31/0.58/1.03元和0.08/0.17/0.34元。目前股价对应1倍左右PB,股价被严重低估,强烈推荐。
- **风险提示:** 1.新疆需求增速大幅放缓; 2.产能投放进度超预期

| 股票代码 | 股票名称 | 12EPS | 13EPS | 14EPS | 15EPS | 12PE | 13PE | 14PE | 15PE | 投资评级 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 000877 | 天山股份 | 0.36 | 0.31 | 0.58 | 1.03 | 17.70 | 20.99 | 11.00 | 6.19 | 强烈推荐 |
| 600425 | 青松建化 | 0.15 | 0.08 | 0.17 | 0.34 | 62.37 | 55.17 | 26.64 | 13.27 | 强烈推荐 |

资料来源:中投证券研究所

一、喀什经济开发区总体规划近期获批，园区基础设施建设有望加速

日前喀什地委副书记表示“喀什经济开发区的总体规划近期已经获批，区域内电力、通信等基础设施全面铺开，金融贸易区、总部经济区、综合保税区已现雏形。”

2011年9月30日《国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区的若干意见》出台，两个经济开发区建设工作正式启动。近期国家正式批复了《喀什霍尔果斯经济开发区总体发展规划》，标志着两个经济开发区发展步入新阶段，喀什、霍尔果斯经济开发区建设全面启动，基础设施加快建设。

喀什经济特区规划面积50平方公里左右，包括喀什喀什40平方公里左右，伊尔克什坦10平方公里。喀什辖区重点发展现代工业，伊尔克什坦重点建设出口商品物流仓储集散中心、进出口加工中心。

表 1 喀什经济特区发展规划

| 辖区 | 辖区面积 (平方公里) | 重点发展产业 |
|---------|----------------|---|
| 喀什辖区 | 40 | 商贸物流出口机电配套组装加工、农副产品深加工、纺织、建材、冶金、进口资源加工、机械制造、旅游、文化民族特色产品加工、生物技术、可再生能源、新能源、新材料等产业 |
| 伊尔克什坦辖区 | 10 | 出口商品物流仓储集散中心、进出口产品加工区 |

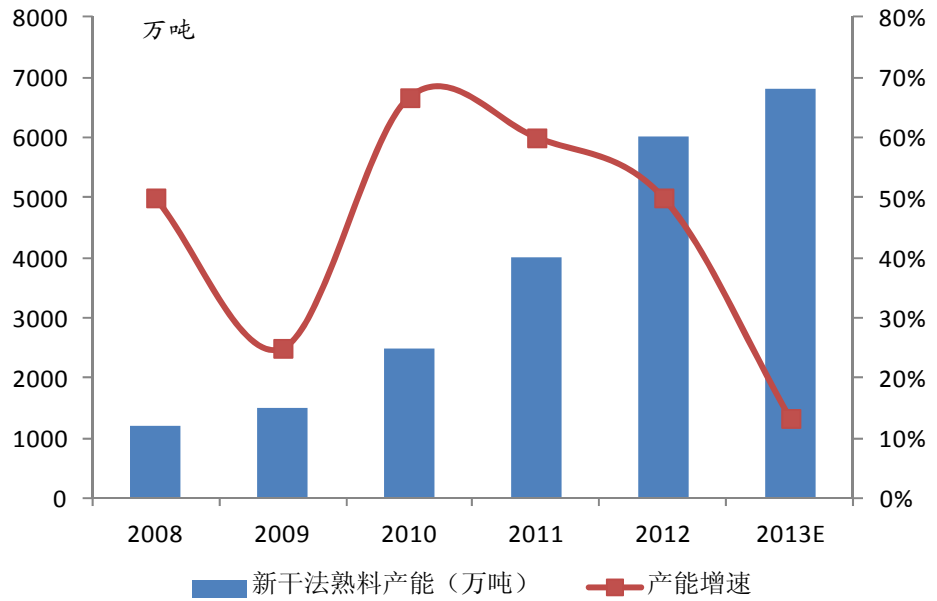
资料来源：新疆发改委网站，中投证券研究所

我们认为喀什经济开发区的加速建设是一个积极信号，或预示着新疆大开发进入实质阶段，后续伴随援疆会议的召开，援疆项目也有望加速启动。这些将形成以点带面的效应，拉动新疆水泥需求的持续增长。

二、新疆产能投放高峰已过，13年开始供需边际将逐步改善

10-12年是新疆地区产能投放的高峰期，新干法熟料生产线由09年底的27条大幅增加至12年底的72条，对应设计熟料产能由09年底的1500万吨大幅增加至12年底的6000万吨，产能复合增速60%。

图 108 年以来新疆地区产能及其增速情况



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

截止 12 年底新疆地区在建熟料生产线 21 条，对应熟料产能 2000 万吨，这些熟料线将在未来 2-3 年陆续投出来，考虑到新疆水泥行业目前处于盈利低点，熟料线的投产进度将受到影响。

我们跟踪到 13 年初以来新疆地区新投产 7 条生产线，其中天山 4 条、青松 1 条、红狮 1 条，新增熟料产能 900 万吨，对应产能增速 15%，13 年年初以来新增产能的投放进度印证了我们之前的判断。

表 2 新疆地区 13 年拟投产生产线明细

| 序号 | 生产线名称 | 生产线规模 | 投产地点 | 备注 |
|----|----------|-------|------|----|
| 1 | 青松乌鲁木齐一期 | 7500 | 乌鲁木齐 | 已投 |
| 2 | 天山达坂城一期 | 5000 | 乌鲁木齐 | 已投 |
| 3 | 天山屯河水泥 | 4000 | 昌吉 | 已投 |
| 4 | 富蕴天山 | 3000 | 阿勒泰 | 已投 |
| 5 | 红狮水泥 | 5000 | 喀什 | 已投 |
| 6 | 阜康天山二期 | 2500 | 昌吉 | 已投 |
| 7 | 宜华双环建材 | 2500 | 昌吉 | 已投 |

资料来源：新疆建材行业协会，中投证券研究所

年初以来新疆地区水泥需求量 2700 万吨，需求增速为 26.31%，我们预计 13-15 年新疆熟料边际供需差分别为-200 万吨、-300 万吨和-700 万吨。

表 3 新疆水泥行业供需关系预测（中性）

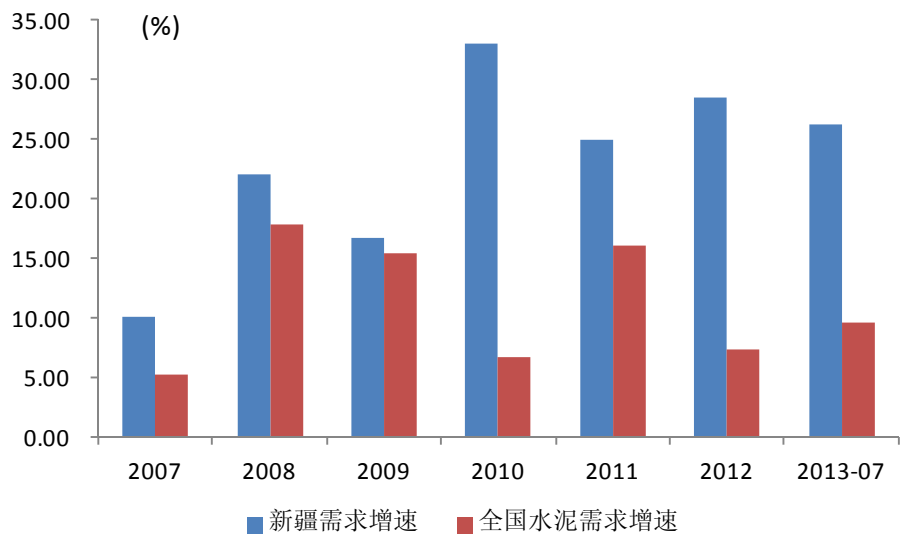
| 名称/年份 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 熟料需求（万吨） | 3100 | 3900 | 4700 | 5600 |
| 熟料有效产能（万吨） | 3900 | 4500 | 5000 | 5200 |
| 新增熟料需求（万吨） | 700 | 800 | 800 | 900 |
| 新增熟料产能（万吨） | 1300 | 600 | 500 | 200 |
| 边际供需差 | 600 | -200 | -300 | -700 |

资料来源：中投证券研究所

注：关键假设：1.13-15 年需求增速分别为 25%，20%，20；2.13-15 年新增产能分别为 600、500 和 200 万吨

07 年以来新疆需求开始提速，10 年以来需求增速更维持在 25 %以上，远高于全国水泥行业需求增速，这种差异在 11、12 年变得尤为明显。13-15 年各类经济区的集中建设（以喀什、伊犁特区为代表）以及大量重点基建项目（高速公路、铁路为主）的开工建设是拉动水泥需求快速增长的主要动力。我们预计 13-15 年新疆需求的复合增速将在 20%-25%左右（中性估计），13 年更是有望达到 30%以上，新增水泥需求超 1000 万吨。

图 2 新疆水泥需求增速远高于行业平均



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

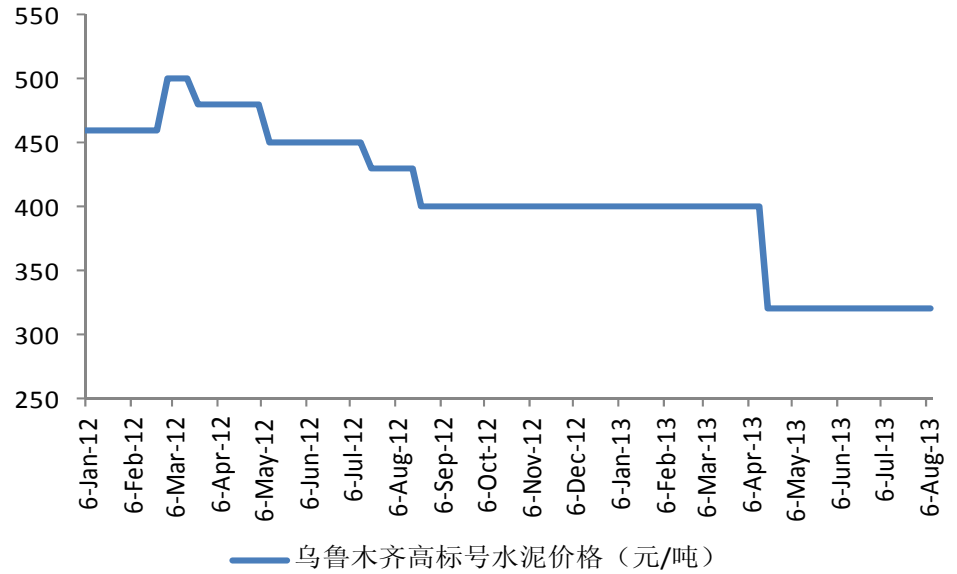
三、新疆区域盈利底部出现

我们 1 月份发布的新疆板块深度报告中我们判断南疆地区水泥行业盈利的底部在 12 年的 3 季度，北疆的盈利底部或在 13 年的 2 季度出现。从青松建化和天山股份的中报来看，我们的判断得到兑现，新疆建材协会最新统计数据表明 1-6 月份南疆水泥行业整体开始盈利，而北疆则整体出现亏损这再次佐

证了我们的上述判断。

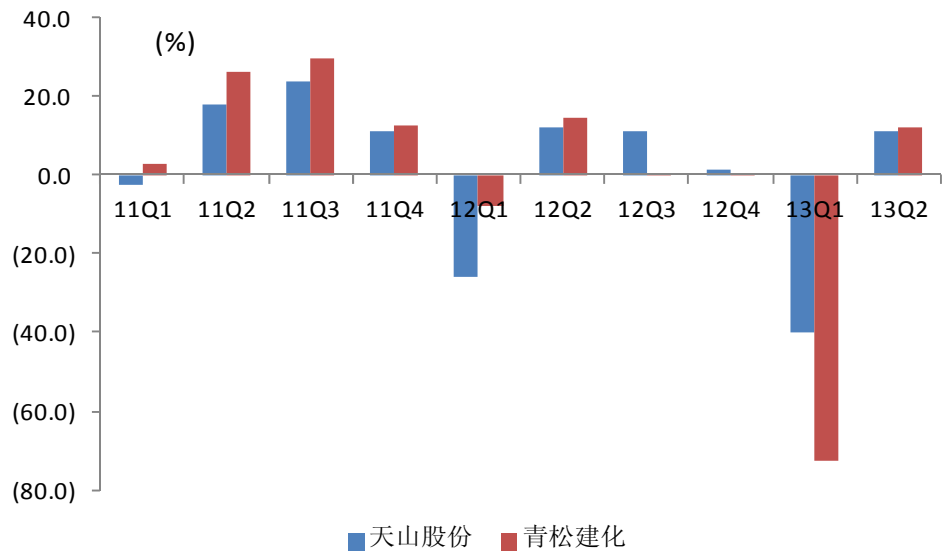
我们认为当前就是新疆水泥行业的盈利底部，见底回升将是大概率事件，喀什特区等加速建设有望使得景气回升时点早于市场预期。

图 3 乌鲁木齐高标号水泥价格走势



资料来源：数字水泥,中投证券研究所

图 4 天山股份和青松建化单季度净利润率情况



资料来源：数字水泥,中投证券研究所

四、投资评级：看好

4.1 天山股份-强烈推荐

天山股份公司是疆内水泥行业龙头企业，且龙头地位稳固。2011 年新疆水泥产量近 3000 万吨，公司疆内产量为 1200 多万吨，在疆内的市场份额稳定在 40%以上，高出第二名的青松建化 20 多个百分点。

我们预计预计 13-15 年天山股份归属净利润分别为 2.69/5.13/9.11 亿元对应 eps 分别为 0.31/0.58/1.03 元。我们认为新疆水泥板块具备重回较高景气的可能性，板块应该享受成长性溢价，目前公司股价对应 1 倍左右 PB,股价被严重低估，强烈推荐。

表 3 天山股份盈利预测假设

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 水泥 | | | | | | |
| 产能 (万吨) | 2644 | 3440 | 4000 | 4600 | 4600 | |
| 销量 (万吨) | 1847 | 2290 | 2650 | 3100 | 3500 | |
| | +/- | 24.8% | 24.0% | 15.7% | 17.0% | 12.9% |
| 单位价格 (元/吨) | 412 | 285 | 278 | 285 | 295 | |
| | +/- | 18.8% | -30.8% | -2.5% | 2.5% | 3.5% |
| 单位成本 (元/吨) | 271 | 223 | 217 | 217 | 217 | |
| | +/- | 11.4% | -17.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 吨毛利 (元/吨) | 140.9 | 62 | 61 | 68 | 78 | |
| 毛利率 (%) | 34.2% | 21.8% | 21.9% | 23.9% | 26.4% | |

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 4 天山股份盈利预测

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业收入 | 7699 | 8313 | 10035 | 11825 |
| 营业成本 | 6135 | 6460 | 7577 | 8615 |
| 营业税金及附加 | 53 | 59 | 71 | 84 |
| 营业费用 | 417 | 457 | 552 | 650 |
| 管理费用 | 572 | 623 | 753 | 887 |
| 财务费用 | 353 | 456 | 613 | 644 |
| 资产减值损失 | 31 | 50 | 50 | 50 |
| 公允价值变动收 | | | | |
| 益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 12 | 40 | 50 | 60 |
| 营业利润 | 150 | 248 | 469 | 956 |
| 营业外收入 | 363 | 300 | 400 | 450 |
| 营业外支出 | 15 | 20 | 30 | 40 |
| 利润总额 | 498 | 528 | 839 | 1366 |
| 所得税 | 16 | 79 | 126 | 205 |
| 净利润 | 482 | 449 | 713 | 1161 |
| 少数股东损益 | 163 | 180 | 200 | 250 |
| 归属母公司净利润 | 319 | 269 | 513 | 911 |
| EBITDA | 1153 | 1520 | 2178 | 2896 |
| EPS (元) | 0.36 | 0.31 | 0.58 | 1.03 |

资料来源：中投证券研究所

4.2 青松建化-强烈推荐

公司是疆内第二大水泥企业，整合完南岗建材后产能将达到 1877 万吨，完成在全疆的布局。13 年新投产新疆青松建材 2*7500t/d 一期，新增产能 300 万吨，产能增速 23%。

除水泥业务之外，公司积极开辟新的利润增长点。公司于 09 年合资成立阿拉尔青松化工有限公司进军化工行业，30 万吨离子膜烧碱一期 10 万吨项目已经开始试生产，明年可以开始显著贡献业绩。此外，公司以国电青松库车矿业开发有限公司（持股 49%）为实施主体进军煤炭开采业务，旗下大平滩煤矿探明储量 4.7 亿吨，公司一期开采能力为 240 万吨/年，预计该项业务将于 13 年开始贡献利润。

我们预计预计 13-15 年归属青松建化净利润分别为 1.13/2.34/4.71 亿元对应 eps 分别为 0.08/0.17/0.34 元。我们认为新疆水泥板块具备重回较高景气的可能性，板块应该享受成长性溢价，目前公司股价对应 1 倍左右 PB, 股价被严重低估，强烈推荐。

表 5 青松建化盈利预测假设

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 水泥: | | | | | |
| 产能 (万吨) | 885 | 1355 | 1680 | 1900 | 2000 |
| 销量 (万吨) | 560 | 780 | 1050 | 1200 | 1350 |
| +/- | 20% | 39% | 35% | 14% | 13% |
| 单位价格 (元/吨) | 334 | 252 | 242 | 255 | 275 |
| +/- | 7% | -25% | -4% | 5% | 8% |
| 单位成本 (元/吨) | 222 | 211 | 210 | 210 | 210 |
| +/- | 1% | -5% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 (%) | 33.5% | 16.3% | 13.2% | 17.6% | 23.6% |

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 6 青松建化盈利预测

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2301 | 3161 | 3800 | 4573 |
| 营业成本 | 1923 | 2701 | 3112 | 3523 |
| 营业税金及附加 | 14 | 24 | 26 | 31 |
| 营业费用 | 53 | 73 | 87 | 105 |
| 管理费用 | 182 | 221 | 266 | 320 |
| 财务费用 | 95 | 85 | 120 | 121 |
| 资产减值损失 | 5 | 10 | 10 | 10 |
| 公允价值变动收 | | | | |
| 益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 27 | 25 | 30 | 35 |
| 营业利润 | 55 | 73 | 208 | 497 |
| 营业外收入 | 82 | 100 | 130 | 150 |
| 营业外支出 | 5 | 14 | 23 | 40 |
| 利润总额 | 132 | 159 | 315 | 608 |
| 所得税 | 22 | 25 | 50 | 97 |
| 净利润 | 110 | 133 | 264 | 511 |
| 少数股东损益 | 10 | 20 | 30 | 40 |
| 归属母公司净利润 | 100 | 113 | 234 | 471 |
| EBITDA | 446 | 528 | 838 | 1230 |
| EPS (元) | 0.15 | 0.08 | 0.17 | 0.34 |

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|-----------|---------------------------|
| 2013-8-15 | 天山股份中报点评：新疆板块见底，静待景气回升 |
| 2013-1-28 | 新疆水泥行业专题报告：新疆板块须享受成长性估值溢价 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4年行业从业经验,7年证券行业从业经验。

高熠,中投证券研究所建材行业分析师,理学学士,经济学硕士,11年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434