

2008年04月05日

 市价(人民币): 12.55元  
 目标(人民币): 16.50元

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	152.69
总市值(百万元)	3,086.39
年内股价最高最低(元)	17.76/7.39
沪深300指数	3650.70
上证指数	3446.24



# 青松建化 (600425.SH)

**——规避宏观调控风险,高增长的南疆水泥龙头**

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

**公司基本情况(人民币)**

项目	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
摊薄每股收益(元)	0.213	0.087	0.179	0.308	0.519	0.823
净利润增长率	70.67%	-59.10%	104.85%	72.14%	68.55%	58.81%
市场EPS预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.310	0.477	0.790
市盈率(倍)	17.41	N/A	19.65	40.79	24.20	15.24
行业优化市盈率(倍)	19.42	33.34	36.18	56.14	44.04	N/A
市场优化市盈率(倍)	19.04	14.65	25.86	45.72	33.05	N/A
股息率	2.63%	1.45%	2.14%	1.04%	1.04%	1.04%
PE/G(倍)	0.25	N/A	0.19	0.57	0.35	0.26
净资产收益率	10.42%	4.28%	8.23%	5.94%	9.31%	13.15%
每股净资产(元)	2.72	2.71	2.89	5.18	5.57	6.26
市净率(倍)	1.81	N/A	1.62	2.42	2.25	2.00
每股经营性现金流(元)	0.51	0.54	0.19	0.66	0.62	0.86
已上市流通A股(百万股)	60.00	60.00	81.00	143.44	152.69	152.69
总股本(百万股)	184.93	184.93	184.93	245.93	245.93	245.93

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场EPS预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论、价值评估与投资建议**

- 我们推荐新疆水泥板块最关键的逻辑在于: 在全国宏观调控的整体预期下, 投资新疆的水泥企业具有比较优势, 因为新疆自治区和兵团都调高了未来三年的固定资产投资规划, 对水泥需求形势最为明朗。
- 通过连续三次赴疆分别调研天山股份和青松建化, 我们对未来这两家企业主导的疆内价格格局非常有信心, 再次出现 2004~2005 年恶性价格竞争的可能性非常小 - 高集中度带来的高价格和高利润率的投资逻辑在新疆市场体现的很明显。
- 对于青松建化本身, 我们推荐买入的最关键原因在于其与市场需求配合的产能扩张速度相当快, 而目前稳健的财务状况、专业高效的管理层团队是, 保证了其业绩呈现快速增长态势。
- 我们预计, 2007~2009 年营业收入分别为 671、888、1,285 百万元, 净利润分别为 76、128、203 百万元, 增长率为 72.14%、68.55%、58.81%。对应的 EPS 分别为 0.308、0.519、0.823 元/股。
- 我们给予公司的目标价位为 16.5 元/股, 相当于 2009 年 20 倍 PE, 结合新疆市场增长明确的特点, 我们认为目标估值和目标盈利预测均具备一定的安全边际, 给予买入投资评级。

**贺国文**

 (8621)61038234  
 hegw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257  
 zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

## 内容目录

公司盈利预测及说明 .....	3
股票投资逻辑和定价 .....	3
新疆区域市场分析 .....	4
总体维持前期对新疆区域观点：全疆未来三年供求关系趋好 .....	4
在宏观调控背景下，投资新疆区域具备比较优势：自治区和兵团都调高了未来三年的固定资产投资规划 .....	4
南疆特点之一：国务院 32 号文在新疆内重点支持南疆的发展 .....	4
南疆特点之二：除了青松和天山之外，其他产能几乎都是落后产能 .....	5
南疆特点之三：天山和青松主导的价格体系比北疆维持得更好 .....	7
南疆特点之四：南疆 2009 年以后出口将成为市场增量 .....	7
我们对青松建化的核心观点 .....	7
资产盘点：产能迎来快速扩张期，且布局合理 .....	7
财务状况宽松，财务费用尚有下降可能 .....	9
规模效应将逐步体现：吨产能员工人数有望下降 .....	9
煤、电成本有优势 .....	10
我们对公司管理层的评价：精于业，且高效 .....	11
风险提示 .....	11
附录：三张报表预测摘要 .....	13

## 图表目录

图表 1：未来三年固定资产投资好于十一五最初规划 .....	4
图表 2：32 号文对新疆定位的有关描述 .....	5
图表 3：落后产能在南疆各地州的分布状况 .....	5
图表 4：2007 ~ 2009 年南疆区域规划淘汰的产能状况 .....	6
图表 5：南疆的新型干法水泥生产线（含存量、在建和规划） .....	6
图表 6：我们对天山股份和青松建化关系演变的理解 .....	7
图表 7：青松建化水泥资产盘点 .....	8
图表 8：天山和青松两大水泥企业新型干法生产线在新疆的布局图 .....	8
图表 9：产销量快速增长（吨） .....	9
图表 10：重点覆盖企业最新的资产负债率状况 .....	9
图表 11：重点覆盖企业最新的管理费用率状况 .....	10
图表 12：新疆煤和电的成本远远低于全国水平（左轴：煤价；右轴：电价） .....	10
图表 13：销售预测表 .....	12

## 公司盈利预测及说明

- 根据我们对新疆区域尤其是南疆区域未来供求关系的判断，以及南疆区域天山和青松主导的价格体系更加牢固的特点，我们看好未来青松建化水泥价格趋好的走势，而且这种趋势在 2008 年一季度已经得到初步验证（2008 年一季度水泥市场的启动比往年更早，而且启动的力度也更大），我们假定未来两年水泥价格分别上涨 20、10 元/吨。
- 从产销增量来看，2008 年的增量主要来自于 2007 年投产的和田 2500t/d 的生产线，2009 年的增量来自于预计 2008 年底投产的本部 3000t/d 的生产线，以及计划今年开工的库尔勒、喀什的生产线。在市场需求看好的情况，存量产能的利用率尚有比较大的提升空间。我们假定 2008、2009 年的水泥产销量分别为 260、380 万吨。
- 对毛利率的判断：我们综合考了水泥价格上涨、煤炭成本上升、以及 3 套余热发电机组在 2009 年投产对未来毛利率的影响，假定 2008、2009 年毛利率分别提升 2~3 个百分点。有关公司分品种的销量、价格、毛利率见后附的销售预测表。
- 我们假定公司的营业费用率维持往年的较低的水平（公司的营业费用率较低主要是由于其袋装水泥的包装袋成本在会计核算时未进入营业费用）即 3.40%，管理费用率随着公司规模扩大有一定下降空间（已经在 2007 年前 3 季度有所体现），我们假定未来两年的管理费用率为 11%~10.5%。对于财务费用，2008 年将由于 2007 年的系列融资运作有一定下降，2009 年则由于资本开支增大又有一定回升。
- 综合以上考虑，我们对公司 2007~2009 年的盈利预测如下：
  - ◆ 2007~2009 年营业收入分别为 671、888、1,285 百万元，增长率为 31.2%、32.2%、44.7%。
  - ◆ 2007~2009 年净利润分别为 76、128、203 百万元，增长率为 72.14%、68.55%、58.81%。对应的 EPS 分别为 0.308、0.519、0.823 元/股。

## 股票投资逻辑和定价

- 最重要的投资逻辑在于：在全国宏观调控的整体预期下，投资新疆的水泥企业具有比较优势，因为新疆自治区和兵团都调高了未来三年的固定资产投资规划，对水泥需求形势最为明朗。
- 新疆区域的水泥行业增长周期拉长特征将体现得尤为明显。我们在 2007 年中期提出水泥行业增长周期拉长的观点，主要的逻辑在于新增需求+落后淘汰>新增产能，我们通过新疆区域市场的分析，认为 2010 年之前区域内供求关系呈现的良好格局不会被改变。
- 青松建化快速扩张的产能，配合着区域内良好的供求关系，使其业绩呈快速增长态势，2007~2009 年年均增速接近 60%，我们给予公司 2009 年 20×PE，目标价位 16.5 元。

## 新疆区域市场分析

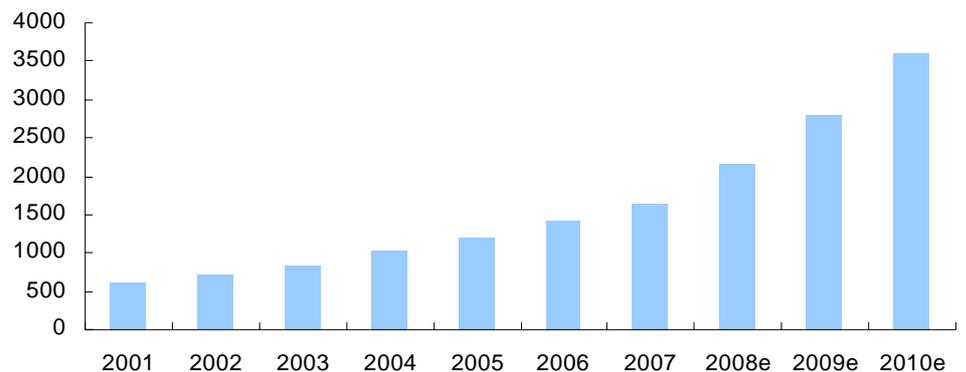
### 总体维持前期对新疆区域观点：全疆未来三年供求关系趋好

- 我们沿用 2 月 29 日《天山股份投资价值分析报告 - 新疆双寡头市场的最大受益者》中对于全疆供求关系的核心观点：
  - ◆ 未来三年需求量增长：600 万吨；
  - ◆ 未来三年新增产能带来的新增供给量  $800 \times 75\% = 600$  万吨；
  - ◆ 未来三年淘汰产能减少的供给量  $240 \times 75\% = 180$  万吨；
  - ◆ 未来三年新需求 > 新增总供给，供求关系偏好！
  - ◆ 2007 年出口 80 万吨，2008 年出口计划 150 万吨；90% 的出口对象哈国未来 2~3 年缺口 300 万吨存在；随着铁路运输瓶颈问题的解决，出口将成为未来三年新疆关系偏好的一个强有力因素。
  - ◆ 天山股份和青松建化两家在全疆 2007 年的份额接近 60%；两家形成的价格自律可执行性强；两家态度：合作 > 竞争，我们判断未来三年两家主导的价格体系仍能保持良好的状况。
- 新疆是我们 2008 年重点推荐的水泥区域，我们于近期再次赴青松建化的本部，位于南疆的阿克苏地区实地调研三天，与青松建化高管深入沟通了区域发展与公司经营状况，以下是对新疆，尤其是南疆区域的新的收获，更加坚定了我们推荐整个新疆水泥板块的信心。

### 在宏观调控背景下，投资新疆区域具备比较优势：自治区和兵团都调高了未来三年的固定资产投资规划

- 根据新疆的十一五规划：新疆在十一五期间的累计固定资产投资规划为 10000 亿元以上，根据 2006 年~2007 年已经完成的情况（大概 3000 亿左右），大约未来三年还有 7000 亿左右的规划空间（约年均 20% 的增长）。
- 最新规划：根据我们此次实地调研了解的最新情况，在国务院 32 号文的鼓舞下，自治区和兵团都分别调高了未来三年固定资产投资规划（预计未来三年的投资额达到 8500 亿以上），也就是需求状况还会好于我们在此前报告中的假定。

图表1：未来三年固定资产投资好于十一五最初规划



来源：国金证券研究所

### 南疆特点之一：国务院 32 号文在新疆内重点支持南疆的发展

- 国务院 32 号文（即国务院关于进一步促进新疆经济社会发展的若干意见）是从国家战略高度针对个别省份经济发展做出的若干意见，体现了国务院对新疆未来发展高度重视，我们摘录其重要段落用以说明中央未来对于新疆定位——这是我们未来长期看好新疆经济增长的政策性好！

图表2：32 号文对新疆定位的有关描述

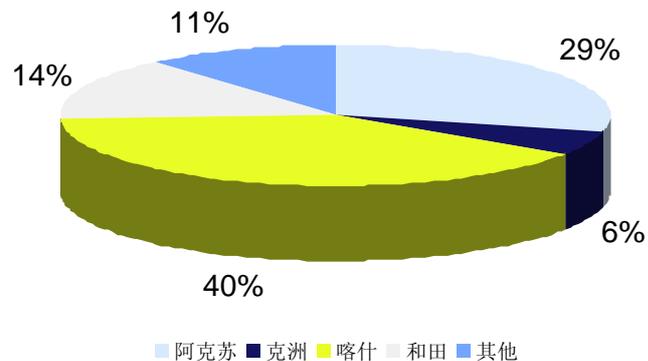
战略目标	2010 年，新疆人均地区生产总值接近或达到全国平均水平，位居西部地区前列。	2020 年，把新疆建设成我国西部新的经济增长点和对外开放的前沿地带，实现全面小康的目标。
建设四大基地	实现以市场为导向的优势资源开发战略，加快建设石油、天然气开采和加工供应基地、煤炭开发储备和煤层气开发利用基地，国家其他急需矿产资源开采和加工基地，特色农副产品生产加工基地。	
面向中亚开放的窗口	实施面向中亚的扩大对外开放战略，努力把新疆建设成为向西出口商品加工基地和商品中转集散地，进口能源和紧缺矿产资源的国际大通道，走出去开发能源资源和开拓国际市场的“新欧亚大陆桥”，建成依托内地、面向中亚、南亚、西亚乃至欧洲国家的出口商品基地和区域国际贸易中心。 加强口岸建设，积极开展中吉乌什口岸、中哈霍尔果斯铁路口岸和中吉乌铁路口岸的前期研究工作。	
加快基础设施建设	加快基础设施建设，加强水利工程建设和水资源管理。 加快建设伊犁河南岸干渠、额尔齐斯河、叶尔羌河下板地带等大型水利工程。 抓紧开展伊犁河拦河引水枢纽及北岸干渠、艾比湖生态保护工程、布尔津河细水东引一期等骨干水利工程的前期工作。 加快建设综合交通运输体系，加强新疆铁路、公路、民航、管道等交通基础设施建设，构建连接东西、南北的综合交通运输体系。	
重点扶持南疆三地州	采取特殊措施，加快南疆三地州（喀什、和田地区、克州）发展，加大扶贫开发力度，着力改善农牧民生产生活条件，加快推进南疆三地州基础设施建设。	

来源：国金证券研究所，调研资料

南疆特点之二：除了青松和天山之外，其他产能几乎都是落后产能

- 落后产能淘汰这一变量在我们分析水泥行业未来景气趋势时有着非常关键的作用，即落后产能淘汰对（新增需求 + 落后产能淘汰）与新增产能的比较变化的敏感性最强。
- 南疆区域在供给面给我们提供了更为振奋的现象：在南疆五地州（阿克苏地区、巴州、克州、喀什地区、和田地区）中，目前的存量产能 800 万吨左右，除了天山股份和青松建化之外，其余几乎全部为落后产能，落后产能大约有 350 万吨。

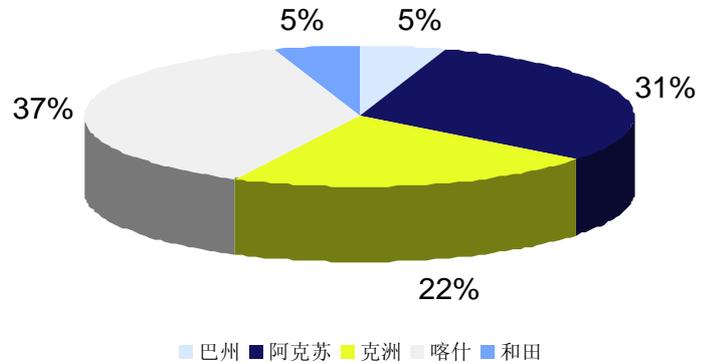
图表3：落后产能在南疆各地州的分布状况



来源：国金证券研究所，调研资料

- 2007~2010年，按照新疆区域结合国家的淘汰计划表自身制定的淘汰规划来看，南疆的落后产能淘汰量为101万吨。

图表4: 2007~2009年南疆区域规划淘汰的产能状况



来源: 国金证券研究所, 调研资料

- 我们看好南疆除了天山和青松建化，其他水泥都为落后产能的这一特点：
  - ◆ 在国务院 32 号文的精神指引下，南疆未来的基础设施建设将引来重大发展机会，而落后水泥产能生产出来的低标号水泥根本不能满足基础设施建设需求。
  - ◆ 根据《通用硅酸盐水泥》新标准的实施，在落后产能能生产的 32.5 级别的水泥产品中，取消了 PO32.5 标号，这意味着落后产能的生存空间更小（有数据显示，同一条立窑生产 PC32.5 的水泥数量比 PO32.5 少一半左右）。
  - ◆ 第三，对于新疆这个区域，我们对于落后产能淘汰的观点是“先立后破”，即落后产能能否超预期淘汰，取决于新型干法生产线建设的速度，因为先破意味着大量落后产能的淘汰不能满足南疆 700 万吨以上的需求量，更重要的是会带来落后产能淘汰引发的其他问题。
  - ◆ 青松建化和天山股份是南疆市场的最大受益者，因为全部的新型干法都集中于这两大水泥，从未来新疆生产线来看，也只有这两家具备建设新型干法生产线的资金条件。

图表5: 南疆的新型干法水泥生产线(含存量、在建和规划)

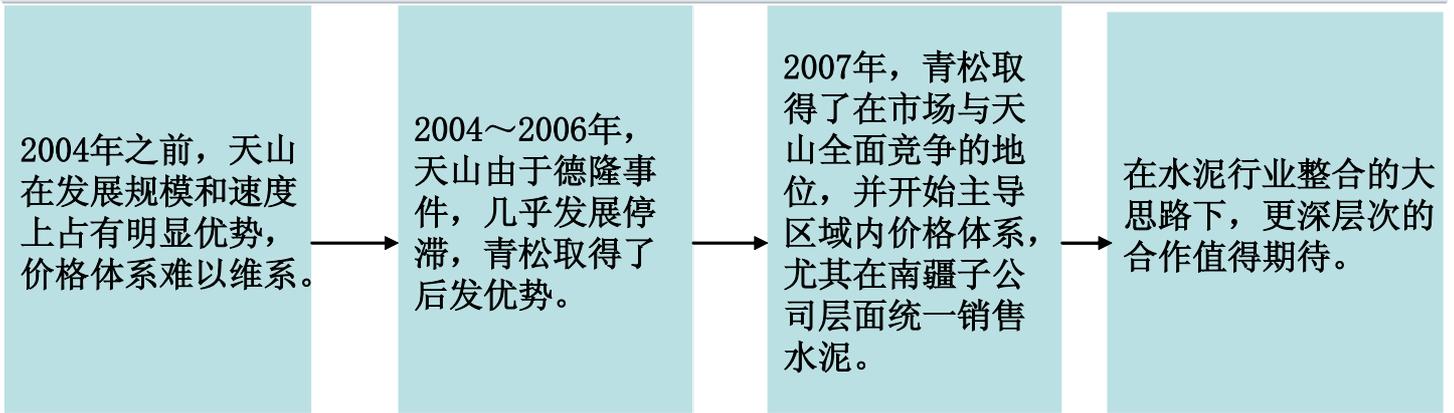
公司	地址	规模	状态
天山股份	库车	1600t/d	投产
	和静	1000t/d	投产
	塔里木	1000t/d	投产
	喀什	2000t/d	在建, 预计 2008 年下半年投产
	库尔勒	2500t/d	在建, 预计 2009 年下半年投产
青松建化	库车	1300t/d	投产
	和田	2500t/d	投产
	库尔勒	2000t/d	规划
	喀什	2000t/d	规划
	库车	2000t/d	规划
飞龙	阿克苏	3000t/d	在建, 预计 2008 年第四季度投产
飞龙	喀什	2000t/d	由于资金问题一直无法顺利进展
鲁兴-慕士塔格	和田	1500t/d	完工, 但不能投产, 生产线瑕疵很多

来源: 国金证券研究所, 调研数据

### 新疆特点之三：天山和青松主导的价格体系比北疆维持得更好

- 在天山股份的投资价值分析报告中，我们从市场占有率、天山和青松目前资产规模对比、限产保价的可执行性等方面论证了天山和青松主导的价格体系在未来的可维持性。
- 经过我们对南疆市场的调研后了解到，天山股份和青松建化在南疆市场重叠度最高的区域-库车已经实行统一销售，我们认为，南疆的此种联合销售的模式，相对于北疆乌昌地区的多家企业价格协调更加稳定（北疆由于除了天山和青松之外，尚有 10 多家企业小型水泥企业）。

图表6：我们对天山股份和青松建化关系演变的理解



来源：国金证券研究所

### 新疆特点之四：南疆 2009 年以后出口将成为市场增量

- 我们在天山股份投资价值报告中，曾指出全疆 2008~2009 年将迎来出口机遇，全年出口量在 150 万吨以上，并从哈国需求缺口、以及中哈两国在解决铁路运输方面的工作两方面论证了我们预测的可行性。而我们从中国水泥网了解的最新信息：天山水泥厂和屯河水泥厂一季度水泥出口量达 10 万吨，而去年同期，天山水泥的出口量为零。很明显，今年的出口开局相当好。
- 但是，目前新疆的水泥出口主要通过北疆的阿拉山口岸，而南疆则由于大部分基地离口岸（红旗拉浦口岸）很远（阿克苏到红旗拉浦口岸将近 900 公里），而出口量非常少，也就是出口目前仅仅是北疆市场的一大块增量，而对南疆供求关系改善并不多。
- 但，随着 32 号文将新疆作为对中亚开放战略定位的逐步实现，乌什口岸有望加快建设，在 2009 年开通运行。因为乌什口岸离青松建化本部阿克苏仅 100 多公里，在水泥运输的合理半径之内，我们认为，随着乌什口岸的开通运行，南疆水泥出口将成为未来市场的一块增量。

### 我们对青松建化的核心观点

#### 资产盘点：产能迎来快速扩张期，且布局合理

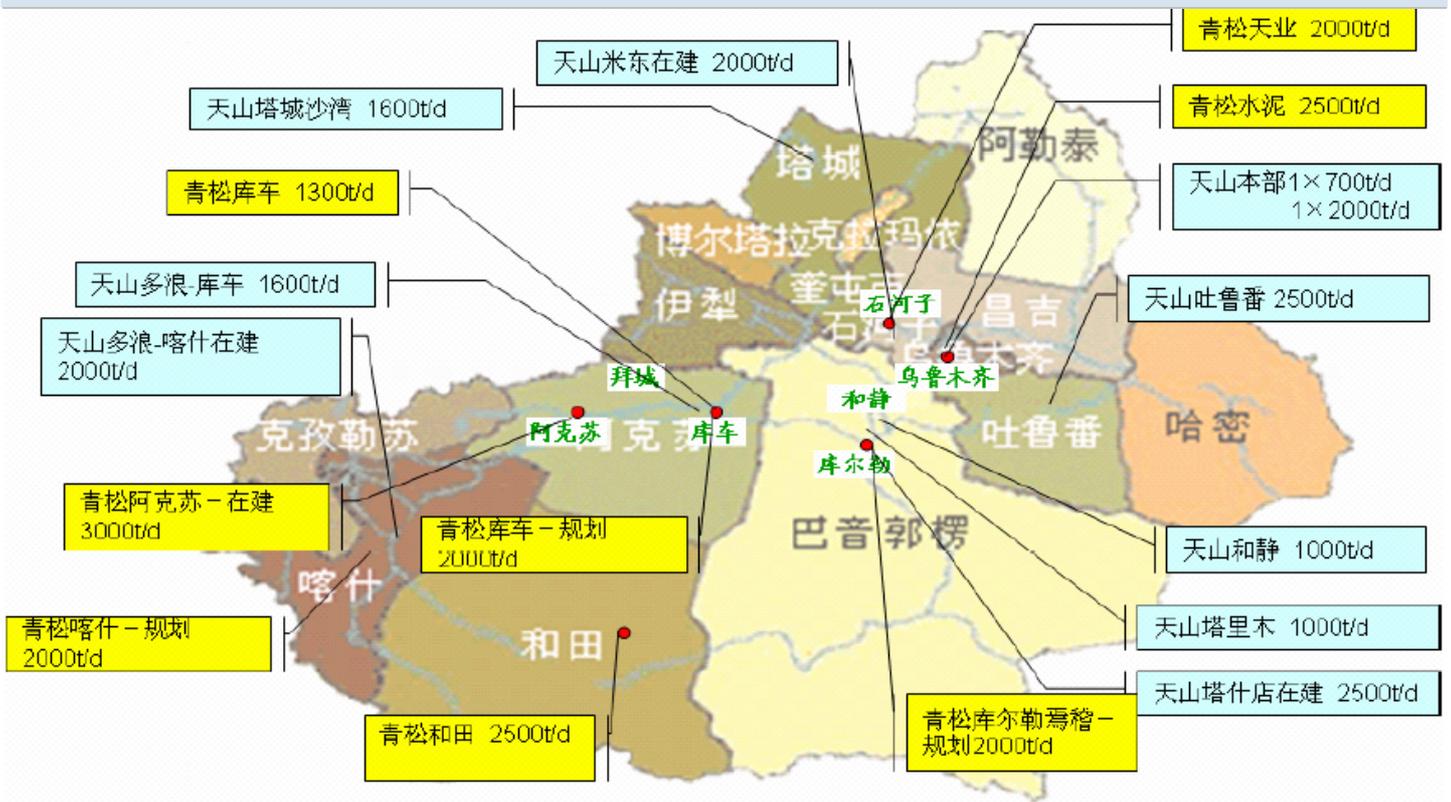
- 与快速启动的市场相配合，快速扩张的产能才能真正带来业绩的快速增长，这是我们推荐青松建化的最关键原因。

图表7: 青松建化水泥资产盘点

存量产能	规模	备注
本部 (100%)	6 条立窑合计 1800t/d; 两条旋窑合计 800t/d; 合计产能 80 万吨。	6 条立窑由于窑径较大, 不在国家淘汰之列; 2 条旋窑主要用来生产特种水泥; 随着在建的 3000t/d 生产线投产, 有逐步淘汰部分立窑的规划。
和田 (100%)	新型干法 2500t/d; 合计产能 90 万吨。	2007 年底投产, 预计 2008 年第二季度转固。不带余热发电, 因为和田的电力成本很低, 仅 0.38 元/度。
库车 (100%)	新型干法 1300t/d; 合计产能 50 万吨。	老厂 6 万吨生产线已经关停, 正在建设装机容量为 3MW 的余热发电设备。
拜城 (100%)	5 万吨。	目前拜城归属库车厂管理, 2009 年将关闭该 5 万吨落后产能, 仅利用其磨机。
青松水泥-卡子湾 (81.67%)	新型干法 2500t/d; 2 条旋窑 50 万吨; 合计产能 140 万吨。	2 条旋窑 50 万吨产能为租赁而来。正在建设装机容量为 4.5MW 的余热发电设备。
<b>并表水泥产能小计</b>	<b>370 万吨</b>	
<b>参股产能-石河子天业</b>	<b>新型干法 2000t/d; 合计 40 万吨。</b>	
<b>在建和规划产能</b>		
本部 (100%) - 在建	新型干法 3000t/d;	预计 2008 年第四季度完工, 带装机容量为 6MW 的余热发电设备。
库尔勒-规划	新型干法 2000t/d;	
喀什-规划	新型干法 2000t/d;	
库车-规划	新型干法 2000t/d;	

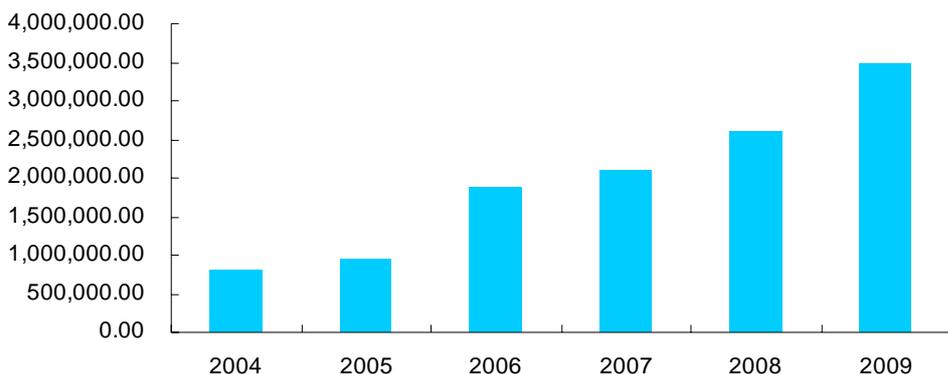
来源: 国金证券研究所, 调研资料

图表8: 天山和青松两大水泥企业新型干法生产线在新疆的布局图



来源: 国金证券研究所

图表9: 产销量快速增长 (吨)

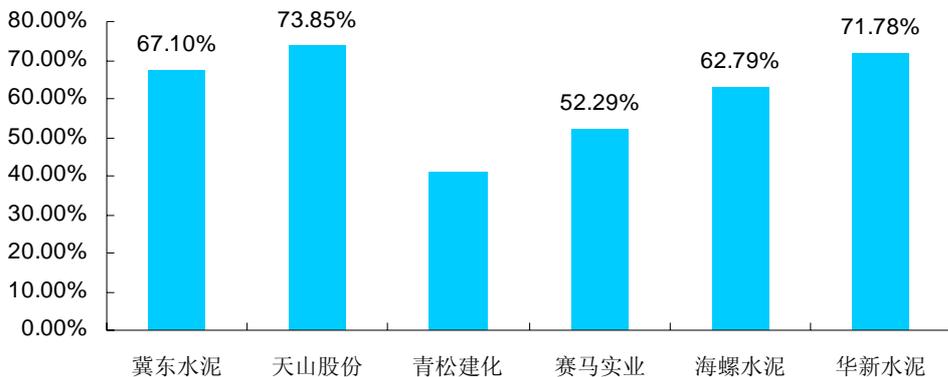


来源: 国金证券研究所

### 财务状况宽松, 财务费用尚有下降可能

- 我们在建议投资者买入天山股份时重点提示了其负债率偏高的风险。而从青松建化来看, 宽松的财务状况恰恰是其相对于天山最大的优势之一: 主要体现在公司募集资金到位后, 按照 2007 年第三年末的资产负债状况做初步测算, 大约 2007 年的资产负债率仅为 42% 左右。

图表10: 重点覆盖企业最新的资产负债率状况



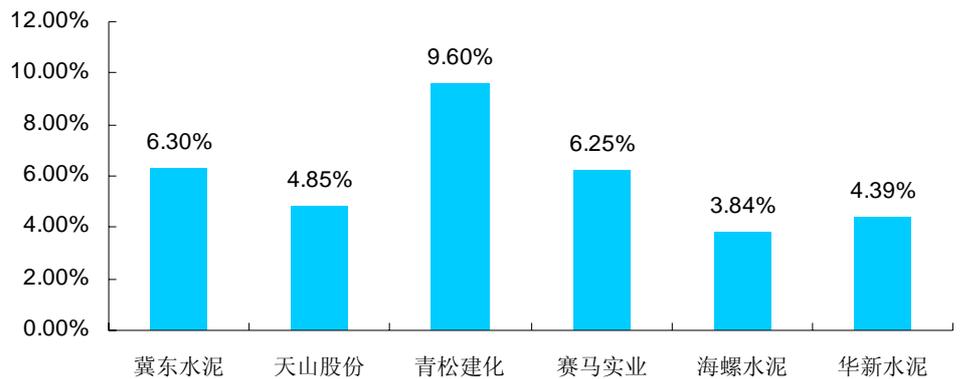
来源: 国金证券研究所 (青松建化为按照 2007y3q 的资产负债状况与募集资金做得初步测算)

- 从我们实地调研了解的实际情况来看, 也进一步印证了我们的判断: 我们在阿克苏的三天时间内, 曾有多家银行来公司洽谈贷款事宜, 在目前宏观的整体背景下, 青松建化是银行贷款青睐的重点对象; 第二, 目前公司尚有 4 个多亿的国开行优惠利率授信额度未利用; 第三, 目前明确的项目工程中, 资金条件比较充裕, 不排除未来有通过偿还银行贷款减少财务费用的可能性。

### 规模效应将逐步体现: 吨产能员工人数有望下降

- 从我们重点覆盖的水泥类上市公司来看, 青松建化 2007 年 3 季度的管理费用率达到了 9.6%, 处于最高水平。而据我们了解, 管理费用中人工成本占比相当大, 公司用于支付给员工的成本达到了 23000 元/年/人, 处于较高水平, 而且该项费用绝对值具备一定刚性。

图表11: 重点覆盖企业最新的管理费用率状况



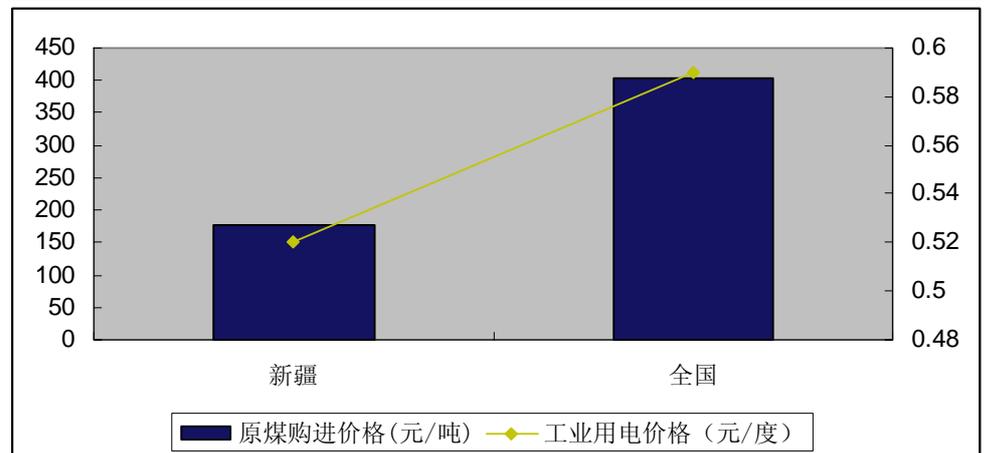
来源: 国金证券研究所 (天山和青松为 2007y3q 的数据, 其他公司为 2007 年末数据)

- 但我们认为随着公司产能的不断扩大, 公司吨员工人数有较大下降空间: 本部 8 条窑 80 万吨的产能, 对应的人数接近 1000 人; 在公司 2007 年竣工的和田项目以及 2006 年投产的卡子湾项目, 一条生产线对应人数都在 250 人左右; 公司目前的新建生产基地基本都聘用本部的生产线员工, 我们认为随着产能基数的不断扩大, 吨产能员工人数下降空间比较大。

### 煤、电成本有优势

- 新疆是全国主要产煤区, 煤炭储量占中国储量的 1/4, 排名第一, 而且煤质优良 (吨煤发热量在 5500 大卡以上), 煤炭价格平均为 200 元/吨, 相对于其他区域而言拥有明显的比价优势。电价虽然不是全国最低水平, 但整体而言低于全国平均水平。

图表12: 新疆煤和电的成本远低于全国水平 (左轴: 煤价; 右轴: 电价)



来源: 国金证券研究所

- 公司在煤和电成本方面还拥有独特的优势:
  - ◆ 公司自备水电站 (装机容量 4 × 1700 千瓦) 和中空余热发电机组 (装机容量 6000 千瓦) 可供应部分电力, 近三年占到了公司总用电量的 19% 左右。
  - ◆ 公司与建化总厂建立了长期稳定的煤炭供货关系, 每年能以比较优惠的价格获得 8 万吨的稳定煤炭供货。

- ◆ 公司与国电新疆电力公司共同开发大平滩煤矿，一期开采能力 90 万吨/年井矿，预计在 2010 年开始体现效益，届时公司的煤炭优势将进一步明显。
- ◆ 余热发电：卡子湾 4.5MW 装机容量、库车 3MW 装机容量、以及本部新线 6MW 装机容量都将在 2008 年投产，体现在 2009 年及以后的电力成本节约中。

### 我们对公司管理层的评价：精于业，且高效

- 精于水泥行业的管理体现首先体现在业绩上：公司自成立以来从未发生过亏损，作为经营周期性非常强的水泥行业而言，我们认为其管理层的能力已经得到充分验证。
- 精于业体现在技术上：水泥作为一种技术壁垒并不是很高的产品或者行业，企业之间在技术开发上的优劣势并不是很明显，我们这里需要强调的是青松建化是国内少有的特种水泥比重占比比较高的企业，其先后研发了包括 C 级、G 级、H 级、超细级油井水泥及大坝水泥、道路水泥等等，其在特种水泥方面优势的应用是国内水泥企业体现得最为明显的。
- 精于业体现在战略上：水泥战略的核心在于布局，青松建化的布局特点很明显，目前的存量产能、以及增量产能的绝大部分都扎根在南疆（我们认为南疆未来的发展速度将快于北疆），且在南疆的布局也很有特点，主要集中在市场容量相对大，主要交通运输的枢纽地带。
- 管理层的水平还体现在高效上：公司在生产线建设方面扮演的总承包角色，将设计（新疆建材设计院）、装备（全国招标）、施工（当地施工队）等分包出去，2007 年的和田项目从开工到完工用了不到 10 个月的时间，这种速度和效率在国内也是相当领先的。

### 风险提示

- 虽然新疆石灰石资源比较丰富，但新疆普遍呈现的石灰石离基地比较远的特点将削弱疆内企业包括青松建化的盈利水平。
- 如果公司规划中的三条生产线将在 2008~2009 年之间开工建设的话，存在一定的资金缺口，我们担心公司会启动股权融资带来的业绩摊薄的风险。

图表13: 销售预测表

项 目	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>通用水泥</b>						
平均售价 (元/吨)	202.95	177.73	214.36	251.47	270.00	280.00
增长率 (YOY)	n/a	-12.43%	20.61%	17.31%	7.37%	3.70%
销售数量 (千吨)	742.26	871.64	1,708.13	1,980.00	2,500.00	3,700.00
增长率 (YOY)	n/a	17.43%	95.97%	15.92%	26.26%	48.00%
销售收入 (百万元)	150.64	154.92	366.15	497.91	675.00	1,036.00
增长率 (YOY)	n/a	2.84%	136.36%	35.98%	35.57%	53.48%
毛利率	25.14%	12.63%	20.37%	21.00%	24.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	112.77	135.35	291.57	393.35	513.00	766.64
增长率 (YOY)	n/a	20.02%	115.42%	34.91%	30.42%	49.44%
毛利 (百万元)	37.87	19.57	74.59	104.56	162.00	269.36
增长率 (YOY)	n/a	-48.34%	281.20%	40.19%	54.93%	66.27%
占总销售额比重	58.47%	59.79%	71.54%	74.15%	76.02%	80.65%
占主营业务利润比重	43.84%	28.09%	51.09%	64.15%	68.67%	75.39%
<b>特种水泥</b>						
平均售价 (元/吨)	394.66	396.23	398.56	401.20	420.00	430.00
增长率 (YOY)	n/a	0.40%	0.59%	0.66%	4.69%	2.38%
销售数量 (千吨)	72.80	78.39	103.03	97.63	120.00	150.00
增长率 (YOY)	n/a	7.68%	31.44%	-5.24%	22.91%	25.00%
销售收入 (百万元)	28.73	31.06	41.06	39.17	50.40	64.50
增长率 (YOY)	n/a	8.11%	32.21%	-4.62%	28.67%	27.98%
毛利率	54.51%	54.35%	47.88%	40.00%	43.00%	46.00%
销售成本 (百万元)	13.07	14.18	21.40	23.50	28.73	34.83
增长率 (YOY)	n/a	8.49%	50.95%	9.81%	22.24%	21.24%
毛利 (百万元)	15.66	16.88	19.66	15.67	21.67	29.67
增长率 (YOY)	n/a	7.79%	16.47%	-20.31%	38.32%	36.90%
占总销售额比重	11.15%	11.99%	8.02%	5.83%	5.68%	5.02%
占主营业务利润比重	18.13%	24.23%	13.47%	9.61%	9.19%	8.30%
<b>水泥制品</b>						
平均售价 (元/吨)	240.55	253.61	302.17	330.00	330.00	330.00
增长率 (YOY)	n/a	5.43%	19.15%	9.21%	0.00%	0.00%
销售数量 (千吨)	159.00	110.52	151.60	180.00	250.00	300.00
增长率 (YOY)	n/a	-30.49%	37.17%	18.73%	38.89%	20.00%
销售收入 (百万元)	38.25	28.03	45.81	59.40	82.50	99.00
增长率 (YOY)	n/a	-26.72%	63.44%	29.67%	38.89%	20.00%
毛利率	46.76%	53.08%	60.06%	22.00%	25.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	20.36	13.15	18.30	46.33	61.88	74.25
增长率 (YOY)	n/a	-35.42%	39.12%	153.23%	33.55%	20.00%
毛利 (百万元)	17.89	14.88	27.51	13.07	20.63	24.75
增长率 (YOY)	n/a	-16.81%	84.93%	-52.50%	57.83%	20.00%
占总销售额比重	14.85%	10.82%	8.95%	8.85%	9.29%	7.71%
占主营业务利润比重	20.70%	21.36%	18.85%	8.02%	8.74%	6.93%
<b>化工</b>						
销售收入 (百万元)	36.33	41.38	50.17	65.00	70.00	75.00
增长率 (YOY)	n/a	13.89%	21.26%	29.55%	7.69%	7.14%
毛利率	37.83%	41.36%	36.79%	38.00%	38.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	22.59	24.26	31.72	40.30	43.40	46.50
增长率 (YOY)	n/a	7.43%	30.72%	27.07%	7.69%	7.14%
毛利 (百万元)	13.74	17.11	18.46	24.70	26.60	28.50
增长率 (YOY)	n/a	24.52%	7.87%	33.81%	7.69%	7.14%
占总销售额比重	14.10%	15.97%	9.80%	9.68%	7.88%	5.84%
占主营业务利润比重	15.91%	24.57%	12.65%	15.15%	11.28%	7.98%
<b>其他</b>						
销售收入 (百万元)	3.68	3.71	8.59	10.00	10.00	10.00
增长率 (YOY)	n/a	0.97%	131.56%	16.36%	0.00%	0.00%
毛利率	33.21%	32.88%	66.98%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	2.46	2.49	2.84	5.00	5.00	5.00
增长率 (YOY)	n/a	1.47%	13.92%	76.20%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	1.22	1.22	5.76	5.00	5.00	5.00
增长率 (YOY)	n/a	-0.03%	371.71%	-13.14%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.43%	1.43%	1.68%	1.49%	1.13%	0.78%
占主营业务利润比重	1.41%	1.75%	3.94%	3.07%	2.12%	1.40%
销售总收入 (百万元)	257.62	259.09	511.80	671.48	887.90	1284.50
销售总成本 (百万元)	171.24	189.43	365.82	508.48	652.00	927.22
毛利 (百万元)	86.38	69.66	145.98	163.00	235.90	357.28
平均毛利率	33.53%	26.89%	28.52%	24.27%	26.57%	27.81%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>主营业务收入</b>	<b>258</b>	<b>259</b>	<b>512</b>	<b>671</b>	<b>888</b>	<b>1,285</b>
增长率		0.6%	97.5%	31.2%	32.2%	44.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-171</b>	<b>-189</b>	<b>-366</b>	<b>-508</b>	<b>-652</b>	<b>-927</b>
% 销售收入	66.5%	73.1%	71.5%	75.7%	73.4%	72.2%
<b>毛利</b>	<b>86</b>	<b>70</b>	<b>146</b>	<b>163</b>	<b>236</b>	<b>357</b>
% 销售收入	33.5%	26.9%	28.5%	24.3%	26.6%	27.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>
% 销售收入	0.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>营业费用</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-44</b>
% 销售收入	3.3%	4.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
<b>管理费用</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>	<b>-76</b>	<b>-74</b>	<b>-98</b>	<b>-135</b>
% 销售收入	17.3%	20.2%	14.8%	11.0%	11.0%	10.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>33</b>	<b>6</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>102</b>	<b>170</b>
% 销售收入	12.8%	2.3%	9.6%	9.2%	11.5%	13.2%
<b>财务费用</b>	<b>-8</b>	<b>-15</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-19</b>	<b>-29</b>
% 销售收入	3.1%	5.7%	5.8%	4.5%	2.2%	2.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
% 税前利润	11.5%	41.7%	11.8%	10.9%	7.7%	5.7%
<b>营业利润</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>84</b>	<b>141</b>
营业利润率	12.1%	0.1%	5.1%	5.7%	9.5%	11.0%
<b>营业外收支</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>103</b>
<b>税前利润</b>	<b>55</b>	<b>22</b>	<b>56</b>	<b>92</b>	<b>155</b>	<b>244</b>
利润率	21.4%	8.3%	10.9%	13.7%	17.5%	19.0%
<b>所得税</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-22</b>	<b>-34</b>
所得税率	3.7%	2.4%	14.8%	12.0%	14.0%	14.0%
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>21</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>134</b>	<b>210</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>52</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>76</b>	<b>128</b>	<b>203</b>
净利率	20.4%	8.3%	8.6%	11.3%	14.4%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>81</b>	<b>134</b>	<b>210</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>74</b>	<b>72</b>	<b>86</b>	<b>104</b>
<b>非经营收益</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>-26</b>	<b>-55</b>	<b>-83</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>-114</b>	<b>37</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>95</b>	<b>99</b>	<b>34</b>	<b>162</b>	<b>152</b>	<b>212</b>
<b>资本开支</b>	<b>-264</b>	<b>-89</b>	<b>-79</b>	<b>-179</b>	<b>-301</b>	<b>-302</b>
<b>投资</b>	<b>-67</b>	<b>-47</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-331</b>	<b>-141</b>	<b>-80</b>	<b>-170</b>	<b>-289</b>	<b>-288</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>696</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>319</b>	<b>53</b>	<b>87</b>	<b>-62</b>	<b>-303</b>	<b>342</b>
<b>其他</b>	<b>-66</b>	<b>-207</b>	<b>56</b>	<b>-38</b>	<b>-60</b>	<b>-66</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>253</b>	<b>-154</b>	<b>143</b>	<b>596</b>	<b>-363</b>	<b>276</b>
<b>现金净流量</b>	<b>17</b>	<b>-196</b>	<b>98</b>	<b>588</b>	<b>-500</b>	<b>200</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>货币资金</b>	<b>283</b>	<b>218</b>	<b>212</b>	<b>800</b>	<b>300</b>	<b>500</b>
<b>应收款项</b>	<b>74</b>	<b>97</b>	<b>158</b>	<b>193</b>	<b>251</b>	<b>358</b>
<b>存货</b>	<b>89</b>	<b>141</b>	<b>171</b>	<b>216</b>	<b>277</b>	<b>394</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>67</b>	<b>95</b>
<b>流动资产</b>	<b>469</b>	<b>490</b>	<b>580</b>	<b>1,261</b>	<b>895</b>	<b>1,346</b>
% 总资产	40.8%	37.4%	41.1%	55.8%	40.9%	45.6%
<b>长期投资</b>	<b>81</b>	<b>119</b>	<b>130</b>	<b>131</b>	<b>130</b>	<b>130</b>
<b>固定资产</b>	<b>580</b>	<b>686</b>	<b>689</b>	<b>846</b>	<b>1,139</b>	<b>1,449</b>
% 总资产	50.5%	52.4%	48.8%	37.4%	52.1%	49.1%
<b>无形资产</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>非流动资产</b>	<b>679</b>	<b>819</b>	<b>832</b>	<b>998</b>	<b>1,291</b>	<b>1,603</b>
% 总资产	59.2%	62.6%	58.9%	44.2%	59.1%	54.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,148</b>	<b>1,308</b>	<b>1,412</b>	<b>2,260</b>	<b>2,187</b>	<b>2,949</b>
<b>短期借款</b>	<b>228</b>	<b>434</b>	<b>491</b>	<b>269</b>	<b>95</b>	<b>238</b>
<b>应付款项</b>	<b>357</b>	<b>330</b>	<b>302</b>	<b>428</b>	<b>551</b>	<b>784</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>63</b>
<b>流动负债</b>	<b>592</b>	<b>769</b>	<b>803</b>	<b>745</b>	<b>700</b>	<b>1,085</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>200</b>	<b>70</b>	<b>270</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>608</b>	<b>769</b>	<b>843</b>	<b>945</b>	<b>770</b>	<b>1,355</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>504</b>	<b>501</b>	<b>534</b>	<b>1,274</b>	<b>1,370</b>	<b>1,541</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	<b>53</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,148</b>	<b>1,308</b>	<b>1,412</b>	<b>2,260</b>	<b>2,187</b>	<b>2,949</b>

比率分析

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.284	0.116	0.238	0.308	0.519	0.823
每股净资产	2.723	2.709	2.886	5.180	5.571	6.264
每股经营现金净流	0.512	0.536	0.186	0.661	0.619	0.861
每股股利	0.130	0.050	0.100	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.42%	4.28%	8.23%	5.94%	9.31%	13.15%
总资产收益率	4.57%	1.64%	3.11%	3.35%	5.83%	6.87%
投入资本收益率	4.48%	0.69%	3.51%	3.04%	5.54%	6.95%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.37%	0.57%	97.53%	31.20%	32.23%	44.67%
EBIT增长率	75.73%	-80.71%	557.48%	36.00%	65.29%	66.70%
净利润增长率	70.67%	-59.10%	104.85%	72.14%	68.55%	58.81%
总资产增长率	51.02%	13.92%	7.94%	60.02%	-3.24%	34.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	104.8	105.7	74.0	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	161.3	221.9	155.4	155.0	155.0	155.0
应付账款周转天数	89.2	137.3	96.1	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	341.1	941.7	486.6	345.0	312.1	247.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-10.09%	40.08%	56.10%	-25.20%	-9.50%	0.48%
EBIT利息保障倍数	4.4	0.5	1.5	2.1	5.3	5.8
资产负债率	52.91%	58.75%	59.69%	41.84%	35.22%	45.95%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	1
买入	0	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。