

2010年2月8日

青松建化

业绩符合预期，2010年指引较保守

A
持有

600425.SS - 人民币 19.68

目标价格: 人民币 21.90

李攀

 +8610 6622 9073
 pan.li@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(13)	(14)	59	129
相对新华富时A50指数(%)	0	(2)	70	93

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	369
流通股 (%)	59
流通股市值 (人民币 百万)	4,267
3个月日均交易额 (人民币 百万)	213
净负债比率 (%)	39
主要股东(%)	
阿拉尔统众	41

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重要贡献者

青松建化公告 2009 年收入 12.5 亿人民币，归属母公司股东净利润 2.07 亿人民币，同比增幅达到 76.7%，与公司业绩快报及我们的预期一致。公司业绩的快速增长得益于水泥销售业务量价齐升：水泥销量较 08 年增长 37%，水泥平均售价小幅上扬 3%，水泥业务毛利率攀升 4.3%，水泥产能突破 500 万吨。公司水泥销量的快速增长得益于和田以及公司本部生产线产能的释放。由于国家针对新疆的区域投资加速，水泥量价齐升的势头有望延续。我们目前盈利预测未包含配股因素影响，维持之前 21.90 元的目标价以及**持有**评级。

支撑评级的要点

- 新疆地区固定资产投资将加大力度。
- 水泥价格及与煤炭价格的剪刀差有望维持高位。
- 未来煤炭及新能源项目助力公司长期增长。

评级面临的主要风险

- 新疆地区的固定资产投资低于预期。

估值

- 我们维持之前 21.90 元的目标价以及**持有**评级。

图表 1.投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	950	1,250	1,657	2,034	2,340
变动 (%)	38	32	33	23	15
净利润 (人民币 百万)	117	207	314	442	611
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.317	0.561	0.851	1.199	1.656
变动 (%)	1.1	76.8	51.7	40.9	38.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.804	1.255	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.874	1.233	-
调整幅度 (%)	-	-	(2.7)	(2.8)	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.208	0.394	0.723	1.068	1.526
变动 (%)	44.6	89.3	83.6	47.7	42.9
全面摊薄市盈率 (倍)	62.0	35.1	23.1	16.4	11.9
核心市盈率 (倍)	94.6	50.0	27.2	18.4	12.9
每股现金流量 (人民币)	0.53	0.90	1.18	1.34	1.41
价格/每股现金流量 (倍)	36.9	21.9	16.7	14.7	13.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	38.4	23.9	17.6	14.6	12.8
每股股息 (人民币)	0.200	0.200	0.332	0.467	0.646
股息率 (%)	1.0	1.0	1.7	2.4	3.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

图表 2.2009 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业收入	950.0	1,250.4	31.6
营业成本	(717.2)	(893.4)	24.6
营业税金及附加	(7.4)	(12.1)	62.4
销售费用	(25.8)	(31.2)	20.8
管理费用	(84.6)	(102.5)	21.2
财务费用	(26.1)	(27.9)	6.9
资产减值损失	(3.4)	0.3	n.m
投资收益	13.9	9.4	(32.5)
营业利润	99.4	193.2	94.3
营业外收入	56.6	80.3	41.9
营业外支出	(2.2)	(5.8)	n.m
利润总额	153.8	267.6	74.1
所得税费用	(32.1)	(47.0)	46.4
净利润	121.6	220.6	81.3
少数股东损益	(4.6)	(13.7)	n.m
归属于母公司所有者的净利润	117.1	206.9	76.7

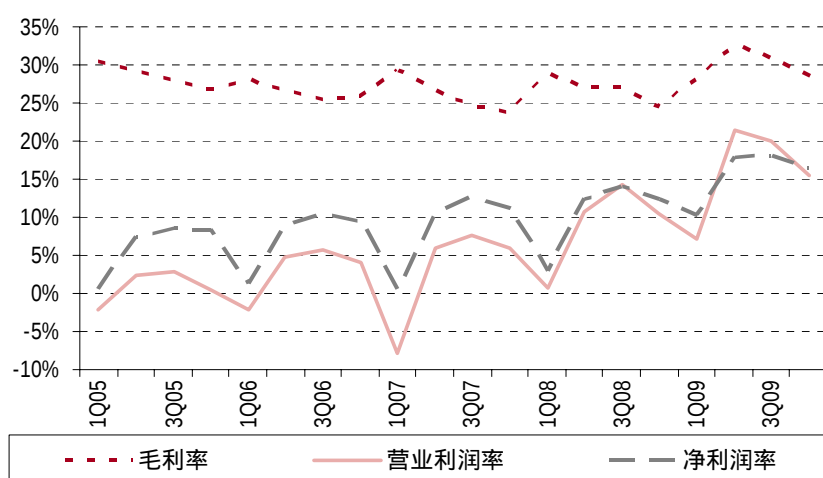
资料来源：公司数据

盈利预测及估值。公司业绩与此前快报和我们的预期一致，分项来看，销量增速超出我们预期，销售价格却低于我们预期。配股比例确定为 10 配 3，预计不久将实施。我们维持之前 21.90 元的目标价以及**持有**评级。

2009 年业绩符合预期。青松建化公告 2009 年收入 12.5 亿人民币，归属母公司股东净利润 2.07 亿人民币，同比增幅达到 76.7%，与公司业绩快报及我们的预期一致。公司业绩的快速增长得益于水泥销售业务量价齐升：水泥销量较 08 年增长 37%，水泥平均售价小幅上扬 3%，水泥业务毛利率攀升 4.3%，水泥产能突破 500 万吨。公司水泥销量的快速增长得益于和田以及公司本部生产线产能的释放。由于国家针对新疆的区域投资加速，预计水泥销量及价格量价齐升的势头有望延续。

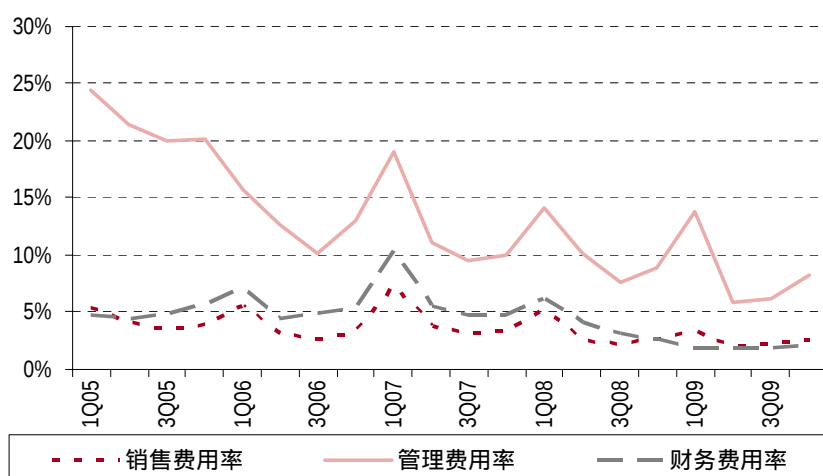
主要指标呈改善趋势。2009 年公司综合毛利率为 28.6%，较 2008 年提高 4.1%；第四季度毛利率环比下降 10.25%，同比提升 4%。2009 年公司营业利润率为 15.4%，较 2008 年提高 5%；第四季度营业利润率环比下降 22.4%，同比基本一致。2009 年公司净利润率为 16.5%，较 2008 年提高 4%；第四季度净利润率环比下降 9.2%，同比提升 4%。2009 年公司销售费用率 2.5%，较 2008 年下降 0.2%；第四季度销售费用率环比增加 1.7%，同比下降 0.5%。2009 年公司管理费用率为 8.2%，较 2008 年下降 0.7%；第四季度管理费用率环比增加 10.1%，同比增加 2.9%。2009 年公司财务费用率为 2.2%，较 2008 年下降 0.5%；第四季度财务费用率环比上升 1.7%，同比上升 2.5%。公司净负债权益比例较 2008 年底增加 30%至 42%。公司流动和速动比率较 2008 年底有所下滑。

图表 3.主要利润率指标呈上升势头



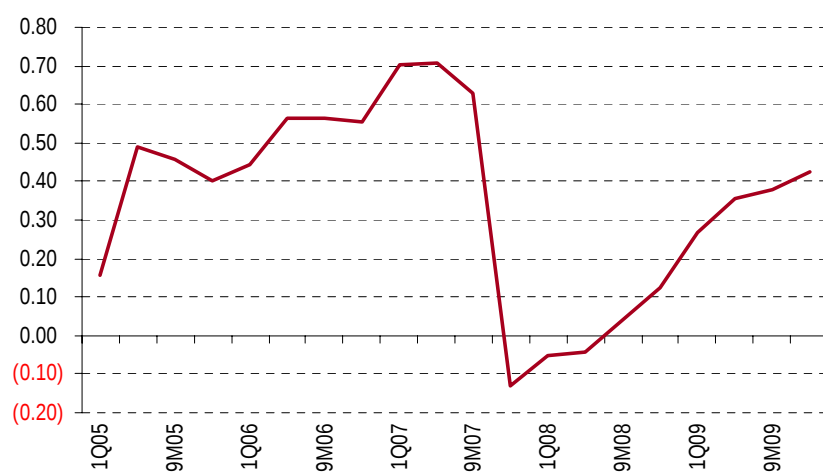
资料来源：公司数据

图表 4.主要费用率指标呈现下降态势



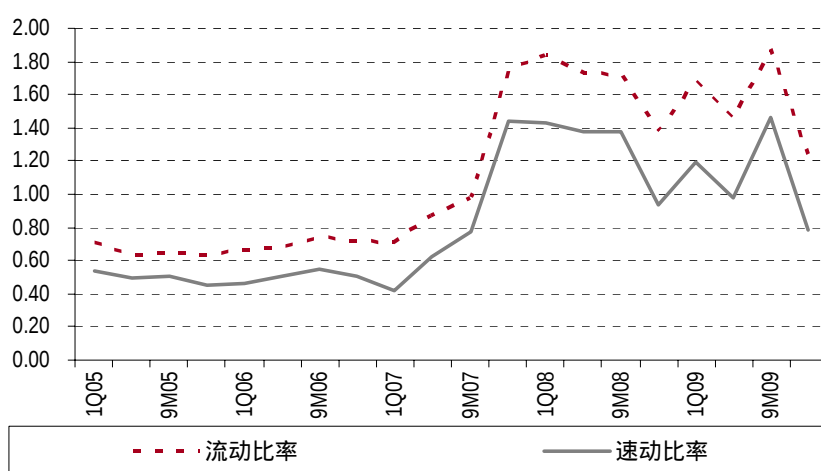
资料来源：公司数据

图表 5.公司净负债率上升



资料来源：公司数据

图表 6.公司流动和速动比率下降

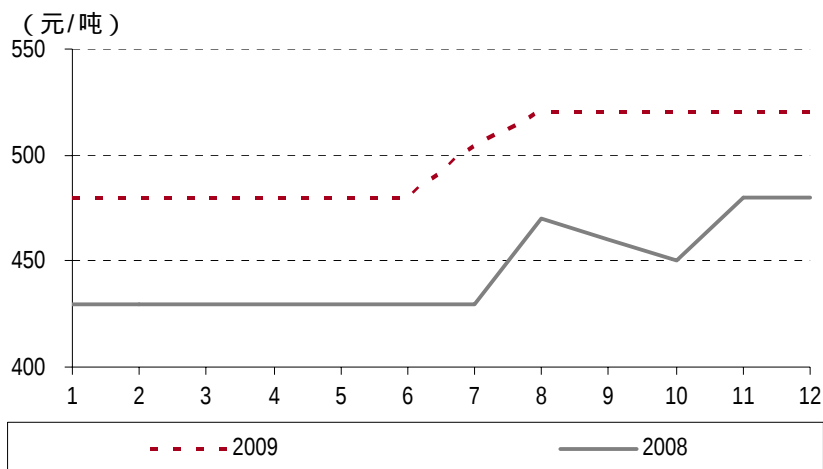


资料来源：公司数据

配股项目进展及新投资决议。现已确定 10 配 3 募集资金 67,347 万元，用于建设主业投资项目克州、巴州日产 2,500 吨熟料新型干法水泥生产线及配套低温余热发电项目。以现有股本 368,891,250 测算，配股价约为人民币 6.2 元。预计配股将在年报公布后不久实施。董事会新决议批复青松出资 200 万元设立国电巴楚发电有限公司，占拟设公司注册资本的 10%，一期建设规模为开发 2×135MW 火电厂，总投资额约为 12 亿元人民币。此外，董事会新决议同意全资子公司库车青松水泥有限责任公司出资 147 万元设立青松宇翰浩建材有限公司，占拟设公司注册资本的 49%。该公司将依托高炉粒化钢渣，建设一条φ 3.5×13M 钢渣超细矿粉生产线，年产 25 万吨超细钢渣优先满足青松水泥生产的需要。

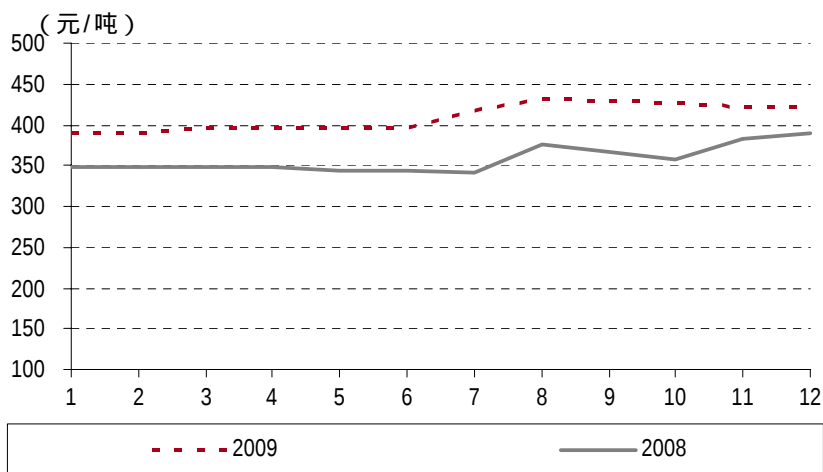
公司水泥业务展望。公司目前已经在乌鲁木齐、库车、阿克苏、和田完成了新型干法水泥生产线的战略布点，到 2010 年底，公司将全面完成南疆沿铁路、高等级公路的新型干法水泥生产线布局，基本实现南疆水泥产业结构调整，总产能中新型干法产能将达到 90%以上。公司 2010 年收入目标为 15 亿元，利润增长目标为 25%。我们看好新疆强劲的区域水泥需求，预计实际业绩将较大幅度超出公司预期。

图表 7.新疆地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥

图表 8.新疆地区水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥

公司其他业务展望。其他业务方面，公司与国电合作的年产 240 万吨煤矿（权益比例 49%）将在 2010 年 10 月份达产，可能在 10 年为公司贡献 3,000 万左右净利润，11 年全年净利润贡献预计在 1.2 亿左右。公司目前另外一个与国电合作的 2,400 万吨年产能的煤矿（权益比例也为 49%），也在未来几年内进入投产期（先期投产规模可能在 300-500 万吨）。三年后可能来自两个煤矿的净利润加总达到 4 亿元以上。伴随一些新能源项目投产，远期展望 2015 年，公司的销售收入规模可能达到 50-60 亿。

公司与国电合作，参与阿克苏流域的水电开发，总投资 50 亿，总装机 750MW，公司股本占比 15%，该水电项目已经投产了一部分。该项目是塔里木河流域治理的枢纽工程，公司将为该工程配套供货 600 万吨水泥，截至目前公司已提供 200 万吨，基本上收回了项目原始投资。之前公司与央企合作，看中的是央企自身获取大项目的能力。七五事件后，为支持新疆当地经济的发展，新疆当地重点企业的项目获取优势增强。

公司参与的吐鲁番新能源项目（含水电、热电、风电、热电冷联）也将在 2015 年前投产。新能源项目是与吐鲁番整个城市规划一起实施的。吐鲁番成为今后西煤东运、西电东送的一个基地，是内地进入新疆的第一个大城市，也是旅游城市，将重新建成一个新城，开发进度也会比较快。一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦，总投资约为 12 亿元；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、风电 50 万千瓦。从一期情况来看，明年上半年能够投产。青松建化在该项目上的权益为 35%。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	950	1,250	1,657	2,034	2,340
销售成本	(717)	(893)	(1,146)	(1,410)	(1,639)
经营费用	(41)	(28)	(63)	(98)	(126)
息税折旧前利润	192	329	448	526	575
折旧及摊销	(77)	(118)	(128)	(136)	(143)
经营利润 (息税前利润)	115	211	321	390	432
净利息收入/(费用)	(26)	(28)	(28)	(30)	(30)
其他收益/(损失)	65	84	102	193	360
税前利润	154	268	394	553	762
所得税	(32)	(47)	(75)	(105)	(145)
少数股东权益	(5)	(14)	(6)	(6)	(6)
净利润	117	207	314	442	611
核心净利润	77	145	267	394	563
每股收益(人民币)	0.317	0.561	0.851	1.199	1.656
核心每股收益(人民币)	0.208	0.394	0.723	1.068	1.526
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.332	0.467	0.646
收入增长(%)	38	32	33	23	15
息税前利润增长(%)	70	84	52	22	11
息税折旧前利润增长(%)	37	72	36	17	9
每股收益增长(%)	1	77	52	41	38
核心每股收益增长(%)	45	89	84	48	43

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	301	238	239	467	836
应收帐款	104	148	196	241	277
库存	255	294	377	464	539
其他流动资产	145	128	162	198	229
流动资产总计	804	807	974	1,369	1,880
固定资产	1,296	2,030	2,274	2,385	2,491
无形资产	21	53	66	78	90
其他长期资产	139	176	193	212	233
长期资产总计	1,455	2,259	2,533	2,676	2,813
总资产	2,260	3,067	3,507	4,045	4,694
应付帐款	265	434	559	687	798
短期债务	235	122	37	27	17
其他流动负债	86	99	138	186	243
流动负债总计	585	655	734	900	1,059
长期借款	252	804	919	964	1,009
其他长期负债	3	3	3	4	5
股本	369	369	369	369	369
储备	1,000	1,136	1,376	1,696	2,134
股东权益	1,368	1,505	1,745	2,064	2,503
少数股东权益	52	101	106	112	118
总负债及权益	2,260	3,067	3,507	4,045	4,694
每股帐面价值(人民币)	3.71	4.08	4.73	5.60	6.79
每股有形资产(人民币)	3.65	3.94	4.55	5.38	6.54
每股净负债/(现金)(人民币)	0.51	1.87	1.94	1.42	0.52

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	154	268	394	553	762
折旧与摊销	77	118	128	136	143
净利息费用	26	28	28	30	30
运营资本变动	(24)	(34)	(1)	10	27
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(36)	(48)	(114)	(234)	(440)
经营活动产生的现金流	197	332	435	495	522
购买固定资产净值	(495)	(755)	(388)	(265)	(265)
投资减少/增加	3	3	0	0	0
其他投资现金流	0	(22)	26	115	279
投资活动产生的现金流	(493)	(774)	(362)	(150)	14
净增权益	11	42	0	0	0
净增债务	(16)	439	30	35	35
支付股息	(30)	(74)	(74)	(122)	(172)
其他融资现金流	(26)	(28)	(28)	(30)	(30)
融资活动产生的现金流	(60)	379	(72)	(117)	(167)
现金变动	(357)	(63)	2	228	369
期初现金	657	301	238	239	467
公司自由现金流	(296)	(442)	81	352	546
权益自由现金流	(342)	(34)	75	350	541

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	20.2	26.3	27.0	25.8	24.6
息税前利润率	12.1	16.9	19.4	19.2	18.5
税前利润率	16.2	21.4	23.8	27.2	32.5
净利率	12.3	16.5	18.9	21.7	26.1
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.5	1.8
利息覆盖率	3.9	6.8	10.6	12.0	12.5
净权益负债率(%)	13.1	42.9	38.7	24.1	7.3
速动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.3
估值(倍)					
市盈率	62.0	35.1	23.1	16.4	11.9
核心市盈率	94.6	50.0	27.2	18.4	12.9
目标价格对应市盈率	69.0	39.0	25.7	18.3	13.2
市净率	5.3	4.8	4.2	3.5	2.9
价格/现金流	36.9	21.9	16.7	14.7	13.9
企业价值/息税折旧前利润	38.4	23.9	17.6	14.6	12.8
周转率					
存货周转天数	109.6	112.1	106.8	108.8	111.7
应收帐款周转天数	39.8	36.8	37.9	39.2	40.3
应付帐款周转天数	83.5	102.0	109.4	111.8	115.9
回报率(%)					
股息支付率	63.0	35.7	39.0	39.0	39.0
净资产收益率	8.8	14.4	19.3	23.2	26.8
资产收益率	4.2	6.5	7.9	8.4	8.0
已运用资本收益率	6.4	9.7	12.1	13.1	12.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 4 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371