

审慎推荐-A (首次)**青松建化** 600425.SH

目标估值: —

当前股价: 19.73 元

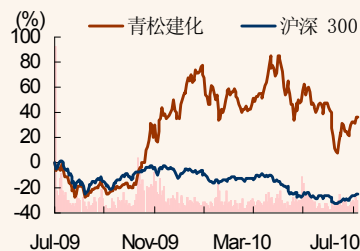
2010 年 7 月 29 日

期待与新疆共同跨越式发展**基础数据**

上证综指	2575
总股本 (万股)	36889
已上市流通股 (万股)	36889
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	69
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	14.5
资产负债率	54.0%
主要股东 阿拉尔统众国有资产	
主要股东持股比例	41.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-6	39
相对表现	-8	6	65

**相关报告****王晶晶**

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

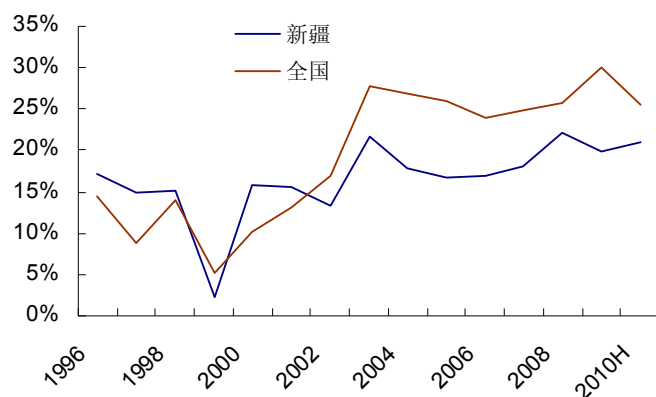
- **新疆跨越式发展带来的趋势性机会，南疆增长速度会更快。**在前期的报告中，我们多次认为西部大开发带来的建材股的投资机会是趋势性的。而新疆的机会又是西部当中最为明确的：资源税改革、税收减免政策、中央投资、对口援建、金融支持。一旦资源与私人投资的循环运转起来，新疆固定资产投资在十二五期间翻一番多的目标可能仅仅是一个保守的目标。地域来看，一方面，南疆目前的发展水平比较低，另一方面，从对口援疆的省份看，南疆地区一般都对应经济比较发达省份广东、上海、浙江等地。
- **2011 年是大发展的开始，短期内整体产能增长加剧不必过于担心。**市场担心 2009 年开始新疆水泥投资进入加速，这部分产能可能会在 2010-2011 年形成压力。从今年上半年的固定资产投资增速和水泥增速上来看，对新疆的投资热情还未反应在里面，但水泥价格创出新高。考虑到从项目立项到投资需要时间，估计明年新疆的固定资产投资才会全面铺开，未来五年整体需求保持 20% 以上增长基本确定。从天山和青松的布局看，未来几年预计会形成相互交叉的局面，两大巨头合计占比达到 60% 以上甚至更高，竞合关系会更加突出。
- **青松建化是南疆水泥龙头，沿南疆铁路、高等级公路的布局基本完成。**公司是新疆第二大水泥生产企业，09 年占全疆市场份额 17%，占比南疆在 55% 以上。公司目前已经在乌鲁木齐、库车、阿克苏、和田、巴州、克州、乌苏（建设中）完成了新型干法水泥生产线的战略布点。克州生产线离喀什市仅 20 公里，辐射经济特区没有问题。对水泥成本来说，疆内的煤炭动力占比只有 30% 多，低于疆外，但公路运输的费用要数倍于疆外，因此青松建化的率先布局有助于抢占市场先机。
- **未来三年的主要增长点仍来自于水泥产能的扩张。**公司 2009 年底的产能在 680 万吨左右，南疆产能在 540 万吨左右。今明两年的增量来自于克州、巴州的 200 万吨产能投产达产以及北疆乌苏线明年 120 万吨产能的投产。预计未来三年的产量增速约为 25-35%。除此之外，我们认为公司良好的现金流状况、配股的即将实施都会带来新项目投资的可能。
- **2012 年之后化工、能源逐步贡献收益，到十二五末预计形成建材、能源、化工分别占比 6: 2.5: 1.5 的格局。**化工是与阿克苏的农业相呼应，能源开发是利用地域优势寻找新的增长点，方式采用与央企合作，主要是获取投资收益，包括煤矿、水电、太阳能、风电、火电等。
- **给予“审慎推荐-A”的投资评级。**考虑到新疆区域的景气来临，公司的布局、战略以及公司配股的进展，我们预测 2010-2012 年 EPS 为 0.79、1.04、1.41 元，风险在于新疆投资项目资金到位晚于预期。

- 化工中一个是磷肥厂：年生产能力为磷肥8 万吨、硫酸2.5 万吨、硫酸钾1万吨、盐酸1.2 万吨，基本保持稳定；另一个是合资建设30 万吨离子膜烧碱及配套氯乙烯项目，一期10 万吨烧碱（已有8万吨确定客户来源：新农开发等），具备资源优势和市场优势。
- 国电青松库车矿业开发有限公司：占比49%，开发大平滩煤矿，总投资约8 亿元，建成规模为年产240 万吨的大型煤矿，不仅解决了公司原煤供应紧张问题，而且将对公司未来效益的增长产生重大影响。预计到2011年底地下矿井全部建成，一期开采能力90万吨。
- 国电阿克苏河流域水电开发有限公司：占比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，对水泥的总需求量约在600 万吨左右。
- 国电青松吐鲁番新能源有限公司：占比35%。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；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。
- 国电巴楚：占比10%，喀什地区巴楚县工业园区内，一期建设规模为开发2×135MW 火电厂。

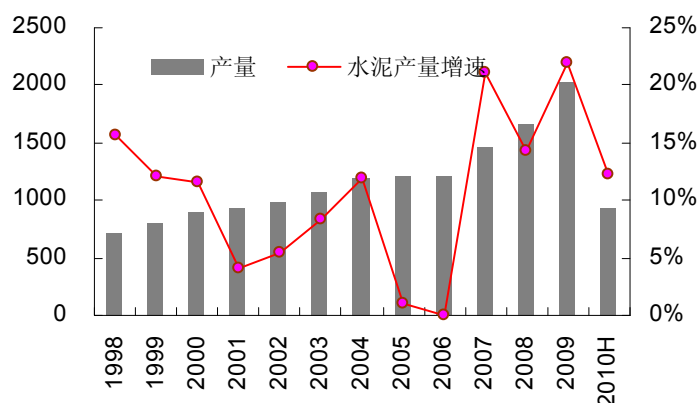
表 1、公司产能情况

	地点	权益	生产线 (t/d)	水泥产能 (万吨)	附注
南疆	阿克苏	100%	3200	128	2009 年上半年投产
		100%	立窑、旋窑	80	
	库车	100%	1500	60	
	和田	100%	2500	100	2008 年投产
	克州（阿图什）	100%	2500	100	2010 年投产，预计贡献 50%
	巴州（库尔勒）	100%	2500	100	2010 年投产，预计贡献 30%
	小计			568	
北疆	乌鲁木齐（新疆青松）	88.11%	2500	100	
	乌苏	52.86%	3000	120	预计 11 年投产
	小计			220	
总计				794	

资料来源：公司公告，招商证券

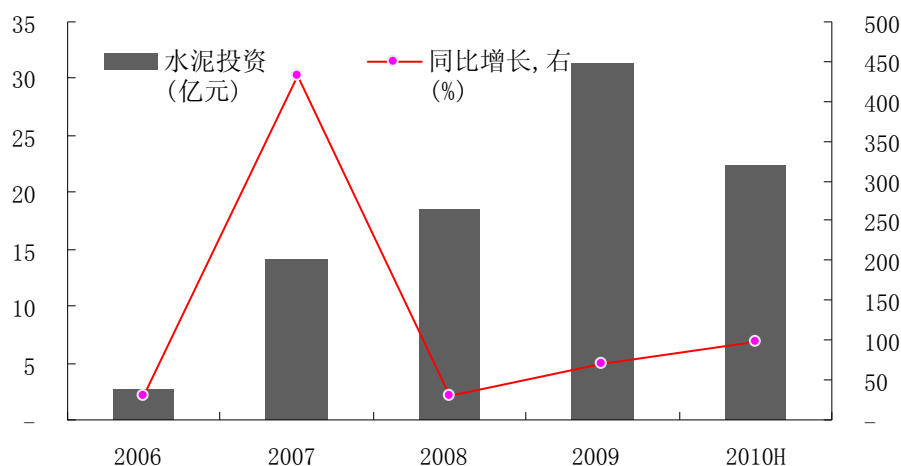
图1：新疆与全国固定资产投资：上半年尚未加速


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图2：新疆水泥产量增速：尚未开始体现跨越式发展


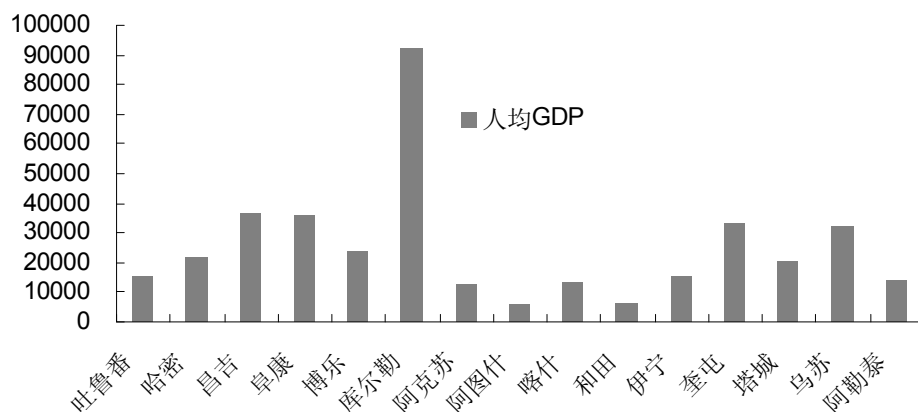
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图3: 新疆水泥投资增速



资料来源: dc, 招商证券

图4: 南北疆人均GDP差异较大



资料来源: dc, 招商证券

表 2、对口援建省份

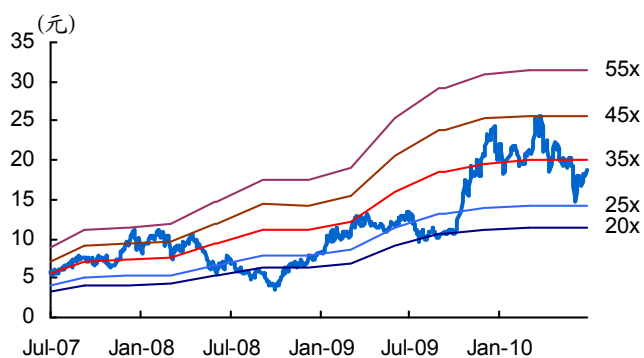
省区	支援地区
北京	和田市、墨玉县
	和田县、洛浦县
	兵团农十四师
	喀什地区疏附县、伽师县
广东	兵团农三师图木舒克市
	喀什市、塔什库尔干县
	克孜勒苏柯尔克孜自治州的阿图什市、阿合奇县、乌恰县
江苏	伊犁哈萨克自治州 10 个县
上海	新疆生产建设兵团农四师、农七师
山东	喀什地区
浙江	阿克苏地区 1 市 8 县

省区	支援地区
	新疆生产建设兵团农一师的阿拉尔市
辽宁	塔城地区
河南	哈密地区
河北	巴州、兵团农二师
	阜康市
山西	农六师五家渠市
福建	昌吉州
湖南	吐鲁番地区
湖北	农五师
安徽	和田地区皮山县
天津	和田策勒、于田、民丰三县
	阿勒泰地区福海县、富蕴县、青河县
黑龙江	兵团农十师
江西	阿克陶县
吉林	阿勒泰地区

资料来源：互联网，招商证券

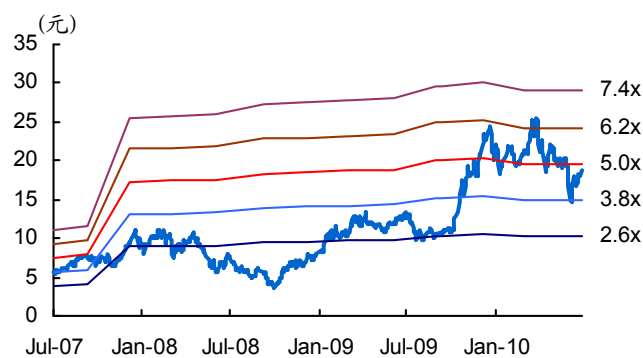
PE-PB Band

图 5：青松建化历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6：青松建化历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	804	807	861	1146	1401
现金	313	245	200	220	242
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	13	66	85	120	151
应收款项	64	75	86	122	154
其它应收款	27	7	11	14	14
存货	255	294	370	519	649
其他	132	121	108	152	190
非流动资产	1455	2259	2650	3050	3132
长期股权投资	133	171	171	171	171
固定资产	916	1584	1919	2222	2307
无形资产	21	53	48	43	39
其他	386	451	512	614	615
资产总计	2260	3067	3511	4196	4532
流动负债	585	655	1163	1807	1780
短期借款	195	110	580	1083	930
应付账款	224	391	338	473	592
预收账款	26	31	45	63	79
其他	140	124	200	187	178
长期负债	255	806	523	271	244
长期借款	252	804	523	271	244
其他	3	3	0	0	0
负债合计	840	1461	1686	2078	2023
股本	369	369	369	369	369
资本公积金	735	735	735	735	735
留存收益	265	393	596	864	1229
少数股东权益	52	101	120	145	180
母公司所有者权益	1368	1505	1708	1976	2341
负债及权益合计	2260	3067	3511	4196	4533

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	197	332	372	554	689
净利润			290	383	521
折旧摊销			172	201	219
财务费用			30	50	50
投资收益			(9)	(10)	(55)
营运资金变动			(130)	(100)	(85)
其它			19	29	37
投资活动现金流	(493)	(774)	(561)	(601)	(302)
资本支出			(560)	(600)	(300)
其他投资			(1)	(1)	(2)
筹资活动现金流	(60)	379	144	67	(366)
借款变动			258	222	(205)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(87)	(115)	(156)
其他			(29)	(40)	(8)
现金净增加额	(357)	(63)	(45)	20	22

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	950	1250	1605	2263	2856
营业成本	714	893	1125	1578	1975
营业税金及附加	7	12	13	18	23
营业费用	26	31	40	54	71
管理费用	85	103	132	181	228
财务费用	26	28	30	50	50
资产减值损失	3	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	9	9	10	55
营业利润	103	193	274	391	564
营业外收入	57	80	96	96	96
营业外支出	2	6	7	7	7
利润总额	157	268	363	481	653
所得税	32	47	55	72	98
净利润	125	221	309	409	555
少数股东损益	5	14	19	25	35
母公司所有者净利润	120	207	290	383	521
EPS (元)	0.33	0.56	0.79	1.04	1.41

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	38%	32%	28%	41%	26%
营业利润	148%	88%	42%	43%	44%
净利润	56%	72%	40%	32%	36%
获利能力					
毛利率	24.8%	28.6%	29.9%	30.3%	30.9%
净利率	12.6%	16.5%	18.1%	16.9%	18.2%
ROE	8.8%	13.7%	17.0%	19.4%	22.2%
ROIC	5.4%	7.2%	8.6%	10.6%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	37.2%	47.7%	48.0%	49.5%	44.6%
净负债比率	21.6%	30.2%	33.7%	33.5%	26.5%
流动比率	1.4	1.2	0.7	0.6	0.8
速动比率	0.9	0.8	0.4	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.3	3.3	3.4	3.6	3.4
应收帐款周转率	13.5	18.0	19.9	21.8	20.7
应付帐款周转率	4.2	2.9	3.1	3.9	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.56	0.79	1.04	1.41
每股经营现金	0.53	0.90	1.01	1.50	1.87
每股净资产	3.71	4.08	4.63	5.36	6.34
每股股利	0.20	0.20	0.24	0.31	0.42
估值比率					
PE	58.4	33.9	24.2	18.3	13.5
PB	5.1	4.7	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	23.7	14.4	10.2	7.6	5.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。