

青松建化 (600425.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

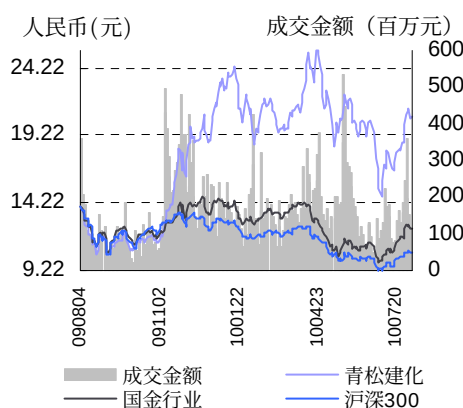
市价（人民币）：20.62 元

青松建化 2010 年上半年业绩报告点评

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)	368.89
总市值(百万元)	7,606.54
年内股价最高最低(元)	25.50/10.34
沪深 300 指数	2876.43
上证指数	2638.52



相关报告

1. 《成长性良好的新疆水泥股》，2010.7.19

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.326	0.561	0.806	1.197	1.774
每股净资产(元)	3.71	4.08	4.75	5.82	7.47
每股经营性现金流(元)	0.53	0.90	0.99	1.42	1.81
市盈率(倍)	22.42	40.23	20.71	13.94	9.41
行业优化市盈率(倍)	25.55	50.09	50.09	50.09	50.09
净利润增长率(%)	55.68%	72.24%	43.68%	48.58%	48.21%
净资产收益率(%)	8.78%	13.75%	16.95%	20.56%	23.77%
总股本(百万股)	368.89	368.89	368.89	368.89	368.89

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 青松建化于 2010 年 8 月 5 日发布半年报，上半年实现收入 7.02 亿元，同比增长 25.34%；实现归属于母公司的净利润 1.23 亿元，同比增长 22.45%；实现 EPS 为 0.334 元，基本符合我们中期预期。

经营分析

- **公司收入、毛利增速有所降低**：上半年公司实现收入增长 25.34%；实现毛利增长 19.51%；实现毛利率 31.14%，仍然处于高位。
- **期间费用率有所上升**：上半年实现期间费用率 12.47%，同比 09 年上半年的 9.88%上升了 2.60 个百分点。
- **得益于西部大开发政策优惠，公司所得税率有所降低**：公司所得税同比减少 45.23%，原因在于公司主要合并子公司享受西部大开发政策，税率由 25%下降为 15%。
- **青松建化—水泥产能仍将较快增长**：目前青松建化控股的水泥产能大约 650 万吨左右，其中今年上半年投产的 200 万吨克州和巴州生产线保证能形成今明两年明显的增量；而乌苏项目的建成投产能形成明后两年增长的接力棒。——这是我们能看得见的增长。
- **新疆地区水泥景气位于高位**：截至 09 年底，全疆水泥生产能力约为 2590 万吨，其中新型干法生产线 28 条，合计熟料生产能力达 1590 万吨/年（按磨机能力测算，新型干法生产能力大约 1636 万吨）；预计今年截至 2011 年上半年，新疆投产熟料线 14 条，新增水泥产能 1200 万吨左右。但是今年以来，新疆水泥价格不跌反涨，显示水泥市场景气并未被新增产能压垮。

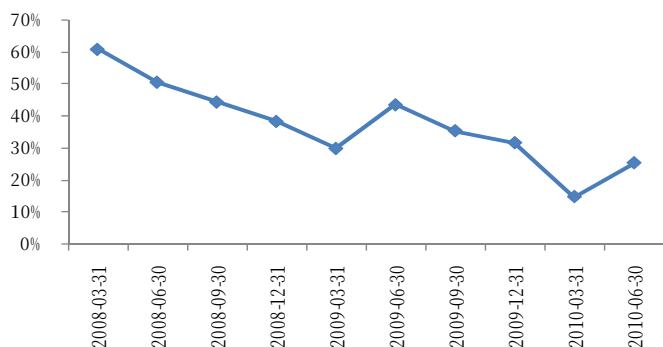
投资建议

- 我们预测，青松建化 2010-2012 年分别实现主营业务收入 15.95、21.43、28.67 亿元，实现净利润 297、442、655 亿元，同比增长 42.48%、46.37%、40.22%，对应 EPS 为 0.806、1.197、1.774 元；
- 随着 2011 年政策的不断到位执行，以及区域产能释放的压力不断减少，当然还要加上部分落后产能淘汰，我们认为新疆未来景气趋势向上的概率比较大，也就是上述盈利预测的确定性很强，甚至未来存在超预期的可能性，我们认为未来 12 个月给予公司 2011 年 20 倍 PE，即目标价格 24 元，建议看好新疆区域的中长期发展的投资者买入青松建化。

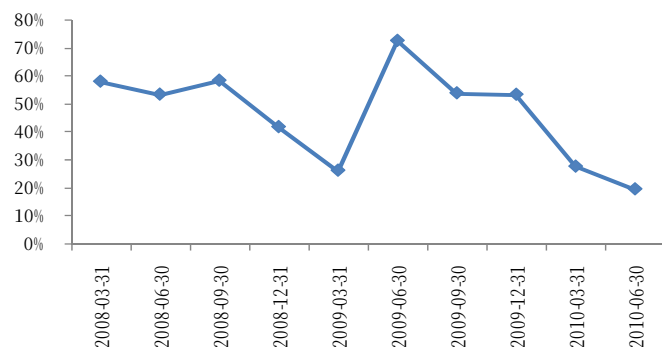
公司收入、毛利增速有所降低

- 上半年公司实现收入增长 25.34%；实现毛利增长 19.51%。

图表1：公司收入增速有所降低



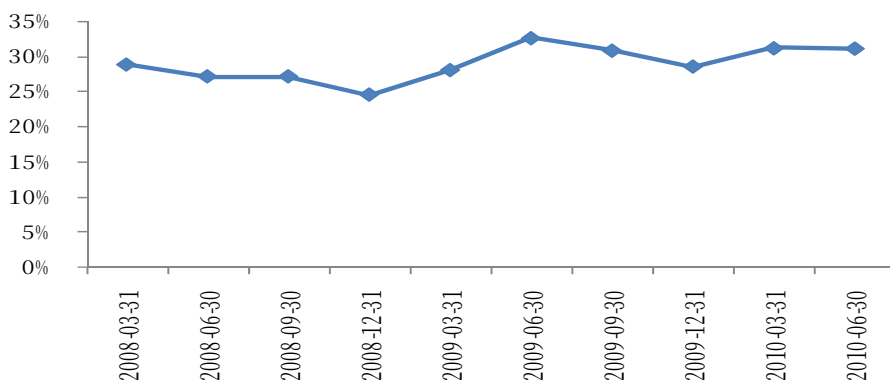
图表2：公司毛利增速有所降低



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 上半年公司实现毛利率 31.14%，稳定在高位。

图表3：上半年公司毛利率仍在高位

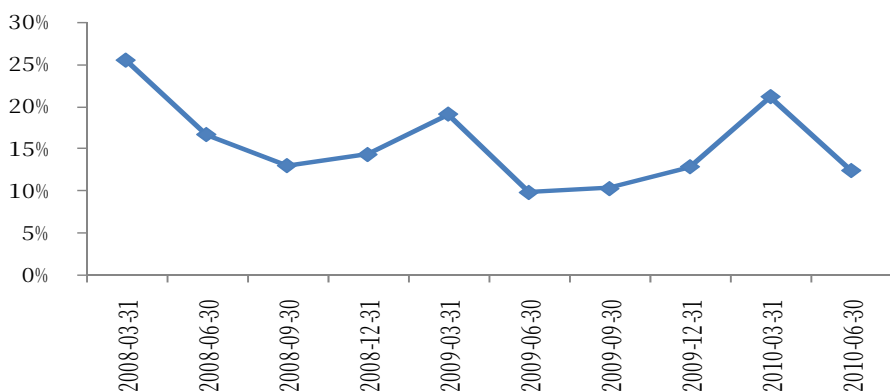


来源：公司财务报告 国金证券研究所

期间费用率有所上升

- 上半年实现期间费用率 12.47%，同比 09 年上半年的 9.88%上升了 2.60 个百分点。

图表4：公司期间费用率有所上升

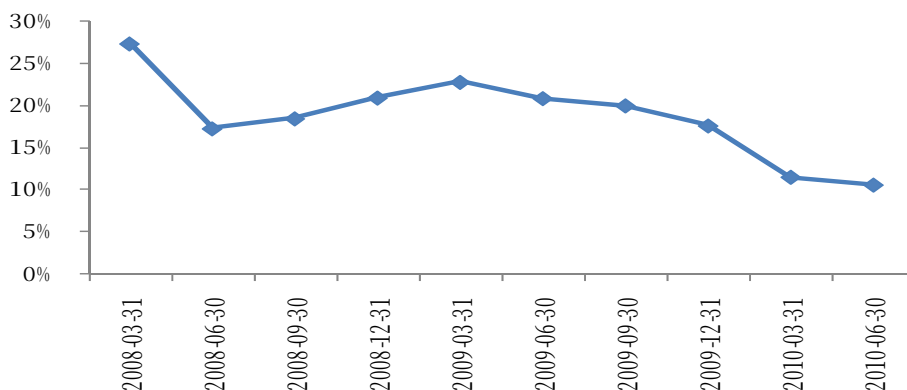


来源：公司财务报告 国金证券研究所

得益于西部大开发政策优惠，公司所得税率有所降低。

- 公司所得税同比减少了 45.23%，原因在于公司主要合并子公司享受西部大开发政策，税率由 25% 下降为 15%。

图表5：公司所得税率有所降低



来源：公司财务报告 国金证券研究所

青松建化—水泥产能仍将较快增长

- 目前青松建化控股的水泥产能大约 650 万吨左右，其中今年上半年投产的 200 万吨克州和巴州生产线保证能形成今明两年明显的增量；而乌苏项目的建成投产能形成明后两年增长的接力棒。——这是我们能看得见的增长。
- 而从水泥行业目前的发展态势，整合是大趋势，青松建化作为新疆的龙头之一，很明显将是未来市场整合的主导者之一；其二，新疆目前在全国经济中独特的地位，以及青松建化作为上市公司的独特优势，青松建化仍将是区域新建产能政策放开的重要受益企业。

图表6：青松建化的水泥生产线情况（新干线均配备余热发电设施）

项目	子公司	熟料产能	年产水泥（吨）—理论值	权益比例	投产日期	地点	备注
已投产	本部新型干法水泥分公司	3000t/d	1255500	100%	2008年底	阿克苏市	
	本部水泥厂	立窑&旋窑	800000	100%	九十年代	阿克苏市	未来将按照国家政策退出。
	新疆青松	2500t/d	1046250	88.11%	2005/6	乌鲁木齐	
	和田青松	2000t/d	837000	100%	2007年底	墨玉县	
	库车青松	1200t/d	502200	100%	2005年	库车县	
	克州青松	2500t/d	1046250	100%	2010年上半年	阿图什市	
	巴州青松绿原建材	2500t/d	1046250	65%	2010年上半年	库尔勒市	
小计			6533450				
在建	乌苏项目	3000t/d	1255500	52.86%	建设中	乌苏市	通过新疆青松持有乌苏项目60%的股权。
总计			7788950				

来源：公司资料 国金证券研究所

资源、能源和化工业务将是公司中长期增长的接力棒

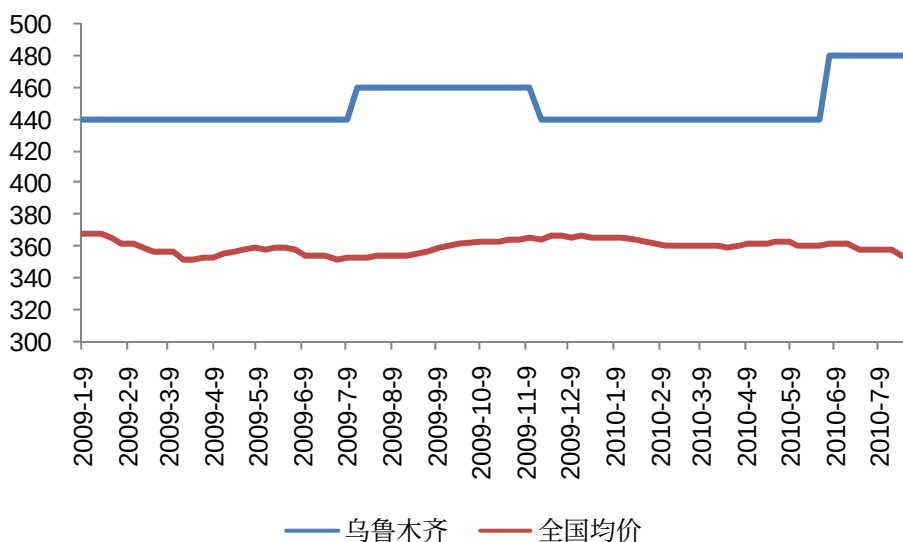
- 公司参股位于库车的大平滩煤矿，国电持股 51%，公司持股 49%，预计在 2011 年 4 季度形成一定的开采能力。——将形成 2012 年的增量。
- 能源方面，公司在吐鲁番有一个 09 年 4 月份成立的持股 35% 的新能源公司，该公司业务包括：一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。——2011 年以后也将逐渐能看到业绩贡献。

- 化工业务：除了目前拥有的磷肥和硫酸生产能力外，还有 10 万吨烧碱项目预计 12 年建成投产，化工板块对利润的贡献度将会有所提升。
- 以上部分构成了公司未来新的利润增长点，公司业绩长期增长相对有保障。

新疆地区水泥景气位于高位，

- 截至 09 年底，全新疆水泥生产能力约为 2590 万吨，其中新型干法生产线 28 条，合计熟料生产能力达 1590 万吨/年（按磨机能力测算，新型干法生产能力大约 1636 万吨）；预计今年截至 2011 年上半年，新疆投产熟料线 14 条，新增水泥产能 1200 万吨左右。但是今年以来，新疆水泥价格不跌反涨，显示水泥市场景气并未被新增产能压垮。

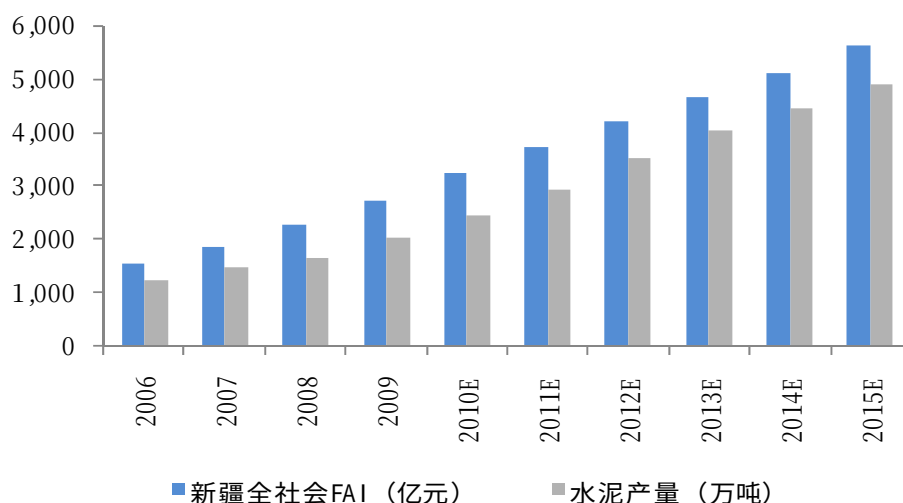
图表7：新疆水泥价格高企显示需求超出预期



来源：数字水泥 国金证券研究所

- “十一五”期间，新疆固定资产投资达到约 11642 亿元，根据国家在新疆工作会议上的安排，“十二五”期间新疆固定资产投资将比“十一五”的数值翻番，达到 2.3 万亿元以上，预计水泥需求也比“十一五”翻番，达到 1.77 亿吨左右，增量达到 8800 万吨，增量非常可观。

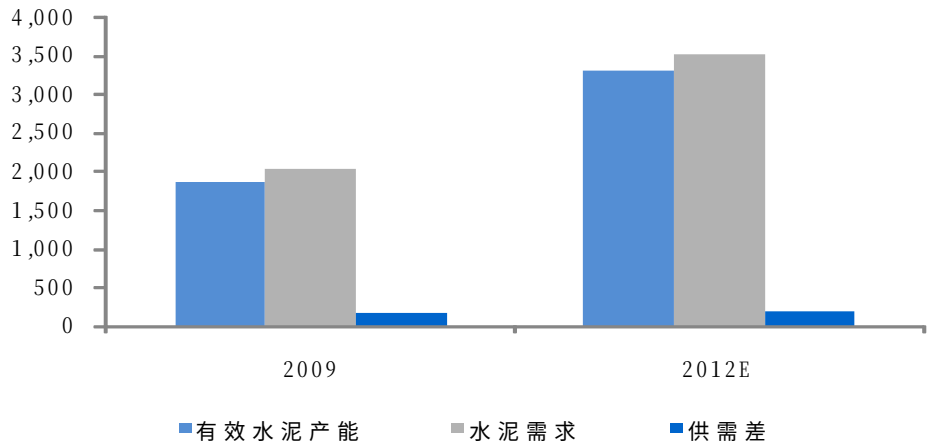
图表8：“十一五”、“十二五”期间新疆FAI与水泥产量示意图



来源：国金证券研究所

- 2009 年新疆新增水泥产能大约 400 万吨，今年到明年上半年有 14 条生产线投产，共计 883 万吨的熟料生产能力，合计 1200 万吨水泥生产能力，从数字上看，今年是新疆水泥产能压力最大的一年，但考虑到未来需求在支持新疆政策不断落实会继续高增长、而供给面最大的释放正在释放中（意味着未来的增速将不断减少，如果考虑到很多生产线的建设资金并不充分，很多生产线建设可能延期，则产能的风险相对更小），我仍认为从大趋势上来看，新疆区域的景气尚能维持高位。（当然不排除个别区域有压力，比如 2010 年喀什区域的水泥价格）

图表9：新疆新增有效产能 VS 新增需求（万吨）



来源：国金证券研究所

投资建议

- 我们预测，青松建化 2010-2012 年分别实现主营业务收入 15.95、21.43、28.67 亿元，实现净利润 297、442、655 亿元，同比增长 42.48%、46.37%、40.22%，对应 EPS 为 0.806、1.197、1.774 元；
- 随着 2011 年政策的不断到位执行，以及区域产能释放的压力不断减少，当然还要加上部分落后产能淘汰，我们认为新疆未来景气趋势向上的概率比较大，也就是上述盈利预测的确定性很强，甚至未来存在超预期的可能性，我们认为未来 12 个月给予公司 2011 年 20 倍 PE，即目标价格 24 元，建议看好新疆区域的中长期发展的投资者买入青松建化。
- 另外，公司的配股申请已经获得证监会通过，建议投资者近期重点关注配股价格以及实施情况。

图表10：三大表预测情况

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	687	950	1,250	1,595	2,143	2,867
增长率		38.3%	31.6%	27.5%	34.4%	33.8%
主营业务成本	-523	-714	-893	-1,104	-1,458	-1,922
% 销售收入	76.1%	75.2%	71.4%	69.2%	68.0%	67.0%
毛利	164	236	357	491	685	945
% 销售收入	23.9%	24.8%	28.6%	30.8%	32.0%	33.0%
营业税金及附加	-5	-7	-12	-14	-19	-26
% 销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-23	-26	-31	-40	-54	-72
% 销售收入	3.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-69	-85	-103	-136	-171	-229
% 销售收入	10.0%	8.9%	8.2%	8.5%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	67	118	211	301	441	618
% 销售收入	9.8%	12.4%	16.9%	18.9%	20.6%	21.6%
财务费用	-33	-26	-28	-25	-27	-21
% 销售收入	4.8%	2.7%	2.2%	1.6%	1.2%	0.7%
资产减值损失	-4	-3	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	14	9	10	12	40
% 税前利润	12.1%	8.9%	3.5%	2.7%	2.2%	5.0%
营业利润	41	103	193	286	425	636
营业利润率	6.0%	10.8%	15.4%	17.9%	19.8%	22.2%
营业外收支	51	54	74	88	118	158
税前利润	92	157	268	373	543	794
利润率	13.5%	16.5%	21.4%	23.4%	25.3%	27.7%
所得税	-10	-32	-47	-56	-81	-119
所得税率	10.9%	20.5%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	82	125	221	317	462	675
少数股东损益	5	5	14	20	20	20
归属于母公司的净利润	77	120	207	297	442	655
净利率	11.2%	12.6%	16.5%	18.6%	20.6%	22.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	77	125	221	317	462	675
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	81	118	175	211	239
非经营收益	31	16	23	-66	-99	-172
营运资金变动	-32	-24	-30	-62	-51	-75
经营活动现金净流	153	197	332	365	523	667
资本开支	-298	-493	-752	-513	-391	-352
投资	-3	0	-26	-1	0	0
其他	20	0	5	10	12	40
投资活动现金净流	-281	-493	-774	-504	-379	-312
股权募资	684	11	42	0	0	0
债权募资	-28	-16	439	124	-65	-182
其他	-33	-55	-102	-29	-79	-74
筹资活动现金净流	623	-60	379	94	-144	-256
现金净流量	495	-357	-63	-45	0	98

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	673	313	245	200	200	298
应收款项	103	104	148	168	285	458
存货	176	255	294	333	440	579
其他流动资产	53	132	122	168	221	290
流动资产	1,005	804	809	869	1,145	1,626
% 总资产	48.9%	35.6%	26.4%	24.5%	27.8%	33.3%
长期投资	120	133	171	172	171	171
固定资产	909	1,296	2,030	2,454	2,753	3,025
% 总资产	44.3%	57.4%	66.2%	69.1%	66.7%	62.0%
无形资产	14	21	53	54	54	55
非流动资产	1,049	1,455	2,258	2,682	2,981	3,253
% 总资产	51.1%	64.4%	73.6%	75.5%	72.2%	66.7%
资产总计	2,054	2,260	3,067	3,551	4,125	4,879
短期借款	338	235	122	248	183	0
应付款项	220	320	515	535	748	1,040
其他流动负债	15	30	18	89	102	120
流动负债	573	585	655	873	1,033	1,160
长期贷款	165	252	804	804	804	805
其他长期负债	0	3	3	0	0	0
负债	738	840	1,461	1,676	1,837	1,964
普通股股东权益	1,277	1,368	1,505	1,754	2,148	2,754
少数股东权益	38	52	101	121	141	161
负债股东权益合计	2,054	2,260	3,067	3,551	4,125	4,879

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.314	0.326	0.561	0.806	1.197	1.774
每股净资产	5.194	3.710	4.079	4.755	5.822	7.466
每股经营现金净流	0.623	0.533	0.900	0.989	1.417	1.807
每股股利	0.050	0.100	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.04%	8.78%	13.75%	16.95%	20.56%	23.77%
总资产收益率	3.76%	5.32%	6.75%	8.37%	10.71%	13.42%
投入资本收益率	3.31%	4.93%	6.88%	8.75%	11.44%	14.12%
增长率						
主营业务收入增长率	34.23%	38.28%	31.63%	27.55%	34.40%	33.77%
EBIT增长率	48.92%	75.16%	78.87%	42.48%	46.37%	40.22%
净利润增长率	75.53%	55.68%	72.24%	43.68%	48.58%	48.21%
总资产增长率	45.44%	10.03%	35.71%	15.79%	16.18%	18.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.0	27.1	20.3	20.0	30.0	40.0
存货周转天数	121.0	110.1	112.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	76.0	87.1	125.6	120.0	130.0	140.0
固定资产周转天数	360.5	351.9	462.5	439.3	343.7	266.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.91%	12.24%	42.39%	45.45%	34.40%	17.38%
EBIT利息保障倍数	2.0	4.5	7.6	12.2	16.5	29.8
资产负债率	35.94%	37.16%	47.66%	47.21%	44.53%	40.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	1
买入	2	4	4	4	7
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.75	1.77	1.78	1.85

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-10-26	买入	4.63	N/A
2 2009-04-03	买入	11.76	N/A
3 2010-07-19	买入	17.23	24.00~24.00

来源：国金证券研究所

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



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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室