

青松建化 (600425.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

配股成功，公司持续快速成长获得保证

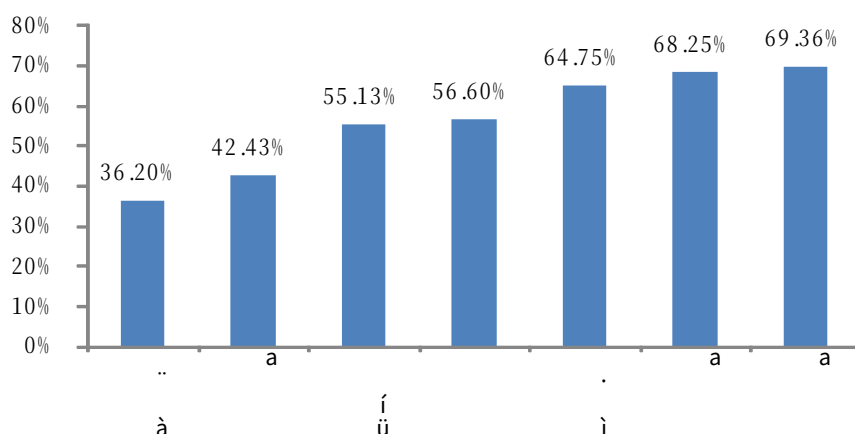
事件

青松建化于 2010 年 8 月 31 日发布公告，公司以 6.4 元/股的价格成功配股 109803793 股，占拟配股总数 110667375 股的 99.22%，募集资金 702744275.2 元。

评论

成功配股确保公司短期发展的资金需求：此次配股的几个募投项目包括克州（2500t/d）、巴州的熟料线建设（2500t/d），以及巴州、和田、库车的 3 条线的纯低温余热发电项目，由于之前公司以自有资金先行投入，此次募集资金到位后会进行资金置换；此次发行后，公司的资产负债率将降低至 36% 左右的水平（假定公司不将资金用于归还贷款），如下图，在重点水泥上市公司中，处于最低的水平，较低的资产负债率和雄厚的现金储备意味着十足的发展后劲，具备了快速发展的必要条件。

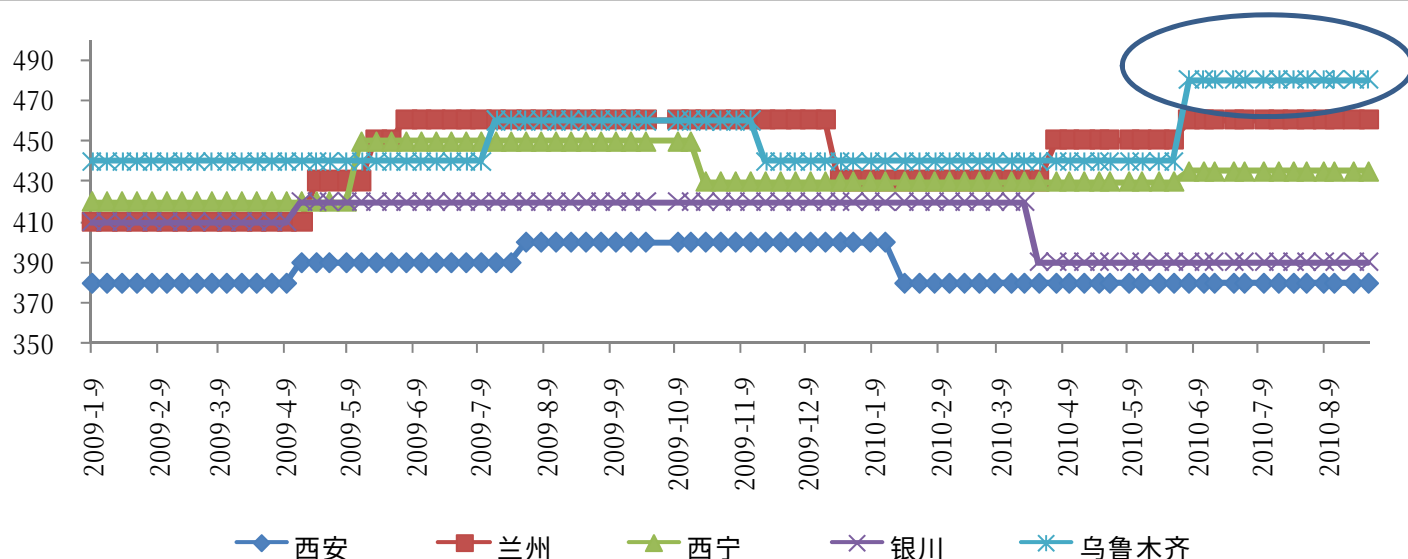
图表1：此次发行后青松建化资产负债率显著降低



来源：公司财务报告 国金证券研究所

新疆地区水泥需求不是问题：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，这将带来水泥需求的快速增长；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，增幅达到 46.33%；但是从水泥价格上来看，今年进入 6 月以来，新疆水泥价格不但未被压垮，而且居于高位、甚至还有涨价，上周乌鲁木齐 32.5 标号水泥价格又上涨 30 元/吨，其背后的逻辑支撑则是超出预期的需求。

图表2：新疆水泥行业在今年就呈现出超预期的高景气



来源：数字水泥 国金证券研究所

青松建化水泥产能仍能增长，尽享区域景气：就眼下而言，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；之前资本市场对青松建化的预期是水泥产能不再增长，但是在公司8月12日的《新疆青松建材化工（集团）股份有限公司与五家渠市人民政府签署水泥项目投资框架协议的公告》中，宣布在五家渠市投资建设3000t/d的水泥生产线；考虑到公司的雄厚资金储备和新疆地区无忧的水泥需求，我们有理由预测：公司水泥产能有望进一步增长，尽享区域景气。

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。

投资建议

按照我们昨天水泥行业研究报告《需进一步解放思想看水泥股机会》的研究报告，新疆是我们重点看好的西部区域，我们继续给予公司买入投资评级，且维持公司的盈利预测，考虑到配股成功，公司 2010-2012 的盈利预测分别为：0.64、0.96、1.40 元；维持公司的目标估值，但是考虑到配股之后，目标价按比列相应调整为 24 元。

图表3：三张表预测

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	-15	-8	-5
% 销售收入	4.8%	2.7%	2.2%	1.0%	0.4%	0.2%
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%	2.6%	2.1%	4.9%
营业利润	41	103	193	295	443	652
营业利润率	6.0%	10.8%	15.4%	18.5%	20.7%	22.7%
营业外收支	51	54	74	88	118	158
税前利润	92	157	268	383	561	809
利润率	13.5%	16.5%	21.4%	24.0%	26.2%	28.2%
所得税	-10	-32	-47	-57	-84	-121
所得税率	10.9%	20.5%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	82	125	221	325	477	688
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	305	457	668
净利率	11.2%	12.6%	16.5%	19.1%	21.3%	23.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	77	125	221	325	477	688
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	-71	-108	-175
营运资金变动	-32	-24	-30	-62	-51	-75
经营活动现金净流	153	197	332	368	530	677
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	673	0	0
债权募资	-28	-16	439	-125	0	1
其他	-33	-55	-102	-24	-85	-85
筹资活动现金净流	623	-60	379	524	-85	-84
现金净流量	495	-357	-63	388	66	281

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	673	313	245	633	699	980
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	1,302	1,644	2,308
% 总资产	48.9%	35.6%	26.4%	32.7%	35.5%	41.5%
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%	61.6%	59.5%	54.4%
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%	67.3%	64.5%	58.5%
资产总计	2,054	2,260	3,067	3,984	4,624	5,561
短期借款	338	235	122	0	0	0
应付款项	220	320	515	535	748	1,040
其他流动负债	15	30	18	103	117	134
流动负债	573	585	655	639	864	1,174
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	1,442	1,668	1,979
普通股股东权益	1,277	1,368	1,505	2,421	2,816	3,422
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	3,984	4,624	5,561

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.314	0.326	0.561	0.638	0.955	1.396
每股净资产	5.194	3.710	4.079	5.057	5.882	7.148
每股经营现金净流	0.623	0.533	0.900	0.769	1.106	1.413
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%	12.61%	16.23%	19.52%
总资产收益率	3.76%	5.32%	6.75%	7.66%	9.88%	12.01%
投入资本收益率	3.31%	4.93%	6.88%	7.65%	9.96%	11.98%
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%	47.54%	49.75%	46.15%
总资产增长率	45.44%	10.03%	35.71%	29.90%	16.08%	20.25%
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%	6.72%	3.55%	-4.88%
EBIT利息保障倍数	2.0	4.5	7.6	19.6	51.9	125.6
资产负债率	35.94%	37.16%	47.66%	36.20%	36.07%	35.58%

来源：国金证券研究所

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	4.62	N/A
2	2009-04-03	买入	11.74	N/A
3	2010-07-19	买入	17.42	24.00~24.00
4	2010-08-05	买入	20.95	N/A

来源：国金证券研究所


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