

青松建化 (600425)

业绩显著超预期，上调评级至“强烈推荐”

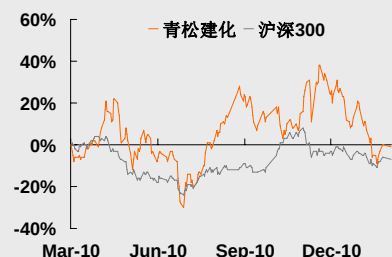
推荐 (维持)

现价：21.99 元

主要数据

行业	水泥制造业
公司网址	www.xjqsc.com
大股东/持股	阿拉尔统众国资经营公司/41.22%
实际控制人/持股	新疆生产建设兵团农一师国资委/41.22%
总股本(百万股)	479
流通 A 股(百万股)	479
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	105.27
流通 A 股市值(亿元)	105.27
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	44.1

行情走势图



相关研究报告

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22627752
Douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩增速显著超预期；

公司的业绩增速显著超出市场和我们的预期，主要原因一是公司巴州的2500t/d 生产线建设进度较快，在 2010 年第四季度即达产并贡献利润；二是受新疆基建投资拉动，公司既有产能的利用率由 64%提升至 76%，水泥产销量同比增长 43%，显著超出我们预期的 24%。

■ 水泥均价持平，提价空间大；

公司全年销售水泥 498 万吨，销量同比增长 43%，而平均销售价格为 294 元/吨，与 2009 年持平，略低于我们的预期。我们认为，公司在完成对疆内熟料产能的战略布局后，将进一步加强销售价格的控制能力，提价空间较大。

■ 涉足新能源，促进主业发展；

公司与国电新疆电力公司合资建国电青松库车矿业开发有限责任公司，共同开发大平滩煤矿，总投资约 8 亿元，建成规模为年产 240 万吨的大型煤矿；与国电新疆电力有限公司合资建国电青松吐鲁番新能源有限公司，计划五年内投资 200 亿元，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。

■ 明年水泥产能可翻番；

目前公司合计并表熟料产能 520 万吨、水泥产能超过 700 万吨，是疆内第二、南疆第一的水泥企业。预计 2011 至 2012 年，公司将有第三条新型干法水泥生产线、合计约 630 万吨产能投产，届时公司水泥产能将超过 1400 万吨，2010 年至 2012 年的产能复合增长率超过 35%。

■ 上调评级至“强烈推荐”。

我们认为，“十二五”期间疆内水泥需求增长确定，公司作为区域龙头对水泥价格控制力强，3 年产能增速可达 35%，涉足新能源领域或有巨大的潜在收益，理应享受高于行业平均估值的溢价，因此给予公司 2011 年动态 PE30 倍的估值，目标价 32 元，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,250	1,754	2,598	4,214	4,582
YoY(%)	31.6	40.3	48.1	62.2	8.7
净利润(百万元)	207	305	510	958	1,203
YoY(%)	76.7	44.4	64.9	87.6	25.6
毛利率(%)	28.6	28.8	33.7	36.7	38.9
净利率(%)	17.6	18.2	20.2	23.4	27.0
ROE(%)	14.4	15.6	19.1	28.4	27.5
EPS(摊薄/元)	0.43	0.64	1.07	2.00	2.51
P/E(倍)	50.9	34.5	20.6	11.0	8.8
P/B(倍)	7.0	4.4	3.6	2.8	2.1

一、业绩增速显著超预期；

公司 2010 年度实现营业收入 17.5 亿元，同比增长 40.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.0 亿元，同比增长 47.3%，按最新股本摊薄的每股收益为 0.64 元，公司拟每 10 股派送现金红利 4 元。

公司的业绩超出市场和我们的预期，主要原因一是公司巴州的 2500t/d 生产线建设进度较快，在 2010 年第四季度即达产并贡献利润；二是受新疆基建投资拉动，公司既有产能的利用率由 64%提升至 76%，水泥产销量同比增长 43%，显著超出我们预期的 24%。

我们认为，“十二五”期间，疆内基建投资增速加快是确定并且可持续的，由于新疆、特别是南疆的水泥市场相对封闭，公司是经营区域内唯一的具有重点工程水泥供应能力的企业，产能利用率仍有进一步提升的空间，因此上调公司 2011 年至 2012 年的产能利用率假设由 71%、74%、75%至 81%、84%、85%。

二、费用率略有上升，盈利能力强

公司 2010 年度毛利率、净利率分别为 28.80%、18.16%，同比提高 0.24、0.52 个百分点。公司的盈利能力显著高于东部和中部水泥企业，主要原因是新疆水泥价格较高，而生产成本较低。

公司 2010 年度费用率为 13.64%，同比上升 0.72 个百分点，主要原因是公司积极发展，设立了巴州、克州、乌苏等多个分子公司，管理费用上升。

三、水泥均价持平，提价空间大；

公司全年销售水泥 498 万吨，销量同比增长 43%，平均销售价格为 294 元/吨，与 2009 年持平，略低于我们的预期。我们认为，公司在完成对疆内熟料产能的战略布局后，将进一步加强销售价格的控制能力，提价空间较大。公司目前已在乌鲁木齐、库尔勒、库车、阿克苏、和田、克州完成了新型干法水泥生产线的战略布点，2010 年底，公司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，总产能超过 700 万吨。

四、涉足新能源，促进主业发展

公司已与中国国电集团公司、中国水电建设集团第十五工程局有限公司、中国水电顾问集团西北勘测设计研究院共同出资设立国电阿克苏河流域水电开发公司，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，不仅为公司涉足其他行业打下基础，而且还为公司新增产能打开了市场。

与国电新疆电力公司合资建国电青松库车矿业开发有限责任公司，共同开发大平滩煤矿，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。

公司与国电新疆电力有限公司合资建国电青松吐鲁番新能源有限公司，计划五年内投资 200 亿元，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。

五、中期发展仍依赖水泥产能增长

目前公司合计并表熟料产能 520 万吨、水泥产能超过 700 万吨，是疆内第二、南疆第一的水泥企业。预计 2011 至 2012 年，公司将有三条新型干法水泥生产线、合计约 630 万吨产能投产，届时公司水泥产能将超过 1400 万吨，2010 年至 2012 年的产能复合增长率超过 35%。我们认为，尽管公司涉足的新能源领域想象空间较大，但水泥业务仍是对公司中期业绩增长贡献最大的板块，新疆水泥需求的快速增长和公司不断增加的产能，将对公司业绩带来实质性利好。

六、上调评级至“强烈推荐”

我们上调公司 2011 年至 2013 年的 EPS 预测分别由 0.91 元、1.10 元、1.50 元至 1.07 元、2.00 元、2.51 元，其中，上调 2011 年盈利预测的主要原因是上调了公司产能利用率假设，上调 2012 年、2013 年盈利预测的主要原因是公司新增投资计划、产能投产。该盈利预测对应公司当前股价 21.99 元的动态 PE 分别为 21 倍、11 倍、9 倍，我们认为，“十二五”期间疆内水泥需求增长确定，公司作为区域龙头对水泥价格控制力强，未来 3 年产能增速可达 35%，涉足新能源领域将带来巨大的潜在收益，理应享受高于行业平均估值的溢价，给予公司 2011 年动态 PE30 倍的估值，目标价 32 元，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

图表 1：公司水泥生产线统计

子公司简称	生产线	地点	权益
本部	立 6*300t/d+旋 2*400t/d	阿克苏	100%
库车水泥	新型干法 1.5kt/d	库车	100%
新疆青松	新型干法 2kt/d+旋 2*800t/d	乌鲁木齐	88%
和田青松	新型干法 2kt/d	和田	100%
本部	新型干法 3kt/d	阿克苏	100%
克州青松	新型干法 2.5kt/d	克州	100%
巴州青松绿原	新型干法 2.5kt/d	巴州	65%
乌苏	新型干法 2.5kt/d	乌苏	60%
青松西山	新型干法 6kt/d	乌鲁木齐	70%
库车水泥	新型干法 5kt/d	库车	100%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 2：收入结构分解

收入分解	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入合计(百万元)	950	1,250	1,754	2,598	4,214	4,582
YoY	38.3%	31.6%	40.3%	48.1%	62.2%	8.7%
水泥						
收入(百万元)	733	1,023	1,465	2,300	3,890	4,239
YoY	35.6%	39.6%	43.2%	56.9%	69.1%	9.0%
销量假设(万吨)	254	348	498	710	1,144	1,187
均价(元/吨)	289	294	294	324	340	357
YoY	11.7%	1.9%	0.1%	10.0%	5.0%	5.0%
收入占比(%)	77.1%	81.8%	83.5%	88.5%	92.3%	92.5%
水泥制品						
收入(百万元)	71	94	132	139	147	155
YoY	14.7%	33.4%	40.5%	4.7%	6.4%	5.5%
收入占比(%)	7.4%	7.5%	7.5%	5.3%	3.5%	3.7%
化工						
收入(百万元)	80	69	84	84	95	102
YoY	87.7%	-14.4%	23.2%	0.0%	13.2%	6.6%
收入占比(%)	8.4%	5.5%	4.8%	3.2%	2.3%	2.4%
其他						
收入(百万元)	66	64	72	75	81	86
YoY	56.7%	-3.1%	11.7%	4.3%	8.0%	6.1%
收入占比(%)	7.0%	5.1%	4.1%	2.9%	1.9%	1.9%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3：收入预测

收入预测	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	950	1,250	1,754	2,598	4,214	4,582
收入增速	38.3%	31.6%	40.3%	48.1%	62.2%	8.7%
营业成本(百万元)	714	908	1,249	1,723	2,668	2,802
成本增速	36.6%	27.2%	37.5%	38.0%	54.9%	5.0%
营业成本占收入%	75.2%	72.6%	71.2%	66.3%	63.3%	61.1%
毛利率	24.8%	27.4%	28.8%	33.7%	36.7%	38.9%
毛利率同比变化	0.9%	2.5%	1.4%	4.9%	3.0%	2.2%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	损益表 (百万元, 元/股)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产						营业收入	1,250.4	1,754.0	2,597.7	4,213.8	4,582.1
货币资金	245.2	842.2	475.6	752.4	1,263.3	营业成本	893.4	1,248.8	1,722.9	2,668.1	2,801.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	12.0	16.5	23.3	39.3	42.3
应收票据	66.0	44.5	96.3	138.9	147.1	主营业务利润	345.0	488.6	851.6	1,506.4	1,738.3
应收账款	140.8	120.1	229.2	376.9	368.5	销售费用	31.2	42.1	73.0	115.4	120.6
预付款项	120.6	324.8	333.4	523.4	606.8	管理费用	102.5	148.1	221.2	353.4	387.2
其他应收款	7.1	10.3	34.7	35.0	42.1	财务费用	27.9	49.0	43.7	35.3	24.2
存货	293.8	358.9	558.9	836.6	864.1	资产减值损失	-0.3	4.6	2.6	2.3	3.1
待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	-66.0	-44.5	-96.3	-138.9	-147.1	投资净收益	9.4	18.3	27.4	41.1	61.6
流动资产合计	807.5	1,656.3	1,631.8	2,524.3	3,144.7	对联营和合营企业的投资收益	13.1	18.7	14.6	15.5	16.3
非流动资产:						汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	193.2	263.1	538.5	1,041.0	1,264.9
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	80.3	113.9	113.9	170.8	256.2
长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	5.8	11.6	11.6	9.7	11.0
长期股权投资	171.0	220.7	220.7	204.1	215.2	利润总额	267.6	365.3	640.7	1,202.1	1,510.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税	47.0	46.7	115.3	216.4	271.8
固定资产	1,584.4	2,127.2	2,835.5	3,463.5	3,987.1	净利润	220.6	318.6	525.4	985.7	1,238.2
无形资产	52.9	76.2	95.5	119.0	140.0	减: 少数股东损益	13.7	13.8	15.0	28.1	35.4
开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司所有者的净利润	206.9	304.8	510.4	957.6	1,202.9
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (当年股本)	0.56	0.64	1.07	2.00	2.51
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (最新股本摊薄)	0.43	0.64	1.07	2.00	2.51
递延所得税资产	3.5	5.4	3.7	4.2	4.5						
其他非流动资产	13.3	10.0	11.6	11.6	11.1						
非流动资产合计	2,259.2	2,787.5	3,361.2	3,902.4	4,401.1	现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资产总计	3,066.7	4,443.8	4,993.0	6,426.7	7,545.8	经营活动现金净流量	331.8	514.3	609.8	1,205.6	1,494.1
						投资活动现金净流量	-773.6	-856.1	-756.4	-776.2	-784.7
流动负债:						融资活动现金净流量	378.9	917.6	-220.0	-152.5	-198.6
短期借款	110.0	120.0	0.0	0.0	0.0	外汇变化引起现金变化	-62.9	575.7	-366.6	276.9	510.8
应付票据	13.1	39.5	39.2	61.7	71.8	当年现金净流量	300.6	237.7	842.2	475.6	752.4
应付账款	390.5	413.9	621.8	1,004.5	998.1	期初现金余额	237.7	813.4	475.6	752.4	1,263.3
预收款项	30.9	35.1	62.1	96.4	102.0	期末现金余额					
应付职工薪酬	36.7	47.8	64.6	100.3	108.8						
应付税费	-19.1	-35.4	-29.7	-56.7	-62.3	主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力					
其他应付款	81.0	68.5	119.9	181.1	188.9	营业收入增长率	31.6%	40.3%	48.1%	62.2%	8.7%
一年到期的非流动负债	12.0	187.0	139.6	227.7	283.4	净利润增长率	76.7%	44.4%	64.9%	87.6%	25.6%
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	获利能力					
流动负债合计	655.1	876.3	1,017.4	1,615.0	1,690.7	毛利率	28.6%	28.8%	33.7%	36.7%	38.9%
非流动负债:						净利率	17.6%	18.2%	20.2%	23.4%	27.0%
长期借款	803.7	903.8	803.8	703.8	603.8	ROE	14.4%	15.6%	19.1%	28.4%	27.5%
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC					
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	偿债能力					
递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	47.7%	40.7%	36.8%	36.4%	30.7%
其他非流动负债	2.7	28.5	11.3	14.2	18.0	流动比率	123.3%	189.0%	160.4%	156.3%	186.0%
非流动负债合计	806.4	932.3	815.1	717.9	621.8	速动比率	78.4%	148.0%	102.0%	102.3%	132.4%
负债合计	1,461.4	1,808.6	1,832.5	2,333.0	2,312.4	营运能力					
股东权益:						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
实收资本	368.9	478.7	478.7	478.7	478.7	应收账款周转率	10.5	13.0	14.3	13.2	11.7
资本公积金	735.0	1,303.8	1,303.8	1,303.8	1,303.8	应付账款周转率	2.9	3.1	3.3	3.3	2.8
减: 库存股						存货周转率	3.3	3.8	3.8	3.8	3.3
未分配利润及其他	349.8	559.0	1,018.3	1,827.6	2,811.6	核心营运资本周转率	20.8	5.8	12.8	11.7	11.5
少数股东权益	100.5	217.6	232.6	260.7	296.1	每股指标 (元)					
归属于母公司所有者权益	1,497.0	2,417.6	2,917.0	3,822.1	4,926.4	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.64	1.07	2.00	2.51
股东权益合计	1,597.6	2,635.2	3,149.6	4,082.8	5,222.5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.07	1.27	2.52	3.12
负债及股东权益总计	3,059.0	4,443.8	4,982.1	6,415.8	7,534.9	每股净资产(最新摊薄)	3.13	5.05	6.09	7.98	10.29
						每股主营业务收入(最新摊薄)	2.61	3.66	5.43	8.80	9.57

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257