

市场调整凸显公司投资价值

青松建化 (600425.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司动态跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 新疆区域迎来水泥发展历史性机遇

中央新疆工作会议召开以来,对新疆的发展提出要用十年时间实现“跨越式发展,长治久安”。自治区落实中央加快发展新疆的各项政策及精神,推进落实十九个省市对新疆的支援,预计新疆“十二五”FAI为3.6万亿,弹性系数为0.6-0.7万吨/亿,需2-2.5亿吨水泥,每年4000-5000万吨。2010年全疆消费水泥2400万吨。区域行业销售收入CAGR11-15将超过30%,区域水泥行业迎来历史性发展机遇。

(二) 公司南疆的龙头市场地位稳固

新疆区域水泥业和青松建化历史性拐点,推动市场容量的扩大和公司市场份额的提高,将促使公司销售收入CAGR11-13达到40.51%。2011年及2013年公司对应的销售收入分别为26亿元和48亿元;公司系南疆行业第一,全疆行业第二,且未来具有可持续性。

(三) 未来3年业绩超预期是大概率事件

我们预计公司2011-2013年公司水泥销量分别为750万吨、1030万吨、1350万吨,销售毛利率分别为28.41%、30.68%、32.56%,毛利率水平稳中有升。预计未来3年业绩年均复合增长率超过40.51%,业绩增长明显。

3. 投资建议

我们预测公司2011-2013年营业收入分别为2627.56百万元、3625.61百万元、4865.15百万元, EPS分别为1.10元、1.60元、2.07元,对应当前PE分别19.66X、13.55X、10.51X。我们认为随着市场调整的逐步到位,青松建化的投资价值进一步凸显。公司安全边际明确。我们看好公司未来的市场发展前景,继续维持“推荐”投资评级。

分析师



洪亮

☎: (8610) 6656 8750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200010385

联系人



郝飞飞

☎: (8610) 6656 8843

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2011.5.30

A股收盘价(元)	21.70
A股一年内最高价(元)	26.75
A股一年内最低价(元)	16.00
上证指数	2706
市净率	3.46
总股本(万股)	47870
实际流通A股(万股)	47870
限售流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	103.88

相关研究

2011年度建材行业投资策略: 区域振兴引发建材热潮 产业整合抬高行业估值 2010.11.30

表 1: 青松建化 (600425) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	245.2	842.2	1608.9	2608.4	3651.1	营业收入	1250.4	1754.0	2627.6	3625.6	4865.2
应收票据	66.0	44.5	66.7	92.1	123.6	营业成本	893.4	1248.8	1881.0	2513.2	3281.2
应收账款	74.7	75.6	113.2	156.2	209.6	营业税金及附加	12.0	16.5	24.7	34.1	45.8
预付款项	120.6	324.8	632.3	1043.3	1579.8	销售费用	31.2	42.1	63.1	87.0	116.8
其他应收款	7.1	10.3	15.4	21.3	28.6	管理费用	102.5	148.1	221.9	306.2	410.8
存货	293.8	358.9	579.6	774.4	1011.1	财务费用	27.9	49.0	68.9	123.3	183.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-0.3	4.6	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	171.0	220.7	220.7	220.7	220.7	投资收益	9.4	18.3	140.6	266.3	338.3
固定资产	1584.4	2127.2	2369.9	2656.7	2970.9	营业利润	193.2	263.1	508.6	828.0	1164.9
在建工程	434.0	347.9	449.0	524.5	587.2	营业外收支净额	74.5	102.2	113.9	75.1	0.0
工程物资	11.8	9.0	9.0	9.0	9.0	税前利润	267.6	365.3	622.5	903.1	1164.9
无形资产	52.9	76.2	73.2	70.1	67.1	减: 所得税	47.0	46.7	62.3	90.3	116.5
资产总计	3066.7	4443.8	6138.2	8176.1	10457.1	净利润	220.6	318.6	560.3	812.8	1048.4
短期借款	110.0	120.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	206.9	304.8	528.4	766.5	988.7
应付票据	13.1	39.5	59.5	79.5	103.8	少数股东损益	13.7	13.8	31.9	46.3	59.7
应付账款	390.5	413.9	614.9	821.6	1072.6	基本每股收益	0.56	0.64	1.10	1.60	2.07
预收款项	30.9	35.1	43.8	55.7	71.8	稀释每股收益	0.56	0.64	1.10	1.60	2.07
应付职工薪酬	36.7	47.8	47.8	47.8	47.8	财务指标					
应交税费	-19.1	-35.4	-35.4	-35.4	-35.4	成长性					
其他应付款	81.0	68.5	68.5	68.5	68.5	营收增长率	31.6%	40.3%	49.8%	38.0%	34.2%
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	78.9%	41.2%	46.4%	56.8%	47.5%
长期借款	803.7	903.8	2103.8	3403.8	4803.8	净利润增长率	72.2%	47.3%	73.3%	45.1%	29.0%
负债合计	1461.4	1808.6	3134.3	4691.2	6405.3	盈利性					
股东权益合计	1605.2	2635.2	3004.0	3484.9	4051.8	销售毛利率	28.6%	28.8%	28.4%	30.7%	32.6%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	16.5%	17.4%	20.1%	21.1%	20.3%
净利润	221	319	560	813	1048	ROE	12.9%	11.6%	17.6%	22.0%	24.4%
折旧与摊销	118	177	209	241	276	ROIC	6.88%	6.77%	7.43%	8.71%	10.06%
经营活动现金流	332	514	356	488	620	估值倍数					
投资活动现金流	-774	-856	-409	-334	-312	PE	38.7	34.1	19.7	13.6	10.5
融资活动现金流	379	918	820	845	735	P/S	6.4	5.9	4.0	2.9	2.1
现金净变动	-63	576	767	999	1043	P/B	5.0	3.9	3.5	3.0	2.6
期初现金余额	313	245	842	1609	2608	股息收益率	6.3%	0.0%	1.8%	3.2%	4.6%
期末现金余额	250	821	1609	2608	3651	EV/EBITDA	26.7	23.1	17.5	12.6	9.4

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，建材行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908