

青松建化 (600425)

买入/维持评级

股价: RMB15.04

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:S1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《半年报低于预期,成长性不改(买入)》

20110718;

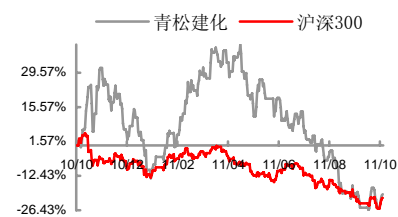
《跨越式发展值得期待(买入)》

20110309;

基础数据

总股本(百万股)	479
流通 A 股(百万股)	479
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	7,200

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

全年预期调低, 景气趋势不改

——公司 2011 年三季度报点评

- 公司 1—9 月实现营业收入 16.93 亿元, 同比增 26.96%, 实现归属于母公司所有者的净利润 4.00 亿元, 同比增 64.98%, EPS 0.84 元, 与我们此前的测算一致但低于市场预期。主因系销量与销售均价的差距。
- 实际销量低于此前市场预期, 我们测算公司前三季度累积销量约 420—430 万吨, 三季度单季约 200 万吨, 预计今年全年销量在 550 万吨以内, 低于年初市场普遍认为的全年 700 万吨的预期。主要原因可能是去年点火的克州和巴州各一条 2500T/D 新型干法熟料生产线实际达产时间较长, 及公司设备检修致产能受到影响。
- 我们测算前三季度水泥累积均价约 336 元/吨, 第三季度均价约 345 元/吨, 环比上半年均价提升约 17.5 元/吨, 印证了进入旺季后新疆水泥旺盛的需求。我们注意到公司毛利率三季末达到 35.2%, 二季度、三季度环比分别提升 11.8、4.1 个百分点, 涨价的效果得以显现。
- 由于销售规模的扩大, 期间费用同比下降 0.95 个百分点至 9.99%, 营业外收入同比增长 130.84%, 主要是增值税即征即退额大幅增长所致。
- 我们认为, 新疆地区今年虽受信贷紧缩及铁路建设放缓的影响, 水泥价格 9 月份有所回落, 但总体上基建受宏观调控影响相对其他地区较小, 水泥价格有真实需求支撑, 而且明年底前区域内不会有大量产能释放出, 市场价格总体可保持稳定。
- 由于公司产能释放进度可能低于预期, 我们下调盈利预测, 预计 2011—2012 年公司实现销量 525 万吨、1000 万吨, 今年四季度价格保持稳定, 而明年均价与今年持平, 预计 2011—2012 年可实现归属于母公司净利润 5.04 亿元、9.77 亿元, EPS 为 1.05 元、1.48 元(2012 年 EPS 为增发 1.8 亿股后摊薄)。PE 为 14.3、7.4 倍, 考虑到区域景气仍可维持且公司产能规模高速扩张, 仍维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示: 新疆新增水泥产能过多引发供给过剩。

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1754.0	2163.2	3862.4	5165.1
(+/-%)	40.3	23.3	78.6	33.7
归属母公司净利润(百万元)	304.8	503.8	976.6	1152.5
(+/-%)	47.3	65.3	93.8	18.0
EPS(元)	0.64	1.05	1.48	1.75
P/E(倍)	23.6	14.29	7.37	6.25

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1656	1931	3171	6969	营业收入	1754	2163	3862	5165
现金	842	1095	1692	1577	营业成本	1249	1401	2470	3380
应收账款	76	118	211	282	营业税金及附加	16	19	35	46
其他应收款	10	9	15	21	营业费用	42	50	81	103
预付账款	325	182	321	3819	管理费用	148	173	290	367
存货	359	462	815	1115	财务费用	49	58	57	103
其他流动资产	45	65	116	155	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	2788	3338	3767	3664	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	221	185	200	200	投资净收益	18	20	20	130
固定资产	2127	2826	3288	3238	营业利润	263	482	950	1296
无形资产	76	85	93	102	营业外收入	114	130	232	310
其他非流动	363	242	185	124	营业外支出	12	5	5	5
资产总计	4444	5269	6937	10633	利润总额	365	607	1177	1601
流动负债	876	1049	1414	3797	所得税	47	79	153	288
短期借款	120	277	150	2122	净利润	319	528	1024	1313
应付账款	414	560	988	1352	少数股东损益	14	24	47	160
其他流动负	342	212	276	323	归属母公司净利	305	504	977	1152
非流动负债	932	1056	1156	1156	EBITDA	489	768	1308	1746
长期借款	904	1054	1154	1154	EPS (元)	0.64	1.05	1.48	1.75
其他非流动	29	3	3	3					
负债合计	1809	2105	2570	4953	主要财务比率				
少数股东权	218	242	289	449	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	479	479	659	659	成长能力				
资本公积	1304	1304	1304	1304	营业收入	40.3%	23.3%	78.6%	33.7%
留存收益	624	1128	2105	3257	营业利润	36.2%	83.3%	97.0%	36.4%
归属母公司	2418	2921	4078	5230	归属母公司净利	47.3%	65.3%	93.8%	18.0%
负债和股东	4444	5269	6937	10633	获利能力				
					毛利率(%)	28.8%	35.2%	36.0%	34.6%
					净利率(%)	0.0%	22.6%	23.5%	17.4%
					ROE(%)	12.6%	17.2%	23.9%	22.0%
					ROIC(%)	9.7%	14.6%	23.1%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.7%	40.0%	37.1%	46.6%
					净负债比率(%)	66.94	63.76	51.19	66.38
					流动比率	1.89	1.84	2.24	1.84
					速动比率	1.48	1.40	1.67	1.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.45	0.63	0.59
					应收账款周转率	22	21	21	19
					应付账款周转率	3.10	2.88	3.19	2.89
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.64	1.05	2.04	2.41
					每股经营现金流	1.07	1.96	2.53	-3.91
					每股净资产(最)	5.05	6.10	8.52	10.93
					估值比率				
					P/E	34.53	20.89	10.78	9.13
					P/B	4.35	3.60	2.58	2.01
					EV/EBITDA	22	14	8	6

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。