



持有

5% ↑

目标价格: 人民币13.10

青松建化

600425 SS

价格: 人民币 12.48

目标价格基础: 10倍12年市盈率

板块评级: 中立

青松建化2011年业绩基本符合预期

青松建化公告2011年业绩快报,公司2011年营业收入21.85亿元,同比增长38.6%;归属母公司所有者净利润4.65亿,同比增长52.5%,对应每股收益0.971元,业绩基本符合我们的预期。公司业绩的增长一方面来自于产能的释放,另一方面来自于水泥销售价格的提升。预计“十二五”期间新疆地区水泥需求仍将保持较快增长,公司在2012年产能仍将保持较快增长,但考虑到区域内产能投放量较大,水泥价格进一步上升的空间不大。我们对2012年的每股收益预测为摊薄前1.31元(若增发2.62亿股,摊薄后每股收益为0.85元),给予目标价13.10元,对应2012年摊薄前10倍市盈率,维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司2011年营业收入21.85亿元,归属母公司所有者净利润4.65亿,同比增长52.5%。预计公司2011年销售水泥560万吨,对应吨水泥净利润约为83元,较去年同期提升20元左右。
- 受益于新疆地区旺盛的水泥需求,2011年水泥销售量价齐升。新疆地区“十二五”期间投资翻番以及十九省对口支援建设等政策推动区域水泥需求加速,公司2011年在本部和乌苏新投水泥产能220万吨,水泥销售价格同比也有提升。
- 按照现有产能投放进度,预计2012年公司将新增420万吨产能,其中包括库车的5,000t/d生产线和克州的6,000t/d生产线,产能仍保持较快增长。
- 新疆地区水泥市场集中度较高,前四家企业占有70%左右市场,市场控制能力较强,但从区域供给来看,新增产能的较快增长可能会对水泥价格产生一定的压力,预计2012年新疆地区水泥价格相对平稳。

评级面临的主要风险

- 区域新增产能投放过快引起的价格下行风险。

估值

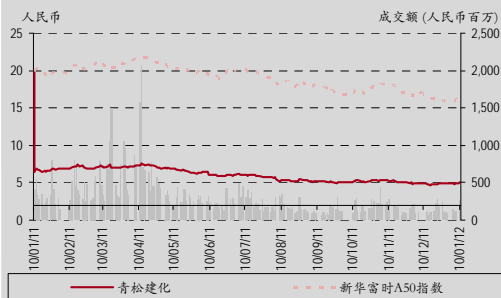
- 考虑到公司较快的产能投放进度,预计公司2012年水泥产量在800万吨左右,区域内水泥价格相对平稳,我们对2012年的每股收益预测为摊薄前1.31元(若增发2.62亿股,摊薄后每股收益预测为0.85元),我们给予目标价13.10元,对应2012年摊薄前10倍市盈率,维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,250	1,754	2,119	2,987	3,611
变动(%)	32	40	21	41	27
净利润(人民币 百万)	207	305	464	627	743
每股收益(人民币)	0.561	0.637	0.970	1.310	1.552
变动(%)	76.8	13.5	52.3	35.1	18.4
市场预测每股收益(人民币)	-	-	1.125	1.657	2.208
原先预测每股收益(人民币)	-	-	1.059	1.480	1.823
调整幅度(%)	-	-	(8.5)	(11.5)	(14.9)
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	0.803	1.095	1.288
变动(%)	89.3	16.5	74.9	36.4	17.6
全面摊薄每股收益(倍)	22.3	19.6	12.9	9.5	8.0
核心市盈率(倍)	31.7	27.2	15.5	11.4	9.7
每股现金流量(人民币)	0.90	1.07	1.29	1.48	1.85
价格/每股现金流量(倍)	13.9	11.6	9.7	8.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	13.4	10.7	8.9	8.0
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.378	0.511	0.605
股息率(%)	1.6	3.2	3.0	4.1	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	59	0	59	47
相对新华富时 A50 指数	24	(18)	24	82

发行股数(百万)	479
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	3,507
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2011E)	33
主要股东(%)	
阿拉尔统众	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年1月12日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

* 李大振为本报告重要贡献者

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,250	1,754	2,119	2,987	3,611
销售成本	(893)	(1,249)	(1,412)	(1,996)	(2,413)
经营费用	(28)	(30)	(60)	(154)	(219)
息税折旧前利润	329	475	646	837	979
折旧及摊销	(118)	(177)	(185)	(192)	(200)
经营利润(息税前利润)	211	298	461	645	779
净利息收入/(费用)	(28)	(49)	(41)	(80)	(97)
其他收益/(损失)	84	116	184	241	269
税前利润	268	365	603	806	951
所得税	(47)	(47)	(109)	(145)	(171)
少数股东权益	(14)	(14)	(31)	(34)	(37)
净利润	207	305	464	627	743
核心净利润	145	220	384	524	617
每股收益(人民币)	0.561	0.637	0.970	1.310	1.552
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	0.803	1.095	1.288
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.378	0.511	0.605
收入增长(%)	32	40	21	41	21
息税前利润增长(%)	84	41	54	40	21
息税折旧前利润增长(%)	72	44	36	29	17
每股收益增长(%)	77	14	52	35	18
核心每股收益增长(%)	89	17	75	36	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	268	365	603	806	951
折旧与摊销	118	177	185	192	200
净利息费用	28	49	41	80	97
运营资本变动	(34)	(25)	(22)	(114)	(82)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(48)	(52)	(189)	(255)	(281)
经营活动产生的现金流	332	514	618	709	885
购买固定资产净值	(755)	(835)	(1,015)	(1,015)	(1,015)
投资减少/增加	3	3	0	0	0
其他投资现金流	(22)	(24)	64	91	88
投资活动产生的现金流	(774)	(856)	(951)	(924)	(927)
净增权益	42	786	0	0	0
净增债务	439	285	35	655	355
支付股息	(74)	(74)	(191)	(181)	(245)
其他融资现金流	(28)	(80)	(41)	(80)	(97)
融资活动产生的现金流	379	918	(198)	394	13
现金变动	(63)	576	(530)	179	(28)
期初现金	301	238	813	283	463
公司自由现金流	(442)	(342)	(322)	(208)	(33)
权益自由现金流	(34)	(107)	(339)	360	217

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	238	813	283	463	435
应收帐款	148	130	158	222	268
库存	294	359	406	574	694
其他流动资产	128	354	396	548	656
流动资产总计	807	1,656	1,242	1,806	2,053
固定资产	2,030	2,484	3,296	4,102	4,902
无形资产	53	76	88	100	110
其他长期资产	176	227	249	274	300
长期资产总计	2,259	2,788	3,634	4,476	5,312
总资产	3,067	4,444	4,877	6,282	7,365
应付帐款	434	488	555	784	948
短期债务	122	307	297	287	277
其他流动负债	99	81	109	149	178
流动负债总计	655	876	961	1,221	1,404
长期借款	804	904	949	1,614	1,979
其他长期负债	3	29	29	29	29
股本	369	479	479	479	479
储备	1,136	1,939	2,212	2,658	3,156
股东权益	1,505	2,418	2,690	3,137	3,635
少数股东权益	101	218	248	282	319
总负债及权益	3,067	4,444	4,877	6,282	7,365
每股帐面价值(人民币)	4.08	5.05	5.62	6.55	7.59
每股有形资产(人民币)	3.94	4.89	5.44	6.34	7.36
每股净负债/(现金)(人民币)	1.87	0.83	2.01	3.00	3.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.3	27.1	30.5	28.0	27.1
息税前利润率(%)	16.9	17.0	21.8	21.6	21.6
税前利润率(%)	21.4	20.8	28.5	27.0	26.3
净利率(%)	16.5	17.4	21.9	21.0	20.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.9	1.3	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	6.8	5.9	9.8	7.9	7.8
净权益负债率(%)	42.9	15.1	32.8	42.1	46.1
速动比率(倍)	0.8	1.5	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	22.3	19.6	12.9	9.5	8.0
心业务市盈率(倍)	31.7	27.2	15.5	11.4	9.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.4	35.5	20.3	14.9	12.7
市净率(倍)	3.1	2.5	2.2	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	13.9	11.6	9.7	8.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	13.4	10.7	8.9	8.0
周转率					
存货周转天数	112.1	95.4	98.8	89.6	95.8
应收帐款周转天数	36.8	29.0	24.8	23.2	24.8
应付帐款周转天数	102.0	96.0	89.9	81.8	87.6
回报率					
股息支付率(%)	35.7	62.8	39.0	39.0	39.0
净资产收益率(%)	14.4	15.5	18.2	21.5	21.9
资产收益率(%)	6.5	6.9	8.1	9.5	9.4
已运用资本收益率(%)	9.7	9.4	11.6	13.6	13.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371