

2011年6月20日

青松建化

披露非公开增发预案

A **持有**

600425.SS - 人民币 22.34

目标价格: 人民币 24.10

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	10	(7)	(3)	37
相对新华富时	15	(1)	4	36
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	479
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	6,314
3个月日均交易额(人民币 百万)	177
净负债比率(%) (2011E)	24
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

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

青松建化推出非公开发行预案, 拟发行不超过 18,000 万股, 发行价格不低于 20.84 元/股。阿拉尔统众占本次发行前股份总数的 41.30%, 为公司控股股东。控股股东不参与此次发行, 若按照本次发行数量上限发行, 发行后阿拉尔统众占本次发行后公司总股本的 30.01%, 仍为公司控股股东。截至 2010 年底公司水泥产能突破 700 万吨, 上述募集资金项目投放, 合共将增加 1,120 万吨的水泥产能。考虑到国务院持续政策支持、新疆“十二五”三倍投资规划、建设兵团投资加快及各省市对口援疆规模扩大, 将全面推进新疆跨越式发展, 两三年内产能过剩压力不大。

支撑评级的要点

- “十二五”新疆投资可能是前期三倍, 水泥价格望维持高位;
- 未来煤炭及新能源项目助力公司长期增长。

评级面临的主要风险

- 新疆地区的固定资产投资增速可能低于预期;
- 疆内水泥产能投放可能过快并引发恶性竞争。

估值

- 我们上调公司 2011-13 年盈利预测至 1.483、2.104 和 2.593 元。公司非公开增发短期内将扩大股本 37.6%, 长期盈利增厚将在两年内显现。不考虑增发的情况下, 调整盈利预测后对应的 2011 年市盈率为 15.1 倍。考虑增发后, 2011 年市盈率为 20.7 倍。由于估值水平偏高, 我们维持**持有**评级不变。

图表 1. 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	2,625	3,437	4,160
变动(%)	32	40	50	31	21
净利润(人民币 百万)	207	305	710	1,007	1,241
全面摊薄每股收益(人民币)	0.561	0.637	1.483	2.104	2.593
变动(%)	76.8	13.5	133.0	41.8	23.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.899	1.257	1.980
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.966	1.250	1.446
调整幅度(%)	-	-	53.6	68.3	79.3
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	1.271	1.852	2.285
变动(%)	89.3	16.5	177.1	45.7	23.4
全面摊薄市盈率(倍)	39.8	35.1	15.1	10.6	8.6
核心市盈率(倍)	56.7	48.7	17.6	12.1	9.8
每股现金流量(人民币)	0.90	1.07	1.80	2.32	2.87
价格/每股现金流量(倍)	24.8	20.8	12.4	9.6	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.9	23.3	12.2	9.2	7.6
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.579	0.820	1.011
股息率(%)	0.9	1.8	2.6	3.7	4.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

盈利预测及估值。考虑到近期新疆地区水泥价格不断上涨的局面,我们上调公司2011-13年盈利预测至1.483、2.104和2.593元。公司非公开增发短期内将扩大股本37.6%,长期盈利增厚将在两年内显现。不考虑增发的情况下,调整盈利预测后对应的2011年市盈率为15.1倍。考虑增发后,2011年市盈率为20.7倍。由于估值水平偏高,我们维持**持有**评级不变。

非公开发行预案披露。青松建化推出非公开发行预案,拟发行不超过18,000万股,价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价23.16元/股的百分之九十,即发行价格不低于20.84元/股。本次非公开发行前,公司股份总数为478,695,043股,其中阿拉尔统众持股197,683,794股,占本次发行前公司股份总数的41.30%,为公司控股股东。控股股东不参与此次发行,若按照本次发行数量上限(即18,000万股)发行,发行后阿拉尔统众持有本公司股份数量不变,占本次发行后公司总股本的30.01%,仍为公司控股股东。

图表2. 募集资金投放项目列表如下:

项目名称	项目总投资(万元)	其中:建设投资(万元)	募集资金(万元)
克州青松年产260万吨熟料新型干法水泥(配套纯低温余热发电)改扩建项目	95,415	87,415	95,415
库车青松年产300万吨新型干法水泥改扩建(配套纯低温余热发电)项目	72,061	66,557	72,061
新疆青松建材 2×7500t/d 熟料新型干法水泥生产线项目(协同处理2×300t/d生活垃圾及配套纯低温余热发电)	202,095	196,159	202,095
合计	369,572	350,131	369,572

资料来源: 公司数据

公司拟在克州青松实施技改工程,建设一条6,000t/d熟料新型干法水泥生产线(配套12MW纯低温余热发电装置),熟料日产6,000吨、年产186万吨;水泥年产240万吨。克州青松现有2,500t/d熟料新型干法水泥生产线(配套4.5MW纯低温余热发电装置),熟料日产2,500吨、年产75万吨;水泥年产90万吨。本次募集资金投资项目实施完成后,克州青松总产能将达到年产260万吨熟料、330万吨水泥规模,并可根据市场需求情况,在周边市县建设水泥粉磨站。

公司拟在阿克苏地区库车县库车青松厂区内东侧实施技改工程,建设一条日产5,000吨熟料新型干法水泥生产线,年产水泥230万吨,配套建设装机规模为9MW纯低温余热发电装置。库车青松现有生产线规模为年产水泥70万吨,改扩建后该公司总产能达到年产水泥300万吨规模。

公司拟建设两条 7,500t/d 熟料水泥生产线，配套 2×15MW 余热发电机组和 2×300t/d 生活垃圾处理系统。年产熟料 465 万吨，年产水泥 650 万吨。该项目建设地位于新疆乌鲁木齐市达坂城区祁家沟，距乌鲁木齐市约 48km，采用新型干法预分解生产工艺和纯低温余热发电技术。

公司产能扩张情况。截至 2010 年底公司水泥产能突破 700 万吨，上述募集资金项目投放，合共将增加 1,120 万吨的水泥产能。考虑到国务院持续政策支持、新疆“十二五”三倍投资规划、建设兵团投资加快及各省市对口援疆规模扩大，将全面推进新疆跨越式发展，因此产能过剩的压力不大。上述募集资金项目，也是公司“面向全疆”、进军北疆战略的关键一步，将提升公司在北疆的市场份额和市场竞争能力。

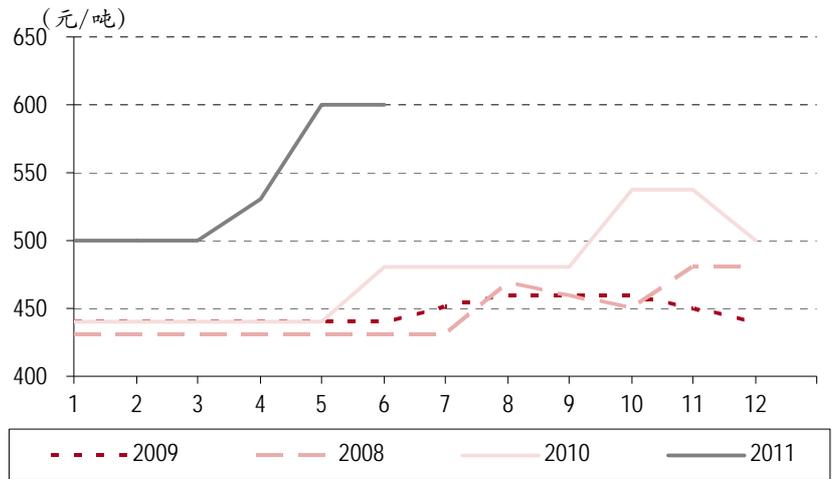
图表 3. 公司生产线统计

	生产线描述	备注
已建生产线统计		
北疆		
地点		
乌鲁木齐	2500T/D + 2 条 50 万吨旋窑	
石河子	1000T/D	
乌苏	3200T/D	
南疆		
库尔勒	2500T/D	
库车	1500T/D	
阿克苏	3000T/D + 2 条 20 万吨旋窑	
克州	2500T/D	
和田	2500T/D	
拟建生产线统计		
库车	5000T/D	预计 2011 年 7、8 月份投产
克州	6000T/D	预计 2012 年投产
阿克苏	2500T/D	预计 2011 年 5 月
乌鲁木齐西山	2*7500T/D	预计 2012 年底或 2013 年初
五家渠粉磨站	120 万吨	预计 2011 年 5 月投产

资料来源：公司数据

今年以来新疆地区水泥价格不断上涨。今年四月份以来，新疆地区水泥供应一度紧张，价格持续上涨。来自数字水泥的观察显示，一方面是由于今年市场启动后需求比预期的好很多，而企业冬季仅是储存熟料，水泥库存量并不大；另一方面有些企业磨机出现问题，水泥供给量明显不足，导致市场供应短缺价格持续上涨局面。未来水泥价格高位局面将持续。

图表 4. 新疆地区水泥价格走势



资料来源：公司数据

图表 5. 新疆地区水泥煤炭价格差



资料来源：公司数据

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	2,625	3,437	4,160
销售成本	(893)	(1,249)	(1,568)	(1,975)	(2,345)
经营费用	(28)	(30)	(119)	(206)	(282)
息税折旧前利润	329	475	938	1,255	1,533
折旧及摊销	(118)	(177)	(185)	(192)	(200)
经营利润 (息税前利润)	211	298	753	1,063	1,333
净利息收入(费用)	(28)	(49)	(41)	(78)	(93)
其他收益/(损失)	84	116	172	262	295
税前利润	268	365	883	1,247	1,534
所得税	(47)	(47)	(159)	(224)	(276)
少数股东权益	(14)	(14)	(14)	(16)	(17)
净利润	207	305	710	1,007	1,241
核心净利润	145	220	609	887	1,094
每股收益(人民币)	0.561	0.637	1.483	2.104	2.593
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	1.271	1.852	2.285
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.579	0.820	1.011
收入增长(%)	32	40	50	31	21
息税前利润增长(%)	84	41	152	41	25
息税折旧前利润增长(%)	72	44	97	34	22
每股收益增长(%)	77	14	133	42	23
核心每股收益增长(%)	89	17	177	46	23

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	488	976	1,293
应收帐款	148	130	195	256	309
库存	294	359	451	568	674
其他流动资产	128	354	437	542	639
流动资产总计	807	1,656	1,570	2,342	2,915
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	5,204	6,818	8,227
应付帐款	434	488	622	786	935
短期债务	122	307	297	287	277
其他流动负债	99	81	140	188	228
流动负债总计	655	876	1,059	1,261	1,440
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	2,458	3,188	4,036
股东权益	1,505	2,418	2,936	3,666	4,515
少数股东权益	101	218	232	247	264
总负债及权益	3,067	4,444	5,204	6,818	8,227
每股帐面价值(人民币)	4.08	5.05	6.13	7.66	9.43
每股有形资产(人民币)	3.94	4.89	5.95	7.45	9.20
每股净负债/(现金)(人民币)	1.87	0.83	1.58	1.93	2.01

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	883	1,247	1,534
折旧与摊销	118	177	185	192	200
净利息费用	28	49	41	78	93
运营资本变动	(34)	(25)	(47)	(70)	(67)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(48)	(52)	(202)	(334)	(386)
经营活动产生的现金流	332	514	861	1,113	1,374
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)	26	91	88
投资活动产生的现金流	(774)	(856)	(989)	(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)	(277)	(393)
其他融资现金流	(28)	(80)	(41)	(78)	(93)
融资活动产生的现金流	379	918	(198)	300	(131)
现金变动	(63)	576	(326)	488	316
期初现金	301	238	813	488	976
公司自由现金流	(442)	(342)	(117)	197	460
权益自由现金流	(34)	(107)	(134)	765	709

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	35.7	36.5	36.8
息税前利润率	16.9	17.0	28.7	30.9	32.0
税前利润率	21.4	20.8	33.7	36.3	36.9
净利率	16.5	17.4	27.1	29.3	29.8
流动性 (倍)					
流动比率	1.2	1.9	1.5	1.9	2.0
利息覆盖率	6.8	5.9	15.9	13.0	13.3
净权益负债率(%)	42.9	15.1	23.9	23.6	20.2
速动比率	0.8	1.5	1.1	1.4	1.6
估值 (倍)					
市盈率	39.8	35.1	15.1	10.6	8.6
核心市盈率	56.7	48.7	17.6	12.1	9.8
目标价格对应市盈率	61.2	52.5	19.0	13.0	10.5
市净率	5.5	4.4	3.6	2.9	2.4
价格/现金流	24.8	20.8	12.4	9.6	7.8
企业价值/息税折旧前利润	26.9	23.3	12.2	9.2	7.6
周转率					
存货周转天数	112.1	95.4	94.2	94.1	96.6
应收帐款周转天数	36.8	29.0	22.6	23.9	24.8
应付帐款周转天数	102.0	96.0	77.2	74.8	75.5
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	26.5	30.5	30.3
资产收益率	6.5	6.9	12.8	14.5	14.5
已运用资本收益率	9.7	9.4	18.4	20.9	20.9

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士，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转载或转发的，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中银国际集团成员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) 2867 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) 2867 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