

2011年7月18日

# 青松建化

## 2011 中期业绩低于预期

A
持有

600425.SS - 人民币 21.18

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(%)	5	(5)	(16)	51
相对新华富时	4	(9)	(8)	44
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)	5,986
3个月日均交易额(人民币 百万)	199
净负债比率(%) (2011E)	29
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

青松建化公告 2011 年中期收入 9.15 亿人民币, 同比增长 30.3%, 归属母公司股东净利润 1.9 亿人民币, 同比增幅为 54.5%, 低于我们此前预期。上半年新疆地区水泥价格同比涨幅近 20%, 但公司上半年毛利率同比仅提升 1 个百分点。我们推测毛利率提升不明显主要原因包括两方面: 一方面上半年的销售对象主要来自去年年底的重点工程客户, 销售价格存在一定折扣; 另一方面成本有所上涨。预计下半年实际售价会有所提升, 并会对公司业绩产生积极影响。我们下调了 2011-2013 年每股收益至 1.208、1.774 和 2.074 元, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- “十二五”期间新疆固定资产投资大幅增长, 预计将达到 3.6 万亿, 水泥需求旺盛, 水泥价格望维持高位。
- 毛利率提升不明显, 短期业绩增长低于预期。

### 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。
- 疆内水泥产能投放过快的压力。

### 估值

- 我们下调公司 2011-2013 年的每股盈利预测至 1.208、1.774 和 2.074 元人民币, 由于短期估值较高, 我们维持之前 24.10 元的目标价以及持有评级。

### 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	2,410	3,329	3,954
变动(%)	32	40	37	38	19
净利润(人民币 百万)	207	305	578	849	993
全面摊薄每股收益(人民币)	0.561	0.637	1.208	1.774	2.074
变动(%)	76.8	13.5	89.6	46.9	16.9
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)	-	-	1.483	2.104	2.593
调整幅度(%)	-	-	(18.6)	(15.7)	(20.0)
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	1.015	1.531	1.783
变动(%)	89.3	16.5	121.1	50.9	16.5
全面摊薄市盈率(倍)	37.8	33.3	17.5	11.9	10.2
核心市盈率(倍)	53.8	46.2	20.9	13.8	11.9
每股现金流量(人民币)	0.90	1.07	1.53	1.94	2.34
价格/每股现金流量(倍)	23.5	19.7	13.8	10.9	9.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	22.2	13.9	10.6	9.3
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.471	0.692	0.809
股息率(%)	0.9	1.9	2.2	3.3	3.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 2. 2011 年中期业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
<b>营业收入</b>	702	915	30.3
营业成本	(484)	(619)	28.1
营业税金及附加	(6)	(6)	6.7
销售费用	(15)	(18)	22.4
管理费用	(54)	(54)	0.3
财务费用	(19)	(29)	52.2
资产减值损失	(7)	(5)	(26.4)
投资收益	9	8	(10.4)
<b>营业利润</b>	127	192	50.7
营业外收入	17	37	122.1
营业外支出	(1)	(2)	138.5
利润总额	143	227	58.6
所得税费用	(15)	(29)	94.6
<b>净利润</b>	128	198	54.4
少数股东损益	(5)	(7)	51.3
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	123	190	54.5

资料来源：公司数据

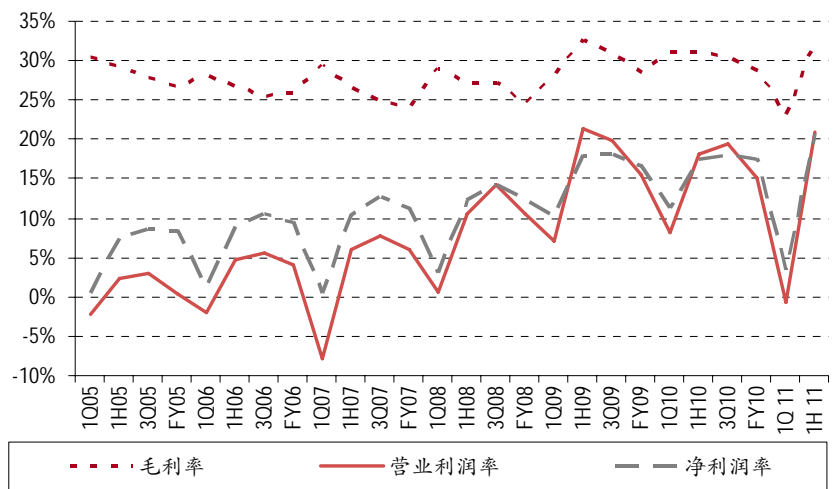
**盈利预测及估值。**公司 2011 年中期业绩增速低于预期，我们下调了 2011-2013 年的水泥价格、成本及投资收益假设。经调整后的公司 2011-2013 年盈利预测为 1.208 元、1.774 元和 2.074 元。新疆地区水泥需求旺盛，公司上半年的经营状态同比有所改善，但较之前的预期尚存差距，我们维持 24.10 元的目标价，维持**持有**评级。

**中期业绩低于预期。**青松建化公告 2011 年中期收入 9.15 亿人民币，同比增长 30.3%，归属母公司股东净利润 1.9 亿人民币，同比增幅为 54.5%，低于我们此前预期。按数字水泥网观察的水泥价格来看，今年新疆地区水泥价格同比涨幅在 15-20%，但是公司今年上半年水泥业务毛利率仅上升 0.89 个百分点，我们估计原因主要有以下两个方面，一方面上半年的销售对象主要来自去年年底的意向客户，多为重点工程客户，存在按折扣价销售的情况，另一方面，新疆地区人工和煤炭成本上半年有所上涨。此外由于 2010 年冬季天气极冷，余热发电相关设备出现故障，上半年的检修对水泥产销量可能存在一定的不利影响。我们预计下半年涨价效应将逐步体现出来，并对公司业绩有积极的影响。

主要指标呈现向好趋势，预收账款占收入的比例同比增长较快。2011年中期公司综合毛利率为 32.3%，较去年同期上涨 1.2 个百分点；公司营业利润率为 20.9%，较去年同期上涨 2.8 个百分点；公司净利率为 20.8%，较去年同期上涨 3.3 个百分点。2011年中期公司销售费用率为 2.0%，较去年同期下降 0.1 个百分点；公司管理费用率为 5.9%，较去年同期下降 1.8 个百分点；公司财务费用率为 3.1%，较去年同期上升 0.4 个百分点。整体期间费用率为 11%，比去年同期降低 1.5 个百分点。

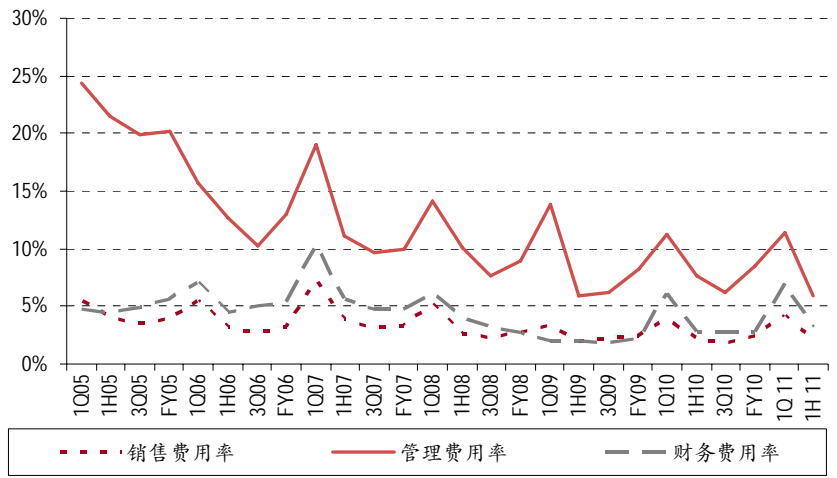
从预收账款与收入的比例来看，2010年中期该指标为 7.66%，2011年该指标上升至 29.85%。在新疆水泥市场价格上涨的过程中，预收款占收入比例升幅较大，也间接说明了出厂价涨幅低于市场价涨幅的原因：新疆地区水泥需求较好，需求方为保证水泥供应提前付款，但也可能锁定了水泥折扣。

图表 3.主要利润率较去年同期小幅上涨



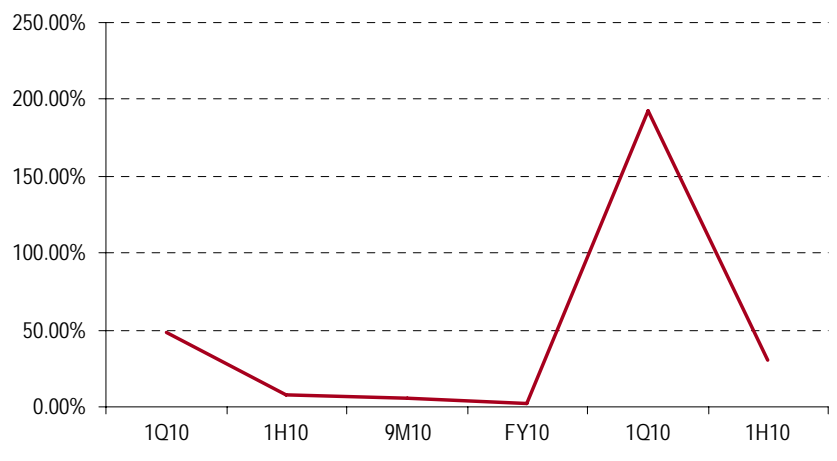
资料来源：公司数据

图表 4.主要费用率指标较去年同期下降



资料来源：公司数据

图表 5.预收账款占收入比例今年上半年同比增长明显



资料来源：公司数据

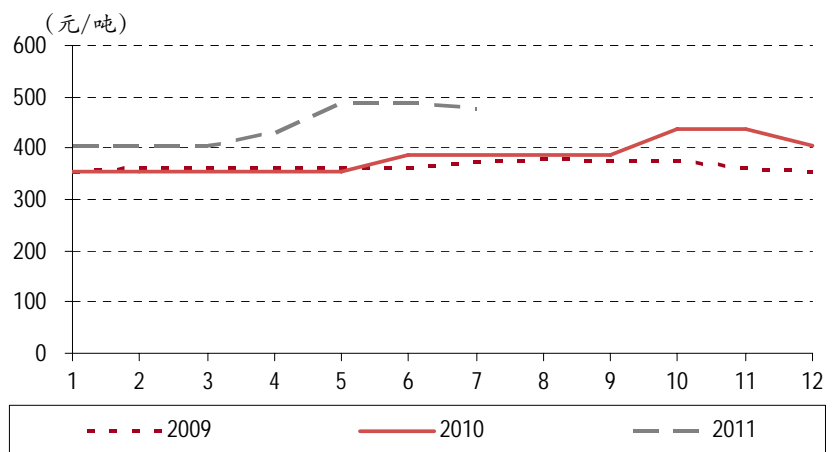
上半年水泥价格同比有所提升。公司主要所处的南疆地区今年水泥价格较去年同期有所提升，1 季度 P.O32.5 号水泥大概 360-380 元/吨，4、5 月份价格约 430 元/吨，到 6 月初一次性上调 65 元/吨达到 495 元/吨，近期南疆阿克苏价格下调 30 元/吨，价格下调原因一方面由于近期有新增产能投放市场，另一方面通过降低价格可以抑制甘肃和四川的外省低价水泥进入量。我们认为外省进入南疆对公司水泥价格存在一定抑制作用，但由于水泥长途运输成本较高，并不会对南疆价格形成太大的压力，新疆地区水泥需求依然旺盛，水泥价格未来一段时间维持现在高位的可能性较大。

图表 6. 新疆地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥

图表 7. 新疆地区水泥煤炭价格差

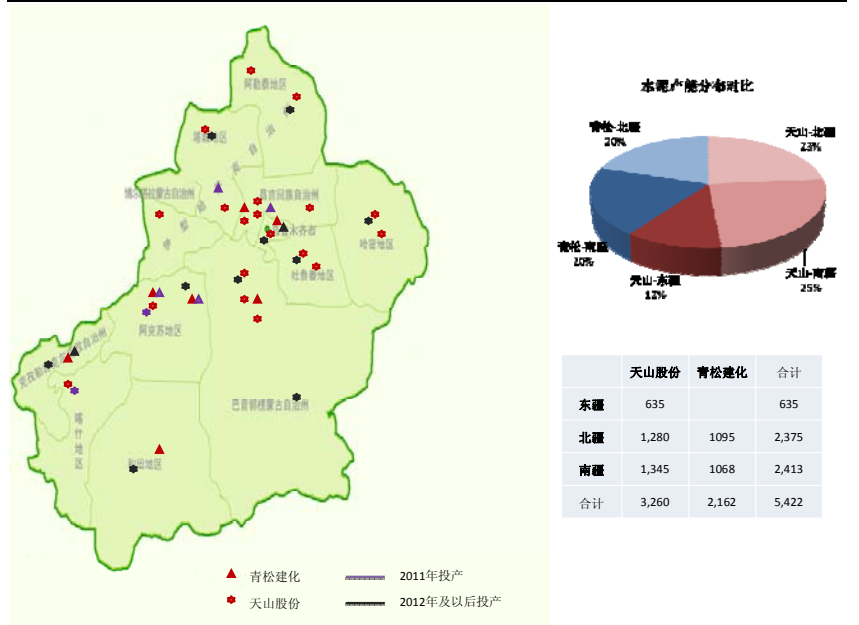


资料来源：数字水泥

**未来产能扩张战略宏伟。**公司近日已经公告其募集资金投放项目，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，年产熟料 186 万吨，对应水泥 240 万吨；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；在乌鲁木齐建设两条 7,500t/d 熟料水泥生产线，年产熟料 465 万吨，年产水泥 650 万吨。

公司的募集资金项目投放后将新增 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”3.6 万亿的投资规划以及各省市对口援疆规模扩大，新疆地区未来水泥需求旺盛，产能过剩的短期压力不大，产能扩张将成为公司未来业绩增长的重要驱动因素。

图表 8.青松建化与天山股份在新疆主要产能分布 (含 2011 及 2012 计划投放)



**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	2,410	3,329	3,954
销售成本	(893)	(1,249)	(1,526)	(2,066)	(2,455)
经营费用	(28)	(30)	(94)	(193)	(258)
息税折旧前利润	329	475	790	1,069	1,241
折旧及摊销	(118)	(177)	(185)	(192)	(200)
经营利润(息税前利润)	211	298	605	877	1,041
净利息收入(费用)	(28)	(49)	(41)	(79)	(95)
其他收益/(损失)	84	116	159	257	285
税前利润	268	365	722	1,054	1,231
所得税	(47)	(47)	(130)	(190)	(222)
少数股东权益	(14)	(14)	(14)	(16)	(17)
净利润	207	305	578	849	993
核心净利润	145	220	486	733	853
每股收益(人民币)	0.561	0.637	1.208	1.774	2.074
核心每股收益(人民币)	0.394	0.459	1.015	1.531	1.783
每股股息(人民币)	0.200	0.400	0.471	0.692	0.809
收入增长(%)	32	40	37	38	19
息税前利润增长(%)	84	41	103	45	19
息税折旧前利润增长(%)	72	44	66	35	16
每股收益增长(%)	77	14	90	47	17
核心每股收益增长(%)	89	17	121	51	16

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	722	1,054	1,231
折旧与摊销	118	177	185	192	200
净利息费用	28	49	41	79	95
运营资本变动	(34)	(25)	(44)	(98)	(75)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(48)	(52)	(171)	(300)	(331)
经营活动产生的现金流	332	514	734	928	1,120
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)	24	91	88
投资活动产生的现金流	(774)	(856)	(991)	(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)	(225)	(331)
其他融资现金流	(28)	(80)	(41)	(79)	(95)
融资活动产生的现金流	379	918	(198)	351	(71)
现金变动	(63)	576	(454)	354	122
期初现金	301	238	813	359	713
公司自由现金流	(442)	(342)	(246)	11	204
权益自由现金流	(34)	(107)	(263)	579	453

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	359	713	835
应收帐款	148	130	179	247	294
库存	294	359	439	594	705
其他流动资产	128	354	426	566	667
流动资产总计	807	1,656	1,402	2,121	2,502
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	5,037	6,596	7,814
应付帐款	434	488	602	817	970
短期债务	122	307	297	287	277
其他流动负债	99	81	124	174	205
流动负债总计	655	876	1,023	1,278	1,453
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	2,325	2,949	3,611
股东权益	1,505	2,418	2,804	3,428	4,090
少数股东权益	101	218	232	247	264
总负债及权益	3,067	4,444	5,037	6,596	7,814
每股帐面价值(人民币)	4.08	5.05	5.86	7.16	8.54
每股有形资产(人民币)	3.94	4.89	5.67	6.95	8.31
每股净负债/(现金)(人民币)	1.87	0.83	1.85	2.48	2.97

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	26.3	27.1	32.8	32.1	31.4
息税前利润率	16.9	17.0	25.1	26.3	26.3
税前利润率	21.4	20.8	30.0	31.7	31.1
净利率	16.5	17.4	24.0	25.5	25.1
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.2	1.9	1.4	1.7	1.7
利息覆盖率	6.8	5.9	12.8	10.7	10.4
净权益负债率(%)	42.9	15.1	29.2	32.3	32.6
速动比率	0.8	1.5	0.9	1.2	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	37.8	33.3	17.5	11.9	10.2
核心市盈率	53.8	46.2	20.9	13.8	11.9
目标价格对应市盈率	61.2	52.5	23.8	15.7	13.5
市净率	5.2	4.2	3.6	3.0	2.5
价格/现金流	23.5	19.7	13.8	10.9	9.0
企业价值/息税折旧前利润	25.6	22.2	13.9	10.6	9.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	112.1	95.4	95.4	91.2	96.6
应收帐款周转天数	36.8	29.0	23.4	23.4	25.0
应付帐款周转天数	102.0	96.0	82.6	77.8	82.5
<b>回报率(%)</b>					
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	22.1	27.2	26.4
资产收益率	6.5	6.9	10.5	12.4	11.9
已运用资本收益率	9.7	9.4	15.0	17.8	17.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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 15 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