持有

1% ⬆

目标价格: 人民币14.30

600425.SS 原先目标价: 人民币16.30

价格: 人民币 14.14

目标价格基础: 2012 年摊薄前 11 倍市盈率

板块评级: 中立

青松建化

2011 年业绩符合预期

青松建化公告 2011 年营业收入 22.20 亿元，同比增长 26.6%；归属母公司所有者净利润 4.65 亿，同比增长 52.6%，对应每股收益 0.972 元，符合我们此前的预期。公司业绩高增长受益于新疆旺盛的市场需求，2011 年水泥销售量增价涨。2012 公司产能投放也将保持较高增速，但是新疆地区快速投放的水泥产能将对水泥价格产生一定压力。不考虑增发影响，我们对 2012-2014 年的每股收益预测为 1.299、1.658、1.824 元，给予目标价 14.30 元，对应 2012 年摊薄前 11 倍市盈率，维持*持有*评级。

支撑评级的要点

- 公司 2011 全年水泥销量约 560 万吨，较 2010 年有较大增长，预计 2012 年水泥销量有望达到 900 万吨左右。2011 年公司吨毛利 111.5 元，吨净利 88.2 元，均有大幅提升。
- 2011 年全年公司综合毛利率为 31.6%，较去年同期上涨 2.8 个百分点；公司净利润率为 21.0%，较去年同期上涨 3.6 个百分点。
- 公司产能投放进度较快，2011 年已突破 1,000 万吨，预计 2012 年新增水泥产能 420 万吨，全部募投项目完成后将突破 2,000 万吨。

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

- 我们对 2012-2014 年的每股收益预测为 1.299、1.658、1.824 元，给予目标价 14.30 元，对应 2012 年摊薄前 11 倍市盈率，维持*持有*评级。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	25	12	3	(37)
相对新华富时 A50 指数	13	10	(3)	(21)

发行股数 (百万)	479
流通股 (%)	58
流通股市值 (人民币 百万)	3,931
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	108
净负债比率 (%) (2012E)	57
主要股东 (%)	
阿拉尔统众	42

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 9 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	1,754	2,220	3,233	3,997	4,459
变动 (%)	*40*	*27*	*46*	*24*	*12*
净利润 (人民币 百万)	305	465	622	794	873
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.637	0.972	1.299	1.658	1.824
变动 (%)	*13.5*	*52.6*	*33.7*	*27.6*	*10.0*
市场预期每股收益 (人民币)		1.125	1.657	2.208	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.310	1.552	
调整幅度 (%)	-	-	*(0.9)*	*6.9*	*N/A*
核心每股收益 (人民币)	0.459	0.758	1.041	1.335	1.461
变动 (%)	*16.5*	*65.2*	*37.3*	*28.3*	*9.4*
全面摊薄市盈率 (倍)	22.2	14.6	10.9	8.5	7.8
核心市盈率 (倍)	30.8	18.6	13.6	10.6	9.7
每股现金流量 (人民币)	1.07	1.23	1.56	1.91	2.28
价格/每股现金流量 (倍)	13.2	11.5	9.1	7.4	6.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	15.1	11.8	9.6	8.8	8.2
每股股息 (人民币)	0.400	0.000	0.507	0.647	0.712
股息率 (%)	2.8	0.0	3.6	4.6	5.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

图表 1.业绩摘要

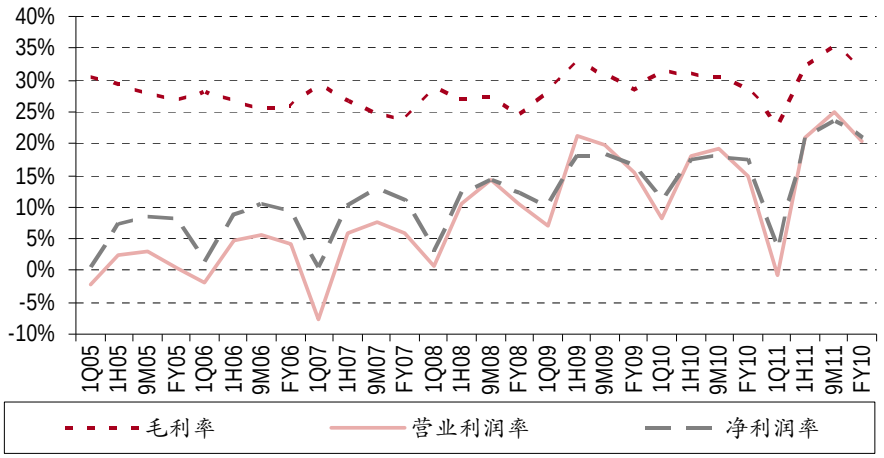
(人民币,百万)	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	1,754	2,220	26.6
营业成本	(1,249)	(1,518)	21.5
营业税金及附加	(16)	(15)	(6.6)
销售费用	(42)	(47)	11.3
管理费用	(148)	(146)	(1.2)
财务费用	(49)	(59)	19.3
资产减值损失	(5)	(3)	(27.2)
投资收益	18	22	22.6
营业利润	263	454	72.5
营业外收入	114	126	10.3
营业外支出	(12)	(3)	(74.7)
利润总额	365	577	57.8
所得税费用	(47)	(83)	76.8
净利润	319	494	55.1
少数股东损益	(14)	(29)	109.4
归属于母公司所有者的净利润	305	465	52.6

资料来源：公司数据

盈利预测及估值。青松建化 2011 年归属母公司所有者净利润 4.65 亿，同比增长 52.6%，对应每股收益 0.972 元。公司业绩高增长主要受益于新疆旺盛的市场需求，销售量增价涨，从公司的产能投放节奏来看，2012 年公司产能投放也将保持较高增速，预计增加 420 万吨水泥产能。新疆地区受益于开发力度加大，近两年水泥需求保持较快增长，但是新疆地区水泥产能也快速增长，目前市场竞争趋于激烈，压力逐渐显现。预计 2012 年水泥全年平均价格将有小幅下降。我们对 2012-2014 年的每股收益预测为 1.299、1.658、1.824 元，给予目标价 14.30 元，对应 2012 年摊薄前 11 倍市盈率，维持***持有***评级。

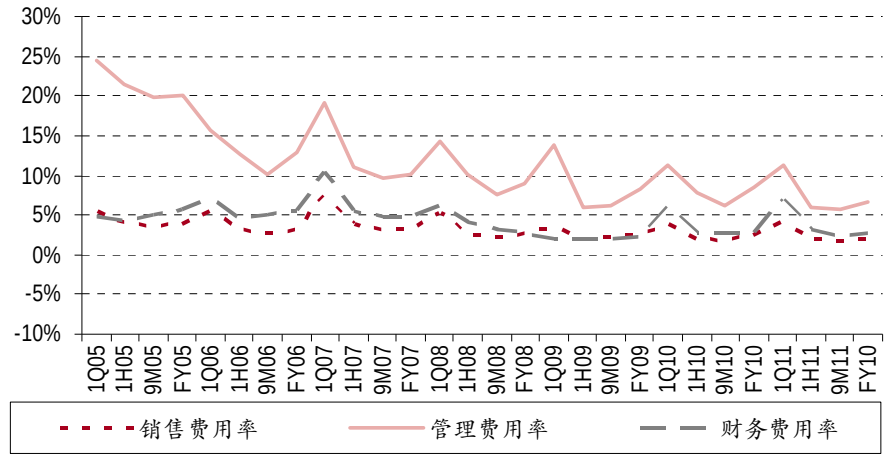
主要指标稳步改善。2011 年全年公司综合毛利率为 31.6%，较去年同期上涨 2.8 个百分点；公司营业利润率为 20.4%，较去年同期上涨 5.4 个百分点；公司净利润率为 21.0%，较去年同期上涨 3.6 个百分点。2011 年全年公司销售费用率 2.1%，较去年同期下降 0.3 个百分点；公司管理费用率为 6.6%，较去年同期下降 1.9 个百分点；公司财务费用率为 2.6%，较去年同期上升 0.2 个百分点。整体期间费用率为 11.3%，比去年同期降低 2.3 个百分点。

图表 2. 主要利润率较去年同期小幅上涨



资料来源：公司数据

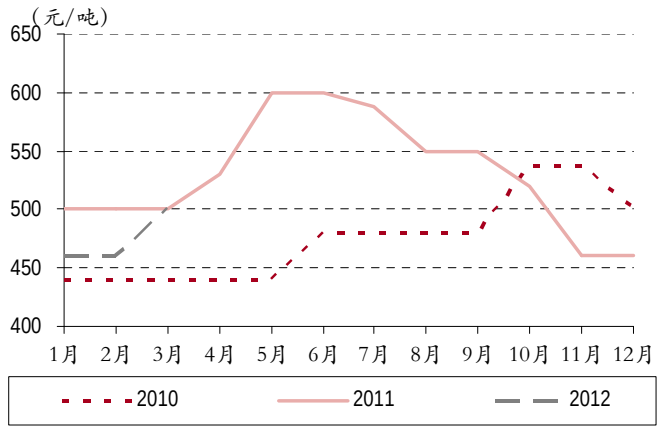
图表 3. 主要费用率指标较去年同期下降



资料来源：公司数据

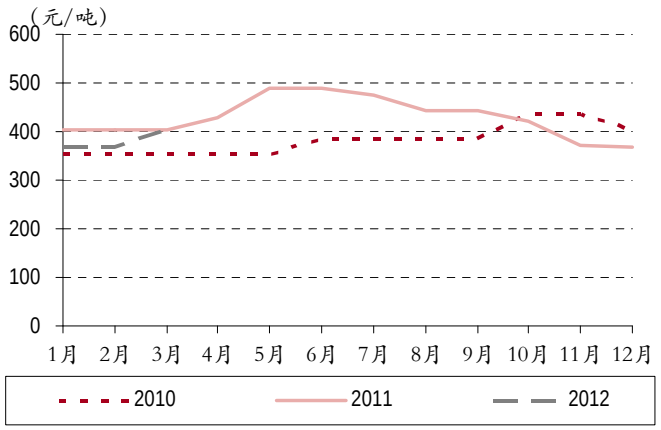
新疆地区投资拉动需求，过去一年水泥销售量价齐升。受益于新疆地区“十二五”期间投资翻番以及十九省市对口支援建设等利好政策，水泥需求高速增长。2011 年，公司加大产能投放力度，水泥产能突破 1,000 万吨，全年水泥销量约 560 万吨，较 2010 年有较大增长，预计 2012 年水泥销量有望达到 900 万吨左右。新疆地区水泥销售价格近几年来一直保持增长趋势，特别是 2011 年上半年涨势明显，年中价格达到了低标号 500 元/吨，高标号 600 元/吨的高位。2011 年公司吨毛利 111.5 元，吨净利 88.2 元，均有大幅提升。由于需求高速增长导致区域内新增产能投放过快，对市场造成较大压力，但是新疆地区水泥市场集中度较高，前四家企业占有 70%左右份额，对市场的控制能力较强，并且区域相对封闭，外省水泥较难进入，预计 2012 年新疆地区水泥价格有下降的压力，但幅度可能有限。

图表 4. 新疆地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥

图表 5. 新疆地区水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥

未来产能扩张优化疆内战略布局。公司非公开增发已获证监会核准，预计近期将会实施，布局全疆的募投项目也将陆续投产。截至 2011 年底，公司水泥产能突破 1,000 万吨，2012 年预计新增 420 万吨水泥产能，公司的募集资金项目全部投放后将突破 2,000 万吨水泥产能，规模翻番。公司一直在南疆地区具有较高市场份额，若本次募投项目顺利完成，将加强公司在北疆的战略布局，提高整体的市场竞争力。考虑到未来政策支持下新疆投资规模较大，水泥需求持续旺盛，产能扩张将提高公司竞争力，显现规模效益。

图表 6.公司生产线一览

	生产线描述	备注
已建生产线统计		
北疆		
地点		
乌鲁木齐	2,500T/D + 2 条 50 万吨旋窑	
石河子	1,000T/D	
乌苏	3,200T/D	
五家渠粉磨站	120 万吨	
南疆		
库尔勒	2,500T/D	
库车	1,500T/D	
阿克苏	3,000T/D + 2 条 20 万吨旋窑	
克州	2,500T/D	
和田	2,500T/D	
阿克苏	2,500T/D	
拟建在建生产线统计		
库车	5,000T/D	预计 2012 年初投产
克州	6,000T/D	预计 2012 年投产
乌鲁木齐西山青松建材	2*7,500T/D	预计 2013 年投产

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,754	2,220	3,233	3,997	4,459
销售成本	(1,249)	(1,518)	(2,216)	(2,785)	(3,104)
经营费用	(30)	21	(87)	(155)	(194)
息税折旧前利润	475	723	929	1,057	1,161
折旧及摊销	(177)	(229)	(232)	(239)	(246)
经营利润 (息税前利润)	298	493	697	818	915
净利息收入/(费用)	(49)	(59)	(94)	(108)	(127)
其他收益/(损失)	116	142	196	304	327
税前利润	365	577	799	1,013	1,115
所得税	(47)	(83)	(144)	(182)	(201)
少数股东权益	(14)	(29)	(34)	(37)	(41)
净利润	305	465	622	794	873
核心净利润	220	363	498	639	699
每股收益(人民币)	0.637	0.972	1.299	1.658	1.824
核心每股收益(人民币)	0.459	0.758	1.041	1.335	1.461
每股股息(人民币)	0.400	0.000	0.507	0.647	0.712
收入增长(%)	40	27	46	24	12
息税前利润增长(%)	41	65	41	17	12
息税折旧前利润增长(%)	44	52	29	14	10
每股收益增长(%)	14	53	34	28	10
核心每股收益增长(%)	17	65	37	28	9

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	365	577	799	1,013	1,115
折旧与摊销	177	229	232	239	246
净利息费用	49	59	94	108	127
运营资本变动	(25)	(181)	(194)	(155)	(88)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(52)	(96)	(184)	(292)	(310)
经营活动产生的现金流	514	587	748	914	1,089
购买固定资产净值	(835)	(1,725)	(1,015)	(1,015)	(1,015)
投资减少/增加	3	13	0	0	0
其他投资现金流	(24)	(46)	14	81	78
投资活动产生的现金流	(856)	(1,757)	(1,001)	(934)	(937)
净增权益	786	89	0	0	0
净增债务	285	885	655	355	355
支付股息	(74)	(191)	0	(243)	(310)
其他融资现金流	(80)	(74)	(94)	(108)	(127)
融资活动产生的现金流	918	708	561	4	(82)
现金变动	576	(462)	308	(16)	70
期初现金	238	813	351	660	644
公司自由现金流	(342)	(1,170)	(243)	(6)	166
权益自由现金流	(107)	(355)	308	227	380

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	813	351	660	644	714
应收帐款	130	217	316	391	436
库存	359	585	854	1,073	1,196
其他流动资产	354	402	585	734	817
流动资产总计	1,656	1,555	2,415	2,841	3,162
固定资产	2,484	3,937	4,704	5,464	6,217
无形资产	76	148	160	170	181
其他长期资产	227	310	340	374	411
长期资产总计	2,788	4,395	5,204	6,008	6,809
总资产	4,444	5,951	7,618	8,849	9,971
应付帐款	488	765	1,116	1,400	1,560
短期债务	307	870	860	850	840
其他流动负债	81	10	15	19	22
流动负债总计	876	1,645	1,992	2,269	2,422
长期借款	904	1,226	1,891	2,256	2,621
其他长期负债	29	62	62	62	62
股本	479	479	479	479	479
储备	1,939	2,216	2,837	3,389	3,952
股东权益	2,418	2,694	3,316	3,867	4,431
少数股东权益	218	325	358	395	436
总负债及权益	4,444	5,951	7,618	8,849	9,971
每股帐面价值(人民币)	5.05	5.63	6.93	8.08	9.26
每股有形资产(人民币)	4.89	5.32	6.59	7.72	8.88
每股净负债/(现金)(人民币)	0.83	3.64	4.37	5.14	5.74

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	27.1	32.6	28.7	26.4	26.0
息税前利润率(%)	17.0	22.2	21.6	20.5	20.5
税前利润率(%)	20.8	26.0	24.7	25.3	25.0
净利率(%)	17.4	21.0	19.2	19.9	19.6
流动性					
流动比率(倍)	1.9	0.9	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	5.9	7.0	7.1	7.0	6.7
净权益负债率(%)	15.1	57.8	56.9	57.8	56.4
速动比率(倍)	1.5	0.6	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率 (倍)	22.2	14.6	10.9	8.5	7.8
核心业务市盈率 (倍)	30.8	18.6	13.6	10.6	9.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	31.2	18.9	13.7	10.7	9.8
市净率 (倍)	2.8	2.5	2.0	1.8	1.5
价格/现金流 (倍)	13.2	11.5	9.1	7.4	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	11.8	9.6	8.8	8.2
周转率					
存货周转天数	95.4	113.5	118.5	126.3	133.4
应收帐款周转天数	29.0	28.6	30.1	32.3	33.9
应付帐款周转天数	96.0	103.0	106.2	114.9	121.2
回报率					
股息支付率(%)	62.8	0.0	39.0	39.0	39.0
净资产收益率 (%)	15.5	18.2	20.7	22.1	21.0
资产收益率 (%)	6.9	8.1	8.4	8.1	8.0
已运用资本收益率(%)	9.4	11.3	12.2	12.0	11.8

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