

评级：审慎推荐（维持）
建材
公司事件点评
证券研究报告

分析师 曹柱 S1080510120012

电话：0755-25832960

邮件：caozhu@fcsc.cn

青松建化(600425)

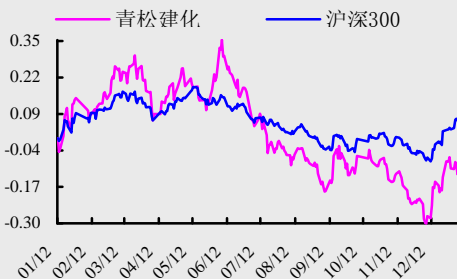
收购增强实力 完善区域布局

交易数据

上一日交易日股价(元)	9.59
总市值(百万元)	6,611
流通股本(百万股)	479
流通股比率(%)	69.44

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元)	5,342
每股净资产(元)	7.75
市净率(倍)	1.24
资产负债率(%)	38.06

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：青松建化于近日发布了对外投资公告，公司将对伊犁南岗建材集团所持有的水泥生产企业资产进行收购整合，整合方案如下：（1）对南岗集团全资子、分公司的收购整合，包括收购南岗集团全资子公司昭苏县南岗建材，南岗集团分公司伊犁水泥厂、南岗水泥厂、霍城水泥厂，收购股权比例为51%；（2）收购南岗建材所持有的五家由南岗建材控股的子公司全部股权，使该五家控股水泥公司成为青松建化控股的子公司。

点评：

扩张产能，加强北疆控制力 收购完成后公司将新增熟料产能约380万吨，新增权益熟料产能190万吨，新增水泥产能近600万吨（权益产能317万吨）。截止到2011年底，公司共计拥有1,090万吨产能，按规划公司今年新增560万吨产能（库车和克州生产线），总计达到1,650万吨产能。以今年年底产能计算，此次收购将新增37%的产能，总规模达到2,255万吨。分区域看，收购完成后公司北疆产能占比将由33%提升至49%，北疆控制力将得到进一步加强。

集中度提高 有利于区域协同 目前，新疆地区水泥生产能力预计超过8000万吨，收购完成后，预计青松建化与天山股份两家公司的水泥产能合计占区域产能比重将超过60%，区域集中度将进一步提升，有利于区域协同，稳定区域水泥价格。

区域龙头 受益新疆大发展 新疆作为国家未来重点发展的区域，未来将会是国家基础设施投资建设的重点。就铁道部公布的《铁路“十二五”发展规划》，其中涉及新疆有13条铁路和8条铁路煤运通道项目，预计未来新疆将面临供需齐升局面，基建的跨越式发展使得长期水泥需求保持旺盛。公司作为疆内的龙头企业将充分受益新疆的大发展。

盈利预测与评级 尽管公司所在区域的需求预计将保持旺盛，但是明年新疆仍有大量的新增水泥投产，为此将给区域景气度提升带来一定的压力，预计明年公司所在区域的景气提升幅度有限。我们预测公司12、13、14年的EPS分别可达0.2、0.5、0.78元，对应PE分别为49.15、19.19、12.31倍，我们给予公司“审慎推荐”评级。



风险提示

固定资产投资下滑；
水泥价格未能如期上涨。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	2486	3232	4202
收入同比(%)	27%	12%	30%	30%
归属母公司净利润	465	135	345	537
净利润同比(%)	53%	-71%	156%	56%
毛利率(%)	31.6%	20.0%	23.0%	25.0%
ROE(%)	17.3%	2.5%	6.0%	8.6%
每股收益(元)	0.67	0.20	0.50	0.78
P/E	14.21	49.15	19.19	12.31
P/B	2.45	1.23	1.16	1.06
EV/EBITDA	11	17	12	9

数据来源: 第一创业研究所 公司公告



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1555	3491	4171	5006
现金	351	3405	4054	4856
应收账款	111	0	0	0
其他应收款	19	0	0	0
预付账款	397	0	0	0
存货	585	0	0	0
其他流动资产	92	86	116	149
非流动资产	4395	3850	3583	3300
长期投资	307	0	0	0
固定资产	2744	3042	3041	2891
无形资产	148	148	148	148
其他非流动资产	1196	660	393	260
资产总计	5951	7341	7754	8305
流动负债	1645	407	454	439
短期借款	550	407	454	439
应付账款	670	0	0	0
其他流动负债	425	0	0	0
非流动负债	1287	1226	1226	1226
长期借款	1226	1226	1226	1226
其他非流动负债	62	0	0	0
负债合计	2932	1633	1680	1664
少数股东权益	325	332	352	383
股本	479	689	689	689
资本公积	1304	3882	3882	3882
留存收益	898	791	1136	1673
归属母公司股东权益	2694	5377	5721	6258
负债和股东权益	5951	7341	7754	8305

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	587	736	600	788
净利润	494	142	365	568
折旧摊销	229	236	267	283
财务费用	59	79	-1	-30
投资损失	-22	0	0	0
营运资金变动	-185	350	-31	-33
其他经营现金流	12	-71	0	0
投资活动现金流	-1757	312	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	2486	3232	4202
营业成本	1518	1989	2489	3151
营业税金及附加	15	19	24	32
营业费用	47	55	70	92
管理费用	146	179	226	297
财务费用	59	79	-1	-30
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	0	0	0
营业利润	454	165	424	660
营业外收入	126	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	577	165	424	660
所得税	83	23	59	92
净利润	494	142	365	568
少数股东损益	29	8	20	31
归属母公司净利润	465	135	345	537
EBITDA	742	480	690	913
EPS (元)	0.97	0.20	0.50	0.78

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	26.6%	12.0%	30.0%	30.0%
营业利润	72.5%	-63.7%	157.1%	55.7%
归属于母公司净利润	52.6%	-71.1%	156.1%	55.9%
获利能力				
毛利率(%)	31.6%	20.0%	23.0%	25.0%
净利率(%)	21.0%	5.4%	10.7%	12.8%
ROE(%)	17.3%	2.5%	6.0%	8.6%
ROIC(%)	9.7%	5.3%	9.8%	15.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.3%	22.2%	21.7%	20.0%
净负债比率(%)	71.48%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	0.95	8.58	9.18	11.41
速动比率	0.59	8.58	9.18	11.41
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.37	0.43	0.52



资本支出	1725	0	0	0	应收账款周转率	22	41	-	-
长期投资	-89	-307	0	0	应付账款周转率	2.80	5.94	-	-
其他投资现金									
流	-122	6	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	708	2006	49	14	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.20	0.50	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.07	0.87	1.14
短期借款	430	-143	48	-16	每股净资产(最新摊薄)	3.91	7.80	8.30	9.08
长期借款	322	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	211	0	0	P/E	14.21	49.15	19.19	12.31
资本公积增加	0	2578	0	0	P/B	2.45	1.23	1.16	1.06
其他筹资现金					EV/EBITDA	11	17	12	9
流	-44	-640	1	30					
现金净增加额	-462	3054	649	802					

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135