

2010年8月5日

青松建化

提价效应可能滞后显现

A 持有

600425.SS - 人民币 20.62

目标价格: 人民币 21.90

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

青松建化公告 2010 年中期收入 7.02 亿人民币，归属母公司股东净利润 1.23 亿人民币，同比增幅为 22.5%，低于我们此前预期。公司水泥销量比上年同期增长 31%，而水泥销售均价较上年同期出现了下滑。我们认为主要原因是 5 月份之前水泥销量增速较快，平均价格较低，而从 5 月份之后价格才开始上涨，另外我们推测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，系以一定折扣价销售，料下半年涨价效应将体现，并对公司业绩有非常积极的影响。此外，由于煤炭投产延后，我们相应下调了 2010-2012 年的投资收益预测。

支撑评级的要点

- “十二五”新疆投资可能翻番，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

- 我们将公司 2010-2012 年盈利预测下调为 0.793 元、1.064 元和 1.435 元（配股前）。预计配股很快实施，由于短期估值较高，我们维持之前 21.90 元的目标价以及**持有**评级。

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(%)	(9)	38	(4)	50
相对新华富时				
A50 指数 (%)	15	28	2	79

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	369
流通股 (%)	59
流通股市值 (人民币 百万)	4,471
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	154
净负债比率 (%) (2010E)	41
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

*李大振为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	950	1,250	1,628	2,142	2,669
变动 (%)	38	32	30	32	25
净利润 (人民币 百万)	117	207	292	393	529
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.317	0.561	0.793	1.064	1.435
变动 (%)	1.1	76.8	41.4	34.2	34.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.826	1.100	1.351
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.851	1.199	1.656
调整幅度 (%)	-	-	(6.8)	(11.2)	(13.4)
核心每股收益 (人民币)	0.208	0.394	0.659	0.927	1.298
变动 (%)	44.6	89.3	67.3	40.6	40.0
全面摊薄市盈率 (倍)	65.0	36.8	26.0	19.4	14.4
核心市盈率 (倍)	99.1	52.4	31.3	22.3	15.9
每股现金流量 (人民币)	0.53	0.90	1.15	1.39	1.62
价格/每股现金流量 (倍)	38.7	22.9	17.9	14.8	12.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	40.2	25.0	19.5	15.4	12.5
每股股息 (人民币)	0.200	0.200	0.309	0.415	0.560
股息率 (%)	1.0	1.0	1.5	2.0	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

图表 2.2010 年中期业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
营业收入	560	702	25.3
营业成本	(377)	(484)	28.2
营业税金及附加	(4)	(6)	27.8
销售费用	(11)	(15)	29.8
管理费用	(33)	(54)	64.0
财务费用	(11)	(19)	70.6
资产减值损失	(6)	(7)	25.6
投资收益	2	9	n.m
营业利润	120	127	6.3
营业外收入	13	17	27.2
营业外支出	(0)	(1)	n.m
利润总额	133	143	8.0
所得税费用	(28)	(15)	(45.3)
净利润	105	128	21.9
少数股东损益	(4)	(5)	10.4
归属于母公司所有者的净利润	101	123	22.5

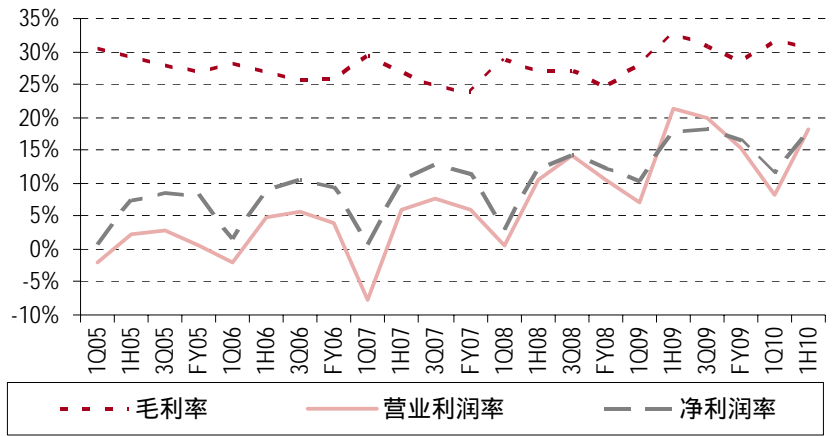
资料来源：公司数据

盈利预测及估值。公司中报业绩低于我们此前预期，提价料在第三季度产生积极影响。此外，由于煤炭投产延后，我们相应下调了 2010-2012 年的投资收益预测。经调整后的公司 2010-2012 年盈利预测为 0.793 元、1.064 元和 1.435 元（配股前）。预计配股很快实施，由于短期估值较高，我们维持之前 21.90 元的目标价以及**持有**评级。

中期业绩低于预期，料提价效应滞后显现。青松建化公告 2010 年中期收入 7.02 亿人民币，归属母公司股东净利润 1.23 亿人民币，同比增幅为 22.5%，低于我们此前预期。公司水泥销量比上年同期增长 31%，水泥销售均价较上年同期出现了下滑。主要原因是 5 月份之前水泥销量增速较快，平均价格较低，而从 5 月份之后价格才开始上涨，另外我们推测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，系以一定折扣价销售，料下半年涨价效应将体现，并对公司业绩有非常积极的影响。另一方面，我们此前对于煤炭业绩的释放稍显乐观，此次下调了对应的投资收益。大平滩煤矿因为批文延后等原因预计到 2011 年下半年能够出煤，初步达产水平在 70-90 万吨煤炭，到 2012 年可以完全达产（240 万吨），保守预计每吨煤炭净利润在 50 元左右。

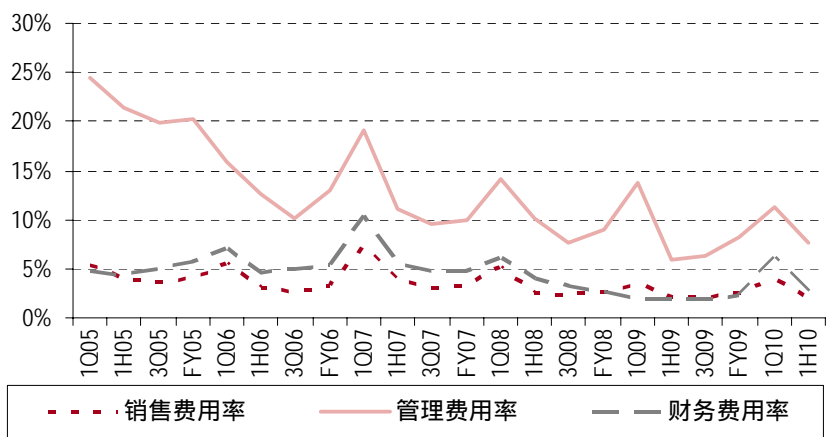
主要指标出现下滑，预计下半年改善。2010年中期公司综合毛利率为 31.1%，较去年同期下滑 1.5%；公司营业利润率为 18.1%，较去年同期下滑 3.3%；公司净利润率为 17.5%，较去年同期下滑 0.4%。2010年中期公司销售费用率 2.1%，较去年同期上升 0.1%；公司管理费用率为 7.7%，较去年同期上升 1.8%；公司财务费用率为 2.7%，较去年同期上升 0.7%。公司净负债权益比例较一季度末下降 3%至 55%。公司流动和速动比率较一季度末有所改善。下半年的景气度逐步攀升，且提价效应显现，料主要指标下滑的趋势将反转。

图表 3. 主要利润率较去年同期小幅下滑



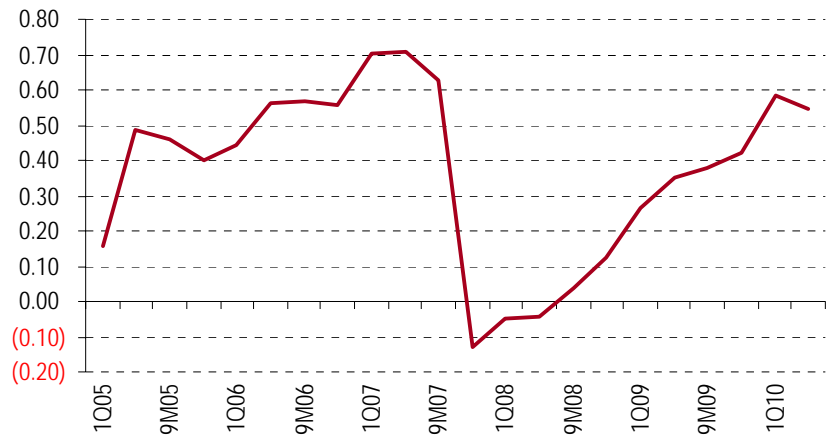
资料来源：公司数据

图表 4. 主要费用率指标较去年同期上升



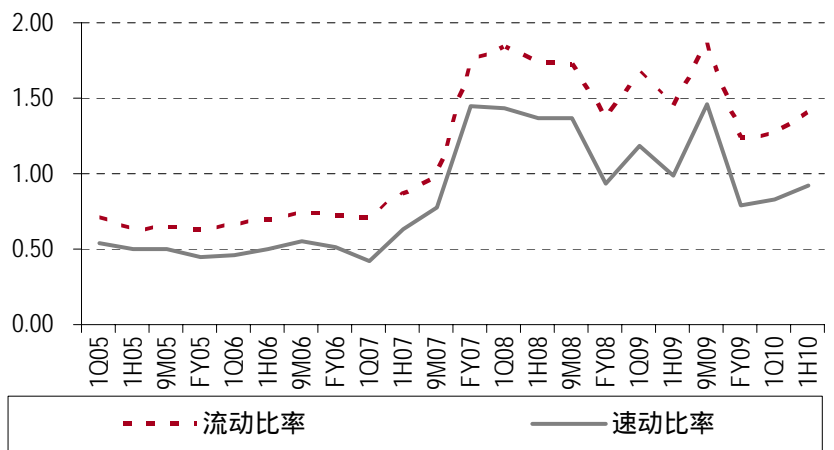
资料来源：公司数据

图表 5. 公司净负债率与一季度末相比小幅下降



资料来源：公司数据

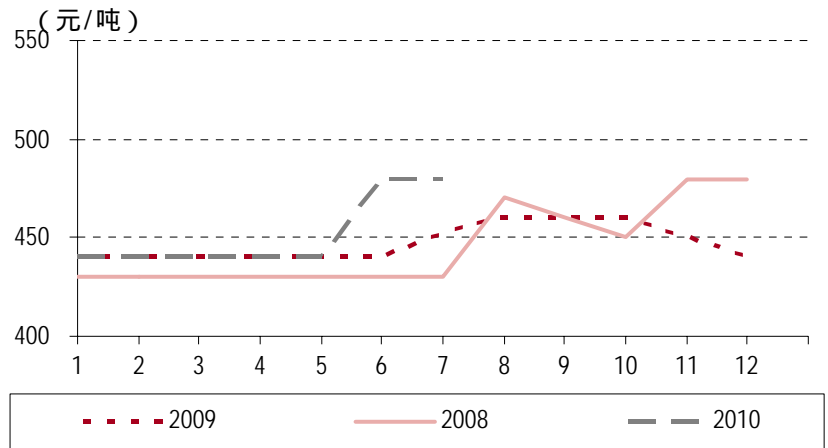
图表 6. 公司流动和速动比率较一季度末有所改善



资料来源：公司数据

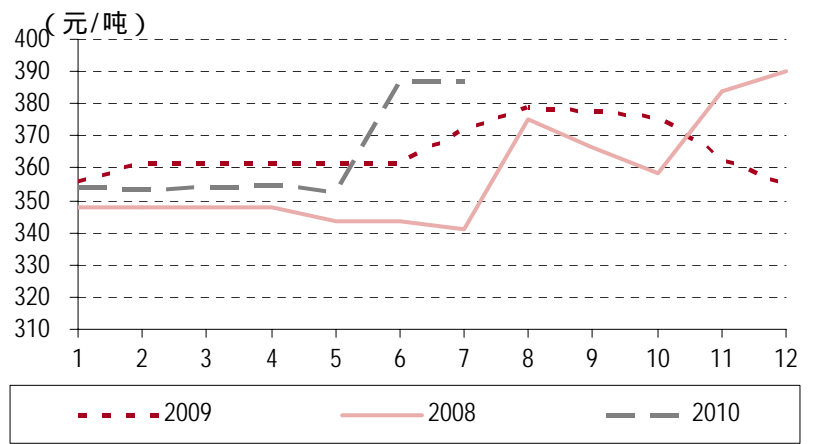
近期公司水泥价格情况。公司目前在南疆地区 32.5 号水泥含税价为 380 元/吨, 42.5 号水泥含税价 480 元/吨; 乌昌地区 32.5 号水泥含税价为 390 元/吨, 42.5 号水泥含税价 480-490 元/吨左右。从全疆来看, 价格最低的喀什 32.5 号水泥含税价也有 320 元/吨。每年年底的水泥供求洽谈会可以锁定年销售量的 50% 以上, 最高可以达到 65%。基本形成了意向性的需求, 由于需求旺盛, 公司今年上半年有一次 40 元/吨的提价, 为维护客户关系一般会维持相对稳定的价格, 但是也会随市场价格的上升有所上调, 同时公司与天山股份形成一个竞争中合作的关系, 双方在销售价格方面有着较好的协同关系。

图表 7. 新疆地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥

图表 8. 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。早期的战略是铁路沿线布点，现在在南疆的布点已经完成。在新疆工作会议和“十二五”初步规划出来之后，为满足旺盛的水泥需求预期，原有产能肯定是不够的，目前在建的有乌苏的日产 3,000 吨生产线（年产 120 万吨），到 10 年底该生产线建成之后公司产能可达到 900 万吨。预计公司可能会在乌鲁木齐再建一条日产 6,000 吨的（年产 240 万吨）生产线，并在南疆新建一条日产 3,000 吨生产线（年产 120 万吨）。公司目前有落后产能 60 万吨（生产油井水泥），淘汰的空间不大。如果这两条生产线到 2010 年底都动工兴建并在 2011 年底完成，那么届时公司的水泥产能将会达到 1,200 万吨以上。此外，兵团在南岗和天业下还各有 300 多万吨的产能，其中南岗全是新型干法水泥生产线，天业的是电石渣水泥生产线。我们预计青松建化有意收购兼并该部分资产。

未来水泥需求展望。旺盛的投资带动水泥需求大幅增长。温家宝总理在今年的新疆工作座谈会上指出新疆在“十二五”期间的固定资产投资要在“十一五”的基础上翻番，新疆维吾尔自治区党委书记张春贤也强调要确保新疆到 2020 年实现全面建设小康社会的奋斗目标。“十一五”期间的投资为 1.2-1.3 万亿元，以此推断“十二五”期间总量将会达到 2.5 万亿元，年均在 5,000 亿元左右。除此中央投资之外，还发动了 19 各省针对新疆的连续 10 年的对口支援，平均金额为各省财政收入的 0.5%，今年总量接近 200 亿元。这些投资大部分都要投入到相对落后的南疆。在公路铁路的修建方面，新疆的出疆之路目前只有兰新线，预计未来还会修建格尔木-青海和叶城-西藏阿里的铁路，同时为了达到县域之间通飞机的目的，机场建设也会迎来高峰。

公司多元化业务进展。大平滩煤矿因为批文延后等原因预计到 2011 年下半年能够出煤，初步达产水平在 70-90 万吨煤炭，到 2012 年可以完全达产（240 万吨），保守预计每吨煤炭净利润在 50 元左右。吐鲁番的新能源公司有年产 2,000 万吨的露天煤矿，预计在“十二五”期间可以出煤，该煤矿的开采是和兰新铁路配套的，兰新铁路原计划于 2014 年建好，目前预计在 13 年底就可以建好，铁路建好煤炭就能够开采并运输出来。新能源公司一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能发电 5 万千瓦。中长期规划达到太阳能发电 75 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、风电 50 万千瓦。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	950	1,250	1,628	2,142	2,669
销售成本	(717)	(893)	(1,145)	(1,504)	(1,876)
经营费用	(41)	(28)	(59)	(110)	(164)
息税折旧前利润	192	329	423	527	629
折旧及摊销	(77)	(118)	(128)	(136)	(143)
经营利润(息税前利润)	115	211	296	391	486
净利息收入/(费用)	(26)	(28)	(28)	(30)	(31)
其他收益/(损失)	65	84	83	108	175
税前利润	154	268	351	469	630
所得税	(32)	(47)	(53)	(70)	(94)
少数股东权益	(5)	(14)	(6)	(6)	(6)
净利润	117	207	292	393	529
核心净利润	77	145	243	342	479
每股收益(人民币)	0.317	0.561	0.793	1.064	1.435
核心每股收益(人民币)	0.208	0.394	0.659	0.927	1.298
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.309	0.415	0.560
收入增长(%)	38	32	30	32	25
息税前利润增长(%)	70	84	40	32	24
息税折旧前利润增长(%)	37	72	28	25	19
每股收益增长(%)	1	77	41	34	35
核心每股收益增长(%)	45	89	67	41	40

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	301	238	211	378	657
应收帐款	104	148	192	253	316
库存	255	294	377	495	617
其他流动资产	145	128	162	211	261
流动资产总计	804	807	942	1,336	1,851
固定资产	1,296	2,030	2,274	2,385	2,491
无形资产	21	53	66	78	90
其他长期资产	139	176	193	212	233
长期资产总计	1,455	2,259	2,533	2,676	2,813
总资产	2,260	3,067	3,474	4,012	4,664
应付帐款	265	434	558	732	914
短期债务	235	122	37	27	17
其他流动负债	86	99	128	170	223
流动负债总计	585	655	723	930	1,153
长期借款	252	804	919	964	1,009
其他长期负债	3	3	3	5	6
股本	369	369	369	369	369
储备	1,000	1,136	1,354	1,633	2,009
股东权益	1,368	1,505	1,723	2,002	2,378
少数股东权益	52	101	106	112	118
总负债及权益	2,260	3,067	3,474	4,012	4,664
每股帐面价值(人民币)	3.71	4.08	4.67	5.43	6.45
每股有形资产(人民币)	3.65	3.94	4.49	5.21	6.20
每股净负债/(现金)(人民币)	0.51	1.87	2.02	1.66	1.00

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	154	268	351	469	630
折旧与摊销	77	118	128	136	143
净利息费用	26	28	28	30	31
运营资本变动	(24)	(34)	(8)	(9)	0
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(36)	(48)	(73)	(113)	(204)
经营活动产生的现金流	197	332	425	512	599
购买固定资产净值	(495)	(755)	(388)	(265)	(265)
投资减少/增加	3	3	0	0	0
其他投资现金流	0	(22)	8	29	94
投资活动产生的现金流	(493)	(774)	(381)	(236)	(171)
净增权益	11	42	0	0	0
净增债务	(16)	439	30	35	35
支付股息	(30)	(74)	(74)	(114)	(153)
其他融资现金流	(26)	(28)	(28)	(30)	(31)
融资活动产生的现金流	(60)	379	(72)	(109)	(149)
现金变动	(357)	(63)	(27)	167	279
期初现金	657	301	238	211	378
公司自由现金流	(296)	(442)	52	284	437
权益自由现金流	(342)	(34)	47	281	432

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	20.2	26.3	26.0	24.6	23.6
息税前利润率	12.1	16.9	18.2	18.3	18.2
税前利润率	16.2	21.4	21.6	21.9	23.6
净利率	12.3	16.5	18.0	18.3	19.8
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.6
利息覆盖率	3.9	6.8	9.8	12.1	14.0
净权益负债率(%)	13.1	42.9	40.7	29.0	14.8
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率	65.0	36.8	26.0	19.4	14.4
核心市盈率	99.1	52.4	31.3	22.3	15.9
目标价格对应市盈率	105.3	55.6	33.2	23.6	16.9
市净率	5.6	5.1	4.4	3.8	3.2
价格/现金流	38.7	22.9	17.9	14.8	12.7
企业价值/息税折旧前利润	40.2	25.0	19.5	15.4	12.5
周转率					
存货周转天数	109.6	112.1	106.8	105.7	108.1
应收帐款周转天数	39.8	36.8	38.2	38.0	38.9
应付帐款周转天数	83.5	102.0	111.2	109.9	112.6
回报率(%)					
股息支付率	63.0	35.7	39.0	39.0	39.0
净资产收益率	8.8	14.4	18.1	21.1	24.2
资产收益率	4.2	6.5	7.7	8.9	9.5
已运用资本收益率	6.4	9.7	11.2	13.4	14.8

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 2010 年 8 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，豁免批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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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(“上市法团”)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、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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