青松建化 (600425.SH)　水泥行业

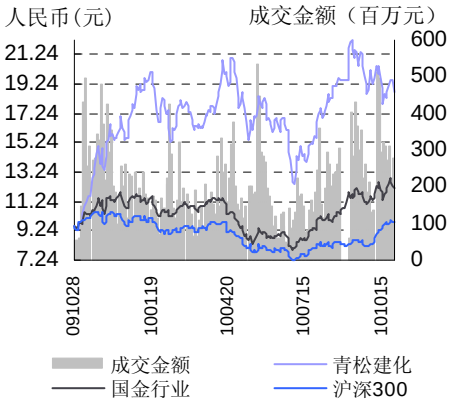
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：18.70 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	478.70
总市值(百万元)	8,951.60
年内股价最高最低(元)	22.25/9.35
沪深 300 指数	3397.69
上证指数	2992.58



相关报告

1.《配股成功,公司持续快速成长获得保证》，2010.8.31

2.《青松建化 2 0 1 0 年上半年业绩报告点评》，2010.8.5

3.《成长性良好的新疆水泥股》，2010.7.19

贺国文　分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑　联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

青松建化 2 0 1 0 年 3 季报点评

公司基本情况(人民币)

项　目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.326	0.561	0.602	0.854	1.216
每股净资产(元)	3.71	4.08	5.02	5.75	6.83
每股经营性现金流(元)	0.53	0.90	0.73	1.01	1.24
市盈率(倍)	22.42	40.23	31.09	21.89	15.38
行业优化市盈率(倍)	25.55	50.09	50.09	50.09	50.09
净利润增长率(%)	55.68%	72.24%	39.18%	42.03%	42.29%
净资产收益率(%)	8.78%	13.75%	11.98%	14.87%	17.79%
总股本(百万股)	368.89	368.89	478.70	478.70	478.70

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 青松建化于 2010 年 10 月 29 日发布三季报，前三季度公司实现收入增长 30.78%；归属于上市公司股东净利润增长 30.76%，基本符合预期。

经营分析

- **前三季度公司收入、利润增长可观：**前三季度，公司实现收入和净利润增速分别达到 30.78%和 30.76%，维持了快速增长态势；同期实现销售毛利率 30.54%，仍然维持在高位。
- **费用控制良好，销售净利率稳步上扬：**前三季度公司实现期间费用率 10.94%，如下图所示，维持在几年来的较低位置；在毛利率处于高位、费用率控制良好的情况下，公司销售净利率稳步上扬。未来几年，随着公司单体项目规模和收入规模继续扩大，公司费用率仍有下降的空间，净资产收益率也有提升空间。
- **公司产能快速增长：**公司目前所拥有的生产线多为 2500t/d 及以下规模的生产线，目前公司在建两条 3000t/d 的生产线、一条 5000t/d 的生产线、一条条 6000t/d 的生产线，预计将在 2012 年完全建成，届时公司产能规模将比现在增长一倍，若考虑公司未来的市场整合前景，则增长速度还要更快。
  自 2009 年 9 月 30 日以来，国家在全国范围内严控新建水泥产能，并在今年见到了很好的效果；但是新疆并未限制新建产能，近年来新疆地区水泥市场高度景气，今年以来水泥企业在新疆地区投资如火如荼。

投资建议

- 基于新疆良好的需求预期，尤其近两年的景气还能维持在高位，水泥企业业绩风险不大，预计 2010-2012 年青松建化实现 EPS 分别达到 0.602、0.854、1.216 元（摊薄后），维持前期买入评级，需要提示的估值受到区域产能快速扩张的风险。

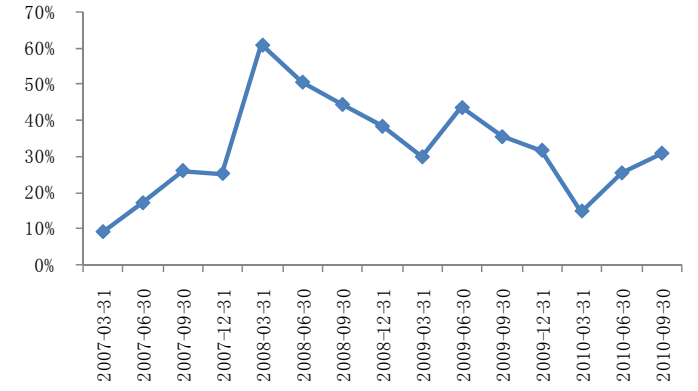
敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

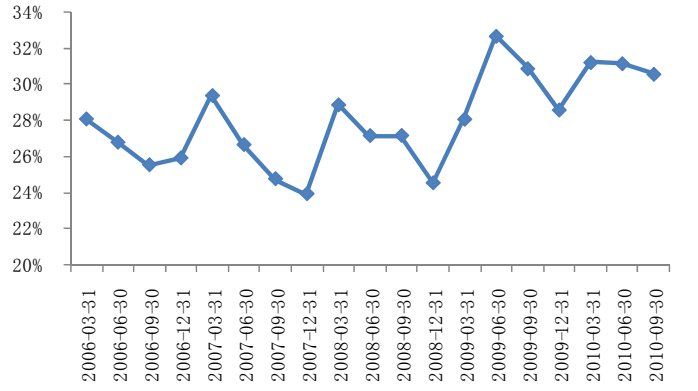
前三季度公司收入、利润增长可观

- 前三季度，公司实现收入和净利润增速分别达到 30.78%和 30.76%，维持了快速增长态势；同期实现销售毛利率 30.54%，仍然维持在高位。

图表 1：前三季度收入增长可观



图表 2：毛利率维持在高位

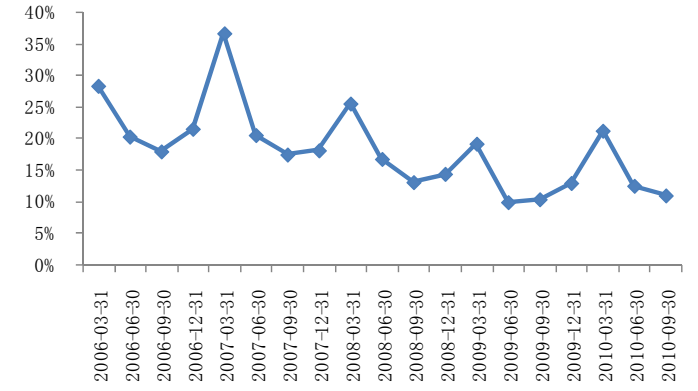


来源：公司公告 国金证券研究所

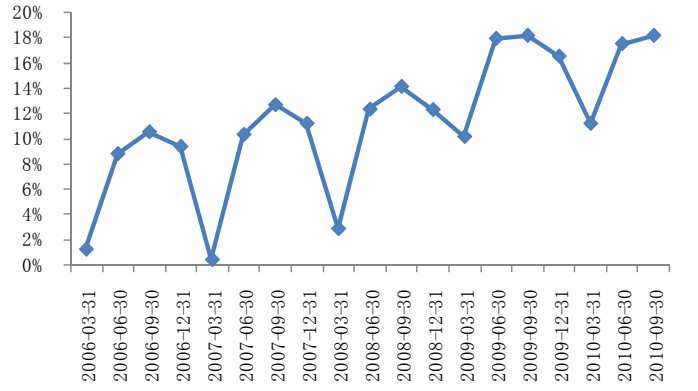
费用控制良好，销售净利率稳步上扬

- 前三季度公司实现期间费用率 10.94%，如下图所示，维持在几年来的较低位置；在毛利率处于高位、费用率控制良好的情况下，公司销售净利率稳步上扬。

图表 3：公司期间费用率控制良好



图表 4：公司销售净利率稳步上扬



来源：公司公告 国金证券研究所

- 未来几年，随着公司单体项目规模和收入规模继续扩大，公司费用率仍有下降的空间，净资产收益率也有提升空间。

公司产能快速增长

- 如下图所示，公司目前所拥有的生产线多为 2500t/d 及以下规模的生产线，目前公司在建两条 3000t/d 的生产线、一条条 5000t/d 的生产线、一条条 6000t/d 的生产线，预计将在 2012 年完全建成，届时公司产能规模将比现在增长一倍，若考虑公司未来的市场整合前景，则增长速度还要更快。

图表 5：青松建化已建、在线生产线情况

项目	子公司	规模（吨/天）	产能（万吨）	股权比例	备注
已建	本部新型干法水泥分公司	3000	126	100%	配套粉磨站，年产水泥120万吨
	本部水泥厂	年产水泥80万吨	80	100%	预计2010年淘汰
	新疆青松水泥有限责任公司	2500	105	88%	配套粉磨站，年产水泥100万吨
	和田青松建材有限责任公司	2000	84	100%	配套粉磨站，年产水泥90万吨
	库车青松水泥有限责任公司	1200	50	100%	配套粉磨站，年产水泥55万吨
	克州青松水泥有限责任公司	2500	105	100%	配套粉磨站，年产水泥100万吨
	巴州青松绿原建材有限责任公司	2500	105	65%	配套粉磨站，年产水泥95万吨
已建小计			653		
在建	乌苏项目	3000	126	60%	预计2011年投产
	五家渠市（乌鲁木齐北边30公里）	3000	126	100%	
	库车	5000	210	100%	
	乌鲁木齐	6000	252	70%	
在建小计			714		

来源：国金证券研究所

- 自 2009 年 9 月 30 日以来，国家在全国范围内严控新建水泥产能，并在今年见到了很好的效果；但是新疆并未限制新建产能，近年来新疆地区水泥市场高度景气，今年以来水泥企业在新疆地区投资如火如荼。

图表 6：今年以来公告的新疆新建生产线情况

日期	事件	地点	规模	备注
2010-10-8	青松建化发布公告	乌鲁木齐	6000t/d	在新疆乌鲁木齐市兵团农十二师西山工业园区内建设一条日产6000 吨熟料新型干法水泥生产线（配套12MW 纯低温余热发电）
2010-9-21	青松建化发布公告	阿克苏地区库车县	5000t/d	全资子公司库车青松水泥有限责任公司对其现有生产线进行改扩建
2010-9-16	西部建设	新疆玛纳斯县	5000t/d	
2010-9-15	天山股份发布公告	乌鲁木齐	2×5000t/d	2×5000t/d 新型干法水泥生产线一期水泥窑协同处理污泥工程
		哈密	5000t/d	
		吐鲁番	3000t/d	
		富蕴	3000t/d	
		额敏	3000t/d	
		和静	5000t/d	
		阿克苏地区库车县	5000t/d	
2010-9-10	伊犁天山	伊犁察布查尔	4500t/d	当日开工
2010-9-2	红狮水泥	阿克苏地区库	2*200万吨	与政府签合作协议
2010-8-30	天山股份13.8亿多元	喀什	2*4000t/d	8月底开工
2010-8-29	山水集团2×5000水泥项目在新	喀什	2*5000t/d	
2010-8-12	青松建化	五家渠市	3000t/d	
2010-6-9	新疆银鹰工贸	乌苏市	3000t/d	当日开工
小计			88500t/d	3703.73万吨

来源：数字水泥 公司公告 国金证券研究所

投资建议

基于新疆良好的需求预期，尤其近两年的景气还能维持在高位，水泥企业业绩风险不大，预计 2010-2012 年青松建化实现 EPS 分别达到 0.602、0.854、1.216 元（摊薄后），维持前期买入评级，需要提示的估值受到区域产能快速扩张的风险。

图表 7：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**687**	**950**	**1,250**	**1,595**	**2,143**	**2,867**
增长率		*38.3%*	*31.6%*	*27.5%*	*34.4%*	*33.8%*
主营业务成本	-523	-714	-893	-1,124	-1,514	-2,022
%销售收入	*76.1%*	*75.2%*	*71.4%*	*70.5%*	*70.6%*	*70.5%*
毛利	164	236	357	471	629	846
%销售收入	*23.9%*	*24.8%*	*28.6%*	*29.5%*	*29.4%*	*29.5%*
营业税金及附加	-5	-7	-12	-14	-19	-26
%销售收入	*0.8%*	*0.8%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-23	-26	-31	-40	-54	-72
%销售收入	*3.3%*	*2.7%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*
管理费用	-69	-85	-103	-136	-171	-229
%销售收入	*10.0%*	*8.9%*	*8.2%*	*8.5%*	*8.0%*	*8.0%*
息税前利润（EBIT）	67	118	211	281	385	519
%销售收入	*9.8%*	*12.4%*	*16.9%*	*17.6%*	*18.0%*	*18.1%*
财务费用	-33	-26	-28	-16	-9	-7
%销售收入	*4.8%*	*2.7%*	*2.2%*	*1.0%*	*0.4%*	*0.2%*
资产减值损失	-4	-3	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	14	9	10	12	40
%税前利润	*12.1%*	*8.9%*	*3.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*5.6%*
营业利润	41	103	193	275	387	550
营业利润率	*6.0%*	*10.8%*	*15.4%*	*17.2%*	*18.0%*	*19.2%*
营业外收支	51	54	74	88	118	158
税前利润	**92**	**157**	**268**	**362**	**505**	**708**
利润率	*13.5%*	*16.5%*	*21.4%*	*22.7%*	*23.5%*	*24.7%*
所得税	-10	-32	-47	-54	-76	-106
所得税率	*10.9%*	*20.5%*	*17.6%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	82	125	221	308	429	602
少数股东损益	5	5	14	20	20	20
归属于母公司的净	**77**	**120**	**207**	**288**	**409**	**582**
净利率	*11.2%*	*12.6%*	*16.5%*	*18.1%*	*19.1%*	*20.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	77	125	221	308	429	602
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	81	118	175	211	239
非经营收益	31	16	23	-71	-108	-175
营运资金变动	-32	-24	-30	-62	-49	-71
经营活动现金净流	**153**	**197**	**332**	**351**	**483**	**595**
资本开支	-298	-493	-752	-513	-391	-352
投资	-3	0	-26	-1	0	0
其他	20	0	5	10	12	40
投资活动现金净流	**-281**	**-493**	**-774**	**-504**	**-379**	**-312**
股权募资	684	11	42	673	0	0
债权募资	-28	-16	439	-125	0	1
其他	-33	-55	-102	-24	-85	-85
筹资活动现金净流	**623**	**-60**	**379**	**524**	**-85**	**-84**
现金净流量	**495**	**-357**	**-63**	**371**	**20**	**199**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	673	313	245	616	635	834
应收款项	103	104	148	168	285	458
存货	176	255	294	339	456	609
其他流动资产	53	132	122	171	229	305
流动资产	1,005	804	809	1,294	1,605	2,207
%总资产	*48.9%*	*35.6%*	*26.4%*	*32.5%*	*35.0%*	*40.4%*
长期投资	120	133	171	172	171	171
固定资产	909	1,296	2,030	2,454	2,753	3,025
%总资产	*44.3%*	*57.4%*	*66.2%*	*61.7%*	*60.0%*	*55.4%*
无形资产	14	21	53	54	54	55
非流动资产	1,049	1,455	2,258	2,682	2,981	3,253
%总资产	*51.1%*	*64.4%*	*73.6%*	*67.5%*	*65.0%*	*59.6%*
资产总计	**2,054**	**2,260**	**3,067**	**3,976**	**4,586**	**5,460**
短期借款	338	235	122	0	0	0
应付款项	220	320	515	544	773	1,088
其他流动负债	15	30	18	104	118	137
流动负债	573	585	655	648	891	1,225
长期贷款	165	252	804	804	804	805
其他长期负债	0	3	3	0	0	0
负债	**738**	**840**	**1,461**	**1,451**	**1,695**	**2,030**
普通股股东权益	1,277	1,368	1,505	2,404	2,750	3,270
少数股东权益	38	52	101	121	141	161
负债股东权益合计	**2,054**	**2,260**	**3,067**	**3,976**	**4,586**	**5,460**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.314	0.326	0.561	0.602	0.854	1.216
每股净资产	5.194	3.710	4.079	5.021	5.745	6.831
每股经营现金净流	0.623	0.533	0.900	0.733	1.010	1.242
每股股利	0.050	0.100	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.04%	8.78%	13.75%	11.98%	14.87%	17.79%
总资产收益率	3.76%	5.32%	6.75%	7.24%	8.92%	10.66%
投入资本收益率	3.31%	4.93%	6.88%	7.18%	8.86%	10.41%
增长率						
主营业务收入增长率	34.23%	38.28%	31.63%	27.55%	34.40%	33.77%
EBIT增长率	48.92%	75.16%	78.87%	32.94%	37.01%	34.78%
净利润增长率	75.53%	55.68%	72.24%	39.18%	42.03%	42.29%
总资产增长率	45.44%	10.03%	35.71%	29.64%	15.35%	19.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.0	27.1	20.3	20.0	30.0	40.0
存货周转天数	121.0	110.1	112.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	76.0	87.1	125.6	120.0	130.0	140.0
固定资产周转天数	360.5	351.9	462.5	439.3	343.7	266.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.91%	12.24%	42.39%	7.45%	5.82%	-0.86%
EBIT利息保障倍数	2.0	4.5	7.6	18.1	41.3	73.3
资产负债率	35.94%	37.16%	47.66%	36.51%	36.96%	37.17%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	6	6
买入	0	0	2	10	13
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**0**	**1.67**	**1.70**	**1.73**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

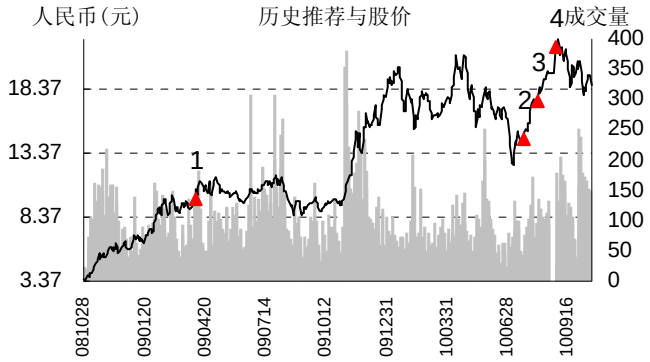
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-03	买入	9.72	N/A
2	2010-07-19	买入	14.42	24.00 ~ 24.00
3	2010-08-05	买入	17.35	N/A
4	2010-08-31	买入	21.64	24.00 ~ 24.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室