

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 15.37元

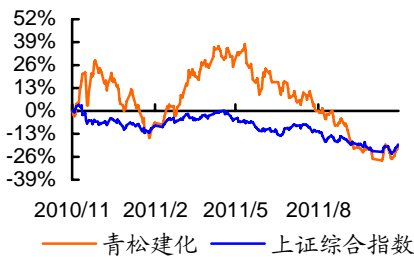
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2473.41
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	74
EPS (TTM)	0.97
每股净资产(元)	5.50
资产负债率	40.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	3.09	-20.40	-34.76
上证综合指数	3.40	-8.69	-14.33



相关报告

- 《青松建化-量价齐升推动公司业绩快速增长》2011-7-18
- 《青松建化-2011年中期快报点评》2011-7-5
- 《青松建化-增发确保公司未来增长 但对每股业绩摊薄明显》2011-6-21

青松建化

600425

推荐

三季度盈利能力创新高

公司公布 2011 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 16.93 亿元, 同比增长 27%, 归属母公司净利润 4 亿元, 同比增长 65%, 基本每股收益 0.84 元, 符合我们预期。

投资要点:

- **三季度吨净利高达 92 元左右。**三季度公司水泥销量约 250 万吨, 按 2.3 亿元净利润测算, 吨净利高达 92 元, 较上半年吨净利 86 元环比有所上升。虽然三季度新疆水泥价格有所回落, 但有两个原因, 我们认为公司水泥销售均价回落相对有限, 一是公司产能以南疆为主, 而南疆价格回落较北疆幅度小; 二是南疆水泥需求以民用市场为主, 重点工程相对较少, 而受影响较大的恰好是重点工程领域, 民用市场受影响程度相对较小。
- **销量有所增加, 但低于年初预期。**三季度本部 2500t/d 和乌苏 3000t/d 生产线相继投产, 对销量增长有一定贡献, 但库车二线 5000t/d 没有在三季度按期投产, 因此全年销量预计将低于年初公司的目标, 我们认为全年销量在 600 万吨左右。
- **三季度毛利率和净利率均创历史新高。**三季度公司毛利率为 38.7%, 同比上升约 9 个百分点; 净利率为 27%, 同比上升约 8 个百分点, 创历史最好水平。
- **虽然处于生产线投资高峰期, 但资金压力不大。**前三季公司资本开支 13 亿元, 较去年同期增加将近 10 亿元, 但由于公司经营性现金净流量较去年同期新增 3.2 亿元, 加上去年公司配股募集资金 7 亿元, 资金压力不大。对未来大规模生产线投资, 公司将继续通过权益融资募集, 因此公司资金压力不大。
- **投资评级“推荐”。**综上所述, 预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.99、1.46、2.17 元, 目前股价对应 11 年 15.47 倍 PE, 给予“推荐”评级。

风险提示:

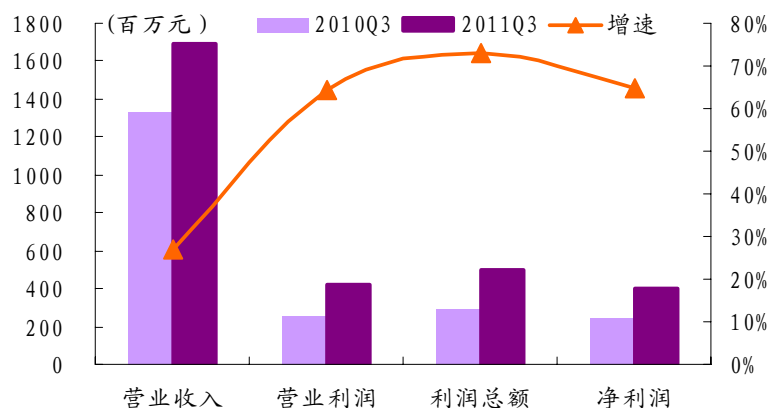
- 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1754	2357	3530	5050
同比(%)	40%	34%	50%	43%
归属母公司净利润(百万元)	305	476	697	1038
同比(%)	47%	56%	47%	49%
毛利率(%)	28.8%	34.8%	33.8%	33.2%
ROE(%)	12.6%	17.6%	20.5%	23.4%
每股收益(元)	0.64	0.99	1.46	2.17
P/E	24.14	15.47	10.55	7.09
P/B	3.04	2.72	2.16	1.66
EV/EBITDA	16	9	6	4

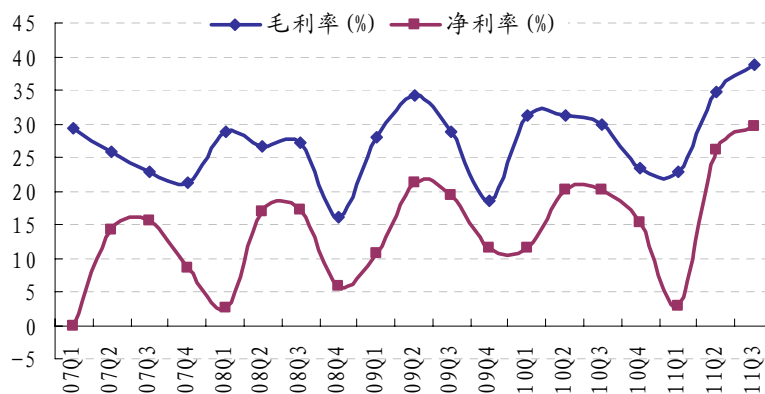
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司三季度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营数据

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
收入 (亿元)	1.34	4.27	4.59	2.31	1.53	5.49	6.32	4.20	1.78	7.37	7.78
环比增速	-32.0%	219.0%	7.7%	-49.8%	-33.5%	257.7%	15.1%	-33.5%	-57.6%	314.3%	5.6%
毛利率 (%)	28.0	34.1	28.7	18.4	31.2	31.1	29.9	23.3	22.8	34.6	38.7
费用率	19.1%	7.0%	10.9%	24.3%	21.2%	10.0%	9.2%	22.2%	22.4%	8.3%	8.8%
归属股东净利润 (亿元)	0.14	0.87	0.85	0.21	0.17	1.06	1.19	0.62	0.06	1.84	2.10
环比增速	0.8%	537.6%	-2.3%	-74.7%	-19.7%	514.5%	12.8%	-47.8%	-90.2%	2928.0%	14.0%
净利率 (%)	10.2	20.4	18.5	9.3	11.2	19.3	18.9	14.8	3.4	25.0	27.0

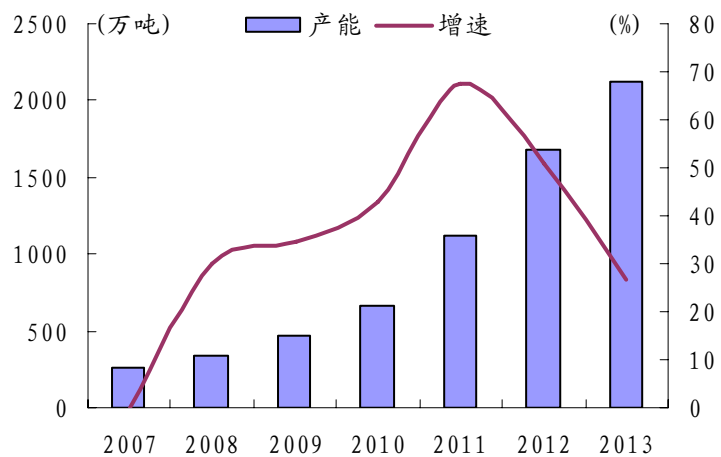
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司 10-13 年新投产水泥生产线

项目名称	所在区域	投产时间	水泥产能(万吨/年)
本部 2500t/d	南疆	2011 年 6 月	100
乌苏 3000t/d	北疆	2011 年 8 月	120
库车二线 5000t/d	南疆	2011 年 10 月	230
青松水泥一线 7500t/d	北疆	2012 年	325
克州二线 6000t/d	南疆	2012 年	240
青松水泥二线 7500t/d	北疆	2013 年	325
五家渠 3000t/d	北疆	2013 年	120
累计			1460

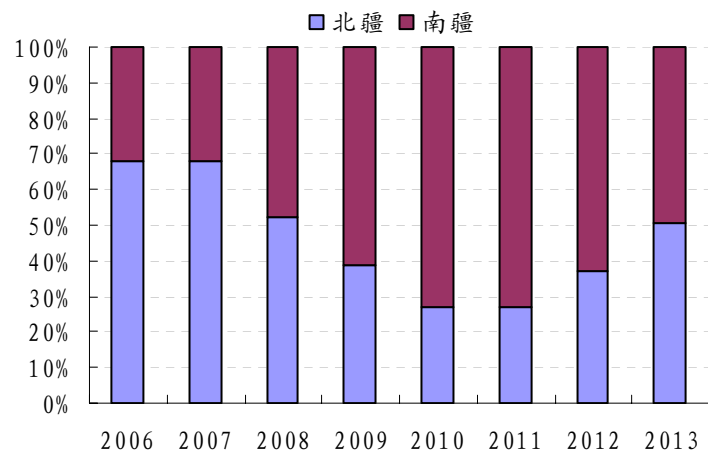
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司水泥产能及增速



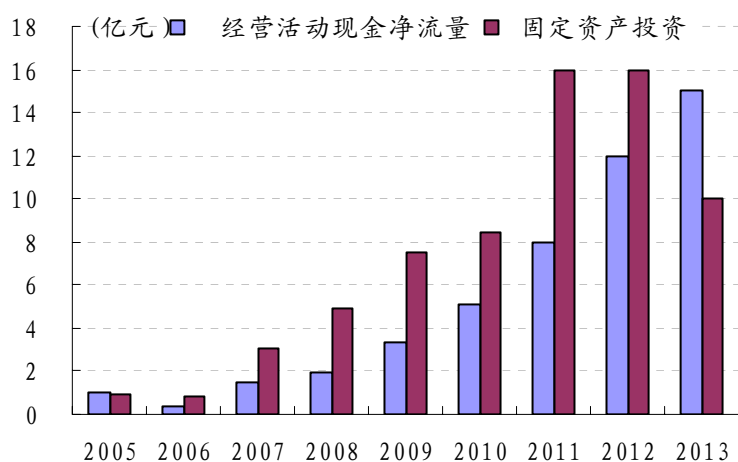
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司水泥产能区域分布



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司经营现金净流量与固定资产投资情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
水泥产能 (万吨)	465	665	1115	1680	2125
水泥销量 (万吨)	327.4	468.2	600	900	1300
+/-		43%	28%	50%	44%
单位价格 (元/吨)	312.6	313	352	355	355
+/-		0%	12%	1%	0%
单位成本 (元/吨)	221.2	220.3	228	233	235
+/-		0%	3%	2%	1%
毛利率	29.24%	29.6%	35.2%	34.4%	33.8%
水泥制品					
营业收入 (百万元)	94.2	132.3	165.0	185.0	215.00
毛利率	28.4%	30.3%	32.0%	30.0%	30.0%
化工					
营业收入 (百万元)	68.5	84.4	80.0	150.0	220.00
毛利率	29.7%	27.3%	29.0%	27.0%	24.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1656	2114	2750	3224	营业收入	1754	2357	3530	5050
现金	842	1000	1200	1200	营业成本	1249	1537	2336	3373
应收账款	76	129	194	278	营业税金及附加	16	21	33	47
其它应收款	10	31	29	45	营业费用	42	57	85	121
预付账款	325	384	467	506	管理费用	148	189	282	404
存货	359	498	732	1039	财务费用	49	105	171	199
其他	45	72	128	155	资产减值损失	5	10	10	10
非流动资产	2788	4268	5636	6376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	221	280	400	600	投资净收益	18	20	50	80
固定资产	2127	3639	4911	5421	营业利润	263	459	663	976
无形资产	76	148	220	292	营业外收入	114	150	234	337
其他	363	201	105	63	营业外支出	12	14	23	40
资产总计	4444	6381	8386	9600	利润总额	365	595	873	1274
流动负债	876	1998	2661	2092	所得税	47	89	131	191
短期借款	120	1032	1358	401	净利润	319	506	742	1083
应付账款	414	554	879	1201	少数股东损益	14	30	45	45
其他	342	413	423	491	归属母公司净利润	305	476	697	1038
非流动负债	932	1434	2034	2734	EBITDA	489	835	1256	1717
长期借款	904	1404	2004	2704	EPS (元)	0.64	0.99	1.46	2.17
其他	29	30	30	30					
负债合计	1809	3432	4695	4826	主要财务比率				
少数股东权益	218	248	293	338	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	479	479	479	479	成长能力				
资本公积	1304	1304	1304	1304	营业收入	40.3%	34.4%	49.8%	43.1%
留存收益	624	908	1606	2643	营业利润	36.2%	74.4%	44.5%	47.3%
归属母公司股东权益	2418	2702	3399	4437	归属于母公司净利润	47.3%	56.0%	46.7%	48.8%
负债和股东权益	4444	6381	8386	9600	获利能力				
					毛利率	28.8%	34.8%	33.8%	33.2%
					净利率	17.4%	20.2%	19.8%	20.5%
					ROE	12.6%	17.6%	20.5%	23.4%
					ROIC	9.7%	11.1%	12.5%	15.9%
					偿债能力				
					资产负债率	40.7%	53.8%	56.0%	50.3%
					净负债比率	66.94	76.79%	75.88	68.47%
					流动比率	1.89	1.06	1.03	1.54
					速动比率	1.48	0.81	0.76	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.44	0.48	0.56
					应收账款周转率	21	21	20	20
					应付账款周转率	3.10	3.18	3.26	3.24
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.99	1.46	2.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.56	2.50	3.46
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.64	7.10	9.27
					估值比率				
					P/E	24.14	15.47	10.55	7.09
					P/B	3.04	2.72	2.16	1.66
					EV/EBITDA	16	9	6	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434