

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: 15.00元

当前股价: 12.48元

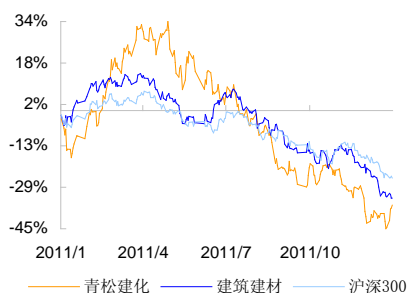
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2275.01
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	59
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	40.70%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	-4.61	-5.37	-35.14
建筑建材	-6.41	-12.71	-33.56
沪深300指数	-2.71	-4.75	-21.66



相关报告

青松建化-公司非公开发行方案修改的点评 2011-11-14

青松建化-三季度盈利能力创新高 2011-10-31

青松建化-量价齐升推动公司业绩快速增长 2011-07-18

青松建化

600425

推荐

11年增长量价齐升 12年增长靠量驱动

公司今日公布2011年业绩快报, 2011年公司实现营业收入21.85亿元, 同比增长24.59%; 实现归属母公司净利润4.65亿元, 同比增长52.53%; 基本每股收益0.97元, 略低于我们0.99元的预期。

投资要点:

- **全年吨净利预计约77元。**预计2011年全年销量约600万吨, 按4.65亿元净利润测算, 吨净利约为77元, 全年业绩实现量价齐升; 吨净利高于天山股份的60元, 主要原因是两者少数股东权益的差异。
- **11年农民安居房建设是南疆需求的一大亮点, 12年依然如此。**新疆超过60%的农民居住在南疆, 农民安居房建设以南疆为主。11年宏观调控对基建项目影响较大, 但对南疆的农民安居房建设影响较小, 因此从水泥价格上看, 下半年以来, 南疆水泥价格回落幅度远小于北疆, 我们认为12年农民安居房建设依然是南疆需求的亮点。
- **12年南疆部分区域供给有压力, 对公司业绩有影响。**11年新疆共有17条水泥生产线投产, 新增熟料产能1600万吨, 新增产能中900万吨分布在南疆, 尤其是喀什地区, 但由于新疆幅员辽阔, 加上运力有限, 因此供给压力主要集中在喀什及其周边地区。12年公司南疆产能约占80%, 南疆部分区域的供给压力对公司会有一定影响, 业绩增长主要靠量驱动。
- **生产线建设高峰, 资本需求靠增发解决。**由于有多条5000t/d以上水泥生产线拟建或在建, 未来两三年资本开支预计高达40亿元, 公司主要靠增发来解决资金需求, 目前非公开发行已获发审委审核通过, 预计12年能完成发行, 募集资金顺利到位。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS分别为0.97、1.16、1.36元, 发行2.62亿股摊薄后11-13年EPS分别为0.63、0.75、0.88元, 目前股价对应12年摊薄后16.64倍PE, 给予“推荐”评级。

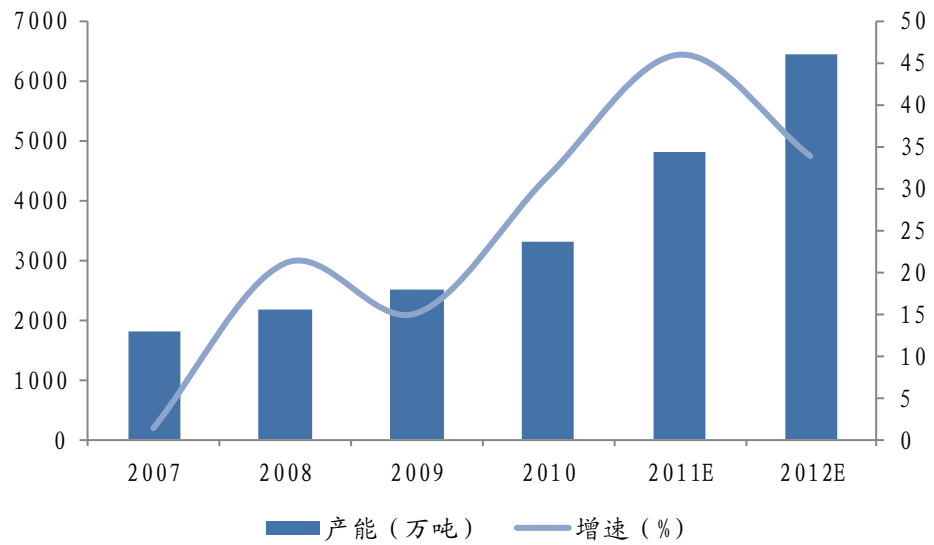
风险提示: 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1754	2345	3350	4395
收入同比(%)	40%	34%	43%	31%
归属母公司净利润	305	466	555	652
净利润同比(%)	47%	53%	19%	17%
毛利率(%)	28.8%	34.5%	31.6%	29.4%
ROE(%)	12.6%	17.3%	17.1%	16.7%
每股收益(元)	0.64	0.97	1.16	1.36
P/E	19.60	12.81	10.77	9.17
P/B	2.47	2.22	1.84	1.53
EV/EBITDA	13	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

图 1 新疆熟料产能及增速



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

图 2 新疆 2011 年新增熟料产能区域分布

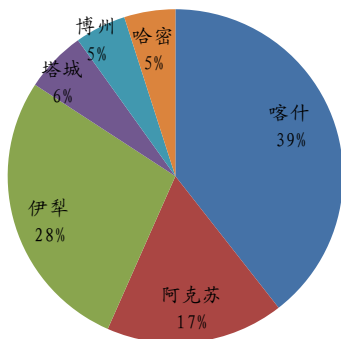
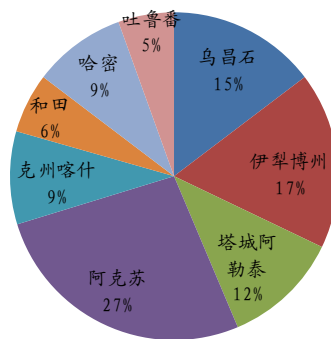


图 3 新疆 2012 年新增熟料产能区域分布



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

表 1 2011 年新疆投产水泥熟料生产线

	地区	企业名称	生产线地址	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨/年)	投产时间		
1	博州	精河昆仑水泥	精河	2500	77.5	2011 年 10 月		
2	塔城	青松建化	乌苏	3000	93	2011 年 7 月		
3	北疆	霍城三山水泥公司	清水河	3000	93	2011 年 8 月		
4			特克斯	2500	77.5	2011 年 5 月		
5			伊犁	屯河水泥	察布查尔	4500	139.5	2011 年 9 月
6			察布查尔	金龙水泥	4000	124	2011 年 9 月	

7		天山多浪	阿克苏	3200	99.2	2011年4月
8	阿克苏	青松建化	阿克苏	2500	77.5	2011年6月
9		天基水泥一期	温宿	3000	93	年底
10		新森水泥	疏勒	2500	77.5	2011年7月
11		隆基水泥一线	莎车	2500	77.5	2011年9月
12	南疆	喀什天山	喀什	4000	124	2011年9月
13	喀什	叶城天山	叶城	4000	124	2011年8月
14		飞龙水泥	喀什	2000	62	2011年7月
15		红旗水泥	喀什	2500	77.5	年底
16		前海水泥	图木舒克	2500	77.5	2011年5月
17	东疆	哈密	弘衣	2500	77.5	2011年上半年
合计				1571.7		

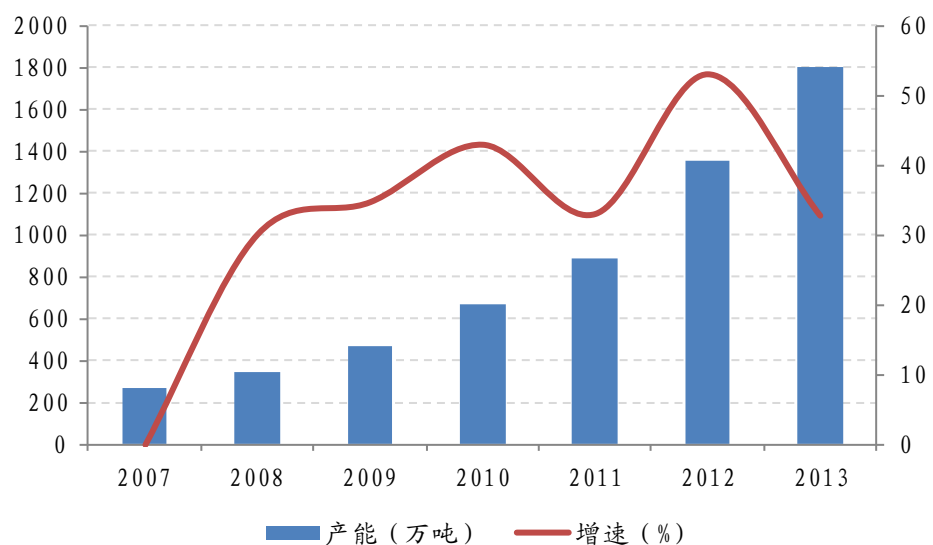
资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

表 2 公司 11-13 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	2012年	230
克州二线 6000t/d	南疆	2012年	240
青松水泥一线 7500t/d	北疆	2013年	325
五家渠 3000t/d	北疆	2013年	120
累计			1135

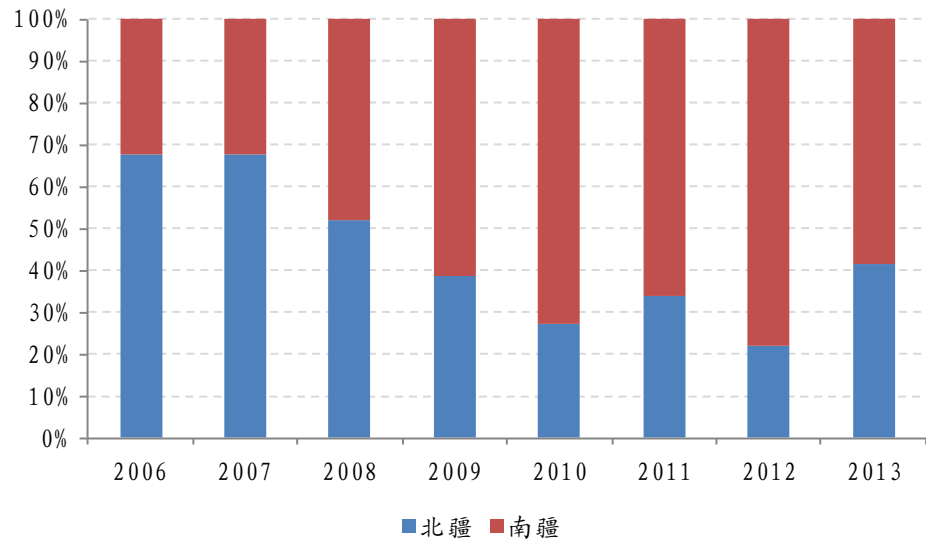
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司水泥产能增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司水泥产能增长情况



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	885	1355	1800
水泥销量 (万吨)	327.4	468.2	600	900	1200
+/-		43%	28%	50%	33%
单位价格 (元/吨)	312.6	313	350	335	330
+/-		0%	12%	-4%	-1%
单位成本 (元/吨)	221.2	220.3	228	228	232
+/-		0%	3%	0%	2%
毛利率	29.24%	29.6%	34.9%	31.9%	29.7%
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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1656	2112	2509	2837
现金	842	1000	1000	1000
应收账款	76	128	184	242
其他应收款	10	30	27	39
预付账款	325	384	458	465
存货	359	498	718	956
其他流动资产	45	72	121	135
非流动资产	2788	4268	5586	6750
长期投资	221	280	350	400
固定资产	2127	3639	4911	5995
无形资产	76	148	220	292
其他非流动资产	363	201	105	63
资产总计	4444	6380	8095	9588
流动负债	876	2007	2522	2617
短期借款	120	1040	1241	1044
应付账款	414	554	862	1104
其他流动负债	342	412	418	469
非流动负债	932	1434	2034	2734
长期借款	904	1404	2004	2704
其他非流动负债	29	30	30	30
负债合计	1809	3440	4556	5351
少数股东权益	218	248	293	338
股本	479	479	479	479
资本公积	1304	1304	1304	1304
留存收益	624	899	1454	2105
归属母公司股东权益	2418	2692	3247	3899
负债和股东权益	4444	6380	8095	9588

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	514	741	1089	1404
净利润	319	496	600	697
折旧摊销	177	271	422	568
财务费用	49	105	170	216
投资损失	-18	-20	-30	-40
营运资金变动	-23	-112	-87	-43
其他经营现金流	11	0	14	6
投资活动现金流	-856	-1719	-1720	-1690
资本支出	835	1600	1600	1600
长期投资	-47	59	70	50
其他投资现金流	-69	-60	-50	-40
筹资活动现金流	918	1137	631	286
短期借款	10	920	201	-197
长期借款	100	500	600	700
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	569	0	0	0
其他筹资现金流	129	-284	-170	-216
现金净增加额	576	158	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1754	2345	3350	4395
营业成本	1249	1537	2291	3102
营业税金及附加	16	21	31	41
营业费用	42	56	80	105
管理费用	148	188	268	352
财务费用	49	105	170	216
资产减值损失	5	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	20	30	40
营业利润	263	448	529	609
营业外收入	114	150	200	250
营业外支出	12	14	23	40
利润总额	365	584	706	820
所得税	47	88	106	123
净利润	319	496	600	697
少数股东损益	14	30	45	45
归属母公司净利润	305	466	555	652
EBITDA	489	824	1122	1394
EPS (元)	0.64	0.97	1.16	1.36

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.3%	33.7%	42.9%	31.2%
营业利润	36.2%	70.3%	18.1%	15.2%
归属于母公司净利润	47.3%	53.0%	19.0%	17.5%
获利能力				
毛利率	28.8%	34.5%	31.6%	29.4%
净利率	17.4%	19.9%	16.6%	14.8%
ROE	12.6%	17.3%	17.1%	16.7%
ROIC	9.7%	10.9%	10.5%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	40.7%	53.9%	56.3%	55.8%
净负债比率	66.94	76.85%	75.63	73.77%
流动比率	1.89	1.05	0.99	1.08
速动比率	1.48	0.80	0.71	0.72
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.43	0.46	0.50
应收账款周转率	21	21	20	19
应付账款周转率	3.10	3.18	3.24	3.15
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.97	1.16	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.55	2.27	2.93
每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.62	6.78	8.14
估值比率				
P/E	19.60	12.81	10.77	9.17
P/B	2.47	2.22	1.84	1.53
EV/EBITDA	13	8	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-14	青松建化 - 公司非公开发行方案修改的点评
2011-10-31	青松建化-三季度盈利能力创新高
2011-07-18	青松建化-量价齐升推动公司业绩快速增长
2011-07-05	青松建化-2011 年中期快报点评
2011-06-21	青松建化-增发确保公司未来增长 但对每股业绩摊薄明显
2011-04-25	青松建化-一季度业绩下滑不改全年增长的脚步
2011-03-09	青松建化-年报超预期, 未来两年产能符合增长率 50%以上

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 ±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, 7 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

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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