

**水泥制造**

**署名人: 李凡**

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**参与人: 王钦**

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

**6-12个月目标价: 25.00元**

当前股价: 21.37元

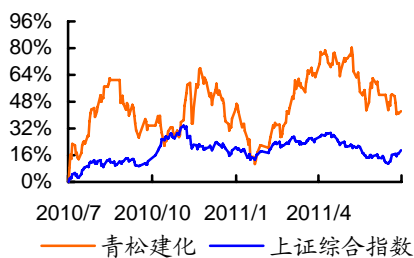
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2816.36
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	102
EPS (TTM)	0.61
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	-10.21	0.00	0.98
上证综合指数	3.24	0.00	-0.78



**相关报告**

《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-一季度业绩下滑不改全年增长的脚步》2011-4-25

《青松建化-年报超预期, 未来两年产能符合增长率 50%以上》2011-3-9

**青松建化**

**600425**

**推荐**

**2011 年中期快报点评**

7月6日, 公司公告2011年中期业绩快报, 上半年实现营业收入9.15亿元, 同比增长30%; 营业利润1.91亿元, 同比增长50.7%; 归属母公司净利润1.9亿元, 同比增长54.5%; 每股收益0.40元, 基本符合我们预期。

**投资要点:**

- **预计上半年公司水泥销量约为 230 万吨, 水泥销售均价约为 354 元/吨。**其中一季度销量约 40 万吨, 二季度约 190 万吨。预计公司非水泥业务收入约 1 亿元, 则水泥业务收入 8.15 亿元, 上半年公司水泥销售均价 354 元/吨, 高出去年全年均价 40 元/吨。
- **预计上半年公司水泥单吨净利约 80 元, 二季度水泥单吨净利约 90 元。**公司上半年净利润 1.9 亿元, 二季度净利润 1.84 亿元, 由于公司非水泥业务贡献利润非常有限, 净利润基本全由水泥业务贡献, 据此测算, 上半年公司水泥单吨净利约 80 元/吨, 二季度约 90 元/吨。
- **北疆产能占比不高限制了公司水泥单吨净利进一步提升。**上半年需求旺季以来, 北疆水泥价格基本在 500 元/吨以上, 而南疆水泥价格基本在 500 元/吨以下, 公司由于北疆产能仅占 27%, 限制了其水泥单吨净利的进一步提升。
- **今年新投产生产线在下半年将贡献部分业绩。**公司今年有三条新型干法水泥生产线投产, 分别是本部 2500t/d 特种水泥生产线, 乌苏 3000t/d 和库车二线 5000t/d 新型干法水泥生产线, 预计下半年开始贡献业绩, 但由于新疆生产线达产期较内地长, 这几条生产线能否顺利达产决定公司产量能否达到既定目标。
- **不排除下半年新疆水泥价格继续上涨的可能性。**虽然目前新疆水泥价格有所回落, 但整体需求依然旺盛, 7-9 月份是新疆施工高峰期, 不排除下半年水泥价格继续上涨的可能。
- **投资评级“推荐”。**预测公司 11-13 年 EPS 分别为 1.26、1.98、2.79 元, 目前股价对应 11 年 17 倍 PE; 考虑增发摊薄, 公司 11-13 年 EPS 分别为 0.91、1.44、2.03 元, 目前股价对应 11 年 23 倍 PE, 考虑到新疆水泥市场的景气度以及公司未来的成长性, 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	2709	4114	5870
同比(%)	40%	54%	52%	43%
归属母公司净利润(百万元)	305	602	949	1337
同比(%)	47%	97%	58%	41%
毛利率(%)	28.8%	38.3%	38.2%	37.0%
ROE(%)	12.6%	21.3%	25.1%	26.1%
增发摊薄前每股收益(元)	0.64	1.26	1.98	2.79
增发摊薄后每股收益(元)	0.46	0.91	1.44	2.03
P/E	33.56	17.00	10.78	7.65
P/B	4.23	3.62	2.71	2.00
EV/EBITDA	22	11	7	5

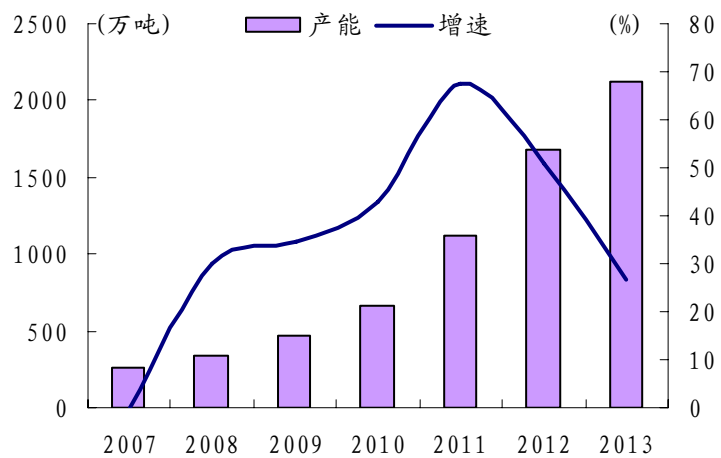
资料来源: 中投证券研究所

表 1 预计公司上半年水泥单吨价格及单吨净利润

2011 年	一季度	二季度	上半年
水泥销量(万吨)	40	190	230
总收入(万元)	17796	73722	91518
其他收入(万元)	2000	8000	10000
水泥收入(万元)	15796	65722	81518
净利润(万元)	608	18410	19018
单吨价格(元)	395	346	354
单吨净利润(元)	15.2	96.89	82.69

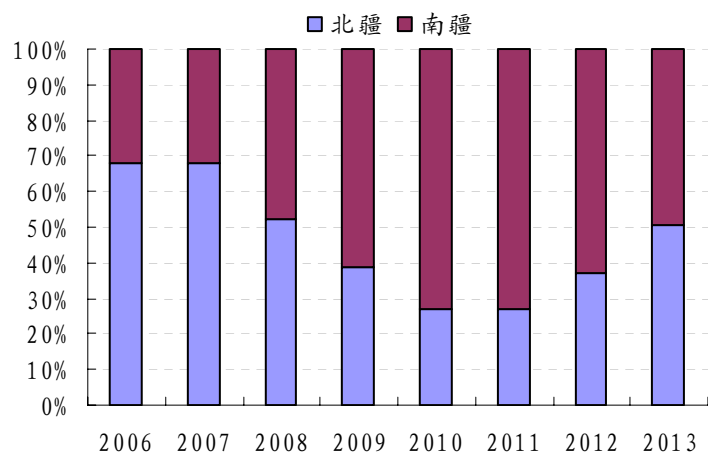
资料来源：公司公告、中国水泥协会、中投证券研究所

图 1 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 2 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

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)
克州 2500t/d	南疆	2010 年 3 月	100
巴州 2500t/d	南疆	2010 年 6 月	100
本部 2500t/d	南疆	2011 年 6 月	100

库车二线 5000t/d	南疆	2011 年下半年	230
乌苏 3000t/d	北疆	2011 年下半年	120
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			1660

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
<b>水泥</b>					
水泥产能 (万吨)	465	665	1115	1680	2125
水泥销量 (万吨)	327.4	468.2	670	980	1400
+/-		43%	39%	51%	69%
单位价格 (元/吨)	312.6	313	370	380	380
+/-		0%	18%	3%	0%
单位成本 (元/吨)	221.2	220.3	225	230	235
+/-		0%	2%	2%	2%
毛利率	29.24%	29.6%	39.2%	39.5%	38.2%
<b>水泥制品</b>					
营业收入 (百万元)	94.2	132.3	150.0	170.0	190.00
毛利率	28.4%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>化工</b>					
营业收入 (百万元)	68.5	84.4	80.0	220.0	360.00
毛利率	29.7%	27.3%	27.0%	23.0%	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
<b>流动资产</b>	1656	2231	3250	4988	<b>营业收入</b>	1754	2709	4114	5870
现金	842	1000	1527	2719	营业成本	1249	1671	2542	3697
应收账款	76	153	235	339	营业税金及附加	16	24	38	54
其它应收款	10	37	35	55	营业费用	42	69	102	145
预付账款	325	418	508	554	管理费用	148	231	345	496
存货	359	541	797	1139	财务费用	49	61	85	101
其他	45	83	149	180	资产减值损失	5	5	5	5
<b>非流动资产</b>	2788	3694	4541	5386	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	70	120
固定资产	2127	3065	3816	4431	<b>营业利润</b>	263	669	1066	1492
无形资产	76	148	220	292	营业外收入	114	142	180	250
其他	363	201	105	63	营业外支出	12	14	23	40
<b>资产总计</b>	4444	5925	7791	10374	<b>利润总额</b>	365	796	1223	1703
<b>流动负债</b>	876	1371	1598	2033	所得税	47	119	183	255
短期借款	120	344	200	200	<b>净利润</b>	319	677	1039	1447
应付账款	414	602	957	1316	少数股东损益	14	75	90	110
其他	342	424	441	517	<b>归属母公司净利润</b>	305	602	949	1337
<b>非流动负债</b>	932	1434	2034	2734	EBITDA	489	975	1495	2030
长期借款	904	1404	2004	2704	增发摊薄前 EPS (元)	0.64	1.26	1.98	2.79
其他	29	30	30	30	增发摊薄后 EPS (元)	0.46	0.91	1.44	2.03
<b>负债合计</b>	1809	2804	3632	4767	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	218	293	383	493	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	479	479	479	479	<b>成长能力</b>				
资本公积	1304	1304	1304	1304	营业收入	40.3%	54.5%	51.9%	42.7%
留存收益	624	1034	1984	3321	营业利润	36.2%	154.1%	59.5%	40.0%
归属母公司股东权益	2418	2828	3777	5114	归属于母公司净利润	47.3%	97.4%	57.8%	40.9%
<b>负债和股东权益</b>	4444	5925	7791	10374	<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.8%	38.3%	38.2%	37.0%
					净利率	17.4%	22.2%	23.1%	22.8%
					ROE	12.6%	21.3%	25.1%	26.1%
					ROIC	9.7%	16.3%	21.0%	25.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.7%	47.3%	46.6%	46.0%
					净负债比率	66.94	69.46%	66.18	65.11%
					流动比率	1.89	1.63	2.03	2.45
					速动比率	1.48	1.23	1.54	1.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.52	0.60	0.65
					应收账款周转率	22	23	20	20
					应付账款周转率	3.10	3.29	3.26	3.25
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	1.26	1.98	2.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.65	2.69	3.66
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.91	7.89	10.68
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.56	17.00	10.78	7.65
					P/B	4.23	3.62	2.71	2.00
					EV/EBITDA	22	11	7	5

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 ±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。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