

青松建化 (600425.SH)

谨慎推荐 调低评级

## 四季度毛利率大幅下滑

分析师: 洪亮 电话: (8610) 6656 8750 邮箱: hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010005

特别鸣谢: 张婧 电话: (8610) 83571305 邮箱: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

### 1. 事件

青松建化3月10日发布了2011年年度报告。2011年公司实现营业收入22.20亿元,同比增长了26.56%;归属于上市公司股东净利润4.65亿元,同比增长了52.61%,EPS为0.97元。其中四季度实现营业收入5.27亿元,同比增长了20.3%,实现归属于上市公司股东净利润为6513.45万元,同比增长了4.32%,EPS为0.14元。

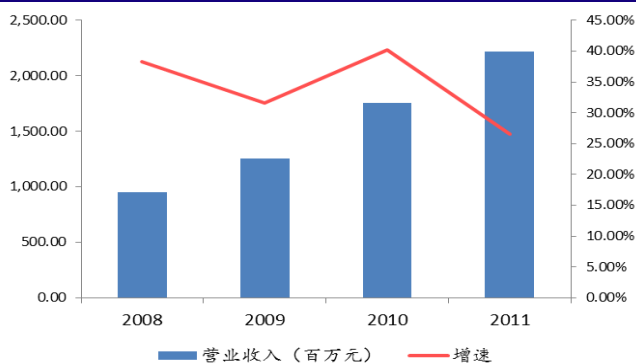
### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 价量齐升, 助推公司业绩增长

公司2011年盈利增长的主要来源是依靠水泥业务的价格和销量的增长。我们预计公司2011年水泥销量约为600万吨,同比增长了25%。2011年水泥销售综合均价为311元/吨,较2010年305元/吨上涨了6元/吨,而综合成本由2010年的215元/吨下降到207元/吨,因此公司水泥业务的综合毛利率较上年提高了3.83个百分点。吨毛利达到了104元/吨,吨净利大约为77.53元/吨,较去年同期提高了14.3元/吨。

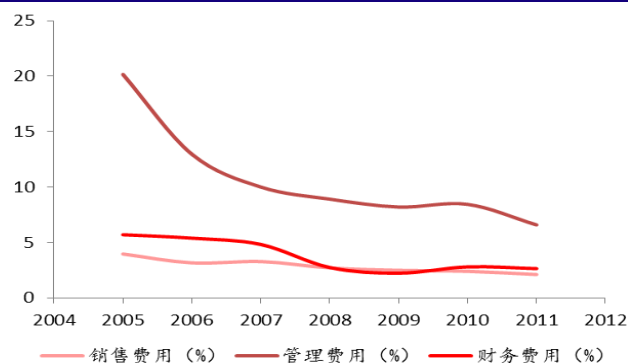
期间费用有较大幅度下降,其中管理费用大幅下降了1.85个百分点。公司2011年三项期间费用占比由2010年的13.64%下降到11.34%。其中管理费用下降幅度较大,由2010年的8.44%下降到6.59%,销售费用和财务费用占比也有所减少,表明公司的管理水平在不断的改善。

图1: 青松建化营业收入增长



资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

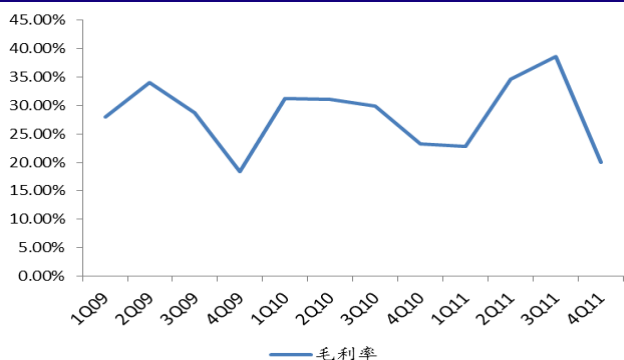
图2: 三项费用逐年下滑



资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

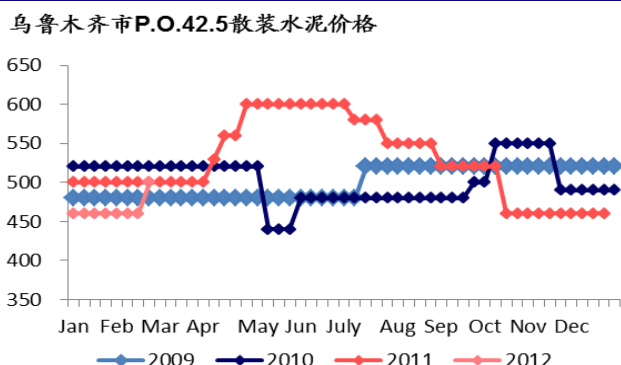
四季度公司毛利率环比下滑近两年最低点, 主要原因来自于疆内供给的冲击和需求的大幅下滑。第四季度公司毛利率从第三季度的38.69%下降到19.97%, 主要是由于新疆新增水泥生产线陆续投产大量产能的释放, 加之四季度是疆内的淡季, 基建和房地产投资均有所放缓。新疆乌鲁木齐的价格也由上半年的600元/吨下滑至460元/吨。

图 3: 四季度毛利率环比大幅下滑



资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

图 4: 下半年乌鲁木齐水泥价格下滑



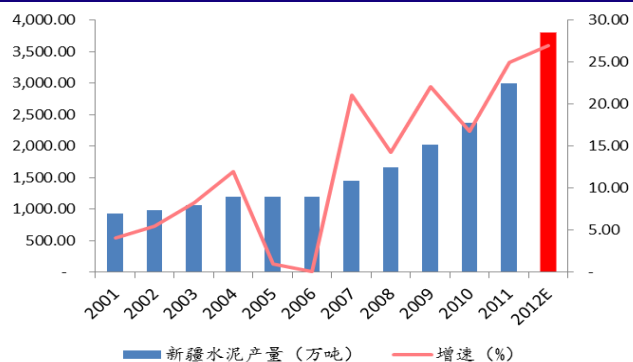
资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

## (二) 新疆地区固定资产投资加速, 带动水泥需求大幅增长

新疆地区 2011 年固定资产投资总额达到了 4445 亿元, 同比增长了 37.6%, 同比增幅仅次于贵州省和青海省, 创下了历史新高。其中 2011 年 1-11 新疆交通基础设施建设完成投资额突破 392 亿元, 铁路完成投资 103.4 亿元, 公路完成投资 285 亿元, 民航完成投资 3.20 亿元。在新疆政府公布的《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中指出新疆地区在“十二五”期间生产总值年均将增长 10% 以上, 社会固定资产投资年均增长 25% 以上, 五年累计完成 3.6 万亿元的固定资产投资, 这是“十一五”的三倍! 预计 2012 年新疆的固定资产投资额将继续维持 26%-30% 的速度高速增长, 投资额将在 6000 亿元以上。

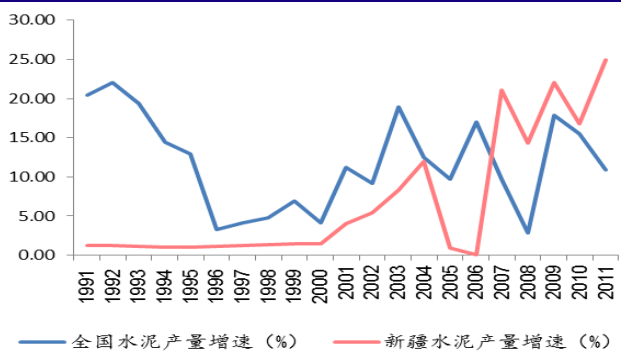
巨额的固定资产投资带来了水泥需求的高速增长。2011 年, 新疆地区的水泥产量达到了 2993 万吨, 同比增长了 25%。根据新疆自治区 2012 年建材行业工作会议中预测, 今年新疆的水泥产量将会在 3800-4000 万吨, 新型干法的比重将达到 90%。

图 5: 新疆地区水泥产量(累计)



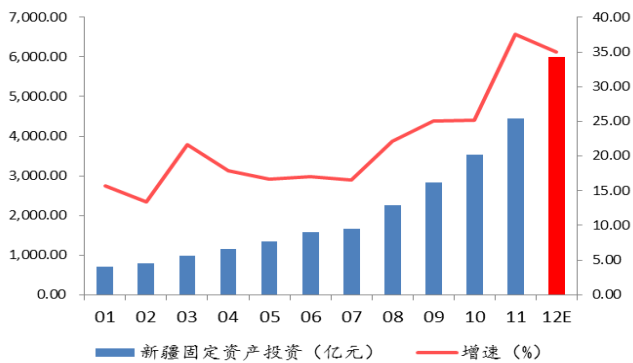
资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

图 6: 水泥产量增速 (%)



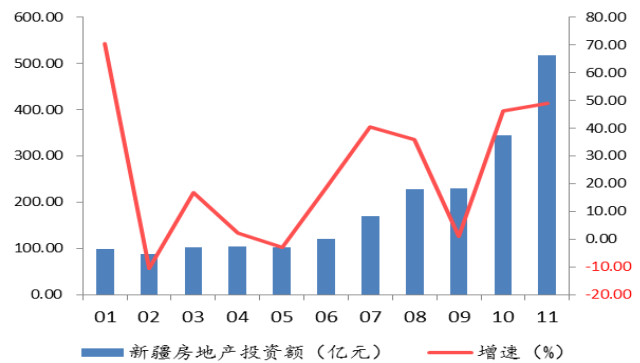
资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

图 7: 新疆固定资产投资逐年增长



资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

图 8: 新疆房地产投资额和增速



资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

表 1: 新疆地区 2012 年重点工程列表

2012 新疆地区重点建设工程

铁路:

在建

地点	投资额 (亿)	已完成
哈密货车南环线 (全投)	25	13.4
南疆铁路吐鲁番至库尔勒二线	88.7	67.7
哈密至罗布泊铁路	30.7	17.9
新建兰新铁路第二双线	508.85	170.56
霍尔果斯口岸	18.6	1
库尔勒至阿克苏铁路复线	56.19	44.77

预备项目

地点	投资额 (亿)	已完成
哈密至额济纳铁路 (疆内段)	29.4	
沙尔湖至大南湖至敦煌铁路	63.16	
三塘湖至淖毛湖至兰新铁路	70	
北屯至富蕴至准东铁路	77.8	
哈密至将军庙铁路	116	
中吉乌铁路 (境内段)	83.8	
乌鲁木齐市新客站	67	

公路

在建

地点	投资额 (亿)	已完成
国道 216 线五彩湾至大黄山公路	27.6	6
省道 228 线阿热勒托别至苦水段公路	7.4	2.82
省道 241 线木垒至鄯善公路	6.5	2.7
国道 218 线伊宁至墩麻扎公路建设项目	28.6	10.4
喀什至伊尔克什坦口岸公路	42.9	7.5
小草湖至和硕公路改建工程	5.96	2.28
克拉玛依至乌鲁木齐高速公路	49.25	8.4
库车至阿克苏高速公路 (全投)	64.9	53.3

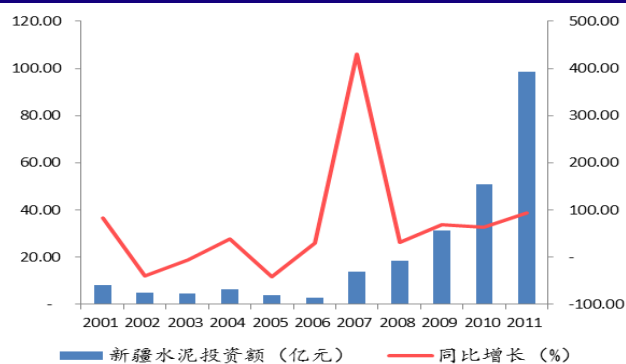
省道 301 线托克逊至乌拉斯台公路	托克逊县、阜康市、奇台县	13.19	2.62
国道 219 线新藏公路新疆段改建整治工程 (全投)	喀什地区、和田地区	30	23.86
乌鲁木齐至阿勒泰段高速公路	福海县、北屯镇、阿勒泰市	118.2	15
省道 242 线尼勒克至巩留公路	尼勒克县、巩留县	7.25	0.8
克拉玛依至塔城段高速公路	克拉玛依市、塔城市	82	9
阿克苏至喀什高速公路	阿克苏市、喀什市	119	10.9
国道 314 线乌拉泊至小草湖段公路	乌鲁木齐市、托克逊县	5.7	
福海新区至省道 319 线公路	福海县	6.1	1.86
省道 310 线麦盖提至喀什公路	麦盖提县、伽师县、喀什市	58.32	5
大黄山至奇台高速公路	阜康市、吉木萨尔县、奇台县	34.03	21.36
省道 215 线三岔口至莎车公路	巴楚县、麦盖提县、莎车县	119.28	10
省道 303 线奇台段至木垒公路	奇台县、木垒县	19.85	6
星星峡至吐鲁番高速公路 (二期) (全投)	哈密市、鄯善县、吐鲁番市	38	20.8
省道 328 线沙尔湖至南湖段公路	鄯善县、哈密市	8.17	2.34
乌苏至赛里木湖高速公路	乌苏市、精河县、五台、博乐岔口、赛里木湖	39.1	4.1
<b>新开项目</b>			
省道 313 线察布查尔—都拉塔口岸	察布查尔县、都拉塔口岸	9.67	
明水 (甘新界) 至哈密公路	哈密市	50.19	
省道 239 准东五彩湾煤电煤化工基地—吉木萨尔	吉木萨尔县	9.14	
乌鲁木齐西虹路至西山路高架桥一期工程	乌鲁木齐市	8.52	
省道 303 线公路改建工程	阜康市、吉木萨尔县、奇台县、木垒县	9.15	
乌鲁木齐绕城高速公路 (东线)	乌鲁木齐市	79.14	
<b>航空</b>			
<b>新开项目</b>			
且末机场迁建工程	且末县	5	
富蕴机场迁建项目	富蕴县	4	
<b>预备项目</b>			
塔中机场新建工程	轮台县	4.4	
哈密机场改扩建	哈密市	0.72	
乌鲁木齐机场改扩建 (四期)	乌鲁木齐	196	
若羌楼兰机场	若羌县	6	
莎车机场新建工程	莎车县	4.6	

资料来源: 新疆自治区发改委, 银河证券研究部

### （三）疆内水泥投资高企，供给压力不容忽视

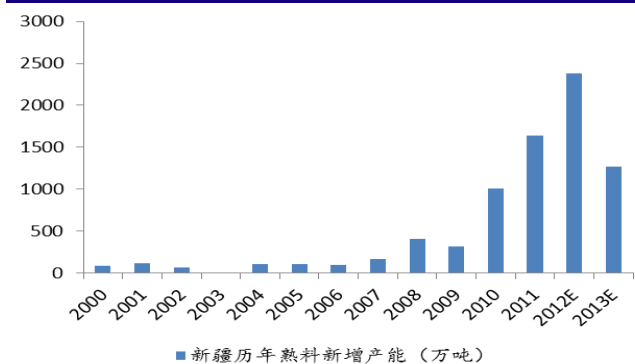
在新疆水泥需求不断增长的同时，疆内的水泥生产线的建设也如火如荼的进行。据数字水泥网统计，2011年新疆地区水泥固定资产投资达到了98.59亿元，同比大幅增长了93.10%，占了全国水泥投资总额的6.85%。仅2011年一年疆内的熟料产能就比2010年增加了1643万吨，然而由于2010-11年开工的大量水泥生产线产能将在2012至2013年释放，因此今明两年将会是疆内新增产能冲击最大的两年。据我们初步统计，2012年疆内水泥产能将会增长3042万吨，那么到今年年底，新疆地区的水泥产能将在7000万吨以上，加上淘汰落后产能大约200万吨，水泥产能仍有6800万吨，而需求仅4000万吨，产能严重过剩。2013年依然有大约2000万吨的水泥生产线投产，我们预计新疆的供需关系需等到产能释放完毕之后才能逐渐改善。

图 9: 新疆水泥投资额大幅增长



资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

图 10: 新疆历年熟料新增产能



资料来源: 数字水泥网, 银河证券研究部

### （四）南疆水泥行业龙头，增发解决资金瓶颈

南疆是青松建化的大本营，截止到2010年底，青松建化在南疆的熟料产能为403万吨，占整个南疆比例的41.6%，天山股份占42.74%，两家大集团占据了整个南疆市场的82%的熟料产能。然而南疆经济的繁荣发展吸引了众多水泥企业进入投资建厂，到2011年底，青松建化在南疆的熟料产能达到了480万吨，仅占南疆全部熟料产能的27%，天山股份也下滑至34%。未来青松建化将在保住南疆龙头地位的同时，将公司的产能延伸至乌昌和北疆地区。

表 2: 2012年青松建化在建产能

企业	地点	生产线规模	熟料产能(万吨)	投产日期
库车青松水泥	阿克苏	5000	155	2012
克州青松水泥	克孜勒	5000	155	2012
青松建材有限责任公司	乌鲁木齐	2*7500	465	2013

资料来源: 公司公告, 银河证券研究部

表 3: 青松建化 2011 年现有产能

企业	地点	生产线规模	熟料产能(万吨)
青松建化库车水泥厂	阿克苏	2500	78.00
青松建化阿克苏水泥公司	阿克苏	2500、3000	171.00
青松建化和田水泥公司	和田	2500	78.00
巴州青松绿原建材水泥公司	巴音	2500	78.00

克州青松水泥股份有限公司	克孜勒	2500	78.00
<b>南疆合计</b>			<b>483.00</b>
乌苏青松水泥有限公司	塔城	3000	93.00
新疆准噶尔水泥有限公司(新疆青松水泥有限责任公司)	乌鲁木齐	2000	62.00
青松天业水泥有限公司	石河子	1000	31.00
<b>北疆合计</b>			<b>186.00</b>

资料来源：公司公告，银河证券研究部

青松建化目前非公开增发已经获得证监会的批准，预计今年上半年能够完成增发，募集资金将不低于 35.44 亿元。募集资金到位以后，将能够保证生产线建设的顺利完成并能缓解财务费用增加的压力。

### 3. 盈利预测、估值和投资评级

我们考虑到公司未来两年将继续扩大投入，但由于新疆地区产能释放压力较大，水泥价格预计将会逐渐下滑。我们预计公司 2012、2013 年、2014 年的净利润分别为 588.13/701.92/864.72 百万元，不考虑增发对应的 EPS 分别为 1.17/1.47/1.81 元，CAGR 为 24.37%，对应目前 14.14 元的股价，2012 年的 PE 为 12 倍，我们认为估值基本合理，给予“谨慎推荐”的投资评级。

表 4: 盈利预测关键假设

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产能(万吨)	700	1,000	1,500.00	1,800.00	2000.00
销量(万吨)	480.00	580	900.00	1,200.00	1500.00
增速	43.00%	20.83%	55.17%	33.33%	25.00%
价格(元)	305.28	322	315	310	307
主营业务收入 (万元)	146,536.07	186,776.81	283,500.00	372,000.00	460,500.00
吨成本(元)	214.90	214.34	210.00	207.00	205.00
毛利率	29.61%	33.44%	33.33%	33.23%	33.22%
吨毛利(元)	90.38	107.69	105.00	103.00	102.00

资料来源：银河证券研究部

表 5: 预计资产负债表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E		
流动资产	1555.48	1692.18	2008.17	2945.79	营业收入	2219.87	3144.68	4102.11	5076.65		
现金	351.22	37.11	82.04	101.53	营业成本	1517.93	2118.17	2767.96	3425.46		
应收账款	111.37	162.08	194.62	246.83	营业税金及附加	15.41	21.70	34.87	43.15		
其它应收款	19.02	12.43	28.59	22.17	营业费用	46.85	66.35	82.04	101.53		
预付账款	396.71	651.52	715.85	1314.81	管理费用	146.29	220.13	287.15	355.37		
存货	584.84	730.79	850.90	1106.51	财务费用	58.52	94.35	117.99	120.60		
非流动资产	4395.29	5772.97	6492.12	6771.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期投资	306.82	336.82	371.82	406.82	投资净收益	22.37	29.50	34.50	34.50		
固定资产	2744.38	4289.01	5182.69	5642.14	营业利润	453.91	647.20	838.40	1054.89		
无形资产	148.29	200.62	253.73	304.62	营业外收入	125.60	100.00	100.00	100.00		
其他	1195.79	946.52	683.89	417.97	营业外支出	2.95	5.00	5.00	5.00		
资产总计	5950.77	7465.15	8500.29	9717.34	利润总额	576.56	742.20	933.40	1149.89		
流动负债	1644.56	2488.42	2938.62	3544.14	所得税	82.60	148.44	186.68	229.98		
短期借款	550.00	1174.26	1172.12	1540.75	净利润	493.96	593.76	746.72	919.92		
应付账款	669.92	742.19	1103.12	1180.52	少数股东损益	28.80	35.63	44.80	55.19		
其他	424.64	571.97	663.39	822.87	归属母公司净利润	465.16	558.13	701.92	864.72		
非流动负债	1287.38	1364.15	1202.36	893.99	EBITDA	686.77	1302.58	1664.04	1998.93		
长期借款	1225.85	1303.95	1142.16	833.79	EPS (摊薄)	0.97	1.17	1.47	1.81		
负债合计	2931.95	3852.57	4140.98	4438.12	<b>主要财务比率</b>						
少数股东权益	324.57	360.20	405.00	460.19	<b>成长能力</b>						
归属母公司股东权益	2694.25	3252.39	3954.30	4819.02	营业收入增长率	26.56%	41.66%	30.45%	23.76%		
负债和股东权益	5950.77	7465.15	8500.29	9717.34	营业利润增长率	72.54%	42.58%	29.54%	25.82%		
					净利润增长率	52.61%	19.99%	25.76%	23.19%		
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>						
经营活动现金流	348.60	886.42	1583.12	1038.53	净利率	22.25%	18.88%	18.20%	18.12%		
净利润	493.96	593.76	746.72	919.92	ROE	16.36%	16.44%	17.13%	17.43%		
折旧摊销	0.00	466.03	612.65	728.44	ROIC	12.13%	10.94%	12.56%	13.31%		
财务费用	58.52	94.35	117.99	120.60	偿债能力						
投资损失	-22.37	-29.50	-34.50	-34.50	资产负债率	49.27%	51.61%	48.72%	45.67%		
营运资金变动	-184.94	-237.21	140.25	-695.92	净负债比率	69.43%	77.62%	61.51%	52.21%		
其它	3.42	-1.01	0.00	0.00	流动比率	0.95	0.68	0.68	0.83		
投资活动现金流	-1588.52	-1813.50	-1297.30	-973.37	速动比率	0.59	0.39	0.39	0.52		
资本支出	1492.23	1347.89	684.15	244.43	<b>营运能力</b>						
长期投资	-86.12	-30.00	-35.00	-35.00	总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.56		
其他	-182.41	-495.61	-648.15	-763.94	应收账款周转率	23.75	23.00	23.00	23.00		
筹资活动现金流	670.75	-561.29	-238.73	-414.30	应付账款周转率	2.80	3.00	3.00	3.00		
短期借款	430.00	-550.00	0.00	0.00	每股指标 (元)						
长期借款	322.10	78.10	-161.79	-308.37	每股收益(最新摊薄)	0.97	1.17	1.47	1.81		

---

其他	-81.35	-89.40	-76.94	-105.93	每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.85	3.31	2.17
现金净增加额	-569.17	-1488.37	47.08	-349.14	每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.55	9.11	11.03
					每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.55	9.11	11.03

---

资料来源：银河证券研究部



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**洪亮，建材行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

**A 股：**海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)