

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: 16.50元

当前股价: 14.14元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2439.46
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	67
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	16.76	7.38	-6.82
建筑建材	9.95	2.92	-12.13
沪深300指数	7.24	4.25	-5.16



相关报告

青松建化-11年增长量价齐升 12年增长靠量驱动 2012-01-13

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

600425

推荐

公司未来增长主要看产能扩张

公司今日公布11年年报,全年营业收入22.20亿元,同比增长26.56%;归属母公司净利润4.65亿元,同比增长52.61%;EPS0.97元,符合我们预期。11年年度不进行现金股利分配和资本公积金转增。

投资要点:

- 价增量升推动公司净利润增长50%以上。11年公司水泥销售均价333元/吨,同比上涨20元/吨,涨幅6.6%,区域市场水泥需求旺盛是价格上涨的主要原因;水泥销量达到560万吨,同比增加约90万吨,增幅19.6%,新增产量主要来自11年投产的本部2500t/d和乌苏3000t/d水泥熟料生产线。
- 11年公司盈利能力创近年来新高,12年继续创新高可能性不大。11年公司水泥吨毛利、吨净利分别达到111元和88元,毛利率和净利率分别为31.6%和22.3%,盈利能力创近年来新高。预计12年新疆水泥需求依然旺盛,但由于南疆11年新增水泥熟料产能达到1000万吨,产能释放期主要在12年,因此南疆水泥供给存在一定压力,区域市场景气度进一步提升的可能性不大。从公司产能布局看,南疆产能约占公司总产能的70%,因此预计12年公司水泥毛利率继续创新高的可能性不大。
- 11年公司产能增速30%,12年达到50%。11年公司新投产生产线为本部的2500t/d和乌苏3000t/d,增速30%;预计12年公司新投产生产线为库车二线5000t/d和克州二线6000t/d,均分布在南疆,新增水泥产能470万吨,增速达到50%。
- 11年可能是公司资金压力最大的一年。11年公司经营活动现金净流量增幅仅为5.87亿元,资本开支却高达17亿元,资金压力较大,公司通过借款解决资金压力,使得公司资产负债率从年初的40.70%大幅上升至49.27%。12年虽然公司资本开支依然处于高位,但预计上半年公司将完成增发工作,因此资金压力将小于11年。
- 投资评级“推荐”。我们预测公司12-14年EPS分别为1.10、1.42、1.54元,目前股价对应12年PE为12.8倍,给予推荐评级。考虑到增发,若达到发行上限2.62亿股,则12-14年EPS分别为0.71、0.92、1.00元。

风险提示:

- 新疆固定资产投资增速低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	3138	4153	4588
收入同比(%)	27%	41%	32%	10%
归属母公司净利润	465	529	680	738
净利润同比(%)	53%	14%	29%	9%
毛利率(%)	31.6%	31.5%	30.5%	29.3%
ROE(%)	17.3%	16.4%	17.4%	15.9%
每股收益(元)	0.97	1.10	1.42	1.54
P/E	14.55	12.81	9.96	9.17
P/B	2.51	2.10	1.73	1.46
EV/EBITDA	11	9	6	6

资料来源:中投证券研究所

一、价增量升推动 11 年公司净利润增长 50%以上

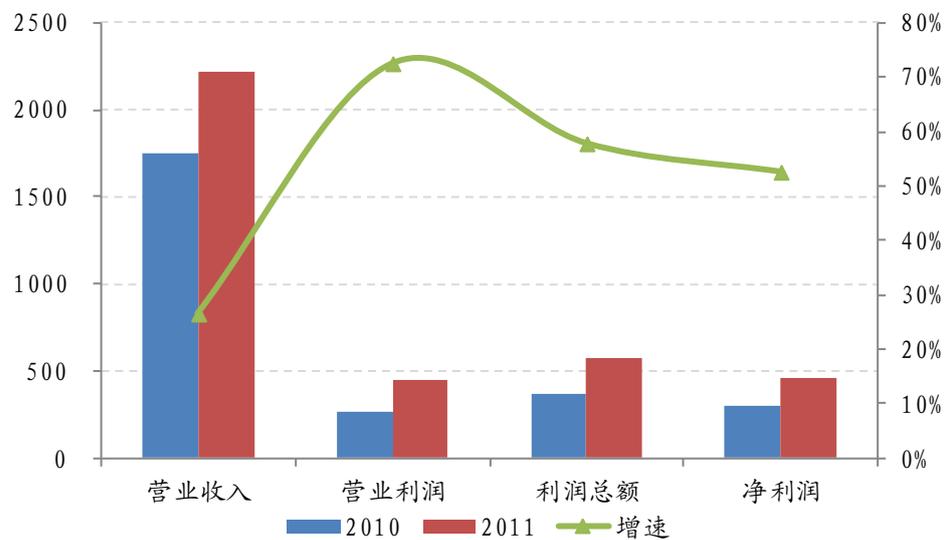
11 年公司实现营业收入 22.20 亿元，同比增长 26.56%；归属母公司净利润 4.65 亿元，同比增长 52.61%；EPS0.97 元，符合我们预期。

业绩增长主要来自两个方面：

(1) 11 年公司水泥销售均价 333 元/吨，同比上涨 20 元/吨，涨幅 6.6%，区域市场水泥需求旺盛是价格上涨的主要原因，11 年新疆水泥需求增速达到 25%，增速较 10 年上升明显；

(2) 11 年公司水泥销量达到 560 万吨，同比增加约 90 万吨，增幅 19.6%，新增产量主要来自 11 年投产的本部 2500t/d 和乌苏 3000t/d 水泥熟料生产线。

图 1 公司年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、11 年公司盈利能力创近年来新高，但由于南疆部分

区域新增产能较大，12 年继续创新高可能性不大

11 年公司盈利能力创近年来新高，水泥吨毛利、吨净利分别达到 111 元和 88 元，毛利率和净利率分别为 31.6%和 22.3%。从分季度毛利率和净利率看，水泥需求旺季的二、三季度同比大幅上升，而四季度则同比有所下降，主要原因是受宏观调控影响，新疆水泥需求下半年出现回落，同时去年新增的约 1600 万吨水泥熟料产能中 60%分布在南疆，到年底陆续投产释放产能。

预计 12 年新疆水泥需求增速将达到 30%，需求依然旺盛；但由于南疆 11 年新增水泥熟料产能达到 1000 万吨，产能释放期主要在 12 年，因此南疆水泥供给存在一定压力，区域市场景气度进一步提升的可能性不大。从公司产能布局看，南疆产能约占公司总产能的 70%，因此预计 12 年公司水泥毛利率继续创新高的可能性不大。

图 2 近年来公司水泥吨毛利情况

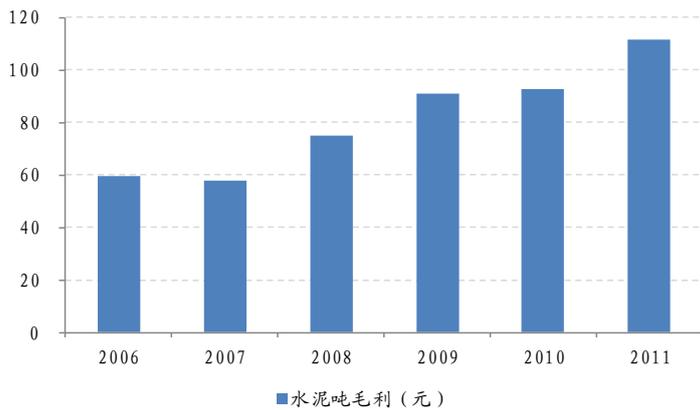
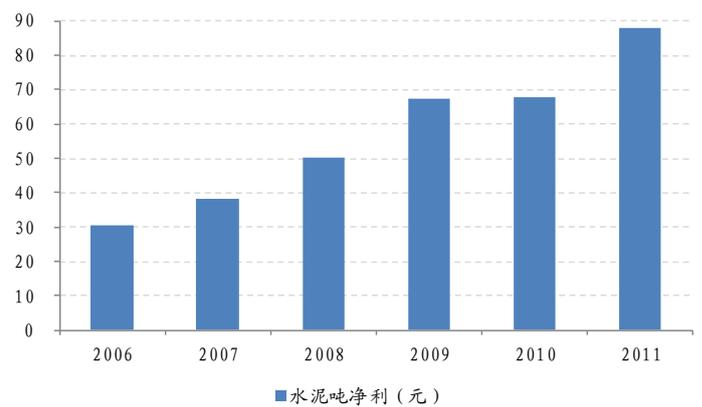


图 3 近年来公司水泥吨净利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 近年来公司年度毛利率和净利率情况

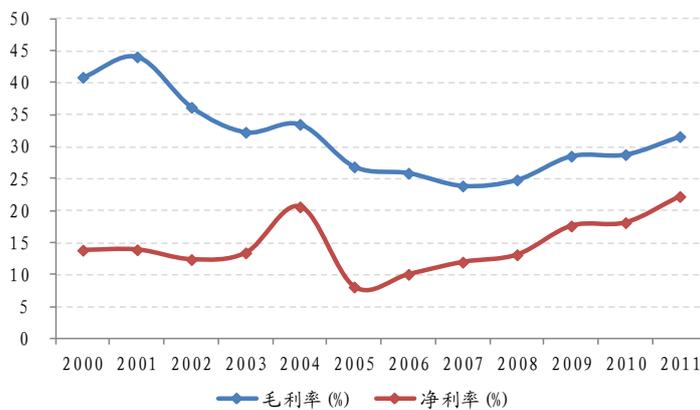
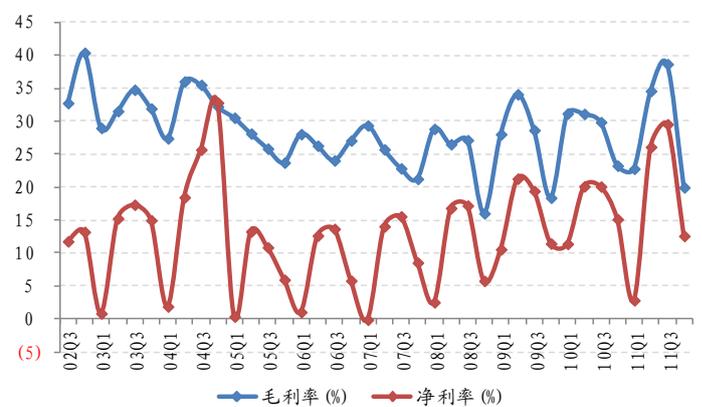


图 5 近年来公司季度毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度运营情况

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
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	5.27
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%	-32.3%
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	20.0
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%	15.7%
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	0.65
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%	-69.0%
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	12.4

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 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	新疆	精河昆仑水泥	精河	2500	77.5	2011 年 10 月
2		青松建化	乌苏	3000	93	2011 年 7 月

3		霍城三山水泥公司	清水河	3000	93	2011年8月
4	伊犁	鑫疆水泥	特克斯	2500	77.5	2011年5月
5		屯河水泥	察布查尔	4500	139.5	2011年9月
6		金龙水泥	察布查尔	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	2011年10月
10		新森水泥	疏勒	2500	77.5	2011年7月
11	南疆	隆基水泥一线	莎车	2500	77.5	2011年9月
12		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	2011年10月
16		前海水泥	图木舒克	2500	77.5	2011年5月
17	东疆	哈密	弘毅水泥	2500	77.5	2011年6月
合计					1571.7	

资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

三、11年公司产能增速30%，12年达到50%

11年公司新投产生产线为本部的2500t/d和乌苏3000t/d，新增水泥产能220万吨，增速30%；预计12年公司新投产生产线为库车二线5000t/d和克州二线6000t/d，均分布在南疆，新增水泥产能470万吨，增速达到50%。

新增产量方面，由于11年投产的生产线主要在下半年，12年投产库车二线在上半年，而克州要到下半年才能投产，因此12年公司新增水泥产量主要来自11年投产的本部2500t/d和乌苏3000t/d，以及12年上半年投产的库车二线5000t/d。

表3 公司水泥熟料生产线情况

生产线		权益	2008	2009	2010	2011	2012	2013
南疆	本部水泥厂(2条旋窑)	100%	25	25	25	25	25	25
	库车一线1500t/d	100%	60	60	60	60	60	60
	和田2000t/d	100%	80	80	80	80	80	80
	本部3000t/d	100%	-	120	120	120	120	120
	克州2500t/d	100%	-	-	100	100	100	100
	巴州2500t/d	65%	-	-	100	100	100	100
	本部2500t/d	100%	-	-	-	100	100	100
	库车二线5000t/d	100%	-	-	-	-	230	230
	克州二线6000t/d	100%	-	-	-	-	240	240
	小计			165	285	485	585	1055
北疆	卡子湾两条中空旋窑	89%	40	40	40	40	40	40
	乌鲁木齐2500t/d	89%	100	100	100	100	100	100
	石河子青松天业电石渣生产线	44%	40	40	40	40	40	40
	乌苏3000t/d	53%	-	-	-	120	120	120
	新疆青松建材2*7500t/d	100%	-	-	-	-	-	325
五家渠3000t/d	89%	-	-	-	-	-	-	

小计	180	180	180	300	300	625
总计	345	465	665	885	1355	1680

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、11年可能是公司资金压力最大的一年

受宏观调控影响，11年公司经营活动现金净流量增幅仅14%，低于净利润增幅，为5.87亿元；但11年由于公司在建生产线较多，资本开支17亿元，资金缺口达到11亿元，资金压力较大，为此公司通过借款解决资金压力，使得公司资产负债率从年初的40.70%大幅上升至49.27%。

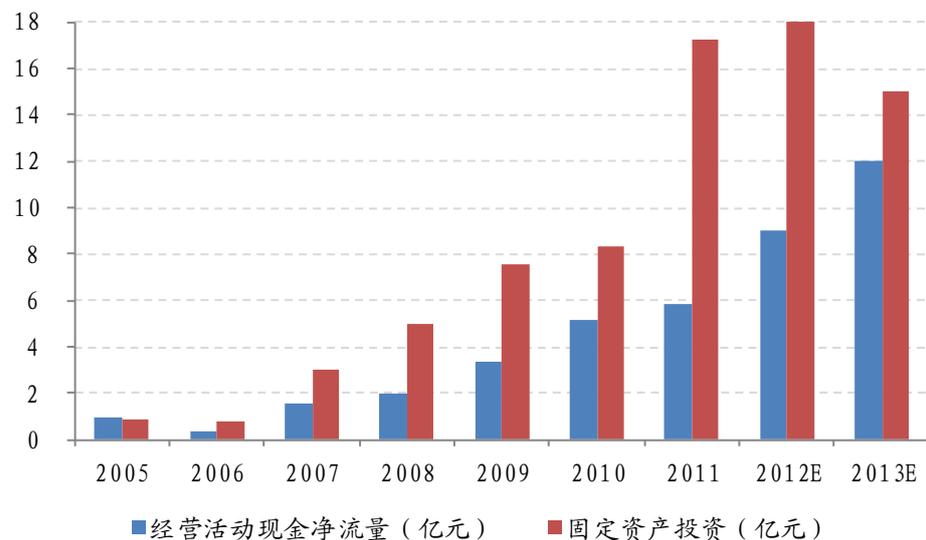
12年虽然公司资本开支依然处于高位，但由于公司已于2月初拿到证监会增发批文，预计上半年公司可以完成增发工作，资金缺口通过权益融资解决，因此资金压力将小于11年。

表4 公司年度运营情况

单位：亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
存货周转率(次)	1.65	2.61	3.02	3.32	3.26	3.80	3.22
应收账款周转率(次)	3.45	5.29	6.76	13.47	18.02	23.30	23.75
资产负债率(%)	58.75	59.52	35.94	37.16	47.66	40.70	49.27
经营活动现金净流量(亿元)	0.99	0.34	1.53	1.97	3.32	5.14	5.87
增长率(%)		(65.27)	344.50	28.44	68.73	54.99	14.13
固定资产投资(亿元)	0.90	0.81	3.02	4.95	7.55	8.35	17.25
增长率(%)		(10.27)	274.97	63.90	52.40	10.54	106.65

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图6 公司经营活动现金净流量和固定资产投资对比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表5 盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
水泥						
水泥产能 (万吨)	465	665	885	1355	1680	1800
水泥销量 (万吨)	327.4	468.2	560	850	1150	1300
+/-		43%	20%	52%	35%	13%
单位价格 (元/吨)	312.6	313	334	328	322	316
+/-		0%	7%	-2%	-2%	-2%
单位成本 (元/吨)	221.2	220.3	222	222	222	222
+/-		0%	1%	0%	0%	0%
毛利率	29.24%	29.6%	33.5%	32.3%	31.1%	29.7%
水泥制品						
营业收入 (百万元)	94.2	132.3	167.9	200.0	230.00	260.00
毛利率	28.4%	30.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
化工						
营业收入 (百万元)	68.5	84.4	83.1	150.0	220.00	220.0
毛利率	29.7%	27.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究

六、投资建议: 推荐

根据上述对青松建化的分析,我们预测公司 12-14 年 EPS 分别为 1.10、1.42、1.54 元, 目前股价对应 12 年 PE 为 12.8 倍, 给予推荐评级。考虑到增发, 若达到发行上限 2.62 亿股, 则 12-14 年 EPS 分别为 0.71、0.92、1.00 元。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1555	2071	2449	2587
现金	351	500	500	500
应收账款	111	173	230	254
其他应收款	19	21	29	34
预付账款	397	537	578	487
存货	585	717	969	1140
其他流动资产	92	123	143	172
非流动资产	4395	5807	7033	7543
长期投资	307	350	400	450
固定资产	2744	4559	5938	6459
无形资产	148	220	292	364
其他非流动资产	1196	678	402	270
资产总计	5951	7878	9482	10131
流动负债	1645	2930	3809	3675
短期借款	550	1654	2258	1907
应付账款	670	866	1132	1337
其他流动负债	425	409	419	431
非流动负债	1287	1356	1356	1356
长期借款	1226	1326	1326	1326
其他非流动负债	62	30	30	30
负债合计	2932	4286	5165	5030
少数股东权益	325	370	415	460
股本	479	479	479	479
资本公积	1304	1304	1304	1304
留存收益	898	1426	2106	2844
归属母公司股东权益	2694	3223	3903	4641
负债和股东权益	5951	7878	9482	10131

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	587	888	1264	1618
净利润	494	574	725	783
折旧摊销	229	327	495	621
财务费用	59	131	167	172
投资损失	-22	-25	-30	-35
营运资金变动	-185	-80	-108	76
其他经营现金流	12	-39	15	1
投资活动现金流	-1757	-1693	-1700	-1095
资本支出	1725	1600	1600	1000
长期投资	-89	43	50	50
其他投资现金流	-122	-49	-50	-45
筹资活动现金流	708	953	436	-523
短期借款	430	1104	603	-351
长期借款	322	100	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-251	-167	-172
现金净增加额	-462	149	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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	3138	4153	4588
营业成本	1518	2148	2888	3244
营业税金及附加	15	27	35	37
营业费用	47	72	96	106
管理费用	146	235	311	344
财务费用	59	131	167	172
资产减值损失	3	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	25	30	35
营业利润	454	539	676	711
营业外收入	126	150	200	250
营业外支出	3	14	23	40
利润总额	577	675	853	921
所得税	83	101	128	138
净利润	494	574	725	783
少数股东损益	29	45	45	45
归属母公司净利润	465	529	680	738
EBITDA	742	998	1338	1504
EPS (元)	0.97	1.10	1.42	1.54

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	26.6%	41.4%	32.3%	10.5%
营业利润	72.5%	18.7%	25.4%	5.2%
归属于母公司净利润	52.6%	13.6%	28.6%	8.6%
获利能力				
毛利率	31.6%	31.5%	30.5%	29.3%
净利率	21.0%	16.8%	16.4%	16.1%
ROE	17.3%	16.4%	17.4%	15.9%
ROIC	9.7%	9.6%	9.9%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	54.4%	54.5%	49.7%
净负债比率	71.48	74.21%	73.26	68.24%
流动比率	0.95	0.71	0.64	0.70
速动比率	0.59	0.46	0.39	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.47
应收账款周转率	22	20	19	17
应付账款周转率	2.80	2.80	2.89	2.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.10	1.42	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.86	2.64	3.38
每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.73	8.15	9.69
估值比率				
P/E	14.55	12.81	9.96	9.17
P/B	2.51	2.10	1.73	1.46
EV/EBITDA	11	9	6	6

相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-13	青松建化 - 11 年增长量价齐升 12 年增长靠量驱动
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

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, 2 年证券从业经验。

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。

免责条款

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