

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@china-invs.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 14.08元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	67
EPS	0.97
每股净资产(元)	5.63
资产负债率	49.27%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	13.52	15.98	11.98
建筑建材	2.56	8.74	-2.86
沪深300指数	2.03	4.02	3.87



相关报告

青松建化-公司未来增长主要看产能扩张

2012-03-12

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

600425

推荐

一季度亏损并不意味区域市场高景气的结束

公司今日公布一季报, 实现营业收入 1.66 亿元, 同比下滑 6.94%; 归属母公司净利润亏损 939 万元, 而去年一季度则盈利 608 万元; EPS-0.02 元。

投资要点:

- 虽然一季度亏损, 但公司毛利率环比出现回升。一季度是新疆施工淡季, 水泥需求量不大, 加上今年 3 月底新疆又下了一场大雪, 工程复工时间延后, 导致公司水泥销量和营业收入有所下滑; 由于一季度收入基数本身不大, 而成本费用又相对稳定, 因此收入略微下滑就造成了公司一季度亏损。但从毛利率角度看, 一季度为 20.28%, 去年四季度为 19.97%, 环比稳中有升, 未来随着需求陆续恢复, 区域市场高景气依然值得期待。
- 12 年公司新增水泥产能 470 万吨, 增幅超过 50%。12 年公司将有库车二线 5000t/d 和克州二线 6000t/d 两条水泥熟料生产线投产, 其中库车生产线目前已经投产, 克州生产线上半年即将投产, 这两条生产线将是公司水泥新增产销量的重要来源。
- 资本开支高峰期, 资金需求较大, 增发解决资金压力。11 年公司资本开支达到 17 亿, 较 10 年的 8 亿元翻了一番, 12 年公司将新开工建设乌鲁木齐 7500t/d 生产线, 加上原有在建项目, 预计资本开支规模与 11 年基本持平。为解决资金需求, 银行借款已经从年初的 21 亿元增加至一季度末的 28 亿元; 此外公司增发 2 月初已经获证监会批准, 预计上半年可以完成发行工作, 解决公司资金压力问题, 同时也避免银行借款继续大规模增加。
- 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 12.4 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:

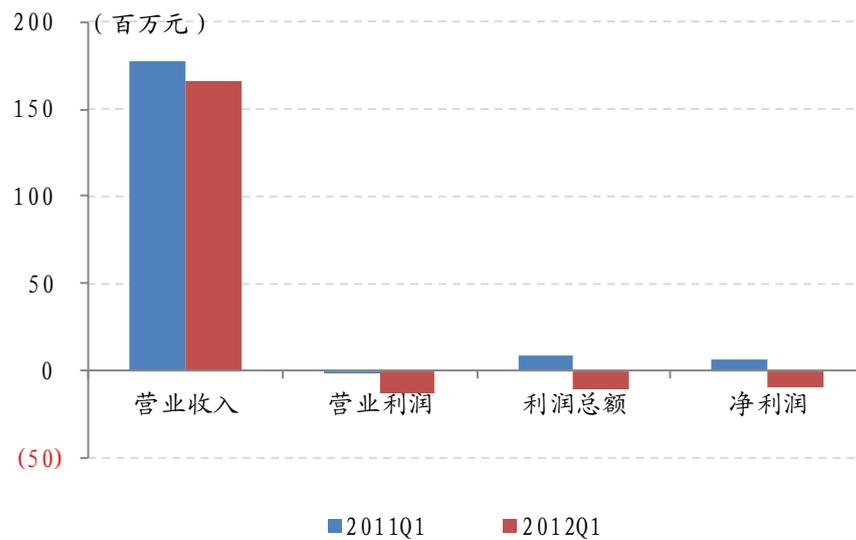
- 新疆固定资产投资增速低于预期

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	528	678	736
净利润同比(%)	53%	14%	28%	8%
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	14.11	12.42	9.67	8.92
P/B	2.44	2.04	1.68	1.42
EV/EBITDA	11	9	6	6

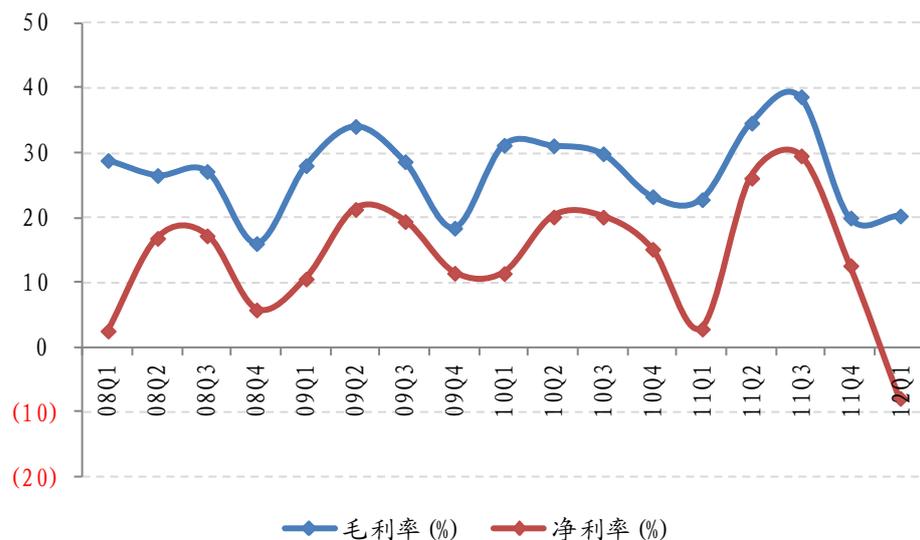
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司季度经营情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2 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

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入(亿元)	1.53	5.49	6.32	4.20	1.78	7.37	7.78	5.27	1.66
环比增速	-33.5%	257.7%	15.1%	-33.5%	-57.6%	314.3%	5.6%	-32.3%	-68.5%
毛利率 (%)	31.2	31.1	29.9	23.3	22.8	34.6	38.7	20.0	20.3
费用率 (%)	21.2%	10.0%	9.2%	22.2%	22.4%	8.3%	8.8%	15.7%	26.5%
归属股东净利润(亿元)	0.17	1.06	1.19	0.62	0.06	1.84	2.10	0.65	-0.09
环比增速	-19.7%	514.5%	12.8%	-47.8%	-90.2%	2928.0%	14.0%	-69.0%	-114.4%
净利率 (%)	11.2	19.3	18.9	14.8	3.4	25.0	27.0	12.4	-5.7

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	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			伊犁	鑫疆水泥	特克斯	2500	77.5
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	喀什天山	喀什	4000	124
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		

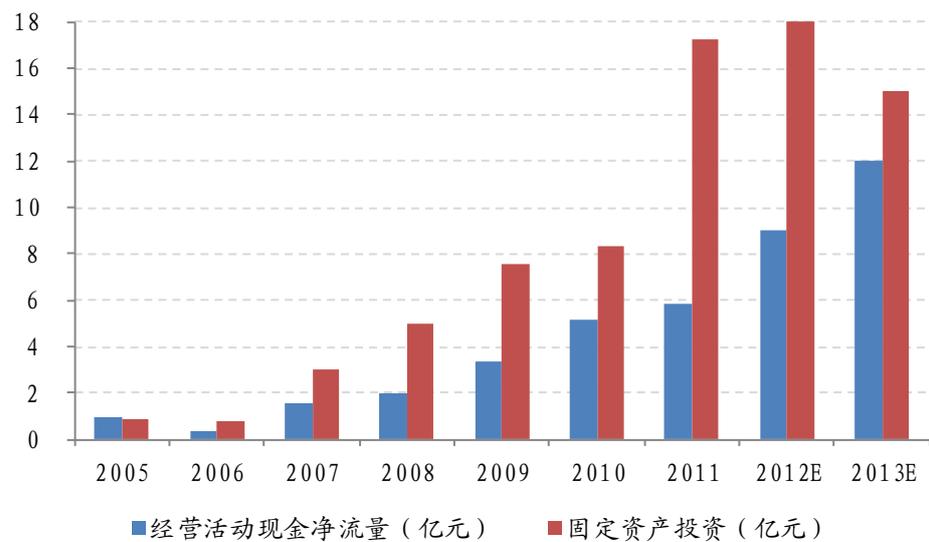
资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

**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
	总计		345	465	665	885	1355	1680

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 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

表 4 盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>水泥</b>						
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%
<b>水泥制品</b>						
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%
<b>化工</b>						
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

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	4395	5828	7085	7635
长期投资	307	350	400	450
固定资产	2744	4579	5990	6551
无形资产	148	220	292	364
其他非流动资产	1196	678	402	270
<b>资产总计</b>	5951	7899	9534	10222
<b>流动负债</b>	1645	2951	3862	3770
短期借款	550	1675	2311	2002
应付账款	670	866	1132	1337
其他流动负债	425	409	419	431
<b>非流动负债</b>	1287	1356	1356	1356
长期借款	1226	1326	1326	1326
其他非流动负债	62	30	30	30
<b>负债合计</b>	2932	4307	5218	5126
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	2105	2840
归属母公司股东权益	2694	3222	3901	4636
<b>负债和股东权益</b>	5951	7899	9534	10222

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	587	868	1233	1579
净利润	494	573	723	781
折旧摊销	229	307	463	581
财务费用	59	132	168	175
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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	708	974	467	-484
短期借款	430	1125	636	-309
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	-252	-168	-175
<b>现金净增加额</b>	-462	149	0	0

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	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	132	168	175
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
<b>营业利润</b>	454	539	675	708
营业外收入	126	150	200	250
营业外支出	3	14	23	40
<b>利润总额</b>	577	674	851	918
所得税	83	101	128	138
<b>净利润</b>	494	573	723	781
少数股东损益	29	45	45	45
<b>归属母公司净利润</b>	465	528	678	736
<b>EBITDA</b>	742	977	1307	1464
<b>EPS (元)</b>	0.97	1.10	1.42	1.54

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.6%	41.4%	32.3%	10.5%
营业利润	72.5%	18.6%	25.3%	4.9%
归属于母公司净利润	52.6%	13.6%	28.4%	8.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.6%	31.5%	30.5%	29.3%
净利率	21.0%	16.8%	16.3%	16.0%
ROE	17.3%	16.4%	17.4%	15.9%
ROIC	9.7%	9.6%	9.9%	9.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.3%	54.5%	54.7%	50.1%
净负债比率	71.48	74.33%	73.53	68.83%
流动比率	0.95	0.70	0.63	0.69
速动比率	0.59	0.46	0.38	0.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.46
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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	1.81	2.57	3.30
每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.73	8.15	9.69
<b>估值比率</b>				
P/E	14.11	12.42	9.67	8.92
P/B	2.44	2.04	1.68	1.42
EV/EBITDA	11	9	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-12	青松建化 - 公司未来增长主要看产能扩张
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

## 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, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士, 4 年行业从业经验, 2 年证券从业经验。

## 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