

青松建化 (600425)

增持/调低评级

股价: RMB13.36

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

# 新疆新增水泥产能压力较大

## ——公司 2012 年 1 季报点评

- 公司 2012 年 1-3 月实现营业收入 1.66 亿元, 同比减少 6.94%, 实现归属于母公司净利润-939.03 万元, 同比减少 254.36%, EPS -0.02 元, 低于预期, 水泥销售的量价齐跌是主要原因。
- 我们测算, 公司 2012 年 1 季度实现销量约 30 万吨, 主要原因是主战场南疆(产量占比超过 70%) 1 季度天气寒冷, 加上基建放缓。对比 2011 年 1 季度约 40 万吨的销量, 今年同比有较大幅度降低。
- 出厂均价方面, 我们判断今年 1 季度较去年同期亦可能明显能降低。2011 年 1 季度, 南疆的阿克苏、克州、喀什、和田等地 32.5 水泥市场价格在 360-380 元/吨(含税, 425 的高 100 元/吨), 北疆乌鲁木齐-昌吉地区在 420 元/吨(含税), 目前喀什、哈密及乌昌地区同比均有明显的下降。
- 由于价格下降以及公司产能规模扩大(本部阿克苏 2500T/D 特种水泥、乌苏 3000T/D 于 2011 年 5 月投产, 库车 5000T/D 项目 2012 年 1 月实现单机试车, 五家渠 100 万吨/年粉磨站投产)导致产量缩减时折旧等费用分摊升高, 2012 年 Q1 毛利率同比下降 2.52 个百分点至 20.28%, 环比与 2011Q4 基本持平。期间费用率同比提升 4.07 个百分点至 26.48%, 主要是利息费用增长带来的财务成本上升所致。
- 我们认为, 新疆水泥需求“十二五”期间可维持较高复合增长率, 但近两年区域内新增水泥供给释放较多: 2011 年新增产能 2136 万吨, 截至年底总产能达 5326 万吨, 比 2010 年增长 67%; 目前在建的还有 1940 万吨, 预计 2012-13 年投产。产能增长快于需求使得新疆水泥价格面临向下压力。
- 谨慎预期下 2012-2013 年公司实现水泥销量 850 万吨、1200 万吨, 出厂均价比 2011 年分别回落 20 和 30 元/吨, 规模上升导致成本略有降低, 预测 2012-2013 年可实现归属于母公司净利润分别为 5.91 和 8.03 亿元, 假设今年增发 2.62 亿股, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.80 和 1.08 元, 目前股价对应 2012-2013 年 PE 为 16.8 和 12.3 倍, 下调对公司的评级至“增持”。
- 风险提示: 新疆水泥价格下跌幅度超预期。

相关研究

《景气高位仍可维持(20120312)(买入)》

20120312;

《全年预期调低, 景气趋势不改(买入)》

20111028;

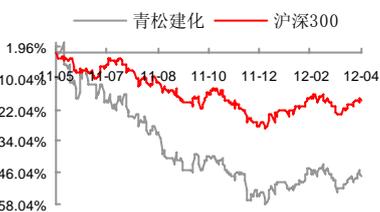
《半年报低于预期, 成长性不改(买入)》

20110718;

基础数据

总股本(百万股)	479
流通 A 股(百万股)	479
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	6,395

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1754.0	2219.9	3020.8	4098.9
(+/-%)	40.3	26.6	36.1	35.7
归属母公司净利润(百万元)	304.8	465.2	590.7	802.7
(+/-%)	47.3	52.6	27.0	35.9
EPS(元)	0.64	0.97	0.80	1.08
P/E(倍)	34.2	13.8	16.75	12.33

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1656	1555	3561	4104	<b>营业收入</b>	1754	2220	3021	4099
现金	842	351	2303	2365	营业成本	1249	1518	2148	2981
应收账款	76	111	167	227	营业税金及附加	16	15	27	37
其他应收款	10	19	13	18	营业费用	42	47	63	86
预付账款	325	397	279	388	管理费用	148	146	181	238
存货	359	585	709	984	财务费用	49	59	77	39
其他流动资产	45	92	91	123	资产减值损失	5	3	0	0
<b>非流动资产</b>	2788	4395	5777	6454	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	221	307	185	200	投资净收益	18	22	20	20
固定资产	2127	2744	4366	5331	<b>营业利润</b>	263	454	544	738
无形资产	76	148	157	165	营业外收入	114	126	181	246
其他非流动	363	1196	1069	758	营业外支出	12	3	5	5
<b>资产总计</b>	4444	5951	9339	10558	<b>利润总额</b>	365	577	720	979
<b>流动负债</b>	876	1645	1104	1482	所得税	47	83	101	137
短期借款	120	550	0	0	净利润	319	494	620	842
应付账款	414	670	859	1192	少数股东损益	14	29	29	39
其他流动负	342	425	245	289	归属母公司净利	305	465	591	803
<b>非流动负债</b>	932	1287	1229	1229	EBITDA	489	742	933	1231
长期借款	904	1226	1226	1226	EPS (元)	0.64	0.97	0.80	1.08
其他非流动	29	62	3	3					
<b>负债合计</b>	1809	2932	2333	2710	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	218	325	353	393	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	479	479	741	741	<b>成长能力</b>				
资本公积	1304	1304	4409	4409	营业收入	40.3%	26.6%	36.1%	35.7%
留存收益	624	898	1502	2305	营业利润	36.2%	72.5%	19.9%	35.6%
归属母公司	2418	2694	6653	7455	归属母公司净利	47.3%	52.6%	27.0%	35.9%
<b>负债和股东</b>	4444	5951	9339	10558	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.8%	31.6%	28.9%	27.3%
					净利率(%)	0.0%	23.5%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	12.6%	17.3%	8.9%	10.8%
					ROIC(%)	9.7%	9.7%	9.3%	10.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	40.7%	49.3%	25.0%	25.7%
					净负债比率(%)	66.9%	71.5%	53.1%	45.7%
					流动比率	1.89	0.95	3.23	2.77
					速动比率	1.48	0.59	2.58	2.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.43	0.40	0.41
					应收账款周转率	22	22	20	19
					应付账款周转率	3.10	2.80	2.81	2.91
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.64	0.63	0.80	1.08
					每股经营现金流	1.07	0.79	1.60	1.64
					每股净资产(最	5.05	3.64	8.98	10.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.23	21.27	16.75	12.33
					P/B	4.35	3.67	1.49	1.33
					EV/EBITDA	22	11	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
 基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
 增持 股价超越基准 10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在 ± 10% 之间  
 减持 股价弱于基准 10%-20%  
 卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。