

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 9.18元

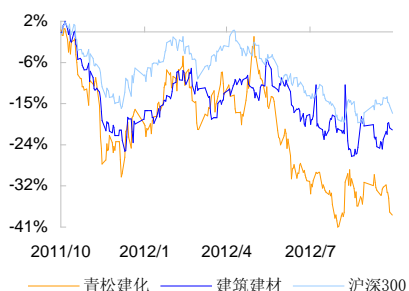
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2058.94
总股本(百万)	689
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	43
EPS	0.97
每股净资产(元)	5.63
资产负债率	50.42%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	-6.61	-10.37	-28.88
建筑建材	0.54	-2.01	-12.27
沪深300指数	-2.50	-4.82	-14.86



相关报告

青松建化-预减点评: 水泥盈利快速见底, 关注盈利见底后的回升力度 2012-10-11  
青松建化-一季度亏损并不意味着区域市场高景气的结束 2012-05-02  
青松建化-公司未来增长主要看产能扩张 2012-03-12

青松建化

600425

推荐

盈利见底, 静待景气回升

公司今日公布了2012年3季度报告, 1-9月份实现销售收入19.06亿元(+12.59%), 归属于母公司股东的净利润0.93亿元(-76.72%), 基本每股收益0.17元。业绩低于预期。

投资要点:

- **疆内水泥价格大幅下降致3季度亏损。** 1-9月公司销售水泥和熟料612万吨, 同比增长41.7%, 销量的增长受益11年下半年投产的乌苏线(3000t/d)和今年上半年投产的克州二线(6000t/d)和库车二线(5000t/d)产能的逐步释放。在销量快速增长的背景下, 3季度单季却亏损300多万(近10年来首现3季度单季亏损的局面), 主因在于南疆地区11年大量新增产能的投放使得区域水泥价格急转直下, 预计目前3季度南疆水泥价格已经由11年上半年的高点跌去100元/吨多。
- **盈利快速见底后关注回升力度。** 本轮新疆地区尤其是南疆水泥行业周期向下调整的速度和幅度超出了我们此前的估计, 但企业盈利剧烈的向下调整可能使得盈利底部就在3季度显现(不考虑1、4季度的淡季效应), 未来趋势向上是大概率事件, 原因有二: 1. 企业大面积亏损将使得区域内新产能投放延后; 2. 新疆需求增速仍较快。当前的关注点在盈利于3季度见底后, 向上恢复的力度如何, 这取决于区域内供需关系的变动, 需密切跟踪。
- **13年业绩快速回升值得期待。** 13年业绩的增长来自新增产能的投放, 10万吨烧碱项目的逐步达产, 以及煤矿业务的开展。明年水泥销量的增长主要来自克州二线和库车二线的产能释放以及预计明年6月投产的乌鲁木齐7500t/d生产线的产能投产。烧碱业务已经开始盈利, 明年将充分贡献业绩, 此外公司的煤矿业务也将于明年开始贡献业绩。
- **给予推荐评级。** 预计12-14年归属净利润分别为0.89/2.13/3.77亿元, 对应于12-14年的EPS分别为0.13/0.31/0.55元。考虑到公司的高成长性, 给予推荐评级。

风险提示:

- 1. 需求增速不达预期; 2. 产能投放超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	2375	3315	4200
收入同比(%)	27%	7%	40%	27%
归属母公司净利润	465	89	213	377
净利润同比(%)	53%	-81%	139%	77%
毛利率(%)	31.6%	17.0%	18.3%	20.7%
ROE(%)	17.3%	1.7%	3.8%	6.4%
每股收益(元)	0.67	0.13	0.31	0.55
P/E	13.62	71.33	29.79	16.80
P/B	2.35	1.19	1.14	1.07
EV/EBITDA	11	17	11	8

资料来源: 中投证券研究所

**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	2508	2272	2591
现金	351	1117	500	500
应收账款	111	131	184	233
其他应收款	19	16	23	31
预付账款	397	493	542	499
存货	585	658	909	1170
其他流动资产	92	93	114	158
<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	8335	9357	10226
<b>流动负债</b>	1645	1279	2043	2490
短期借款	550	100	590	699
应付账款	670	795	1062	1372
其他流动负债	425	384	390	418
<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	2635	3399	3845
少数股东权益	325	370	415	460
股本	479	689	689	689
资本公积	1304	3882	3882	3882
留存收益	898	745	958	1335
归属母公司股东权益	2694	5331	5544	5921
<b>负债和股东权益</b>	5951	8335	9357	10226

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	587	475	689	1101
净利润	494	134	258	422
折旧摊销	229	307	463	581
财务费用	59	94	96	115
投资损失	-22	-25	-30	-35
营运资金变动	-185	9	-113	14
其他经营现金流	12	-44	15	4
<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	1984	394	-6
短期借款	430	-450	490	109
长期借款	322	100	0	0
普通股增加	0	211	0	0
资本公积增加	0	2578	0	0
其他筹资现金流	-44	-455	-96	-115
<b>现金净增加额</b>	-462	766	-617	-0

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2220	2375	3315	4200
营业成本	1518	1971	2710	3329
营业税金及附加	15	21	28	34
营业费用	47	55	76	97
管理费用	146	178	249	315
财务费用	59	94	96	115
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	72	177	336
营业外收入	126	100	150	200
营业外支出	3	14	23	40
<b>利润总额</b>	577	157	303	497
所得税	83	24	45	75
<b>净利润</b>	494	134	258	422
少数股东损益	29	45	45	45
<b>归属母公司净利润</b>	465	89	213	377
<b>EBITDA</b>	742	472	736	1032
<b>EPS (元)</b>	0.97	0.13	0.31	0.55

**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	7.0%	39.6	26.7
营业利润	72.5	-84.2	146.6	90.4
归属于母公司净利润	52.6	-80.9	139.4	77.3
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.6	17.0	18.3	20.7
净利率	21.0	3.7%	6.4%	9.0%
ROE	17.3	1.7%	3.8%	6.4%
ROIC	9.7%	2.4%	3.2%	5.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.3	31.6	36.3	37.6
净负债比率	71.48	61.71	62.26	57.86
流动比率	0.95	1.96	1.11	1.04
速动比率	0.59	1.45	0.67	0.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.33	0.37	0.43
应收账款周转率	22	18	19	19
应付账款周转率	2.80	2.69	2.92	2.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.13	0.31	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.69	1.00	1.60
每股净资产(最新摊薄)	3.91	7.73	8.04	8.59
<b>估值比率</b>				
P/E	13.62	71.33	29.79	16.80
P/B	2.35	1.19	1.14	1.07
EV/EBITDA	11	17	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-10	水泥盈利快速见底
2012-05-02	一季度亏损并不意味区域市场高景气的结束
2012-03-12	公司未来增长主要看产能扩张

## 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。

高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士, 11 年加入中投证券。

## 免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434