

青松建化(600425)

公司研究/点评报告

新疆水泥领军企业，受益西部大开发

—青松建化 2019 年报点评

点评报告/建材行业

2020 年 3 月 31 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，2019 年营收 31 亿元，同比增长 30%，归母净利 2.2 亿元，同比下降 40%，归母扣非净利 4.3 亿，同比增 174%。

二、分析与判断

➤ 受益水泥量价齐升，19 年归母扣非净利同比增长 174%

据公司公告，公司发布 2019 年年报，2019 年营收 31 亿元，同比增长 30%，归母净利 2.2 亿元，同比下降 40%，归母扣非净利 4.3 亿，同比增 174%。营收及归母扣非净利快速增长主要是水泥价格和销量较大幅度增长。归母净利下降 40%，主要是本报告期计提四个破产子公司资产减值。财务费用 1.8 亿，同比下降 22%，主要是公司加大应收款的清收，加快资金回笼，偿还了大额的有息负债。

➤ 新疆水泥领军企业，受益西部大开发。

公司是新疆水泥领军企业，在区域内拥有先发优势及政策优势。公司拥有水泥产能超过 1500 万吨，全为新型干法水泥产能。公司已经在乌鲁木齐、乌苏、五家渠、库尔勒、库车、阿克苏、和田、克州、伊犁河谷完成了新型干法水泥生产线的战略布点，水泥生产线沿绿洲重点城市布局，能够充分扩大公司产品的覆盖范围、优先获取较高品味的石灰石矿产资源、降低销售物流成本和资源采购运输成本，并在各水泥消费地区占据先发优势。公司是国家重点支持的水泥工业结构调整区域性重点水泥企业之一，在开展项目投资、重组兼并等方面将获得各地政府在土地核准、审批、信贷投放的优先支持。公司同时是新疆生产建设兵团最大的水泥生产企业，享有兵团特殊体制和经济结构调整所赋予的产业政策扶持优势和各种优惠政策优势。

2019 年，受宏观政策和固定资产投资积极影响，新疆水泥产量 3837 万吨，同比上升 8.3%，销量 3900 万吨，同比上升 10.1%。公司 2019 年水泥销量 686 万吨，同比增 16%。我们判断未来在西部大开发及国内基建回暖的大背景下，公司业绩有望稳定增长。

➤ 水泥行业加大淘汰落后产能力度，供需格局未来持续向好

近期，中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。水泥行业淘汰落后产能指导目录主要内容有：单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施（特种水泥除外）；水泥熟料产能利用率 70% 以下的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2020 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前）；水泥熟料产能利用率 70% 以上的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022 年底前）等。我们判断随着淘汰落后产能指导目录的推进，水泥供需格局将持续优化，公司有望持续受益。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.40 元、0.47 元、0.50 元，对应 PE 分别为 9.2 倍、7.8 倍、7.4 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 11.6 倍，给予推荐评级。

四、风险提示：

新疆基建和地产增速下滑；水泥淘汰落后产能速度放缓。

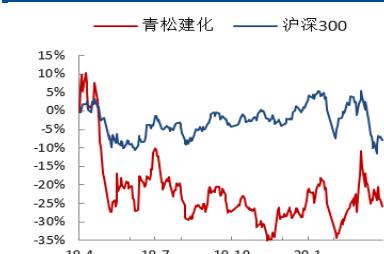
推 荐 首次评级

当前价格： 3.72

交易数据 2020-3-30

近 12 个月最高/最低(元)	5.37/3.29
总股本 (百万股)	1378.79
流通股本 (百万股)	1378.79
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	51.29
流通市值 (亿元)	51.29

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind, 民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,139	3,472	3,903	4,356
增长率 (%)	30.1%	10.6%	12.4%	11.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	221	555	654	693
增长率 (%)	-39.6%	151.6%	17.8%	5.9%
每股收益 (元)	0.16	0.40	0.47	0.50
PE (现价)	23.3	9.2	7.8	7.4
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,139	3,472	3,903	4,356
营业成本	2,066	2,057	2,324	2,606
营业税金及附加	49	54	61	68
销售费用	40	50	53	59
管理费用	266	294	331	369
研发费用	0	0	1	0
EBIT	719	1,015	1,134	1,252
财务费用	179	20	(53)	(138)
资产减值损失	(99)	0	0	0
投资收益	574	244	269	287
营业利润	273	1,525	1,810	1,933
营业外收支	(43)	0	0	0
利润总额	230	1,387	1,634	1,731
所得税	97	347	409	433
净利润	133	1,040	1,226	1,298
归属于母公司净利润	221	555	654	693
EBITDA	1,004	1,357	1,415	1,520
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	497	1456	3565	5098
应收账款及票据	326	527	519	564
预付款项	22	40	42	42
存货	466	660	605	766
其他流动资产	189	189	189	189
流动资产合计	1755	3309	5226	7137
长期股权投资	540	784	1053	1340
固定资产	4924	4556	4209	4101
无形资产	289	239	178	136
非流动资产合计	6234	5362	4515	3834
资产合计	7989	8671	9741	10971
短期借款	589	0	0	0
应付账款及票据	767	858	969	1047
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2321	2131	2191	2352
长期借款	757	757	757	757
其他长期负债	200	200	200	200
非流动负债合计	1087	1087	1087	1087
负债合计	3408	3218	3279	3439
股本	1379	1379	1379	1379
少数股东权益	(72)	414	985	1591
股东权益合计	4580	5452	6462	7532
负债和股东权益合计	7989	8671	9741	10971

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	30.1%	10.6%	12.4%	11.6%
EBIT 增长率	67.4%	41.2%	11.7%	10.5%
净利润增长率	-39.6%	151.6%	17.8%	5.9%
盈利能力				
毛利率	34.2%	40.7%	40.5%	40.2%
净利润率	7.0%	16.0%	16.7%	15.9%
总资产收益率 ROA	2.8%	6.4%	6.7%	6.3%
净资产收益率 ROE	4.7%	11.0%	11.9%	11.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.6	2.4	3.0
速动比率	0.6	1.2	2.1	2.7
现金比率	0.2	0.7	1.6	2.2
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	18.8	33.1	27.9	26.6
存货周转天数	87.7	98.1	97.7	94.5
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.5	0.5
每股净资产	3.4	3.7	4.0	4.3
每股经营现金流	(0.3)	0.8	1.2	0.9
每股股利	0.0	0.1	0.2	0.2
估值分析				
PE	23.3	9.2	7.8	7.4
PB	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.4	3.6	2.0	0.8
股息收益率	0.0%	3.6%	4.2%	4.5%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	133	1,040	1,226	1,298
折旧和摊销	(484)	342	282	267
营运资金变动	210	(196)	253	(218)
经营活动现金流	(430)	1,136	1,709	1,305
资本开支	335	(650)	(658)	(499)
投资	(14)	0	0	0
投资活动现金流	(352)	650	658	499
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(620)	0	0	0
筹资活动现金流	(912)	(827)	(257)	(270)
现金净流量	(1,693)	959	2,109	1,533

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建議客户应考慮本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。