

公司研究

中吉乌铁路项目正式启动，未来南疆水泥需求有望受益

——青松建化（600425.SH）跟踪点评报告

增持（下调）

当前价：4.10 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

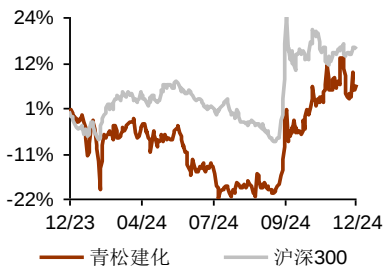
021-52523819

chenqf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.05
总市值(亿元):	65.79
一年最低/最高(元):	2.95/4.52
近 3 月换手率:	140.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.05	10.25	-11.44
绝对	-1.20	9.33	6.12

资料来源：Wind

要点

中吉乌铁路项目正式启动，预计 2025 年 7 月正式开工建设。

根据新华社 12 月 27 日信息，吉尔吉斯斯坦当地时间 12 月 27 日 12 时（北京时间 27 日 14 时），中吉乌铁路项目启动仪式在吉尔吉斯斯坦贾拉拉巴德举行，标志着该项目前期工作取得重大进展，为项目早日开工建设奠定了坚实基础。

国铁集团相关负责人介绍，中吉乌铁路是中吉乌三国元首亲自推动的共建“一带一路”合作的标志性工程，是中国同中亚互联互通的战略性项目。项目起自中国新疆喀什，经吐尔尕特山口进入吉尔吉斯斯坦，再向西经吉尔吉斯斯坦边境城市贾拉拉巴德，终至乌兹别克斯坦东部城市安集延。三方商定，中方负责中国境内段建设，乌方负责乌兹别克斯坦境内段升级改造，由三国政府授权企业合资成立的中吉乌铁路有限公司负责吉尔吉斯斯坦境内段的融资、建设和运营工作。

该负责人介绍，中吉乌三国政府间协定签署以来，三国政府部门和企业积极推进项目前期工作，取得一系列阶段性成果。根据已经获批的可行性研究报告，吉尔吉斯斯坦境内段为单线铁路，使用内燃机车牵引（预留电气化条件），设计时速 120 公里，设吐尔尕特口岸站、马克马尔换装站、贾拉拉巴德口岸站等 20 座车站。根据当前各项工作进展，项目计划于 2025 年 7 月正式开工建设，工期 6 年。

下一步，国铁集团将认真落实三国元首达成的重要共识，充分发挥中吉乌铁路有限公司项目实施主体作用，加快推动施工图设计、环评、征地拆迁等工作，推动项目按计划开工建设。中吉乌铁路全线建成后，将成为惠及三国和三国人民、助力地区经济社会发展的战略通道，对促进沿线各国基础设施互联互通和经贸往来、推动共建“一带一路”高质量发展具有重大意义。

未来南疆区域水泥需求有望直接受益。

从交通布局来看，新疆的南疆区域没有铁路口岸，向西出口的货物如用班列运输，须绕行乌鲁木齐再通过阿拉山口、霍尔果斯等北疆口岸出境，货运成本较高。建成后的中吉乌铁路，将是从中国运输货物到欧洲和中东的最短路线，货运路程将缩短 900 公里，时间节省 7-8 天，将有效降低南疆区域的货运成本。

开通中吉乌铁路，将促进中国与中亚、南亚、西亚、欧洲国际市场的深度融合，随着共建“一带一路”深入推进，新疆不再是边远地带，而是成为西部对外出口的枢纽地区。铁路修通后，新疆将新增一条陆路国际通道，由原来的 1 条增加至 2 条，有望成为未来新疆经济发展新的增长极，扩大新疆乃至整个西部经济版图，并加快其各种有效资源潜力对外释放的速度。新疆作为“一带”的前沿阵地，其供给、需求将不仅仅局限于当地，亦可辐射泛中亚地区乃至“一带”沿线。

随着中吉乌铁路的开工建设，未来几年喀什地区所在的南疆区域基建需求将被拉动，水泥需求量有望获得较明显的增长。

2024 年前三季度需求相对低迷，公司收入利润下滑。

24 年前三季度，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 35/4.1/3.5 亿元，同比-3%/-20%/-31%；其中 24Q3 实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 14/1.9/1.8 亿元，同比-2%/-21%/-30%。前三季度收入利润下滑或主要受水泥需求不及预期、水泥等产品价格同比下滑影响。根据公司 24 年半年报信息可知，2024 年上半年，新疆水泥市场受部分重点工程完工、区内重点项目启动慢等因素影响，市场需求未能达到预期；水泥销量与上年同期持平，水泥售价与上年同期有所下降，主营业务毛利率略有下降；化工板块中，因尿素价格下降，PVC 价格和上年同期变化不大，化工较上年同期亏损有所增加。

投资建议：青松建化是新疆水泥区域龙头，24 年前 11 月，新疆水泥产量 4498 万吨，同比-4.5%，区域水泥需求下滑或将导致公司 24 年收入利润不及预期。我们下调对公司 2024 年归母净利润预测至 4.1 亿元（下调 31%）。考虑到 24 年公司主营水泥及化工产品价格或同比下滑，对公司盈利能力造成冲击，且价格修复时间尚不明确，出于谨慎考虑，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 5.7 亿元（下调 22%）、7.0 亿元（下调 21%），将投资评级下调至“增持”评级。现价对应公司 2024 年动态市盈率约 16x。

风险提示：区域水泥价格下滑风险、区域水泥需求不及预期风险、化工产品价格下滑风险、原燃材料价格大幅上涨风险等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,741	4,490	4,336	4,696	4,977
营业收入增长率	-4.36%	20.01%	-3.44%	8.30%	5.99%
归属净利润（百万元）	415	463	414	572	699
归属净利润增长率	31.93%	11.53%	-10.67%	38.23%	22.09%
EPS（元）	0.30	0.29	0.26	0.36	0.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.90%	7.44%	6.40%	8.30%	9.45%
P/E	14	14	16	11	9
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-12-27，注：2022/2023 年总股本分别为 13.8/16.0 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,741	4,490	4,336	4,696	4,977
营业成本	2,747	3,377	3,326	3,458	3,573
折旧和摊销	313	331	393	398	402
税金及附加	54	58	56	61	65
销售费用	26	30	29	32	33
管理费用	307	311	301	326	345
研发费用	102	84	81	88	93
财务费用	78	32	48	19	7
投资收益	38	41	30	30	30
营业利润	481	685	642	843	1,008
利润总额	494	575	520	709	861
所得税	73	83	75	102	124
净利润	421	492	446	607	737
少数股东损益	6	29	32	35	38
归属母公司净利润	415	463	414	572	699
EPS(元)	0.30	0.29	0.26	0.36	0.44

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	218	442	679	1,060	1,045
净利润	415	463	414	572	699
折旧摊销	313	331	393	398	402
净营运资金增加	329	508	115	63	173
其他	-838	-860	-243	26	-229
投资活动产生现金流	-112	-171	-71	-70	-70
净资本支出	-126	-197	-100	-100	-100
长期投资变化	514	517	0	0	0
其他资产变化	-499	-491	29	30	30
融资活动现金流	-323	332	-663	-346	-205
股本变化	0	226	0	0	0
债务净变化	-27	-110	-442	-182	0
无息负债变化	159	-53	-235	229	32
净现金流	-216	603	-55	644	770

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.6%	24.8%	23.3%	26.4%	28.2%
EBITDA 率	24.8%	25.3%	23.7%	26.4%	27.9%
EBIT 率	16.5%	17.9%	14.6%	18.0%	19.8%
税前净利润率	13.2%	12.8%	12.0%	15.1%	17.3%
归母净利润率	11.1%	10.3%	9.5%	12.2%	14.0%
ROA	4.7%	5.1%	4.8%	6.2%	7.1%
ROE (摊薄)	7.9%	7.4%	6.4%	8.3%	9.4%
经营性 ROIC	7.2%	8.8%	7.1%	9.8%	11.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	38%	33%	27%	27%	25%
流动比率	0.99	1.53	2.05	2.44	2.87
速动比率	0.70	1.24	1.65	1.90	2.32
归母权益/有息债务	2.64	3.31	4.49	5.48	5.88
有形资产/有息债务	4.26	4.93	6.17	7.48	7.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	8,877	9,694	9,288	9,798	10,368
货币资金	1,027	1,611	1,556	2,199	2,969
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	225	305	294	270	293
应收票据	625	649	626	704	747
其他应收款 (合计)	33	217	208	39	41
存货	871	722	711	981	1,016
其他流动资产	150	207	195	195	195
流动资产合计	2,974	3,751	3,630	4,437	5,310
其他权益工具	16	30	30	30	30
长期股权投资	514	517	517	517	517
固定资产	4,273	4,422	4,152	3,875	3,589
在建工程	357	290	283	265	251
无形资产	375	392	379	367	355
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	250	245	246	246	246
非流动资产合计	5,903	5,943	5,659	5,361	5,058
总负债	3,390	3,228	2,551	2,599	2,630
短期借款	1,141	1,171	182	0	0
应付账款	401	467	460	519	536
应付票据	58	48	47	104	107
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	358	372	369	369	369
流动负债合计	2,990	2,451	1,773	1,820	1,852
长期借款	275	658	658	658	658
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	125	119	120	120	120
非流动负债合计	400	777	778	778	778
股东权益	5,486	6,466	6,737	7,199	7,738
股本	1,379	1,605	1,605	1,605	1,605
公积金	3,195	3,653	3,680	3,737	3,807
未分配利润	624	909	1,121	1,491	1,921
归属母公司权益	5,262	6,229	6,468	6,895	7,396
少数股东权益	224	237	269	304	342

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.70%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
管理费用率	8.21%	6.94%	6.94%	6.94%	6.94%
财务费用率	2.08%	0.71%	1.11%	0.41%	0.15%
研发费用率	2.74%	1.87%	1.87%	1.87%	1.87%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.10	0.10	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.16	0.28	0.42	0.66	0.65
每股净资产	3.82	3.88	4.03	4.30	4.61
每股销售收入	2.71	2.80	2.70	2.93	3.10

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	14	14	16	11	9
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	7.4	7.8	6.0	4.9
股息率	2.4%	2.4%	2.2%	3.0%	3.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP