

建筑材料

青松建化(600425.SH)/21.15 元

南疆水泥龙头，化工、能源项目将是未来利润增长点

事项

我们调研了青松建化化工（集团）股份有限公司。

主要观点

- **水泥产能达到 730 万吨，生产线沿南疆主要公路布局基本完成。**随着克州 2500t/d 生产线的达标达产，以及 5 月 1 日巴州生产线的正式点火投产，公司 10 年产能增加 200 万吨，沿南疆阿克苏——库尔勒——和田公路圈的生产线布局基本完成。目前公司在北疆有在建生产线 1 条（乌苏项目：型号为 3000t/d），预计 11 年建成，建成后公司总产能将达到 850 万吨，水泥产能的扩张已接近尾声。
- **区域需求将维持高景气度，新疆振兴规划给基础建材的需求带来充满想象的向上空间。**南疆区域经济落后，预计安居工程的大部分项目将会落户在南疆。此外，在建和将建基础设施项目众多，包括：库车机场迁建、阿克苏机场扩建、库车至阿克苏高等级公路、库尔勒至阿克苏铁路复线、喀什至和田铁路等，以及国电 2*13kw 等一批火电水电项目。预计未来至少 5 年内区域需求将维持高景气度。
- **受天气影响，全疆一季度水泥需求均受抑制。**受低气温影响，全疆一季度项目开工较晚，水泥需求受到抑制，4 月底天气转暖，开工才开始明显增多。我们预计公司全年产量同比增速将会高于一季度产量同比增速 8 至 10 个百分点。
- **10 万吨烧碱项目预计 12 年建成投产，“建化”名副其实。**公司的 10 万吨烧碱项目已经基本确定了客户，预计投产后每年能够贡献利润 4000-6000 万，化工板块对利润的贡献度将会有所提升。
- **能源项目将是未来利润增长点。**新疆最有可能率先发展起来的将是能源产业，此前主要是受制于运输和电网问题。公司与国电合作，成立了国电阿克苏（权益比例 15%，主要发展水电）、国电库车（权益比例 49%，大平滩煤矿）、国电吐鲁番（权益比例 35%，新能源和火电），发展能源项目。一期 5 千瓦风电、5 千瓦水电、5 千瓦太阳能项目预计将于年内建成，能源项目有望成为公司未来利润增长点。
- 在水泥产品销售价格维持 09 年水平不变的假设下，我们预期公司 10、11、12 年主营收入分别为 16.9 亿、21.7 亿、25.4 亿，归属母公司净利润分别为 2.8 亿、3.6 亿、4.3 亿，对应 10、11、12 年 EPS 分别为 0.75、0.97、1.17 元，当前股价对应 10 年动态市盈率 28 倍，考虑到其水泥产品特殊的区域市场，以及能源项目的价值，我们首次覆盖并给以推荐的评级。

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

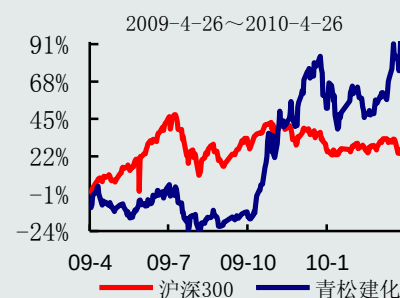
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	36889
流通 A 股/B 股(万股)	36889/0
资产负债率(%)	47.66
每股净资产(元)	4.08
市盈率(倍)	37
市净率(倍)	6
12 个月内最高/最低价	26.2/10.03

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

图表 1 青松建化水泥产能

投产项目	生产线型号	产能（万吨/年）	权益	附注
阿克苏本部	3000t/d	120	100%	09 年 4 月投产
	6 条立窑，2 条旋窑	80	100%	
库车	1500t/d	60	100%	
和田	2000t/d	80	100%	
克州	2500t/d	100	100%	10 年 5 月 1 日达标达产
巴州	2500t/d	100	65%	预计 10 年 7 月达标达产
乌鲁木齐	2500t/d	100	88%	
	2 条旋窑	30	88%	
石河子	1500t/d	60	43%	
产能小计		730		
在建项目				
乌苏项目	3000t/d	120	60%	预计 11 年投产
产能合计		850		

资料来源：华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	807	959	1503	2128
现金	245	250	560	1050
应收账款	75	85	130	153
其它应收款	7	29	25	36
预付账款	121	169	212	251
存货	294	386	501	583
其他	66	40	75	55
非流动资产	2259	2493	2672	2796
长期投资	171	185	199	210
固定资产	1584	1496	1404	1308
无形资产	53	61	69	79
其他	451	751	1000	1199
资产总计	3067	3451	4175	4924
流动负债	655	727	807	855
短期借款	110	121	100	100
应付账款	391	380	440	490
其他	155	226	267	265
非流动负债	806	906	1256	1606
长期借款	804	904	1254	1604
其他	3	3	3	3
负债合计	1461	1634	2063	2461
少数股东权益	101	118	139	164
股本	369	369	369	369
资本公积金	735	735	735	735
留存收益	393	596	869	1195
归属母公司股东权益	1497	1700	1973	2299
负债和股东权益	3067	3451	4175	4924

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	332	375	422	558
净利润	221	294	377	458
折旧摊销	118	140	144	150
财务费用	28	53	64	77
投资损失	-9	-12	-20	-40
营运资金变动	-33	-93	-143	-86
其它	7	-7	-0	0
投资活动现金流	-774	-362	-304	-234
资本支出	755	350	300	250
长期投资	-22	14	14	11
其他	-41	2	10	27
筹资活动现金流	379	-8	192	166
短期借款	-85	11	-21	0
长期借款	552	100	350	350
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-88	-119	-137	-184
现金净增加额	-63	5	310	490

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1250	1698	2172	2545
营业成本	893	1206	1543	1808
营业税金及附加	12	15	20	23
营业费用	31	40	48	56
管理费用	103	129	159	178
财务费用	28	53	64	77
资产减值损失	-0	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	12	20	40
营业利润	193	264	357	442
营业外收入	80	90	97	109
营业外支出	6	9	10	12
利润总额	268	346	444	538
所得税	47	52	67	81
净利润	221	294	377	458
少数股东损益	14	17	21	25
归属母公司净利润	207	277	356	433
EBITDA	339	458	565	668
EPS（元）	0.56	0.75	0.97	1.17

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	31.6%	35.8%	27.9%	17.2%
营业利润	94.3%	36.9%	35.0%	23.7%
归属母公司净利润	76.7%	33.8%	28.6%	21.5%
获利能力				
毛利率	28.6%	29.0%	29.0%	29.0%
净利率	16.5%	16.3%	16.4%	17.0%
ROE	13.8%	16.3%	18.0%	18.8%
ROIC	8.6%	11.2%	13.1%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	47.7%	47.3%	49.4%	50.0%
净负债比率	63.34%	63.96%	67.06%	70.44%
流动比率	1.23	1.32	1.86	2.49
速动比率	0.78	0.79	1.24	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.57	0.56
应收账款周转率	18	21	20	18
应付账款周转率	2.91	3.13	3.76	3.89
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.75	0.97	1.17
每股经营现金	0.90	1.02	1.14	1.51
每股净资产	4.06	4.61	5.35	6.23
估值比率				
P/E	37	28	22	18
P/B	6.04	5.32	4.59	3.94
EV/EBITDA	28	21	17	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801