

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.40元

当前股价: 21.99元

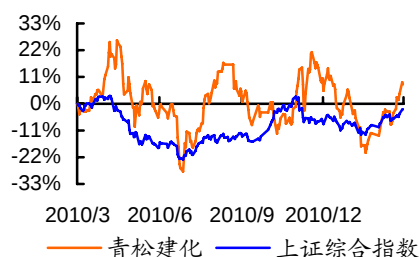
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2999.94
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.35
资产负债率	47.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青松建化	0.00	-100.0	-100.0
		0	0
上证综合指数	0.00	-100.0	-100.0
		0	0



相关报告

《青松建化-短期增长看水泥, 中长期增长看能源、化工》2010-10-29

青松建化

600425

推荐

年报超预期, 未来两年产能符合增长率 50%以上

公司今日公布年报, 2010年公司实现营业收入17.5亿元, 同比增长40.3%; 实现归属于母公司净利润3.04亿元, 同比增长47.3%; 超出我们之前预期12.72%, 基本每股收益0.75元, 如果按公司配股后股本全面摊薄, 实现EPS0.64元。分配预案为每10股分红4元。

投资要点:

- **业绩超预期的主要原因是销量超出预期。**由于2010年新疆冬季天气较好, 水泥销售旺季延长, 导致公司销量比我们之前的预期高出40万吨。而水泥均价和毛利率也一改上半年同比明显下降的情况, 在下半年出现同比明显回升, 特别是北疆水泥价格上涨幅度一度达到100元/吨以上, 保证了全年公司的盈利水平基本与09年持平, 而四季度6200万的盈利水平也创下了05年以来公司4季度盈利的新高。
- **未来两年产能扩张速度年复合增速达到50%以上。**在公布年报的同时, 公司还公布了在北疆西山建材2条7500吨生产线和南疆克州二线6000吨投资的计划。再加上公司目前在建和计划的三条生产, 公司有望在2013年将目前已有的665万吨产能提高到2000万吨以上, 特别是2011年和2012年产能复合增长率将达到50%以上。
- **北疆产能比例可能逐步提高。**按照权益产能计算, 公司目前在北疆的产能比例仅为24.4%, 是2004年以来的最低点, 按照公司目前的产能扩张计划, 2012年以后公司在北疆的产能比例将逐渐提高至32-45%。而据我们的草根调研, 目前北疆单吨水泥的利润水平高于南疆40块钱以上。如果这种状态保持不变的话, 公司在北疆权益产能比例的提高将有助于公司盈利能力的提高。
- **庞大的投资可能加大公司现金流的压力。**公司今年良好经营性现金流表现和9月配股募集资金6.7亿元, 使公司财务状况处于非常安全的状态, 资产负债率仅为40%。而公司计划的庞大投资需要40-50亿元, 相当于公司目前的资产总额, 我们不排除在未来两年内增发的可能。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS为0.8、1.12、1.55元, 对应11年27.5倍PE, 估值基本合理, 给予推荐评级。

风险提示:

- 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1754	2233	3439	5877
同比(%)	40%	27%	54%	71%
归属母公司净利润(百万元)	305	384	537	741
同比(%)	47%	26%	40%	38%
毛利率(%)	28.8%	30.2%	29.4%	28.1%
ROE(%)	12.6%	13.7%	16.1%	18.2%
每股收益(元)	0.64	0.80	1.12	1.55
P/E	34.53	27.44	19.62	14.20
P/B	4.35	3.76	3.15	2.58
EV/EBITDA	22	16	11	7

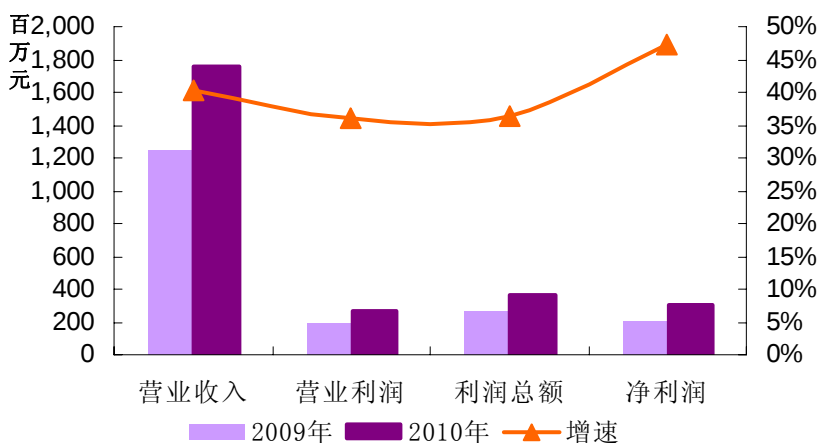
资料来源: 中投证券研究所

一、冬季天气情况良好致使公司盈利超出预期

公司今日公布年报,2010年公司实现营业收入17.5亿元,同比增长40.3%;实现归属于母公司净利润3.04亿元,同比增长47.3%;超出我们之前预期12.72%,基本每股收益0.75元,如果按公司配股后股本全面摊薄,实现EPS0.64元。

公司全年超出我们之前预期的原因是2010年新疆冬季天气情况较好,施工旺季一直持续到11月中旬,而以往年度施工旺季仅能持续到10月下旬,因此公司2010年销量达到了468万吨,同比增长43%,比我们之前的预期高出40万吨。

图1 公司年度经营情况



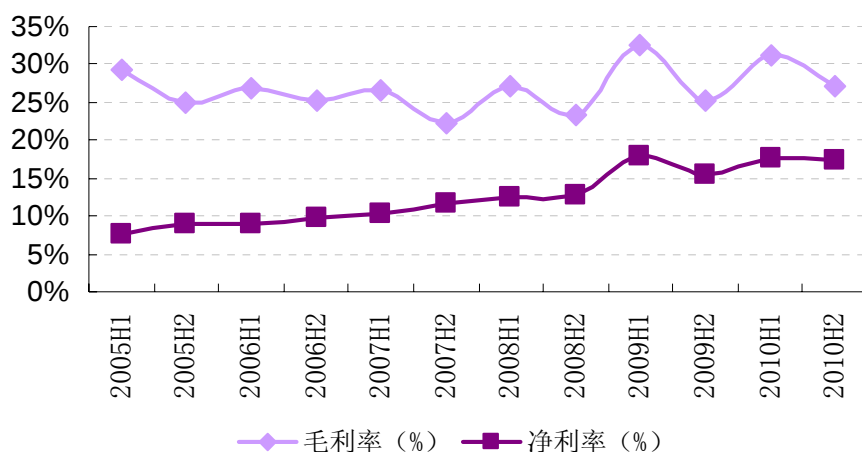
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、毛利率同比在下半年显著回升

同样是由于下半年销售良好,水泥行业供求关系改善的原因,公司下半年毛利率状况有了比较明显的改善。在上半年毛利率同比下降1.5个百分点的情况下,下半年毛利率同比上升2个百分点,显著扭转了上半年公司增收不增利的情况。在上半年收入增长31%,利润总额仅增加7.96%的情况下,在下半年基本实现了,利润总额和收入的同步增长。

关于公司上半年毛利率明显高于下半年的问题,我们现在也还没有找到比较合理的解释。我们估计是公司帐务处理上的一些习惯导致的。

图 2 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

从季度运营情况，也可以看出 2010 年公司 4 季度运营情况明显好于以前年度，收入相对于 09 年同比几乎增长了一倍以上，而利润更是增加了将近 200%。

表 1 公司季度运营情况

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入 (亿元)	1.03	2.87	3.63	1.97	1.34	4.27	4.59	2.31	1.53	5.49	6.32	4.20
环比增速	-37.7%	179.0%	26.2%	-45.8%	-32.0%	219.0%	7.7%	-49.8%	-33.5%	257.7%	15.1%	-33.5%
毛利率 (%)	28.8	26.5	27.1	16.0	28.0	34.1	28.7	18.4	31.2	31.1	29.9	23.3
费用率	25.5%	13.6%	9.1%	19.4%	19.1%	7.0%	10.9%	24.3%	21.2%	10.0%	9.2%	22.2%
归属股东净利润 (亿元)	0.03	0.45	0.58	0.14	0.14	0.87	0.85	0.21	0.17	1.06	1.19	0.62
环比增速	-72.3%	1402.7%	29.0%	-76.8%	0.8%	537.6%	-2.3%	-74.7%	-19.7%	514.5%	12.8%	-47.8%
净利率 (%)	2.9	15.7	16.1	6.9	10.2	20.4	18.5	9.3	11.2	19.3	18.9	14.8

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、未来两年产能增速高达 50%以上

2010 年底公司在南疆新增克州和巴州两条 2500t/d 的熟料生产线,考虑到公司淘汰的落后产能,至此公司年产能达到 660 万吨以上。目前公司公布的投资有六条熟料生产线,新增水泥产能 1560 万吨。

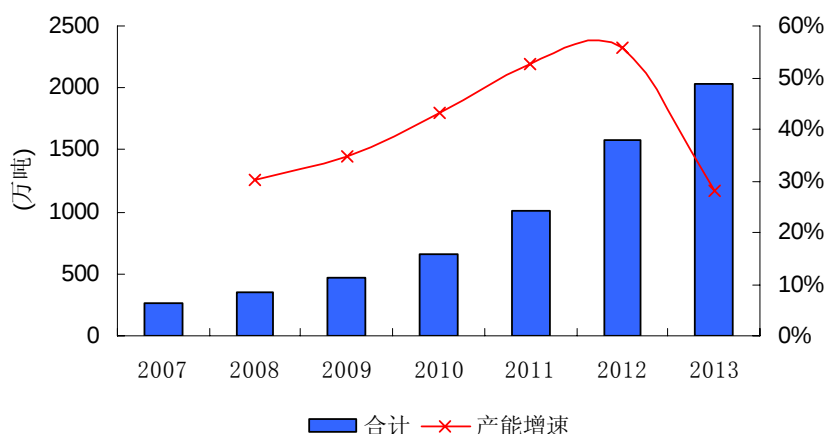
表 1 公司 2010-2013 年投产产能

项目名称	所在区域	投产时间	水泥产能规模(万吨/年)
克州 2500t/d	南疆	2010 年 3 月	100
巴州 2500t/d	南疆	2010 年 6 月	100
库车二线 5000t/d	南疆	2011 年 7 月	230
乌苏 3000t/d	北疆	2011 年年底	120
青松西山建材 7500t/d	北疆	2012 年	325
克州二线 6000t/d	南疆	2012 年	240
青松西山建材 7500t/d	北疆	2013 年	325
五家渠 3000t/d	北疆	2013 年	120
合计			1560

资料来源:公司公告、中投证券研究所

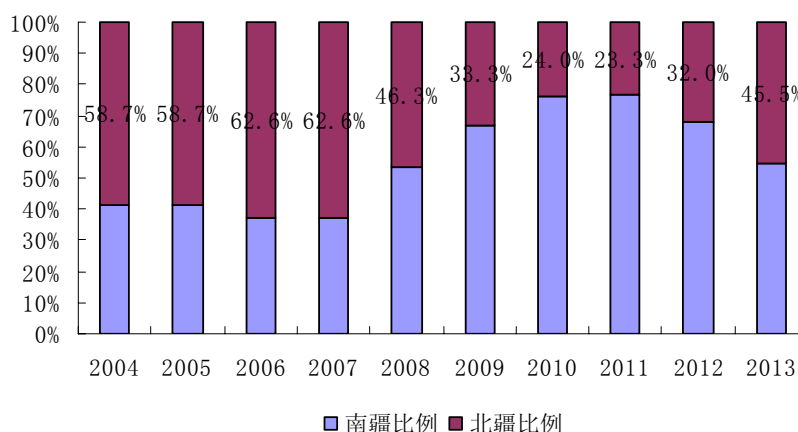
公司此次产能扩张有两个特点: 1、2011 年 2012 年将是公司产能扩张的最高峰。产能增长的速度达到了 50%以上。如果公司投资建设的产能建成的话公司 11 年和 12 年底产能将分别达到 1000 万吨和 1500 万吨以上。2、北疆产能比例将有所提高。按照权益产能计算,公司目前在北疆的产能比例仅为 24.4%,是 2004 年以来的最低点,按照公司目前的产能扩张计划,2012 年以后公司在北疆的产能比例将逐渐提高至 32-45%。而据我们的草根调研,目前北疆单吨水泥的利润水平高于南疆 40 块钱以上。如果这种状态保持不变的话,公司在北疆权益产能比例的提高将有助于公司盈利能力的提高。

图 3 公司水泥产能增长情况



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 4 公司水泥产能南北疆分布比例



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、能源、化工也是未来业绩贡献的主要来源

参股国电阿克苏河流域水电开发，持股 15%，开发建设吐木秀克、小石峡、大石峡水电站，总投资约 50 亿元，对水泥的总需求量约在 600 万吨左右，不仅为公司涉足其他行业打下基础，而且还为公司新增产能打开了市场。

参股国电青松库车矿业开发，持股 49%，共同开发大平滩煤矿，总投资约 8 亿元，建成规模为年产 240 万吨的大型煤矿，不仅解决了公司原煤供应紧张问题，而且将对公司未来效益的增长产生重大影响。

参股国电青松吐鲁番新能源，持股 35%，一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。

控股阿拉尔青松化工，持股比例 65%，投建 30 万吨氯碱化工项目，一期 10 万吨离子膜烧碱，预计 2011 年底投产。

五、公司现金流状况改善明显

2010 年公司财务状况改善明显，无论是存货周转率，硬说装款周转率都是 2005 年以来的高峰，这些最终导致公司经营性活动现金净流入 5.1 亿元，同比增长 53.6%，超过净利润的增速。同时，在 9 月初，公司进行了配股，募集资金 6.7 亿元，公司的资产负债率降至 40% 的水平，在水泥上市公司中负债率处于较低水平。

考虑到公司在未来两年庞大的投资计划需要投入的资金总额高达 40-50 亿元，几乎相当于目前公司的资产总额，所以我们不排除，公司在 2011 年继续融资。

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	1.7	2.6	3.0	3.3	3.3	3.8
应收账款周转率(次)	3.5	5.3	6.8	13.5	18.0	23.3

资产负债率(%)	58.8	59.5	35.9	37.2	47.7	40.7
经营活动现金流(亿元)	1.0	0.3	1.5	2.0	3.3	5.1
增长率(%)		(65.7)	350.0	28.8	68.5	53.6
固定资产投资(亿元)	0.9	0.8	3.0	5.0	7.6	8.4
增长率(%)		(10.0)	272.8	63.9	52.5	11.3

五、盈利预测假设

表 2 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
水泥产能(万吨)	465	665	1015	1580	2025.00
水泥销量(万吨)	327.4	468.2	620.0	910.0	1590.00
+/-		43%	32%	47%	75%
单位价格(元/吨)	312.6	313.0	323.0	335.0	335.0
+/-		0%	3%	4%	0%
单位成本(元/吨)	221.2	220.3	225.0	235.0	240.0
+/-		0%	2%	4%	2%
毛利率	29.24%	29.6%	30.3%	29.9%	28.4%
水泥制品					
营业收入(百万元)	94.2	132.3	150.0	170.0	190.00
毛利率	28.4%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
化工					
营业收入(百万元)	68.5	84.4	80.0	220.0	360.00
毛利率	29.7%	27.3%	27.0%	23.0%	24.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 0.8、1.12、1.55 元，对应 11 年 27.5 倍 PE，考虑到公司较快的产能扩张，给予推荐评级。风险来自于两方面，一是新疆固定资产投资增速低于预期，二是水泥新增产能增速高于预期，水泥吨毛利将下降，从而使得公司的盈利低于预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1656	2118	2796	4251	营业收入	1754	2233	3439	5877
现金	842	1000	1200	1740	营业成本	1249	1558	2427	4223
应收账款	76	126	196	340	营业税金及附加	16	20	32	54
其它应收款	10	30	29	55	营业费用	42	57	85	145
预付账款	325	390	485	633	管理费用	148	190	288	497
存货	359	505	761	1301	财务费用	49	61	90	117
其他	45	68	125	181	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	2788	3694	4541	5386	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	221	280	400	600	投资净收益	18	20	70	120
固定资产	2127	3065	3816	4431	营业利润	263	361	581	956
无形资产	76	148	220	292	营业外收入	114	142	180	250
其他	363	201	105	63	营业外支出	12	14	23	40
资产总计	4444	5812	7337	9637	利润总额	365	489	737	1166
流动负债	876	1328	1626	2234	所得税	47	73	111	175
短期借款	120	356	289	200	净利润	319	416	627	991
应付账款	414	562	913	1504	少数股东损益	14	32	90	250
其他	342	410	423	531	归属母公司净利润	305	384	537	741
非流动负债	932	1434	2034	2734	EBITDA	489	668	1015	1510
长期借款	904	1404	2004	2704	EPS（元）	0.64	0.80	1.12	1.55
其他	29	30	30	30					
负债合计	1809	2762	3659	4968	主要财务比率				
少数股东权益	218	250	340	590	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	479	479	479	479	成长能力				
资本公积	1304	1304	1304	1304	营业收入	40.3%	27.3%	54.0%	70.9%
留存收益	624	1008	1544	2286	营业利润	36.2%	37.4%	60.7%	64.7%
归属母公司股东权益	2418	2801	3338	4079	归属于母公司净利润	47.3%	25.8%	39.9%	38.2%
负债和股东权益	4444	5812	7337	9637	获利能力				
					毛利率	28.8%	30.2%	29.4%	28.1%
					净利率	17.4%	17.2%	15.6%	12.6%
					ROE	12.6%	13.7%	16.1%	18.2%
					ROIC	9.7%	9.6%	12.4%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率	40.7%	47.5%	49.9%	51.6%
					净负债比率	66.94	70.96%	68.12	62.47%
					流动比率	1.89	1.60	1.72	1.90
					速动比率	1.48	1.22	1.25	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.44	0.52	0.69
					应收账款周转率	22	21	20	21
					应付账款周转率	3.10	3.19	3.29	3.49
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.80	1.12	1.55
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.23	1.85	2.52
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.85	6.97	8.52
					估值比率				
					P/E	34.53	27.44	19.62	14.20
					P/B	4.35	3.76	3.15	2.58
					EV/EBITDA	22	16	11	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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