

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.42
总股本/流通股本(亿股)	16.05 / 13.79
总市值/流通市值(亿元)	71 / 61
52周内最高/最低价	4.63 / 3.48
资产负债率(%)	38.2%
市盈率	14.73
第一大股东	阿拉尔市统众国有资本投资运营(集团)有限责任公司
持股比例(%)	22.5%

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com
 研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

青松建化(600425)

新疆水泥龙头，看好23年区域供需格局优化

● 新疆水泥龙头，净利率持续修复

公司是新疆地区第二大水泥企业，实际控制人是第一师国资委；公司具备熟料产能1289.6万吨/年、水泥产能超过1500万吨/年。以2022年水泥产量为口径测算，公司在全疆的市占率为17.0%。公司58%的水泥产能位于南疆，在南疆市占率为24.7%，具备领先地位。2022年，公司实现营业收入37.41亿元，同比下降4.36%；归母净利润4.15亿元，同比增长31.93%；扣非归母净利润3.35亿元，同比下降11.17%。销售毛利率/净利率分别为26.56%/11.27%，分别同比-1.46/+3.29 pct；公司水泥主业盈利能力相对稳健，化工业务亏损减少，净利率持续修复。

● 水泥主业盈利稳健，22年业绩优于行业

2022年房地产基本面持续走弱、新开工面积下滑与疫情影响工程项目建设导致房建与基建端的水泥需求均明显走弱；2022年全疆水泥产量3845万吨，同比下降17.3%；根据数字水泥网，2022年全疆水泥行业效益下降超50%。2022年，公司水泥销量为602.55万吨，同比下降14.44%。公司水泥销售均价为444元/吨，同比提高56(+14.5%)元/吨；吨成本为293元/吨，同比提高41(+16.2%)元/吨；其中，单吨原材料/燃料动力/折旧/其他成本分别为105.0/82.2/18.3/87.4元/吨，分别同比+8.5%/+9.7%/-11.1%/+45.9%；吨毛利为151元/吨，同比提高15(+11.4%)元/吨。得益于南疆水泥稳价较好同时成本端动力煤价格涨幅疆内低于疆外，公司水泥业务盈利较为稳健。

● 23年需求重回增长通道，错峰力度加大持续优化供给

2023年，新疆GDP目标增速7%左右，在31个省区市中排名第三；固定资产投资增长11%左右，高于2022年固定资产投资增速3.4 pct。水泥需求端来看，新疆水泥需求以交通建设重点项目为主，根据自治区交通运输厅公告，2023年新疆计划完成交通固定资产投资832亿元，较2022年提高11%；计划实施开复工项目66个，并要求扎实开展国家首批交通强国建设试点，推进丝绸之路经济带核心区建设。2023 Q1，新疆交通基础设施投资完成39.08亿元，超出计划投资额14.7%。2023 Q1，新疆固定资产新开工项目计划总投资累计同比增长19.70%。进入3月以来，南北疆多个项目陆续复工，目前全疆国省干线续建项目复工率达87%，交通基建开复工提速提振水泥需求。2023 Q1，新疆房地产开发投资完成额累计同比增速为-7.7%，降幅较1-2月收窄7.3 pct。房地产投资降幅收窄，房建端水泥需求有望筑底企稳。2023 Q1新疆水泥产量为386.04万吨，同比增长26.6%；全国水泥产量为4.02亿吨，同比增长4.1%；新疆水泥需求修复速度高于全国平均水平。

供给端来看，根据新疆工信厅数据，截至2022年底，全疆共有水泥熟料生产企业67家，新型干法熟料生产线75条，水泥熟料

产能近 7000 万吨/年；与全疆年产量约 4000 万吨相比，水泥产能过剩、产能利用率较低。2022 年，新疆工信厅下达 2022 至 2023 年水泥错峰生产计划，平均错峰停窑时间进一步延长。同时，根据区域实际产能和市场需求，实施区域小错峰，动态调整开窑时间。随着 32.5 水泥取消、水泥错峰停窑力度强化、区域内产能并购，行业供给格局呈现持续向好趋势。

● 盈利预测与投资建议

随着新疆区域需求好转、水泥业务有望量价齐升；区域内煤炭价格相对稳定、有利于提升水泥业务盈利能力；化工业务减亏明显；公司利润有望展现高弹性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.61/6.36/6.91 亿元；EPS 分别为 0.35/0.40/0.43 元，当前股价对应 P/E 分别为 12.65/11.15/10.27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

新疆地区基建、房地产投资增速大幅下降风险；煤炭价格持续上涨超出预期；化工产品价格大幅波动风险；水泥行业供给端格局优化不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3741	4364	4524	4643
增长率（%）	-4.36	16.65	3.66	2.63
EBITDA（百万元）	791.57	995.82	1072.32	1141.66
归属母公司净利润（百万元）	415.49	560.83	635.88	690.88
增长率（%）	31.93	34.98	13.38	8.65
EPS（元/股）	0.26	0.35	0.40	0.43
市盈率（P/E）	17.07	12.65	11.15	10.27
市净率（P/B）	1.35	1.09	0.99	0.90
EV/EBITDA	7.65	6.83	6.07	5.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3741	4364	4524	4643	营业收入	-4.4%	16.6%	3.7%	2.6%
营业成本	2747	3138	3217	3264	营业利润	-10.5%	35.9%	13.6%	8.8%
税金及附加	54	63	66	67	归属于母公司净利润	31.9%	35.0%	13.4%	8.7%
销售费用	26	31	32	33	获利能力				
管理费用	307	358	371	381	毛利率	26.6%	28.1%	28.9%	29.7%
研发费用	102	119	124	127	净利率	11.1%	12.9%	14.1%	14.9%
财务费用	78	36	11	5	ROE	7.9%	8.6%	8.8%	8.7%
资产减值损失	-59	-50	-50	-50	ROIC	5.5%	7.2%	7.2%	7.2%
营业利润	481	654	743	809	偿债能力				
营业外收入	24	24	24	24	资产负债率	38.2%	35.2%	32.5%	31.4%
营业外支出	11	11	11	11	流动比率	0.99	1.20	1.29	1.45
利润总额	494	667	756	822	营运能力				
所得税	73	98	111	121	应收账款周转率	21.51	20.96	18.55	18.51
净利润	421	569	645	701	存货周转率	5.09	5.06	5.77	5.52
归母净利润	415	561	636	691	总资产周转率	0.43	0.45	0.42	0.41
每股收益(元)	0.26	0.35	0.40	0.43	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.26	0.35	0.40	0.43
货币资金	1027	2282	2574	2981	每股净资产	3.28	4.06	4.48	4.93
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	850	536	580	618	PE	17.07	12.65	11.15	10.27
预付款项	43	49	50	51	PB	1.35	1.09	0.99	0.90
存货	871	853	716	967	现金流量表				
流动资产合计	2974	3922	4121	4826	净利润	421	569	645	701
固定资产	4273	4254	4295	4344	折旧和摊销	313	260	274	285
在建工程	357	925	1220	1296	营运资本变动	-614	550	-37	-189
无形资产	375	415	455	495	其他	98	69	67	66
非流动资产合计	5903	6502	6888	7063	经营活动现金流净额	218	1448	950	863
资产总计	8877	10424	11009	11889	资本开支	-126	-837	-637	-437
短期借款	1141	1141	1141	1141	其他	15	35	36	37
应付票据及应付账款	460	675	571	711	投资活动现金流净额	-112	-802	-601	-399
其他流动负债	1389	1456	1470	1479	股权融资	20	666	0	0
流动负债合计	2990	3272	3183	3332	债务融资	5	0	0	0
其他	400	400	400	400	其他	-348	-57	-57	-57
非流动负债合计	400	400	400	400	筹资活动现金流净额	-323	609	-57	-57
负债合计	3390	3673	3583	3732	现金及现金等价物净增加额	-216	1255	292	407
股本	1379	1605	1605	1605					
资本公积金	3005	3445	3445	3445					
未分配利润	624	1130	1701	2318					
少数股东权益	224	232	241	251					
其他	255	339	435	538					
所有者权益合计	5486	6751	7426	8157					
负债和所有者权益总计	8877	10424	11009	11889					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000