

2022年09月03日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

研究所
证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005
shengcs@ghzq.com.cn
联系人： 景丹阳 S0350121090066
jingdy@ghzq.com.cn

业绩大幅增长，长期受益南疆基建投资

——青松建化（600425）2022年半年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现		2022/09/02		
表现	1M	3M	12M	
青松建化	3.3%	8.6%	8.1%	
沪深300	-2.0%	-1.6%	-17.4%	

市场数据		2022/09/02
当前价格(元)		4.40
52周价格区间(元)		3.36-5.36
总市值(百万)		6,066.68
流通市值(百万)		6,066.68
总股本(万股)		137,879.01
流通股本(万股)		137,879.01
日均成交额(百万)		179.31
近一月换手(%)		1.58

事件：

青松建化发布 2022 半年报：2022 上半年公司实现营收 20.94 亿元，同比增长 25.15%；归属于上市公司股东净利润 2.51 亿元，同比增长 64.47%。

投资要点：

- **收入稳健增长，化工板块带动利润大幅增长。**2022 年上半年，新疆地区重点项目启动减慢，市场需求较去年同期减弱，水泥产销销量均有下降。报告期内，公司水泥价格与去年基本持平，销量较去年略有增长，在销量支撑下，内公司实现营收 20.94 亿元，同比增长 25.15%。利润方面，上半年煤炭价格整体震荡上行、油价上涨、物流成本增加，公司成本增长高于收入增长，水泥主业利润空间受到挤压，但公司于 2021 年 12 月完成重整的新疆美丰化工有限公司（现更名为新疆青松化工有限公司）2022 上半年化工产品产销两旺，实现净利润 3745.53 万元。报告期内公司实现归属上市公司股东净利润 2.51 亿元，同比增长 64.47%。报告期内，公司销售毛利率 24.29%，较去年下滑 3.65%，净利率 12.8%，较去年增 3.32%，盈利水平有所提升。
- **疆内基建投资空间大，公司地区竞争力持续增强。**今年中央定调适度超前开展基础设施投资，基础设施投资成为拉动新疆经济发展重要力量。公司是新疆生产建设兵团最大的水泥企业，作为新疆第二大水泥企业，公司在南疆产能占比达 59%，具有一定市场话语权，南疆地区城镇化水平低、配套基础设施相对落后，基建投资空间更大，公司将持续受益南疆地区基建投资。随着 32.5 标号水泥取消、区域内产能并购，整体供给局面边际改善，公司有望受益。公司立足于技术创新，开发出多种特种水泥产品，G 级和 H 级油井水泥通过了国际通用的美国石油协会 API 认证，经过多年发展，公司已经成为疆内油井水泥、道路水泥、大坝水泥等特种水泥的主要供应企业，具有稳定客户群体，有望在下半年持续发力，保持高盈利水平。
- **盈利预测和投资评级：**上半年公司水泥产品价格同比基本持平，销量小幅增长，主业保持稳定，受成本上升影响，主业利润有所下滑。重整后的化工业务主体青松化工上半年为销售旺季，带动公司业绩逆势实现增长。随着下半年南疆地区基建逐步加速，公司作为地区内龙头，有望持续获益、保持平稳增长。我们预计公司 2022-2024

年实现归母净利润分别为 4.61、5.39、5.73 亿元，对应 PE 分别为 13.16、11.26、10.60 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**水泥价格持续下跌；下班出货量不及预期；煤价持续上涨；新疆地区基建投资增速不及预期；疫情反复影响经济。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3912	4560	5010	5348
增长率（%）	29	17	10	7
归母净利润（百万元）	315	461	539	573
增长率（%）	25	46	17	6
摊薄每股收益（元）	0.23	0.33	0.39	0.42
ROE（%）	6	9	9	9
P/E	16.48	13.16	11.26	10.60
P/B	1.04	1.15	1.04	0.95
P/S	1.34	1.33	1.21	1.13
EV/EBITDA	5.91	9.56	6.41	5.81

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

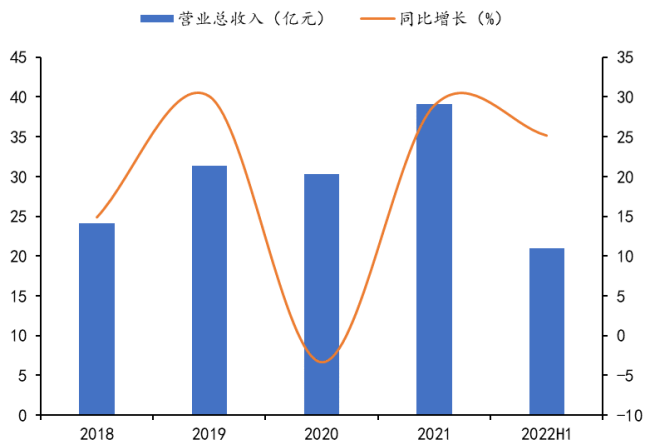
青松建化发布 2022 半年报: 2022 上半年公司实现营收 20.94 亿元, 同比增长 25.15%; 归属于上市公司股东净利润 2.51 亿元, 同比增长 64.47%。

评论:

1、收入稳健增长, 化工板块带动利润大幅增长

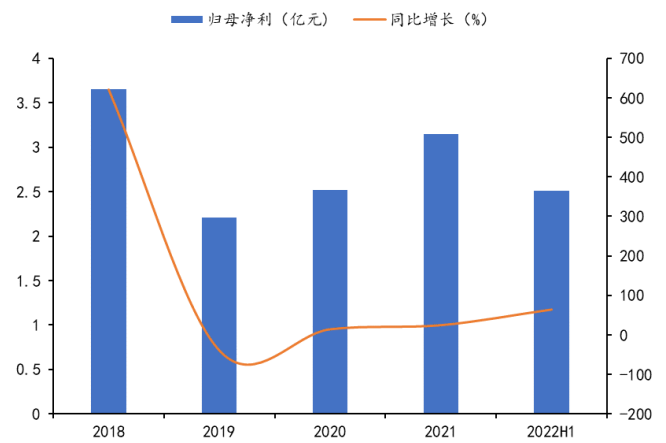
2022 年上半年, 新疆地区重点项目启动减慢, 市场需求较去年同期减弱, 水泥产销量均有下降。报告期内, 公司水泥价格与去年基本持平, 销量较去年略有增长, 在销量支撑下, 内公司实现营收 20.94 亿元, 同比增长 25.15%。利润方面, 上半年煤炭价格整体震荡上行、油价上涨、物流成本增加, 公司成本增长高于收入增长, 水泥主业利润空间受到挤压, 但公司于 2021 年 12 月完成重整的新疆美丰化工有限公司 (现更名为新疆青松化工有限公司) 2022 上半年化工产品产销两旺, 实现净利润 3745.53 万元。报告期内公司实现归属于上市公司股东净利润 2.51 亿元, 同比增长 64.47%。报告期内, 公司销售毛利率 24.29%, 较去年下滑 3.65%, 净利率 12.8%, 较去年同期增长 3.32%, 盈利水平有所提升。

图 1: 公司 2018-2022H1 营收变化



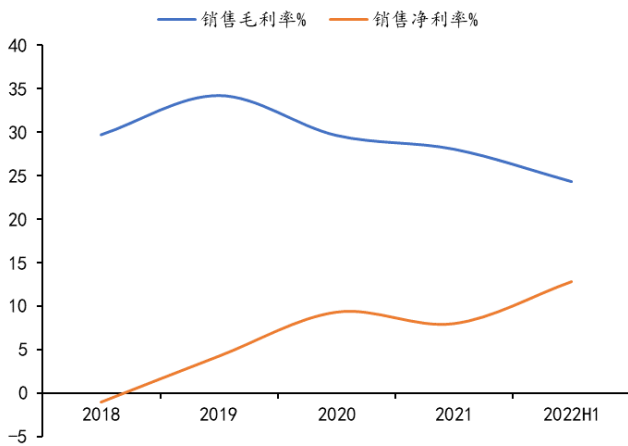
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司 2018-2022H1 归母净利变化



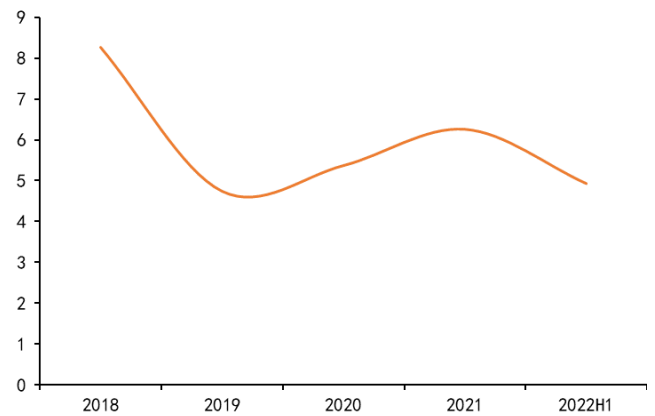
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 公司 2018-2022H1 毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 公司 2018-2022H1 ROE 变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、疆内基建投资空间大，公司地区竞争力持续增强

上半年，受南疆重大项目工程启动速度慢、房地产持续低迷环境下，水泥需求有所下滑，传统水泥企业库存高涨，目前新疆水泥价格位于历史低位，仍处于下行周期。下半年，随着施工旺季来临，疆内水泥需求有望恢复。

今年中央定调适度超前开展基础设施投资，基础设施投资成为拉动新疆经济发展重要力量。公司是新疆生产建设兵团最大的水泥企业，作为新疆第二大水泥企业，公司在南疆产能占比达 59%，具有一定市场话语权，南疆地区城镇化水平低、配套基础设施相对落后，基建投资空间更大，公司将持续受益南疆地区基建投资。随着 32.5 标号水泥取消、区域内产能并购，整体供给局面边际改善，公司有望受益。公司立足于技术创新，开发出多种特种水泥产品，G 级和 H 级油井水泥通过了国际通用的美国石油协会 API 认证，经过多年发展，公司已经成为疆内油井水泥、道路水泥、大坝水泥等特种水泥的主要供应企业，具有稳定客户群体，有望在下半年持续发力，保持高盈利水平。

3、盈利预测与评级

上半年公司水泥产品价格同比基本持平，销量小幅增长，主业保持稳定，受成本上升影响，主业利润有所下滑。重整后的化工业务主体青松化工上半年为销售旺季，带动公司业绩逆势实现增长。随着下半年南疆地区基建逐步加速，公司作为地区内龙头，有望持续获益、保持平稳增长。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 4.61、5.39、5.73 亿元，对应 PE 分别为 13.16、11.26、10.60 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4、风险提示

水泥价格持续下跌；下班出货量不及预期；煤价持续上涨；新疆地区基建投资增

速不及预期；疫情反复影响经济。

附表：青松建化盈利预测表

证券代码:	600425				股价:	4.40				投资评级:	买入				日期:	2022/09/02			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	9%	9%	9%	EPS	0.23	0.33	0.39	0.42										
毛利率	28%	19%	22%	22%	BVPS	3.65	3.82	4.21	4.63										
期间费率	11%	9%	9%	9%	估值														
销售净利率	8%	10%	11%	11%	P/E	16.48	13.16	11.26	10.60										
成长能力					P/B	1.04	1.15	1.04	0.95										
收入增长率	29%	17%	10%	7%	P/S	1.34	1.33	1.21	1.13										
利润增长率	25%	46%	17%	6%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.46	0.47	0.52	0.48	营业收入	3912	4560	5010	5348										
应收账款周转率	31.94	19.35	35.62	20.85	营业成本	2815	3701	3896	4198										
存货周转率	6.52	4.92	7.78	5.13	营业税金及附加	59	72	79	84										
偿债能力					销售费用	29	37	39	42										
资产负债率	38%	44%	38%	41%	管理费用	324	389	427	454										
流动比	1.10	1.15	1.43	1.49	财务费用	83	0	0	0										
速动比	0.76	0.82	1.11	1.15	其他费用/(-收入)	0	0	0	0										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	538	603	729	766										
现金及现金等价物	1270	1775	2427	3128	营业外净收支	-111	0	0	0										
应收款项	167	392	163	417	利润总额	427	603	729	766										
存货净额	600	927	644	1042	所得税费用	115	176	204	216										
其他流动资产	618	903	721	1014	净利润	312	427	526	550										
流动资产合计	2654	3996	3955	5602	少数股东损益	-3	-34	-13	-22										
固定资产	4378	4197	3954	3716	归属于母公司净利润	315	461	539	573										
在建工程	127	150	178	210	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	835	929	1035	1148	经营活动现金流	646	612	634	696										
长期股权投资	493	477	461	447	净利润	315	461	539	573										
资产总计	8487	9748	9583	11124	少数股东权益	-3	-34	-13	-22										
短期借款	1041	1143	1219	1242	折旧摊销	301	188	213	182										
应付款项	534	1298	502	1408	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	22	12	15	营运资金变动	-328	116	-75	22										
其他流动负债	835	1002	1040	1098	投资活动现金流	-98	12	-58	-18										
流动负债合计	2409	3464	2773	3763	资本支出	-113	-145	-160	-137										
长期借款及应付债券	710	710	710	710	长期投资	0	3	9	7										
其他长期负债	139	139	139	139	其他	15	153	93	112										
长期负债合计	849	849	849	849	筹资活动现金流	-380	-119	77	23										
负债合计	3258	4313	3622	4612	债务融资	-189	101	77	23										
股本	1379	1379	1379	1379	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	5229	5436	5962	6512	其它	-191	-221	0	0										
负债和股东权益总计	8487	9748	9583	11124	现金净增加额	168	504	652	701										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。