

放眼兼并重组，意欲逆转颓势

中性 首次评级

事件:

公司发布 2012 年半年报，公司上半年实现营业收入 8.85 亿元，同比下降 6.21%；报告期内出现亏损，实现利润总额-3843 万元，同比减少 116.65%；其中归属上市公司股东的净利润为-1164 万元，同比下降 112.95%，折合每股收益-0.02 元。

点评:

供需矛盾凸显，成本上升导致利润空间极度萎缩。需求方面，随着房地产调控的持续推进，房地产短中期发展受到抑制，水泥市场需求持续低迷；供给方面，过剩产能以及库存高企引发市场销售竞争压力积聚，恶性竞争导致价格相比去年同期大幅下滑。营业收入减少的情况下，营业成本反增不减，下游产品价格低迷外加上游电价、煤价的上漲致使本期水泥毛利率仅为 3.4%，同比减少 15.59 个百分点。

拟非公开发行新股，募集资金以推动兼并重组。四川双马为目前西南地区年产能近千万吨的大型水泥龙头企业。为履行拉法基瑞安与四川双马关于进行资产整合的承诺，公司拟通过非公开募集资金的方式筹资，用于收购拉法基中国持有的都江堰拉法基 25%的股权、Somerset Investments 持有的贵州顶效 75%的股权、Somerset Investments 持有的贵州新蒲 75%的股权以及拉法基瑞安持有的遵义三岔 100%的股权。预计在未来的一段时间内，收购兼并以及资产的注入将成为公司发展成长的主基调。

收入萎缩引期间费用率大幅攀升。历史情况来看，公司三项费用率处于较低水平。报告期内管理费用和财务费用有所上涨，公司上半年三项期间费用率合计 8.87%，超出去年同期的 5.72%约 3 个百分点，主要原因是公司规模扩大而营业收入反而萎缩。报告期内现金及现金等价物减少 8313 万元，主要系筹资活动净现金流量减少所致。

预计公司 2012、2013 年净利润分别为 1.48 和 3.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.12 和 0.25 元，对应当前股价的 PE 为 53.3 和 25.6 倍，给予“中性”评级。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



数据来源: WIND

股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120630	3.24 万	4256 股
20120331	3.48 万	3960 股
20111231	3.75 万	3683 股

数据来源: 港澳资讯

附表：公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2034	2237	2908	3635	流动资产	1027	1058	1238	1456
营业成本	1605	1902	2239	2727	现金	309	309	309	309
营业税金及附加	9	10	13	16	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	15	22	29	36	应收票据	132	145	189	236
管理费用	77	101	131	164	应收款项	194	211	274	343
财务费用	18	140	218	289	其它应收款	20	21	28	35
资产减值损失	(0)	0	0	0	存货	279	331	390	475
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	93	41	48	59
投资收益	3	3	3	3	非流动资产	3916	5804	7553	9226
营业利润	314	66	281	407	长期股权投资	34	34	34	34
营业外收入	137	137	137	137	固定资产	2831	5448	7226	8925
营业外支出	2	2	2	2	无形资产	320	288	259	233
利润总额	449	202	417	543	其他	731	34	34	34
所得税	119	53	110	143	资产总计	4943	6862	8791	10682
净利润	331	148	307	400	流动负债	1297	3142	4778	6289
少数股东损益	168	75	156	203	短期借款	562	2581	4162	5592
归属于母公司净利润	163	73	151	197	应付账款	194	229	270	329
EPS (元)	0.26	0.12	0.25	0.32	预收账款	31	57	67	82
年成长率					其他	510	274	279	286
营业收入	220%	10%	30%	25%	长期负债	300	234	234	234
营业利润	802%	-79%	327%	45%	长期借款	234	234	234	234
净利润	379%	-55%	107%	30%	其他	66	0	0	0
获利能力					负债合计	1597	3375	5012	6523
毛利率	21.1%	15.0%	23.0%	25.0%	股本	616	616	616	616
净利率	8.0%	3.3%	5.2%	5.4%	资本公积	475	475	475	475
ROE	8.4%	3.6%	7.1%	8.5%	留存收益	844	909	1045	1222
偿债能力					少数股东权益	1411	1486	1642	1845
资产负债率	32.3%	49.2%	57.0%	61.1%	归属于母公司所有者权益	1935	2001	2136	2313

益

负债及权益

合计	4943	6862	8791	10682
----	------	------	------	-------

净负债比率	20.3%	41.0%	50.0%	54.5%
流动比率	0.8	0.3	0.3	0.2
速动比率	0.6	0.2	0.2	0.2

营运能力

资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	9.4	6.2	6.2	6.3
应收帐款周转率	19.4	11.0	12.0	11.8
应付帐款周转率	12.1	9.0	9.0	9.1

**每股资料
(元)**

每股收益	0.26	0.12	0.25	0.32
每股经营现金	0.22	1.29	1.80	2.17
每股净资产	3.14	3.25	3.47	3.76
每股股利	0.00	0.01	0.02	0.03

现金流量表				
项目 (百万 元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	138	796	1110	1336
投资活动现金流	(266)	(2,398)	(2,461)	(2,461)
筹资活动现金流	233	1,602	1,351	1,125
现金净增加额	105	0	0	0

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生冯悦对报告亦有贡献。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jjahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。