



潜变中补偿和资产注入提升价值

——四川双马（000935）调研快报

2012年1月4日

推荐/首次

四川双马

调研快报

| | | |
|----------|---------------|------------------------|
| 王明德 | 分析师 | 执业证书编号: S1480511100001 |
| 联系人: 赵军胜 | 010-6655 4088 | 邮箱: zhaojs@dxzq.net.cn |

事件:

2011年12月30日上午我对四川双马进行调研,就公司的经营、区域市场和增发等情况和公司董秘进行了交流。

评论:

四川双马是四川省的主要水泥企业之一,拉法基中国是其实际控制人,2011年拥有产能达到690万吨。拉法基对于四川双马的资产注入成为公司的亮点。

一、都江堰公司业绩补偿保证公司每股收益

2011年初四川双马完成增发2.96亿股收购拉法基中国都江堰水泥资产的运作,都江堰子公司50%的股权纳入四川双马。都江堰公司有3条水泥生产线,分别为3800T/D、3500T/D和5000T/D,共计产能540万吨,占到公司总产能的78%。同时拉法基中国承诺2011年到2013年都江堰公司提出非经常性损益后的利润应达到5.52亿元、4.97亿元和4.76亿元,如果达不到将启动补偿机制(根据实际业绩和承诺业绩差,冻结并收回拉法基中国相应的股权)这对四川双马的每股收益提供了稳定的保证。

二、资产注入保证公司未来成长性

公司实际控制人拉法基中国在中国的水泥资产(除了四川双马外)还约有1700多万吨,2010年承诺未来3-6年的时间内全部注入四川双马。公司当前已公布的非公开增发预案,计划通过非公开增发2.50亿股,收购拉法基中国贵州的3条水泥熟料生产线,产能分别为50万吨、50万吨和200万吨,收购股权比例分别为75%、75%和100%,并同时进一步收购都江堰子公司25%。当前增发处于资产核定阶段,具体完成时间具有不确定性,预计2013年完成的可能性大。届时四川双马水泥产能将超过1000万吨,增长52%。

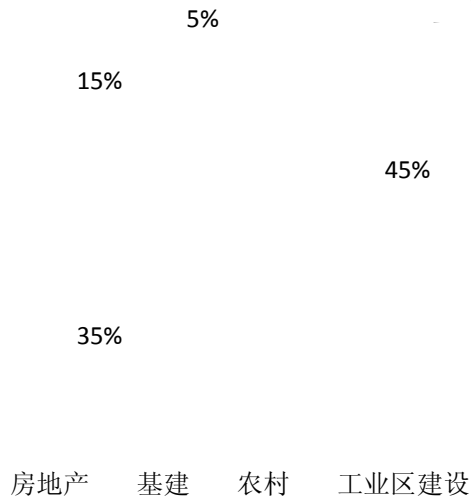
三、短期需求增长仍不乐观,区域供需形势向积极方向演变

1. 短期区域供需形势不乐观,但区域水泥行业景气度下降出现接近底部迹象。四川省地理位置的特殊性使得区域水泥市场封闭性强。2009年以来由于四川省水泥产能的集中投产和需求增速在地震灾后重建后开始下降,短期由于区域需求增长较少,像天府新区拉动水泥需求为1000万吨,较少。区域水泥需求主要是房地产、基础设施建设、农村建设和其他工业开发区建设,占比分别为40%-50%、35%、15%和5%左右,短期各项水泥需求未见明显改善迹象。

当前区域水泥行业产能利用率约为70%多,不到80%,但公司产能利用率在90%以上,2012年公司将能够维持该水平。公司水泥销量一般遵循上下半年分别为45%和55%的比例,预计2012年一季度销量难以上去,但同比会多一些。

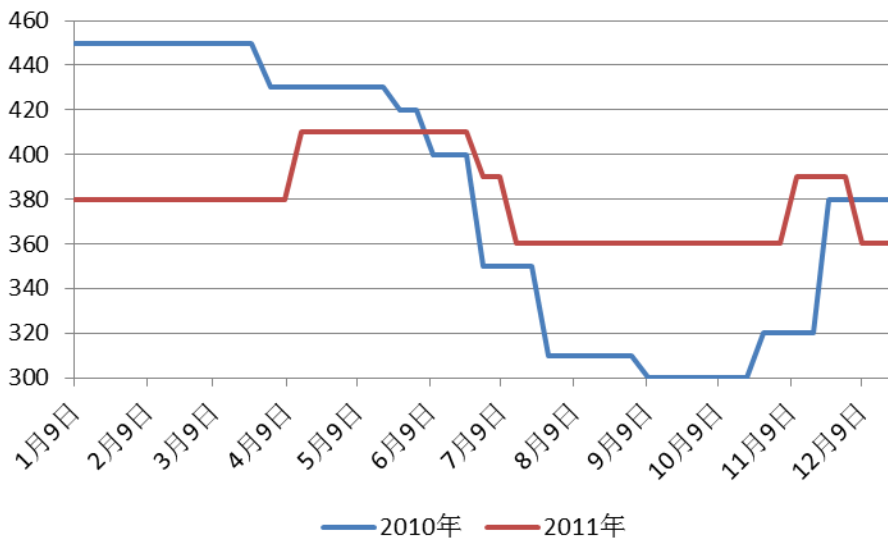
在区域水泥产能过剩的情况下，价格持续下降，2011 年价格开始稳定。2011 年下半年公司水泥销售价格较上半年出现回升，并且第 4 季度比第 3 季度价格每吨提高 20 元。在需求没有明显改善的情况下，预计 2012 年水泥价格难以出现大涨。

图 1：四川省水泥需求分布情况



资料来源：东兴证券

图 2：2010 年和 2011 年成都水泥市场价格走势图



资料来源：东兴证券，DC

2. 区域产能净增较少，供需形势向好和产能增长提升公司业绩。2011 年四川地区新增产能约 1500 万吨，但落后产能淘汰也约为 1449 万吨左右，区域产能净增较少，2012 年仅有 500 万吨产能投产。同时 2011 年区域投产产能主要集中在上半年，预计将在 2011 年下半年和 2012 年初完成磨合，达产释放。同时随着落后

产能淘汰的进行，2012 年供给压力趋缓，供需形势正在向积极方向转变。未来一旦需求回升，公司业绩将会超预期增长。

3. 产能释放和增发成就公司成长。公司四川宜宾二线 2500T/D 水泥熟料生产线预计 2012 年 1 季度投产，公司将新增产能 100 万吨，增长约 15%。如果贵州 300 万吨水泥产能的收购注入以及本部江油 2500T/D 生产线的择机投产在 2013 年完成，公司 2013 年产能增长 52%。通过资产注入，在生产规模的不断扩大和区域形势改善的情况下，公司成长性可期。

4. 区域未来集中度提升可能性大。四川省水泥多为中小企业，生产线仅一两条，产能较小。区域主要水泥企业有峨胜水泥、海螺水泥和中建材，水泥产能分别为 1120 万吨、800 万吨和 1300 万吨，龙头企业对于区域水泥产能的整合有利于提升区域集中度，发挥协同效应，小企业较多也有利于集中度的快速提升。

四、盈利预测和估值

预计都江堰子公司业绩达不到协议预期，拉法基中国将对四川双马启动补偿机制（补偿股份在年报披露后的 30 个工作日注销），在 2013 年非公开增发完成的情况下，以注销后的股本计算，公司 2011 年到 2013 年的每股收益为 0.31 元、0.48 元和 0.94 元，以最新收盘价 7.91 元计算，对应的动态 PE 为 26 倍、16 倍和 8 倍，考虑到公司未来在资产注入情况下的成长性和区域供需状态向积极方向演变，首次给予公司“推荐”的投资评级。12 个月的目标价为 13 元。

表 1：四川双马水泥熟料生产线一览表

| 生产线 | 投产时间 | 股权 | 熟料产能（万吨/年） |
|------------------|--------|----------------------|------------|
| 本部 7 号窑 1500t/d | 2000 年 | 100% | 47 |
| 本部江油 2500t/d | 择机投产 | 100% | 78 |
| 宜宾 1 线 2500t/d | 2006 年 | 100% | 78 |
| 宜宾 2 线 2500t/d | 2012 年 | 100% | 78 |
| 拉法基都江堰一期 3500t/d | 2000 年 | 50%，目前非公开增发收购 25% 股权 | 109 |
| 拉法基都江堰二期 4000t/d | 2006 年 | 50%，目前非公开增发收购 25% 股权 | 124 |
| 拉法基都江堰三期 5000t/d | 2010 年 | 50%，目前非公开增发收购 25% 股权 | 155 |
| 贵州顶效 1200t/d | 2002 年 | 目前非公开增发收购 75% | 37 |
| 贵州新蒲 1200t/d | 2003 年 | 目前非公开增发收购 75% | 37 |
| 遵义三岔口 5000t/d | 2010 年 | 目前非公开增发收购 100% | 155 |
| 产能合计 | | | 896 |

资料来源：公司公告，东兴证券

表 2：拉法基瑞安子公司水泥熟料产能一览表

| 子公司名称 | 子公司下属公司名称 | 水泥熟料产能（万吨） |
|-----------------|-----------|-------------|
| 拉法基中国海外控股公司 | 四川双马 | 180 |
| | 都江堰 | 320 |
| | 重庆拉法基 | 200 |
| 骏联有限公司 | 云南红河水泥 | 200 |
| | 云南东骏水泥 | 180 |
| | 云南富民水泥 | 100 |
| | 云南剑川水泥 | 120 |
| | 云南海口水泥 | 60 |
| | 云南丽江水泥 | 120 |
| | 云南三江水泥 | 110 |
| 新模式投资有限公司 | 昆明崇德水泥 | 50 |
| | 贵州新蒲水泥 | 50 |
| | 贵州顶效水泥 | 50 |
| 腾辉工业第二有限公司 | 贵州水城水泥 | 200 |
| | 重庆地维水泥 | 120 |
| | 重庆腾辉特种水泥 | 140 |
| | 广安腾辉水泥 | 40 |
| 遵义三岔拉法基瑞安水泥有限公司 | | 200 |
| 重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 | | 200 |
| 合计 | | 2640 |

资料来源：公司公告，东兴证券

| 利润表（百万元） | 2009A | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
|--------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|
| 营业收入 | 724.12 | 636.08 | 2,113.99 | 232.35% | 2,547.87 | 20.52% | 4,166.55 | 63.53% |
| 营业成本 | 548.13 | 499.12 | 1,709.29 | 242.46% | 1,925.50 | 12.65% | 2,957.15 | 53.58% |
| 营业费用 | 6.29 | 7.05 | 17.33 | 145.97% | 19.87 | 14.64% | 30.42 | 53.05% |
| 管理费用 | 46.51 | 54.55 | 79.91 | 46.48% | 91.98 | 15.10% | 140.00 | 52.21% |
| 财务费用 | 22.15 | 15.67 | 22.45 | 43.27% | 51.37 | 128.79% | 59.75 | 16.31% |
| 投资收益 | 0.51 | 3.43 | 0.08 | -97.67% | 0.08 | 0.00% | 0.08 | 0.00% |
| 营业利润 | 98.30 | 34.75 | 268.84 | 673.56% | 439.67 | 63.54% | 949.23 | 115.90% |
| 利润总额 | 223.89 | 56.56 | 415.84 | 635.28% | 466.67 | 12.22% | 1,025.23 | 119.69% |
| 所得税 | 3.37 | 9.80 | 103.96 | 960.80% | 116.67 | 12.22% | 205.05 | 75.75% |
| 净利润 | 220.53 | 46.76 | 311.88 | 567.05% | 350.00 | 12.22% | 820.19 | 134.34% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 210.19 | 33.93 | 202.72 | 497.45% | 238.00 | 17.40% | 680.76 | 186.03% |
| NOPLAT | 118.64 | 41.69 | 218.47 | 424.07% | 368.28 | 68.57% | 807.18 | 119.18% |
| 资产负债表（百万元） | 2009A | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
| 货币资金 | 135.78 | 237.63 | 274.82 | 15.65% | 1,019.15 | 270.84% | 333.32 | -67.29% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 5.45 | 15.73 | 52.13 | 231.44% | 62.82 | 20.52% | 102.74 | 63.53% |
| 预付款项 | 3.50 | 6.59 | 17.70 | 168.52% | 30.22 | 70.70% | 49.44 | 63.61% |
| 存货 | 72.97 | 63.80 | 215.42 | 237.65% | 242.67 | 12.65% | 372.68 | 53.58% |
| 流动资产合计 | 246.07 | 345.34 | 632.10 | 83.04% | 1,441.67 | 128.08% | 1,000.15 | -30.63% |
| 非流动资产 | 727.95 | 975.43 | 952.34 | -2.37% | 1,430.24 | 50.18% | 1,352.42 | -5.44% |
| 资产总计 | 974.02 | 1,320.77 | 1,584.44 | 19.96% | 2,871.91 | 81.26% | 2,352.57 | -18.08% |
| 短期借款 | 123.06 | 260.30 | 22.49 | -91.36% | 1,242.31 | 5423.32% | 283.08 | -77.21% |
| 应付帐款 | 56.05 | 70.84 | 243.52 | 243.77% | 274.32 | 12.65% | 421.29 | 53.58% |
| 预收款项 | 21.13 | 14.45 | (9.86) | N/A | (8.59) | N/A | (4.42) | N/A |
| 流动负债合计 | 361.24 | 587.33 | 547.99 | -6.70% | 1,812.32 | 230.72% | 1,063.59 | -41.31% |
| 非流动负债 | 124.72 | 210.42 | 206.98 | -1.64% | 220.11 | 6.35% | 194.51 | -11.63% |
| 少数股东权益 | 63.64 | 64.15 | 173.31 | 170.15% | 285.31 | 64.62% | 424.75 | 48.87% |
| 母公司股东权益 | 424.42 | 458.87 | 958.04 | 108.78% | 1,196.05 | 24.84% | 2,126.80 | 77.82% |
| 净营运资本 | (115.17) | (241.99) | 84.11 | N/A | (370.65) | N/A | (63.44) | N/A |
| 投入资本 IC | 572.28 | 772.63 | 1,110.34 | 43.71% | 1,955.84 | 76.15% | 2,787.61 | 42.53% |
| 现金流量表（百万元） | 2009A | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
| 净利润 | 220.53 | 46.76 | 311.88 | 567.05% | 350.00 | 12.22% | 820.19 | 134.34% |
| 折旧摊销 | 46.73 | 44.72 | 0.00 | N/A | 82.10 | N/A | 82.82 | 0.88% |
| 净营运资金增加 | 79.75 | (126.82) | 326.10 | N/A | (454.76) | N/A | 307.22 | N/A |
| 经营活动产生现金流 | 406.97 | 138.42 | 47.28 | -65.85% | 115.66 | 144.64% | 111.68 | -3.44% |
| 投资活动产生现金流 | (181.34) | (266.21) | (25.26) | N/A | (552.92) | N/A | (2.92) | N/A |

| | | | | | | | | |
|-----------|----------|--------|-------|---------|----------|----------|----------|-----|
| 融资活动产生现金流 | (294.83) | 232.98 | 15.17 | -93.49% | 1,181.59 | 7688.15% | (794.59) | N/A |
| 现金净增(减) | (69.20) | 105.19 | 37.19 | -64.64% | 744.33 | 1901.25% | (685.83) | N/A |

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，3年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。