



产业链扩张，行业整合的领头羊

增持 评级

事件:

公司发布 2011 年年报，报告期内公司实现营业收入 9.19 亿元，营业利润 1.29 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，分别同比增长 29.92%、3.79% 和 12.53%。基本每股收益 0.223 元/股，扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.209 元/股。利润分配方案：每 10 股派 2.5 元人民币现金（含税）；同时，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股。

点评:

- 2011 年公司着力开发国外市场，国外市场销售额较 2010 年增长 265.10%；华东地区销售额较 2010 年增长 117.29%，**主要是公司 2011 年收购马鞍山利尔开元以及开拓了济南钢铁等新客户；东北、中南、西北地区销售额增幅较大，得益于公司在该区域的市场开拓。
- 进军煤化工耐材领域，未来需求继续保持稳步增长。**钢铁工业是耐火材料的最大消耗行业，钢铁工业用耐火材料约占耐火材料产成品消耗总量的 70%，钢铁工业的规模直接决定了耐火材料的市场容量。2011 年全国产粗钢 68,326.5 万吨，比上年同期相比增长 8.9%。在提升为钢铁工业服务能力的基础上，逐步向其他行业用耐火材料的发展。
- 优化生产力布局，积极推进产业链向上游延伸。**向耐火原料镁砂、铝矾土等上游产业发展，逐步建设优质铝矾土和镁砂两大原料生产基地，提高整体盈利能力。我国的钢铁、有色和建材等行业均在进行产业结构调整、工艺技术更新和节能降耗工作，由此必将促进耐火材料行业的变革，公司有望成为钢铁行业耐火材料的行业整合者。
- 以绿色耐火材料新产品为导向，完善公司的产品结构。**实现普通产品大幅度下降，长寿节能型、环保友好型、质量功能型的新型绿色耐材产品有大幅度提高，是目前我国耐火材料行业发展的一大趋势。积极推进行业内的兼并重组、强强联合和战略重组，积极实施完善区域布局战略。
- 预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.31 和 0.47 元，对应当前股价 PE 为 36.2 和 23.6，**考虑到公司有望成为钢铁耐材行业的整合者，由此给予公司增持评级。

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085152

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hsec.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
20110930	12592	12296 股
20110630	12356	6265 股
20110331	17483	1930 股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110930	20110630
机构持股	3132 万股	1375 万股
占流通 A 股比例	20.23%	17.76%
持股家数及退出	7	13

数据来源: WIND

表 5-6: 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	920	1195	1554	1943	流动资产	1965	2239	2545	2938
营业成本	621	777	964	1204	现金	1016	1075	1056	1077
营业税金及附加	3	4	5	6	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	98	126	163	204	应收票据	112	146	190	237
管理费用	89	114	148	185	应收款项	449	581	755	944
财务费用	(26)	(6)	(6)	(6)	其它应收款	19	25	32	40
资产减值损失	5	0	0	0	存货	254	318	394	493
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	116	95	118	147
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	非流动资产	391	356	391	426
营业利润	129	182	281	350	长期股权投资				
营业外收入	8	8	10	10	资	0	0	0	0
营业外支出	0	1	2	2	固定资产	138	246	294	340
利润总额	137	189	289	358	无形资产	90	81	73	65
所得税	17	24	37	45	其他	164	30	25	21
净利润	120	165	252	312	资产总计	2356	2595	2936	3364
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	流动负债	447	545	659	806
归属于母公司净利润	120	165	253	313	短期借款	0	0	0	0
EPS (元)	0.22	0.31	0.47	0.58	应付账款	230	288	357	446
年成长率					预收账款	15	23	29	36
营业收入	30%	30%	30%	25%	其他	203	234	273	324
营业利润	4%	40%	55%	24%	长期负债	7	0	0	0
净利润	13%	37%	53%	24%	长期借款	0	0	0	0
获利能力					其他	7	0	0	0
毛利率	32.5%	35.0%	38.0%	38.0%	负债合计	454	545	659	806
净利率	13.1%	13.8%	16.3%	16.1%	股本	540	540	540	540
ROE	6.2%	7.9%	10.9%	12.0%	资本公积金	1069	1069	1069	1069
偿债能力					留存收益	334	482	710	992
资产负债率	19.3%	21.0%	22.4%	24.0%	少数股东权益	10	9	8	7
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	归属于母公司所有者权益	1942	2091	2319	2600
流动比率	4.4	4.1	3.9	3.6	负债及权益合计	2406	2645	2986	3414
速动比率	3.8	3.5	3.3	3.0	现金流量表				
营运能力					项目(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E

资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	经营活动现				
					现金流	(20)	21	77	122
存货周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	投资活动现				
					现金流	(24)	48	(76)	(76)
应收帐款周转率	2.6	2.3	2.3	2.3	筹资活动现				
					现金流	1297	(10)	(19)	(25)
应付帐款周转率	3.6	3.0	3.0	3.0	现金净增加				
					额	1253	59	(18)	21
每股资料 (元)									
每股收益	0.22	0.31	0.47	0.58					
每股经营现金	-0.04	0.04	0.14	0.23					
每股净资产	3.60	3.87	4.29	4.82					
每股股利	0.08	0.03	0.05	0.06					

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秦闻、姚艺对报告亦有贡献。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
	方芳	胡玉峰		
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 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。