

加快区域整合应对行业低迷

增持 评级

事件:

公司发布 2012 年一季报，报告期内实现营业收入 24.2 亿元，利润总额为 2645 万元，其中，归属上市公司股东的净利润为 433 万元，分别对应上年增长 16.11%、-84.74% 和 -95.71%，以总股本 9.35 亿股为基数，对应每股收益 0.005 元。

点评:

- 区域水泥行业疲软导致公司业绩大幅下滑。公司约 70% 的产能集中在两湖，故两湖市场的景气度决定公司整体的盈利水平。从去年三季度开始两湖地区水泥价格持续下滑，例如 42.5 级散装水泥的价格分别从去年的 480 和 500 元/吨下滑到目前的 410 和 390 元/吨。导致区域水泥行业疲软的主要原因是宏观调控导致基建和房地产投资放缓，同时华东水泥价格下跌引起安徽等地水泥大举进入两湖市场。受此拖累，公司综合毛利率降至 18.9%，同比下滑 5.9 个百分点，环比也下滑了 5.5 个百分点，为历史低点。
- 三项期间费用率全面沦陷，营业利润为负。公司水泥销售的“量增价跌”也影响了期间费用率情况。由于销售规模增加，报告期公司销售和管理费用率分别同比上升 1.02 和 0.64 个百分点至 6.69% 和 5.80%，同时财务费用亦有所增加，共同引起公司期间费用率同比上升了 1.75 个百分点至 18.01%，从而导致公司营业利润为 -500 万元。
- 水泥生产线建设高峰已过，未来重心放在并购整合和加强区域市场控制上。公司 2009-2011 年水泥熟料产能从 2000 万吨大幅提升至 3673 万吨，为建设高峰期。而公司今年预计新增产能仅为 250 万吨，未来会将重心放在区域整合，通过并购等方式加强公司的区域市场控制能力，尽快实现区域市场协同。
- 延伸业务链，实施纵向一体化发展战略。公司大力发展环保业务，加大在全国特大型城市和公司水泥基地周边一、二、三线城市的环保项目开发力度；继续推进混凝土骨料业务，实施“水泥-混凝土协同”战略，实现对水泥渠道的有效拓展；并开拓装备及工程业务，加强装备技术研发，进一步加强水泥及环保设备的研发与功能优化。产业链纵向一体化有望给公司发展带来新的机遇。
- 预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 1.05 和 1.60，对应目前股价的估值分别为 14.78 和 9.70 倍，给予“增持”评级

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqingi@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

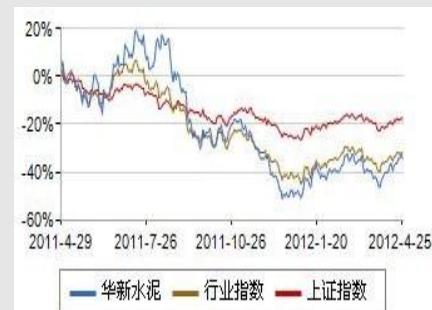
Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hesec.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
20111231	54832	8739
20111930	53628	8936
20110630	50069	9571

数据来源: WIND

机构持股汇总

报告日期	2011/12/31	2011/6/30
机构持股	6031 万股	11681 万股
占流通 A 股比例	12.54%	24.39%
持股家数	33	56

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	12638	14534	18167	21801	流动资产	6054	4585	7595	11162
营业成本	9174	11191	13625	15914	现金	2825	1000	3159	5894
营业税金及附加	155	178	222	267	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	701	843	1054	1264	应收票据	1152	1325	1657	1988
管理费用	588	727	908	1090	应收款项	611	701	876	1051
财务费用	515	299	290	276	其它应收款	149	171	214	257
资产减值损失					存货	1081	1319	1605	1875
公允价值变动收益	73	0	0	0	其他	235	69	84	98
投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)	非流动资产	15676	14155	13266	12577
					长期股权投资				
营业利润	1431	1294	2065	2987	投资	15	15	15	15
营业外收入	198	198	198	198	固定资产	12432	12404	11690	11156
营业外支出	19	19	19	19	无形资产	1677	1509	1358	1222
利润总额	1610	1473	2244	3166	其他	1552	227	203	184
所得税	390	357	543	766	资产总计	21730	18740	20861	23740
净利润	1220	1116	1701	2400	流动负债	7314	4916	5486	6176
少数股东损益	145	132	202	285	短期借款	998	1163	998	998
归属于母公司					应付账款	2429	2963	3607	4213
净利润	1075	984	1499	2115	预收账款	404	336	409	477
EPS (元)	1.15	1.05	1.60	2.26	其他	3482	455	472	488
年成长率					长期负债	5833	4223	4223	4223
营业收入	49%	15%	25%	20%	长期借款	4223	4223	4223	4223
营业利润	107%	-10%	60%	45%	其他	1610	0	0	0
净利润	88%	-9%	52%	41%	负债合计	13146	9139	9708	10399
盈利能力					股本	935	935	935	935
毛利率	27.4%	23.0%	25.0%	27.0%	资本公积				
					金	3571	3571	3571	3571
净利率	8.5%	6.8%	8.3%	9.7%	留存收益	3304	4189	5538	7442
ROE	13.8%	11.3%	14.9%	17.7%	少数股东权益	823	956	1158	1443
偿债能力					归属于母公司所有者权益				
资产负债率	60.5%	48.8%	46.5%	43.8%	负债及权益	7810	8695	10045	11948
净负债比率	36.4%	28.7%	25.0%	22.0%	合计	21780	18790	20911	23790

流动比率	0.8	0.9	1.4	1.8
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.5
营运能力				
资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	9.4	9.3	9.3	9.1
应收帐款周转率	25.8	22.2	23.1	22.6
应付帐款周转率	4.2	4.2	4.1	4.1
每股资料(元)				
每股收益	1.15	1.05	1.60	2.26
每股经营现金	1.65	3.03	3.49	3.98

项目(百万元)	现金流量表			
	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现				
金流	1540	2836	3266	3724
投资活动现				
金流	(2,511)	(175)	(500)	(500)
筹资活动现				
金流	1,482	(4,486)	(607)	(489)
现金净增加				
额	511	(1825)	2159	2735

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

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵胤 010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 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。