乌云蔽日未堪惊，海螺入驻终双赢

买入维持评级

事件：

- 公司发布 2012 年半年报，公司上半年实现营业收入 9.68 亿元，同比增长 5.76%；实现利润总额 1.23 亿元，同比减少 45.82%；其中归属母公司所有者的净利润 9616 万元，同比下降 49.44％，折合每股收益 0.201 元。

点评：

- **短期供需失衡致水泥价格大幅下跌，产业链两端合挤毛利空间。**尽管新疆大开发拉动了“十二五”期间固定资产投资的高速增长，但短期水泥产能的密集投放对区域水泥价格造成较大压力，上半年水泥价格较去年同期下跌 13.3%；另一方面，水泥生产成本也较去年同期有所攀升，下游产品价格的低迷加上上游原料价格的上涨致使本期毛利率仅为 26.36%，同比下跌 18.44%
- **产能扩张走出南疆，多元化战略看好长期盈利。**公司除了今年上半年在南疆新增一条年产 200 万吨的生产线外，未来更看好乌昌地区的高速发展，预计有未来两年将有两条 7500t/d 的生产线陆续投产。另外今年公司与国电集团在库车合资建设库车大平滩煤矿，预计 2013 年建成投产，年产煤 240 万吨；其余大小石峡水电项目、风能、太阳能项目正在运作，这些矿业、能源项目将在“十二五”期间增厚公司利润。
- **海螺入驻加速公司脱胎换骨，风物长于放眼量。**作为水泥业的领头羊，海螺在成本控制上独具优势，此次海螺暨上月派出集团总经理入驻青松董事会后，再度派出总经理助理丁锋进入监事会，标志海螺介入管理层的改革决心，是海螺模式的再次复制，或将全面提升其竞争力，强化公司与天山股份双寡头垄断的区域龙头地位。
- **期间费用小幅攀升，销售策略变更导致经营现金流锐减。**因为收入低迷，公司上半年三项期间费用率合计 14.04%，较去年同期攀升 27.46%。另外由于变更销售策略，公司本期应收账款周转率 0.22，同比下跌 97.57%；经营现金流 2547 万元，同比下跌 94.3%。
- 预计公司 2012、2013 年净利润分别为 5.76 和 8.62 亿元，考虑到增发的摊薄，对应 EPS 分别为 0.83 和 1.25 元，对应当前股价的 PE 为 12.52 和 8.31 倍，给予“**买入**”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
20111231	61375	7800 股
20110930	56445	8481 股
20100630	42885	11162 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

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	3065	4206	5291
营业成本	1518	2157	2851	3452
营业税金及附加	15	21	34	42
营业费用	47	64	88	111
管理费用	146	156	215	270
财务费用	59	98	96	93
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	22	22	22
营业利润	454	591	945	1345
营业外收入	126	126	126	126
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	577	713	1068	1468
所得税	83	102	153	210
净利润	494	611	915	1257
少数股东损益	29	36	53	73
归属于母公司净利润	465	576	862	1184
EPS（元）	0.97	0.83	1.25	1.72
年成长率				
营业收入	27%	38%	37%	26%
营业利润	73%	30%	60%	42%
净利润	53%	24%	50%	37%
获利能力				
毛利率	31.6%	29.6%	32.2%	34.8%
净利率	21.0%	18.8%	20.5%	22.4%
ROE	17.3%	16.8%	20.5%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	44.6%	42.4%	39.1%

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1555	2123	2940	4003
现金	351	713	992	1667
交易性投资	0	0	0	0
应收票据	87	120	164	207
应收款项	111	151	207	261
其它应收款	19	22	33	40
存货	585	725	1029	1203
其他	402	392	514	625
非流动资产	4395	4701	5063	5441
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	2744	4258	4634	5024
无形资产	148	133	120	108
其他	1196	2	2	2
资产总计	**5951**	**6824**	**8003**	**9445**
流动负债	1645	1815	2165	2468
短期借款	550	550	550	550
应付账款	670	952	1258	1524
预收账款	95	135	178	215
其他	330	179	179	179
长期负债	1287	1226	1226	1226
长期借款	1226	1226	1226	1226
其他	62	0	0	0
负债合计	**2932**	**3041**	**3391**	**3694**
股本	479	689	689	689
资本公积金	1318	1318	1318	1318
留存收益	898	1416	2191	3257
少数股东权益	325	360	414	487
归属于母公司所有者权	2694	3423	4198	5264

净负债比率	35.2%	26.0%	22.2%	18.8%
流动比率	0.9	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
营运能力				
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	3.2	3.3	3.3	3.1
应收帐款周转率	23.8	23.4	23.5	22.6
应付帐款周转率	2.8	2.7	2.6	2.5
每股资料（元）				
每股收益	0.97	0.83	1.25	1.72
每股经营现金	1.07	1.99	1.85	2.47
每股净资产	5.63	4.97	6.09	7.64
每股股利	0.08	0.08	0.12	0.17

益				
负债及权益合计	**5951**	**6824**	**8003**	**9445**

现金流量表 项目（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	514	1374	1276	1701
投资活动现金流	(856)	(709)	(837)	(837)
筹资活动现金流	918	(303)	(159)	(189)
现金净增加额	576	361	280	675

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					
华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@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	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@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。