

主营结构调整，混凝土业务成亮点

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20.07亿元，同比降低22.11%；实现利润总额1.15亿元，同比减少81.28%；其中归属上市公司股东的净利润5788万元，同比下降80.49%，折合每股收益0.146元。

点评：

固定资产投资增速放缓、重点工程项目启动较晚、江西省内降雨天气持续时间较去年长，众多不利因素导致公司盈利能力下降。在需求不振、市场竞争形势日趋严峻的环境下，上半年公司生产水泥606.14万吨，熟料487.17万吨，产品销售702.62万吨，分别完成年计划的37.9%、41%、38.6%。目前区域水泥市场仍旧低迷，二季度虽然需求有所回升，但价格持续走低，水泥制造业务毛利率为16.49%，较去年同期下降14.78个百分点。

区域产能压力持续存在，水泥价格难大幅提升，拟通过迅速占领市场提升市场控制能力。目前华东地区高标水泥价格为293元/吨，接近成本线，价格有企稳回升迹象。面对产能过剩的事实，市场供过于求的局面并未改善，公司力争保持盈利、严格控制成本，在维持合理的价格水平下，把握农村市场需求复苏的机会，占领市场份额，获取足够的区域市场话语权。

产业链向下延伸，混凝土业务扩张迅速，取得显著效益。截止今年6月末，混凝土业务取得收入1.92亿元，约占总营业收入的10%，半年内实现了新业务从无到有的突破并取得高速发展。目前，公司在建混凝土产能360万方，预计今年总产能达到1000万方，混凝土业务毛利率超过水泥毛利率，达到18.87%，有望成为公司增长新动力。

期间费用较去年有所增加，公司资金压力显现。在公司收入同比减少的情况下，上半年三项费用较去年同期反而增长16%，三项费用占比明显上升。资金方面，营业活动现金净流量同比降低75.66%，报告期内现金及现金等价物减少4.72亿，公司发展面临资金不足压力，鉴于已经取得证监会发债许可，未来资金压力有望通过发债缓解。

预计公司2012、2013年EPS分别为1.23和1.48元，对应当前股价的PE为9.47和7.87倍，实际业绩低于预期，仍维持“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
20120331	6.12万	6474股
20111231	6.32万	6266股
20110930	4.96万	8015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	5649	6496	7795	9744	流动资产	2120	2285	3348	4798
营业成本	4043	4872	5846	7308	现金	1013	1013	1821	2890
营业税金及附加	40	32	39	49	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	196	260	312	390	应收票据	213	245	294	368
管理费用	216	292	351	438	应收款项	51	56	67	84
财务费用	194	94	89	84	其它应收款	138	159	190	238
资产减值损失	27	0	0	0	存货	603	727	872	1090
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	其他	102	86	103	129
投资收益	81	80	80	80	非流动资产	4908	4676	4720	4803
营业利润	1013	1025	1238	1555	长期股权投资				
营业外收入	90	10	10	10	投资	195	195	195	195
营业外支出	26	1	2	2	固定资产	3819	4025	4114	4236
利润总额	1078	1034	1246	1563	无形资产	490	441	397	357
所得税	295	283	341	427	其他	404	15	15	15
净利润	783	751	905	1136	资产总计	7028	6961	8068	9601
少数股东损益	278	266	321	403	流动负债	3230	3207	3467	3938
归属于母公司净利润	506	485	584	733	短期借款	1443	1496	1443	1443
EPS (元)	1.28	1.23	1.48	1.85	应付账款	818	985	1182	1478
年成长率					预收账款	64	146	175	219
营业收入	47%	15%	20%	25%	其他	906	579	667	798
营业利润	204%	1%	21%	26%	长期负债	1189	442	442	442
净利润	230%	-4%	20%	25%	长期借款	442	442	442	442
获利能力					其他	747	0	0	0
毛利率	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%	负债合计	4418	3649	3909	4380
净利率	9.0%	7.5%	7.5%	7.5%	股本	396	396	396	396
ROE	32.9%	24.6%	23.4%	23.2%	资本公积				
偿债能力					金	473	473	473	473
资产负债率	62.9%	52.4%	48.5%	45.6%	留存收益	668	1105	1631	2291
净负债比率	29.3%	27.8%	23.4%	19.6%	少数股东权益				
					权益	1083	1349	1670	2072
					归属于母公司所有者权益				
					益	1537	1973	2499	3159
					负债及权益	7038	6971	8078	9611

合计

流动比率	0.7	0.7	1.0	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.9
营运能力				
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	7.7	7.3	7.3	7.5
应收帐款周转率	112.3	122.1	126.9	129.2
应付帐款周转率	5.4	5.4	5.4	5.5
每股资料 (元)				
每股收益	1.28	1.23	1.48	1.85
每股经营现金	2.00	2.90	3.62	4.17
每股净资产	3.88	4.98	6.31	7.98
每股股利	0.08	0.12	0.15	0.19

现金流量表				
单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	792	1148	1435	1651
投资活动现金流	(534)	(242)	(505)	(505)
筹资活动现金流	(37)	(905)	(122)	(77)
现金净增加额	222	0	808	1069

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姚艺对报告亦有贡献。

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。