



“量增价跌”遇寒流，横纵协同是出路

买入 评级

事件：

公司发布 2012 年半年报，报告期内实现主营业务收入 54.86 亿元，比去年同期下降 1.53%；利润总额 1.71 亿元，比上年同期下降 78.99%；归属于母公司股东的净利润 0.96 亿元，同比下降 82.30%。折合每股收益 0.1 元。

点评：

水泥价格下跌，公司增量不增收。报告期内，公司实现水泥及熟料销量 1,829 万吨，较去年同期增加 119 万吨，增幅为 6.96%；销售混凝土 93.18 万方，同比增长 10.59%。上半年水泥行业产能过剩明显，水泥平均售价较上年同期下跌 24.72 元/吨，使得公司呈现增量不增收、盈利能力下降的局面。

三项期间费用高企压低利润。报告期内，公司销售费用同比增加 28%，管理费用同比增加 34%，财务费用同比增长 16%。三费率比去年同期增长了 4 个百分点，大幅压低了营业利润。管理费用的大幅增加是由公司规模扩大，同时管理咨询类项目支出增加所致，水泥销售的“量增价跌”局面也影响了期间费用率情况。

成本管理抵御业绩寒流。公司聚焦成本管理，努力在“寒流”中提升营运绩效。在工厂运行上，坚持窑线连续运行，以降低运行成本；在工艺上，继续实施粉磨电耗优化、生产消耗改进、工艺标定项目，以降低工艺成本；在采购上，通过扩大联合采购物料范围，削减中间成本；在物流管理上，通过开发多渠道物流服务商、吨公里物流费用对标管理等方法，降低物流综合成本。

并购整合与纵向一体化带来增长机会。公司 2009-2011 年为产能建设高峰期。今年新增产能较少，未来会将重心放在通过并购等方式加强公司的区域市场控制能力，尽快实现区域协同。同时，公司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，并且积极开拓装备及工程业务，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。

我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.78 和 1.09 元，对应当前股价 PE 为 13.09 和 9.37，考虑到南方水泥价格复苏态势趋强，以及公司巨大的价格弹性，给予公司“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

联系人：

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	53582	8943 股
20111231	54832	8739 股
20110930	50069	9571 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	12638	13902	15292	16821	流动资产	6054	4467	6288	8690
营业成本	9174	11010	11805	12532	现金	2825	1000	2512	4593
营业税金及附加	155	170	187	206	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	701	806	887	976	应收票据	1152	1268	1394	1534
管理费用	588	695	765	841	应收款项	611	670	737	811
财务费用	515	309	292	281	其它应收款	149	164	180	198
资产减值损失	73	0	0	0	存货	1081	1297	1391	1477
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	235	68	73	77
投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)	非流动资产	15676	14155	13266	12577
营业利润	1431	909	1354	1983	长期股权投资	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	1088	1533	2162	其他	1552	227	203	184
所得税	390	263	371	523	资产总计	21730	18622	19554	21267
净利润	1220	824	1162	1639	流动负债	7314	5064	4937	5156
少数股东损益	145	98	138	195	短期借款	998	1365	998	998
归属于母公司净利润	1075	726	1024	1444	应付账款	2429	2915	3125	3318
EPS (元)	1.15	0.78	1.09	1.54	预收账款	404	330	354	376
年成长率					其他	3482	454	459	464
营业收入	49%	10%	10%	10%	长期负债	5833	4223	4223	4223
营业利润	107%	-36%	49%	47%	长期借款	4223	4223	4223	4223
净利润	88%	-32%	41%	41%	其他	1610	0	0	0
获利能力					负债合计	13146	9287	9159	9378
毛利率	27.4%	20.8%	22.8%	25.5%	股本	935	935	935	935
净利率	8.5%	5.2%	6.7%	8.6%	资本公积金	3571	3571	3571	3571
ROE	13.8%	8.6%	10.9%	13.5%	留存收益	3304	3958	4879	6179
偿债能力					少数股东权益	823	921	1059	1254
资产负债率	60.5%	49.9%	46.8%	44.1%	归属于母公司所有者权益	7810	8464	9385	10685
净负债比率	36.4%	30.0%	26.7%	24.5%	负债及权益合计	21780	18672	19604	21317
流动比率	0.8	0.9	1.3	1.7	现金流量表				
速动比率	0.7	0.6	1.0	1.4	项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营运能力									

资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	经营活动现 金流	1540	2617	2776	3009
存货周转率	9.4	9.3	8.8	8.7	投资活动现 金流	(2,511)	(175)	(500)	(500)
应收帐款周 转率	25.8	21.7	21.7	21.7	筹资活动现 金流	1,482	(4,267)	(764)	(428)
应付帐款周 转率	4.2	4.1	3.9	3.9	现金净增加 额	511	(1825)	1512	2081
每股资料 (元)									
每股收益	1.15	0.78	1.09	1.54					
每股经营现金	1.65	2.80	2.97	3.22					
每股净资产	8.35	9.05	10.03	11.42					
每股股利	0.30	0.08	0.11	0.15					

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黎泉宏对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@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。