

# 业绩低于预期，底部区安全、拐点和成长性犹在

2012年8月31日

推荐/维持

四川双马

财报点评

## ——四川双马（000935）2012年半年报点评

王明德		执业证书编号：S1480511100001
赵军胜	zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088	执业证书编号：S1480512070003

### 事件：

2012年半年报显示，公司上半年实现营业收入8.86亿元，同比下降6.21%；营业利润为-40.35亿元，同比下降131.29%；归属于母公司所有者的净利润为-1164万元，同比下降112.95%。每股收益为-0.02元，上半年公司继续处于亏损状态，第二季度单季度归属于母公司所有者的净利润为2084万元，同比下降85.36%，每股收益为0.03元。

### 公司分季度财务指标评论：

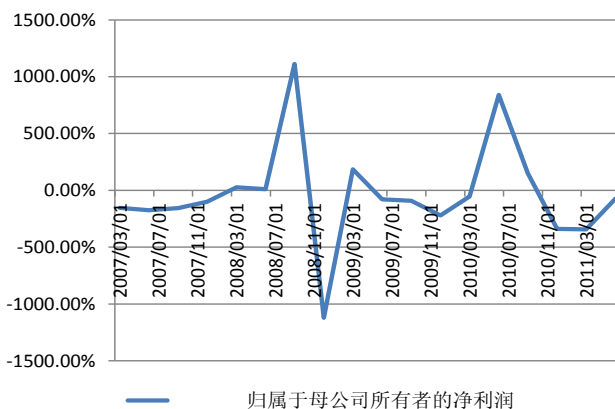
指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	133.82	175.62	381.72	562.72	524.08	565.29	387.66	498.15
增长率（%）	-22.90%	-10.03%	122.74%	262.44%	291.62%	221.88%	1.56%	-11.47%
毛利率（%）	21.47%	19.16%	14.46%	23.18%	22.71%	21.97%	-5.82%	12.15%
期间费用率（%）	8.48%	12.30%	6.09%	5.46%	4.94%	5.25%	7.85%	9.67%
营业利润率（%）	15.43%	-9.00%	8.12%	17.41%	17.85%	16.14%	-14.11%	2.88%
净利润（百万元）	17.48	-13.26	24.68	148.35	67.56	90.17	-45.39	51.87
增长率（%）	-88.53%	-184.58%	-17.87%	1088.00%	286.55%	-780.13%	-283.93%	-65.03%
每股盈利（季度，元）	0.041	-0.052	0.022	0.124	0.053	0.065	-0.053	0.034
资产负债率（%）	60.85%	60.40%	37.45%	36.57%	33.52%	32.31%	31.90%	31.67%
净资产收益率（%）	3.26%	-2.53%	0.80%	4.62%	2.06%	2.70%	-1.38%	1.56%
总资产收益率（%）	1.28%	-1.00%	0.50%	2.93%	1.37%	1.82%	-0.94%	1.07%

- **需求受商品房限购和重大项目资金供给不足影响致业绩低于预期。**2012年上半年公司业绩大幅低于预期的主要原因是：区域需求还未见明显起色，公司水泥销量和价格受到影响导致营业收入同比下降；同时成本提升和价格下降双重挤压，公司盈利能力下降明显。区域需求低迷的原因是：1、受国家商品房限购影响，房地产开发商短中期预期悲观，部分商品房建设施工放缓，少数暂时停工，上半年新开工同比增速下降。2、国家2011年以来持续流动性紧缩政策，虽然有所放松但是市场资金供给仍然不足，施工旺季重大项目因资金不足放缓施工和停工。成本上升，除了煤炭价格有提升外，同时国家对于同一提高工业用电电价，进一步增加了制造成本。再加上价格的下降，公司盈利能力下降明显，上半年综合毛利率为4.28%，同比大幅下降15.37个百分点。第二季度公司毛利率仅为12.15%，虽环比提高17.97个百分点，但同比仍下降11.03个百分点，下降幅度较大。
- **本部亏损拖累业绩表现，底部区域业绩改善趋势明显。**上半年公司子公司宜宾水泥实现利润169.83万元，同比下降91.34%，都江堰实现净利润3253.05万元，同比下降79.44%。电力子公司实现净利润501.42万元，下降25.34%。本部亏损较多，净利润约为-2144万元，对整个公司业绩产生较大拖累。但是从单季度来看，

第二季度公司业绩增长明显改善。2012年第二季度公司归属于母公司所有者的净利润为2094万元，同比下降72.65%，较第一季度同比下降344.07%，环比改善突出。显现公司处于业绩底部的拐点区域。

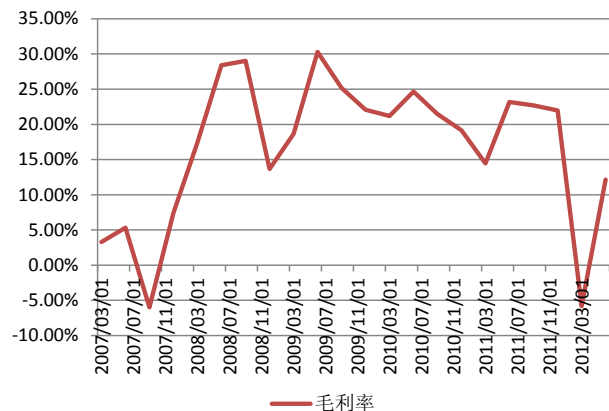
- **都江堰资产注入公司总体管理水平改善，提升业绩弹性。**都江堰子公司生产线作为优质的水泥资产，不但成为公司业绩贡献的主力，同时也提升了公司的管理水平。从都江堰水泥资产注入后，公司费用管理能力提升明显。2012年上半年期间费用率在收入下降的情况下仅为8.87%，虽同比提高3.16个百分点，但仍处于行业较低水平，未来随着量价的回升，费用率将会下降，公司业绩弹性将得到提升。
- **都江堰业绩补偿提升公司持股安全性。**2011年都江堰水泥资产注入时，协议中承诺2011年到2103年都江堰净利润要达到5.52亿元、4.97亿元和4.76亿元，如果达不到承诺，将会按照规定注销相应的股份。2011年都江堰净利润低于注入四川双马时承诺的业绩，大股东拉法基把应注销的相应股份5714万股改为无偿赠送给股东，股东为第四届股东大会当天（还未召开）收盘时在册的股东，根据持股比例分配赠送。按股价6.40元计算，对应市值为3.7亿元。也就是股东的股份增加10%，不考虑股价波动的影响，持股收益为10%。2012年都江堰的业绩预计低于预期是大概率事件，业绩承诺协议规定将会进一步保证持股的安全性。
- **西部大开发优惠税率提升公司业绩表现。**2012年公司获得国家税务局的批准，宜宾和都江堰子公司从2011年起享受西部大开发优惠税率15%，公司报告期应收所得税退税款5100万元。未来的优惠税率将提升公司的净利润水平。
- **向好趋势和成长性确定。**未来随着区域产能的淘汰和需求的回升，区域的向好趋势是确定，虽然商品房限购政策和重大项目资金供给不足会影响到需求改善的力度，落后产能淘汰的速度和实际淘汰量对于产能的影响是有一个逐步体现的过程影响的供给改善的速度，但是未来总体向好的趋势是确定。公司业绩将得到逐步的改善。同时拉法基西南资产在3-6年注入，保证公司未来的成长性，注入后公司将成为西南区域的水泥龙头企业之一。未来3年内公司权益产能增长至少2倍多，保证公司未来业绩的长期增长。

图 1：四川双马单季度归属于母公司净利润增速



资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：四川双马单季度毛利率



资料来源：wind，东兴证券整理

### 盈利预测与投资建议：

- 假设2012年公司水泥价格的涨幅为0%、10%和6%，同时不考虑都江堰业绩达不到承诺，注销股本的可能，

我们预计公司2012年到2014年的每股收益为0.20元、0.42元和0.73元，以收盘价计算6.40计算对应的动态PE为33倍、16倍和9倍，考虑到公司的成长性、都江堰业绩承诺带来的持股安全性、都江堰资产质量的优质性、区域见底改善和所得税优惠政策的影响，维持公司“推荐”的投资评级。

**风险提示：**

- 商品房限购政策对于区域房地产水泥需求影响大于预期；
- 2) 区域重点工程项目资金供给短缺持续时间超出预期；
- 2) 资产注入进程低于预期的风险。

**表 1：四川双马水泥熟料生产线一览表**

生产线	投产时间	股权	熟料产能（万吨 / 年）
本部 7 号窑 1500t/d	2000 年	100%	47
本部江油 2500t/d	择机投产	100%	78
宜宾 1 线 2500t/d	2006 年	100%	78
宜宾 2 线 2500t/d	2012 年 1 季	100%	78
拉法基都江堰一期 3500t/d	2000 年	50%，目前非公开增发收购 25% 股权	109
拉法基都江堰二期 4000t/d	2006 年	50%，目前非公开增发收购 25% 股权	124
拉法基都江堰三期 5000t/d	2010 年	50%，目前非公开增发收购 25% 股权	155
<b>产能合计</b>			<b>591</b>

资料来源：公司公告，东兴证券

**表 2：拉法基瑞安子公司水泥熟料产能一览表**

子公司名称	子公司下属公司名称	产能（万吨）
拉法基中国海外控股公司	四川双马	180
	都江堰	320
	重庆拉法基	200
骏联有限公司	云南红河水泥	200
	云南东骏水泥	180
	云南富民水泥	100
	云南剑川水泥	120
	云南海口水泥	60
	云南丽江水泥	120
	云南三江水泥	110
新模式投资有限公司	昆明崇德水泥	50
	贵州新蒲水泥	50
	贵州顶效水泥	50
	贵州水城水泥	200

	重庆地维水泥	120
腾辉工业第二有限公司	重庆腾辉特种水泥	140
	广安腾辉水泥	40
遵义三岔拉法基瑞安水泥有限公司		200
重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司		200
<b>合计</b>		<b>2680</b>

资料来源：公司公告，东兴证券

表 3：盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,033.81	2,261.43	2,595.92	3,810.65
(+/-)%	219.74%	11.19%	14.79%	46.79%
经营利润 (EBIT)	331.69	305.59	443.24	739.87
(+/-)%	557.78%	-7.87%	45.05%	66.92%
净利润	162.65	123.77	305.15	535.56
(+/-)%	379.36%	-23.91%	146.56%	75.50%
每股净收益 (元)	0.260	0.201	0.414	0.726

资料来源：东兴证券

表 4：每股收益的价格变化敏感性分析

	水泥熟料综合价格较 2011 年的增幅							
综合价格涨幅	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	3%	5%	8%
市场价格同比增加 (元/吨)	-25	-19	-12	-6	0	11	18	29
2012 年 EPS(元/股)	0.07	0.11	0.14	0.17	0.2	0.25	0.28	0.33
PE	95	60	47	39	33	27	24	20

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,033.81	2,440.10	19.98%	2,801.24	14.80%	4,113.05	46.83%
营业成本	1,604.94	1,846.85	15.07%	2,024.74	9.63%	2,881.14	42.30%
营业费用	14.80	17.57	18.67%	20.17	14.80%	29.61	46.83%
管理费用	76.72	92.72	20.86%	108.97	17.52%	160.41	47.21%
财务费用	17.96	48.89	172.25%	37.24	-23.83%	24.65	-33.81%
投资收益	2.91	3.00	2.99%	3.00	0.00%	3.00	0.00%
营业利润	313.73	426.53	35.95%	600.97	40.90%	1,002.34	66.79%
利润总额	449.46	443.53	-1.32%	628.97	41.81%	1,050.34	66.99%
所得税	118.69	75.40	-36.48%	110.07	45.98%	184.34	67.47%
净利润	330.77	368.13	11.30%	518.90	40.96%	866.01	66.89%
归属母公司所有者的净利润	162.65	202.47	24.48%	452.43	123.45%	757.76	67.49%
NOPLAT	244.10	394.59	61.65%	526.52	33.43%	846.75	60.82%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	308.62	370.89	20.18%	425.79	14.80%	625.18	46.83%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	193.92	230.64	18.93%	264.77	14.80%	388.77	46.83%
预付款项	43.87	80.81	84.19%	121.31	50.11%	178.93	47.50%
存货	279.36	323.83	15.92%	355.02	9.63%	505.19	42.30%
流动资产合计	1,026.73	1,190.02	15.90%	1,377.94	15.79%	2,007.95	45.72%
非流动资产	3,916.19	4,211.55	7.54%	4,903.44	16.43%	5,933.97	21.02%
资产总计	4,942.92	5,401.56	9.28%	6,281.38	16.29%	7,941.92	26.44%
短期借款	562.22	619.33	10.16%	106.35	-82.83%	140.51	32.12%
应付帐款	193.58	202.39	4.55%	221.89	9.63%	315.74	42.30%
预收款项	31.21	31.21	0.00%	31.21	0.00%	31.21	0.00%
流动负债合计	1,297.13	1,359.10	4.78%	866.98	-36.21%	1,001.56	15.52%
非流动负债	299.95	327.76	9.27%	1,055.76	222.11%	1,683.76	59.48%
少数股东权益	1,410.90	1,576.55	11.74%	1,643.03	4.22%	1,751.28	6.59%
母公司股东权益	1,934.95	2,137.42	10.46%	2,711.58	26.86%	3,469.33	27.95%
净营运资本	(270.40)	(169.08)	N/A	510.96	N/A	1,006.39	96.96%
投入资本 IC	4,006.21	4,389.16	9.56%	5,189.91	18.24%	6,518.69	25.60%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	330.77	368.13	11.30%	518.90	40.96%	866.01	66.89%
折旧摊销	201.19	0.00	N/A	308.11	N/A	369.47	19.91%
净营运资金增加	(28.41)	101.32	N/A	680.04	571.22%	495.42	-27.15%
经营活动产生现金流	196.67	538.67	173.89%	749.07	39.06%	926.93	23.74%
投资活动产生现金流	(514.79)	(508.40)	N/A	(993.69)	N/A	(1,365.05)	N/A

融资活动产生现金流	117.33	32.00	-72.72%	299.51	835.86%	637.51	112.85%
现金净增（减）	(200.79)	62.27	N/A	54.89	-11.85%	199.40	263.24%

东兴证券

## 分析师简介

---

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 分析师简介

---

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，4年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券