

淡季出手收购，提升定价能力

增持 维持

目标价格：无

事件：

公司发布公告，董事会审议通过议案，控股子公司亚泰建材分别收购沈阳煤业和辽宁能源持有的辽宁中北 80% 股权、辽宁交通水泥 80% 股权、黑牛沟采石公司 100% 股权，摘牌价格为 11.81 亿元。

点评：

- **收购提升水泥市占率，加大东北定价影响力。**公司本次收购的主要目的是整合优势市场，提高在辽宁乃至东北的市场占有率和价格影响力。通过本次收购，公司在辽宁的熟料产能从 310 万吨翻番至 620 万吨，市占率从 6.3% 翻倍至 12.6%。同时东北前五大水泥企业市场集中度提升 3.4 个百分点至 66.4%，大企业市场控制力加强，更利于协同保价。
- **公司业绩增厚，净资产收益率有所提升。**中北水泥和交通水泥的主业为水泥和商混，今年 1-10 月净利润分别为 4890 和 5804 万元；黑牛沟采石主营石灰石开。按股权权重，三家公司 12 年可以贡献归属于母公司净利润 1.22 亿元，基于股权转让价 11.81 亿元，全年净资产收益率约为 9.52%，远高于公司的 4%，有效提升了公司的盈利能力。预计收购资产 13、14 年增厚公司 EPS 为 0.059 元、0.068 元。
- **行业整合能力较强，产业链攻守兼备。**最近几年东北地区收购兼并频繁，公司收购整合经验较为丰富，是产业协同的典范。2010 年底公司收购辽宁铁岭铁新水泥，进入辽宁水泥市场，本次收购进一步提升了辽宁市场份额，并获得上游石灰石资源，占据成本和区位优势，完成“东北王”的加冕。公司主业为“水泥-地产-金融”模式，产业链中攻防兼备。
- 我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.23 和 0.35 元，对应当前股价的 PE 为 21.74 和 14.28 倍，维持“**增持**”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11700	9477	10898	12533
增长率 (%)	43.8%	-19.0%	15.0%	15.0%
归母净利润(百万)	748	431	670	772
增长率 (%)	5%	-41.3%	52.2%	15.9%
每股收益	0.40	0.23	0.35	0.41
市盈率		21.74	14.28	12.33

建材行业研究组

分析师：

邓海清 (S1180512070001)

电话：010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

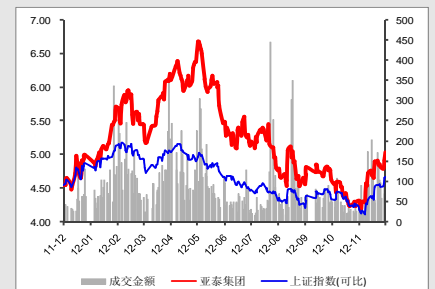
研究助理：

沈荣

电话：010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120930	219,611	8,628 股
20120630	212,125	8,932 股
20120331	220,513	8,592 股

相关研究

水泥行业深度系列报告之三：区域比较
“诸侯割据硝烟起，纵横捭阖尽可期”

2012/9/4

公司跟踪报告：春风又绿鸭绿江，布局
罗先抢先机

2012/08/17

公司半年报点评：上半年增长有限，参
股金融利好全年

2012/08/15

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	11700	9477	10898	12533	流动资产	17645	15344	18795	16330
营业成本	7936	6937	7683	8836	现金	5443	7336	9855	6049
营业税金及附加	218	284	327	376	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	613	569	654	752	应收票据	343	278	320	368
管理费用	846	758	708	815	应收款项	625	505	580	667
财务费用	767	514	501	504	其它应收款	1094	887	1020	1172
资产减值损失	36	0	0	0	存货	5736	5014	5553	6386
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	4404	1325	1467	1687
投资收益	6	220	30	30	非流动资产	16331	15426	17125	17467
营业利润	1289	635	1055	1280	长期股权投资	2648	2648	2648	2648
营业外收入	226	280	317	300	固定资产	10034	11597	13403	13841
营业外支出	47	53	60	60	无形资产	1127	1014	912	821
利润总额	1468	862	1312	1520	其他	2523	167	161	156
所得税	396	233	354	410	资产总计	33977	30769	35920	33797
净利润	1072	629	958	1110	流动负债	17368	14777	15210	15879
少数股东损益	324	190	289	335	短期借款	9553	9553	9553	9553
归属于母公司					应付账款	1920	1679	1859	2138
净利润	748	439	669	775	预收账款	1383	208	231	265
EPS (元)	0.40	0.23	0.35	0.41	其他	4511	3337	3567	3922
年成长率					长期负债	5823	4621	8447	4624
营业收入	44%	-19%	15%	15%	长期借款	1328	1328	1328	1328
营业利润	131%	-51%	66%	21%	其他	4495	3292	7119	3295
净利润	52%	-41%	52%	16%	负债合计	23191	19398	23657	20502
获利能力					股本	1895	1895	1895	1895
毛利率	32.2%	26.8%	29.5%	29.5%	资本公积金	3496	3496	3496	3496
净利率	6.4%	4.6%	6.1%	6.2%	留存收益	2472	2867	3469	4166
ROE	9.6%	5.3%	7.6%	8.1%	少数股东权益	2967	3157	3446	3781
偿债能力					归属于母公司所				
资产负债率	68.3%	63.0%	65.9%	60.7%	所有者权益	7820	8215	8817	9514
净负债比率	34.4%	35.4%	30.3%	32.2%	负债及权益合计	33977	30769	35920	33797
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.0					
速动比率	0.7	0.7	0.9	0.6					
营运能力									
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	现金流量表				
存货周转率	1.5	1.3	1.5	1.5	项目 (百万元)				
应收帐款周转率	20.2	16.8	20.1	20.1	经营活动现金流	(1514)	4562	2191	2250
应付帐款周转率	4.5	3.9	4.3	4.4	投资活动现金流	(1513)	(310)	(2961)	(1680)
每股资料 (元)					筹资活动现金流	3863	(2358)	3289	(4375)
每股收益	0.40	0.23	0.35	0.41	现金净增加额	835	1893	2519	(3805)

每股经营现金	-0.80	2.41	1.16	1.19
每股净资产	4.13	4.34	4.65	5.02
每股股利	0.08	0.02	0.04	0.04

资料来源：宏源证券研究所

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。

覆盖股票: 海螺水泥、江西水泥、北新建材、祁连山、国统股份、龙泉股份、中国玻纤、长海股份、旗滨集团

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
OEU	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。