

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 10.76元

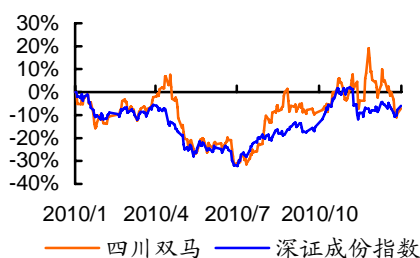
评级调整: 维持

基本资料

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 12714.51 |
| 总股本(百万)   | 319      |
| 流通股本(百万)  | 138      |
| 流通市值(亿)   | 15       |
| EPS (TTM) | 0.20     |
| 每股净资产(元)  | 1.53     |
| 资产负债率     | 49.9%    |

股价表现

| (%)    | 1M     | 3M   | 6M    |
|--------|--------|------|-------|
| 四川双马   | -11.80 | 0.00 | 35.35 |
| 深证成份指数 | 2.18   | 0.00 | 37.78 |



相关报告

《ST 双马-资产重组新方案中小幅调低了目标资产的盈利能力》2010-1-6  
《\*ST 双马-公司生产经营实现全面恢复》2009-4-27  
《\*ST 双马-08年成功扭亏,即将进入发展快车道》2009-3-30

四川双马

000935

推荐

行业正在筑底,收购都江堰资产瓜熟蒂落

我们今日对四川双马进行了调研,对四川水泥市场情况以及公司收购都江堰资产事宜与进行了交流沟通。

投资要点:

- **短期:旺季来临,水泥价格上涨20%。**成都市水泥价格在今年7-8月份见底,9月之后价格逐步回升,目前各水泥厂家出厂价相对于谷底上涨70元/吨。此次价格上扬有两方面原因:第一,旺季水泥需求量明显回升;第二,由于前一阶段的柴油荒,导致外地水泥运入成都区域较为困难,缓解了成都地区的供应压力。
- **中期:行业可能于2011年年底见底。**四川地区2010年投产的生产线将达到46条,折合水泥产能6300万吨占到四川省全省水泥需求量的55%以上。其中29条线已于2010年点火,释放产能达到了3690万吨,占新建生产线的59%,2011年投产的生产线将有17条,释放产能将达到2596万吨,约占总需求的20%左右。我们预计2011年这些产能释放完成以后,行业将在2012年迎来转机。
- **长期:收购可能成为公司长期的发展方向。**公司还有两条已获得批文但是没有新建的生产线。国家可能未来不再批准新建生产线,公司未来的发展将以收购为主。收购的方向有两个:第一、在行业低谷时期收购区域内竞争对手的资产;第二,拉法基有可能在未来将其他资产注入上市公司中。拉法基在西南地区的水泥资产有2500万吨,相当于目前公司资产的5倍。为公司未来的发展留下了想象空间。
- **收购资产吨盈利水平在100元/吨以上。**公司此次定向增发收购的资产是目前拉法基在国内盈利能力最强的资产都江堰的三条数量生产线目前涉及产能为490万吨。但实际运行过程中,这三条数量生产线的产能都会大于涉及产能,所以实际产出将在550万吨左右。在公司里吃给出的盈利补偿协议中,公司预计都江堰这三条线的盈利能力在行业整体盈利能力大幅度下滑的情况下仍能保证在100元/吨的盈利水平。

风险提示:

2011年四川省水泥行业盈利能力将会仍然较弱。

主要财务指标

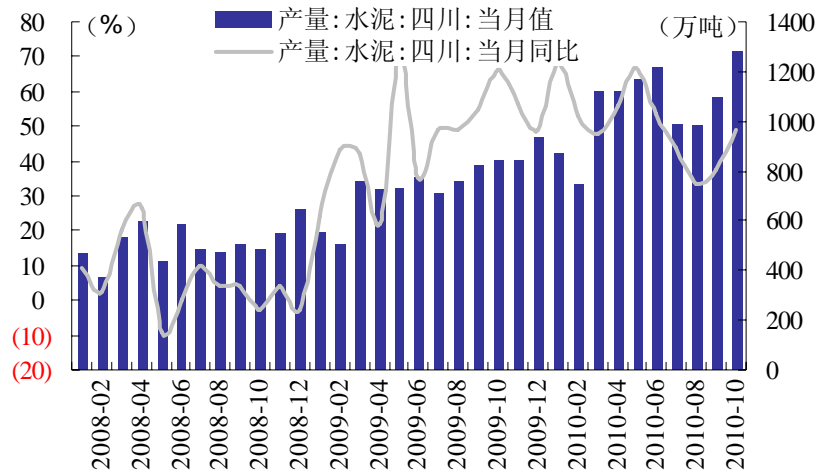
| 单位:百万元        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 724   | 594   | 569   | 923   |
| 同比(%)         | 22%   | -18%  | -4%   | 62%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 210   | 102   | 81    | 123   |
| 同比(%)         | 292%  | -51%  | -21%  | 52%   |
| 毛利率(%)        | 24.3% | 27.8% | 23.2% | 23.9% |
| ROE(%)        | 49.5% | 19.4% | 13.3% | 16.8% |
| 每股收益(元)       | 0.66  | 0.32  | 0.25  | 0.38  |
| P/E           | 17.49 | 36.00 | 45.44 | 29.92 |
| EPS(元)(考虑增发)  |       | 0.32  | 0.57  | 0.72  |
|               |       | 36.00 | 18.88 | 14.94 |

资料来源:中投证券研究所

## 一、旺季来临，价格上扬 20%

四川省今年前 10 个月水泥产量达到了 1 亿吨，预计全年水泥产量将在 1.3 亿吨以上，同比增速近 50%。

图 1 四川省月度水泥产量

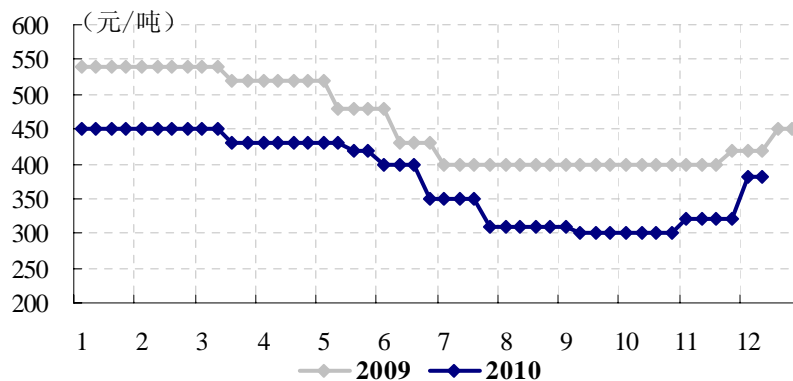


资料来源：国家统计局

由于产能供应压力较大，成都市水泥价今年一直呈逐步下滑的态势，并于今年 7-8 月份见底。9 月之后价格逐步回升，目前各水泥厂家出厂价相对于谷底上涨 70 元/吨。

此次价格上扬有两方面原因：第一，旺季水泥需求量明显回升；第二，由于前一阶段的柴油荒，导致外地水泥运入成都区域较为困难，缓解了成都地区的供应压力。

图 2 成都水泥价格



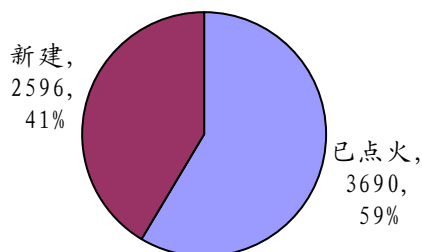
资料来源：国家统计局

## 二、四川地区水泥行业可能于 2011 年见底

从我们统计的四川省近两年新建生产线的投产进度来看。这两年投产的生产线将达到 46 条，折合水泥产能 6300 万吨占到四川省全省水泥需求量的 55% 以上。其中 29 条线已于 2010 年点火，释放产能达到了 3690 万吨，占新建生

产线的 59%，2011 年投产的生产线将有 17 条，释放产能将达到 2596 万吨，约占总需求的 20%左右。

图 3 四川省 2010 到 2011 年新建生产线状态

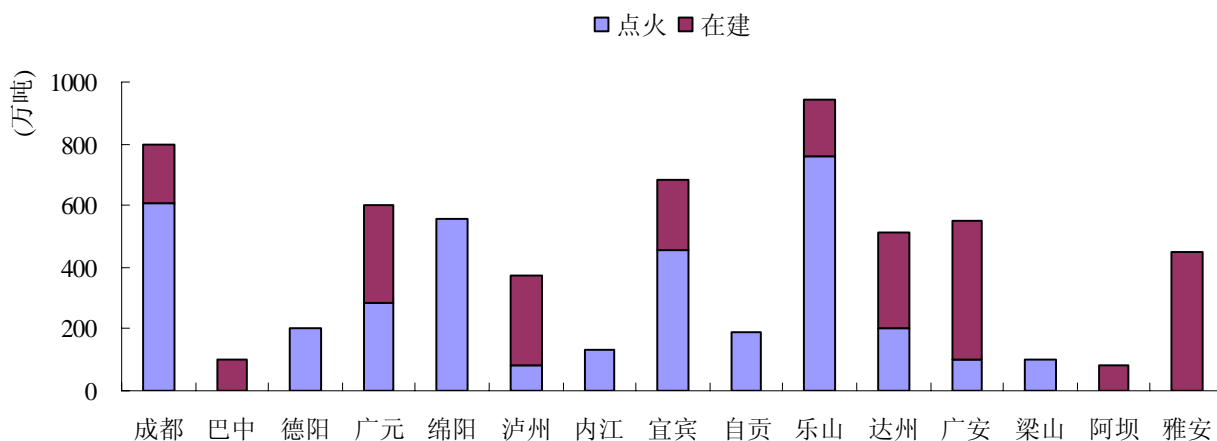


资料来源：四川省水泥协会

从产能释放的区域来看，2010 年产能高释放的区域成都、绵阳、宜宾、乐山市释放的产能将明显减少，而雅安、广安、达州和泸州产能释放量将明显增加。

而公司目前的核心市场趋于集中在成都和宜宾区域，因此从明年起，公司核心市场销售区域的供应压力会逐步减小。我们预计 2011 年产能全部释放完毕以后，水泥行业可能就此见底。

图 4 四川省 2010 到 2011 年新建生产线分区域状态



资料来源：四川省水泥协会

### 三、拟收购资产单吨盈利达到 100 元以上的水平

公司目前运营资产有两条生产线,分别是位于公司总部的一条半干法生产线和位于宜宾的新型干法生产线。合计产能 165 万吨。另外在宜宾还有一条日产 2500 吨的新型干法生产线在建,预计将于 2011 年年底正式投产。

这些产能今年前三季度贡献利润 5000 万元。由于本部 7#线是一条半干法熟料生产线，同时生产基地里目标市场距离较远，生产和运输成本较高。在今年四川水泥价格明显下滑的情况下，该生产线已经基本处于不盈利状态。目前的盈利基本上都来自在四川南部的宜宾生产线。

表 1 公司产能汇总

|                | 产能规模    | 股权比例 | 规模  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|----------------|---------|------|-----|------|------|------|-------|-------|
| 公司<br>目前<br>资产 | 本部 7#线  | 100% | 55  | 55   | 55   | 70   | 70    | 70    |
|                | 宜宾一线    | 100% | 95  | 95   | 95   | 95   | 95    | 95    |
|                | 宜宾二线    | 100% | 95  |      |      |      |       | 95    |
| 拟收<br>购资<br>产  | 都江堰 1 线 | 50%  | 140 | 140  | 140  | 140  | 140   | 140   |
|                | 都江堰 2 线 | 50%  | 180 | 180  | 180  | 180  | 180   | 180   |
|                | 都江堰 3 线 | 50%  | 220 |      |      | 40   | 220   | 220   |
| 合计             |         |      |     | 470  | 470  | 525  | 705   | 800   |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司此次定向增发收购的资产是目前拉法基在国内盈利能力最强的资产都江堰的三条数量生产线目前涉及产能为 490 万吨。但实际运行过程中，这三条数量生产线的产能都会大于涉及产能，所以实际产出将在 550 万吨左右。

其中都江堰的三线在今年 10 月份正式投入运营。今年都江堰生产销售水泥的数量为 350 万吨，预计明年可以达到满产，销量达到 550 万吨。

与之对应，这三条线今年的盈利与公司在今年年初在盈利补偿协议中的业绩承诺的预计基本一致在 4.5-5.0 亿元之间。如果照此计算，都江堰工厂单吨净利润在 129 元-143 元之间。

从下表可以看出，公司在 2010 年年初做的第二次盈利预测相对 2009 年年初第一次的盈利预测作了明显的下调。主要是由于公司面对的市场环境发生了明显的变化，但第二次预测之后相对稳定。

表 2 公司历次对都江堰工厂的业绩预测

| 单位：亿元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 第一次预测 | 5.24 | 6.48 | 6.3  |      |      |
| 第二次预测 |      | 4.77 | 5.51 | 4.97 |      |
| 第三次预测 |      |      | 5.52 | 4.97 | 4.76 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 四、盈利预测及假设

目前公司的定期报告中没有包含任何拉法基都江堰的销售情况和财务报表信息，给公司整体的盈利预测带来了明显的困难，我们根据公司在 09 年年初和 10 年年初公布的对都江堰拉法基的盈利预测，并根据四川省水泥行业 1 年来的运行情况，对都江堰的盈利情况进行了预测，预测结果如下：

表 3 都江堰拉法基盈利预测

| 都江堰拉法基     | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------|---------|---------|---------|
| 销量 (万吨)    | 320     | 410     | 550     |
| 单位售价 (元/吨) | 394     | 364     | 350     |
| +/-        | -12%    | -8%     | -4%     |
| 单位成本       | 239     | 245     | 250     |
| +/-        | -10%    | 2%      | 2%      |
| 余热发电毛利贡献   | 5.6     | 8.4     | 8.0     |
| 毛利率        | 41%     | 35%     | 31%     |
| 销售收入       | 126,052 | 149,240 | 192,500 |
| 单吨毛利       | 160     | 127     | 108     |
| 其他费用       | 14      | 17      | 17      |
| 单吨净利润      | 146     | 110     | 91      |
| 净利润        | 46,793  | 45,267  | 50,069  |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

盈利预测假设：

公司在 2010 年上半年停止了本部 6 号湿法窑的生产，导致今年销量比去年下滑 27 万吨。湿法窑停窑后，单吨制造成本下降 25 元/吨。

表 4 四川双马盈利预测假设

| 营业收入 | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销量   | 161.90 | 192.13 | 165.00 | 165.00 | 260.00 |
| 单价   | 367.76 | 376.89 | 360.00 | 345.00 | 355.00 |
| 同比增减 |        | 2.48%  | -4.48% | -4.17% | 2.90%  |
| 单位成本 | 284.63 | 285.29 | 260.00 | 265.00 | 270.00 |
| 同比增减 |        | 0.23%  | -8.87% | 1.92%  | 1.89%  |
| 毛利率  | 23%    | 24%    | 28%    | 23%    | 24%    |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 246  | 276   | 407   | 632   | <b>营业收入</b>     | 724         | 594          | 569          | 923          |
| 现金             | 136  | 188   | 320   | 491   | 营业成本            | 548         | 429          | 437          | 702          |
| 应收账款           | 5    | 4     | 4     | 7     | 营业税金及附加         | 6           | 5            | 4            | 7            |
| 其它应收款          | 21   | 17    | 17    | 27    | 营业费用            | 6           | 5            | 5            | 8            |
| 预付账款           | 4    | 3     | 3     | 4     | 管理费用            | 47          | 38           | 37           | 59           |
| 存货             | 73   | 57    | 58    | 93    | 财务费用            | 22          | 8            | -0           | -6           |
| 其他             | 7    | 6     | 6     | 9     | 资产减值损失          | -2          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 728  | 659   | 612   | 566   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 31   | 31    | 31    | 31    | 投资净收益           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 493  | 484   | 457   | 420   | <b>营业利润</b>     | 98          | 109          | 86           | 153          |
| 无形资产           | 86   | 86    | 86    | 86    | 营业外收入           | 136         | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 119  | 58    | 39    | 29    | 营业外支出           | 11          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 974  | 934   | 1020  | 1198  | <b>利润总额</b>     | 224         | 109          | 86           | 153          |
| <b>流动负债</b>    | 361  | 217   | 218   | 266   | 所得税             | 3           | 2            | 1            | 23           |
| 短期借款           | 123  | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 221         | 107          | 85           | 130          |
| 应付账款           | 56   | 44    | 45    | 72    | 少数股东损益          | 10          | 5            | 4            | 7            |
| 其他             | 182  | 173   | 173   | 194   | <b>归属母公司净利润</b> | 210         | 102          | 81           | 123          |
| <b>非流动负债</b>   | 125  | 122   | 122   | 122   | EBITDA          | 167         | 165          | 137          | 198          |
| 长期借款           | 122  | 122   | 122   | 122   | EPS (元)         | 0.66        | 0.32         | 0.25         | 0.38         |
| 其他             | 3    | 0     | 0     | 0     | EPS (元) (考虑增发)  |             | 0.32         | 0.57         | 0.72         |
| <b>负债合计</b>    | 486  | 339   | 340   | 388   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 64   | 69    | 73    | 80    | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 319  | 319   | 319   | 319   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 179  | 179   | 179   | 179   | 营业收入            | 21.6%       | -18.0%       | -4.2%        | 62.1%        |
| 留存收益           | -74  | 28    | 109   | 231   | 营业利润            | 179.7       | 10.7%        | -20.8%       | 77.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 424  | 527   | 607   | 730   | 归属于母公司净利润       | 292.3       | -51.4%       | -20.8%       | 51.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 974  | 934   | 1020  | 1198  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 24.3%       | 27.8%        | 23.2%        | 23.9%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 29.0%       | 17.2%        | 14.2%        | 13.3%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 49.5%       | 19.4%        | 13.3%        | 16.8%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 25.0%       | 27.8%        | 22.8%        | 37.0%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 49.9%       | 36.3%        | 33.3%        | 32.4%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 52.47       | 38.90%       | 38.85        | 34.00%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 0.68        | 1.27         | 1.87         | 2.37         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.46        | 0.98         | 1.58         | 1.99         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.74        | 0.62         | 0.58         | 0.83         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 28          | 31           | 34           | 43           |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 10.41       | 8.59         | 9.87         | 12.05        |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.66        | 0.32         | 0.25         | 0.38         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.27        | 0.54         | 0.41         | 0.52         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.33        | 1.65         | 1.90         | 2.29         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 17.49       | 36.00        | 45.44        | 29.92        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 8.66        | 6.98         | 6.05         | 5.03         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 23          | 23           | 28           | 19           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434