



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 底部区供需向好趋势确定和资产注入提升估值

——四川双马（000935）调研简报

2012年6月5日

推荐/维持

四川双马

调研简报

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

赵军胜

010-6655 4088

邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn

事件：

2012年5月25日下午我拜访了四川双马，旁听参加股东大会，并就公司的经营、区域市场和增发等情况进行了交流沟通。

我们对于公司的观点：

## 1. 成本提升造成1季度亏损，提价开始带动下半年业绩逐步向好

公司2012年1季度水泥及熟料销量为120万吨，4和5月平均销量约为70万吨。2012年全年计划产量为700万吨，销量计划为700万吨。2012年1季度由于煤炭、电原材料等成本的价格上涨使得公司出现亏损。4、5月份以来业绩逐步开始改善，公司预计2012年上半年净利润为500-4400万元，在第一季度归属于母公司所有者的净利润为-3258万元的情况下，也就是公司预计第二季度净利润将达到3758万元-7658万元之间，在公司股份注销后，第二季度每股收益为0.07元到0.15元之间。

公司水泥挂牌价为330元/吨，实销价低于这个水平。都江堰子公司的盈利能力继续保持较高水平，本部生产线仍然亏损，宜宾生产线盈利水平不断提高，最近宜宾地区水泥价格已开始上涨，每吨提价20-30元。随着价格的回升，下半年公司业绩将逐步向好。

## 2. 都江堰子公司50%股权和贵州水泥熟料产能的注入仍在进行，收购兼并成为未来主基调

公司2011年初完成都江堰资产注入的增发后，6月份公司又通过非公开增发方案，计划通过增发收购子公司都江堰25%的股权以及贵州遵义三岔口5000T/D熟料线，同时收购贵州顶效和新浦的两条1200T/D的熟料生产线。一年来公司由于资产核定等各种原因，增发进程缓慢，没有向证监会申报，现在到了2012年5月底，增发仍处于进行当中。由于方案的有效期限是一年，到2012年6月底公司方案将会失效，公司未来备选的方案只能是重新出台新的增发方案或者加快增发进程。

同时，公司实际控制人拉法基把四川双马作为西南地区收购兼并的平台，前面承诺要将其在中国西南地区的所有水泥资产在3-5年内注入公司，这个进程也在继续加快当中。公司本部江油地区的熟料生产线暂时没有加快建设进度，主要是考虑到兼并收购能够更快，更实用，区域内有较好的标的目标，未来的一段时间内收购兼并以及资产的注入成为公司发展成长的主基调。

## 3. 公司债发行有利于公司经营水平的提升和财务结构的改善

都江堰水泥生产线注入后，公司负债率水平大幅下降。2012年1季度资产负债率仅为31.9%，同比下降22.4个百分点。这次公司债计划发行不超过13亿元，债券期限不超过7年的单一或者混合型债券，用于公司偿

还部分银行贷款、调整债务结构以及补充流动资金，有利于公司改善经营管理水平。

#### 4. 房地产增速回落影响总需求，水利交通等基建加快将改善未来需求

由于四川省水泥需求中房地产水泥需求占比较高，达到 35% 左右。随着 2012 年以来房地产投资增速的下滑水泥需求受到影响。2012 年 4 月四川房地产投资增速为 22.88%，较 2011 年增速回落 6.38 个百分点。但是四川区域的水电站建设逐步进入密集期，小水电遍地开花，同时岷江航电枢纽工程、大渡河上的水电站、稻城亚丁机场、国道 317 雀儿山隧道工程、阿坝红原民用机场等项目的实施将启动区域新一轮的水泥需求。

#### 5. 都江堰补偿协议下的股份注销提升每股收益

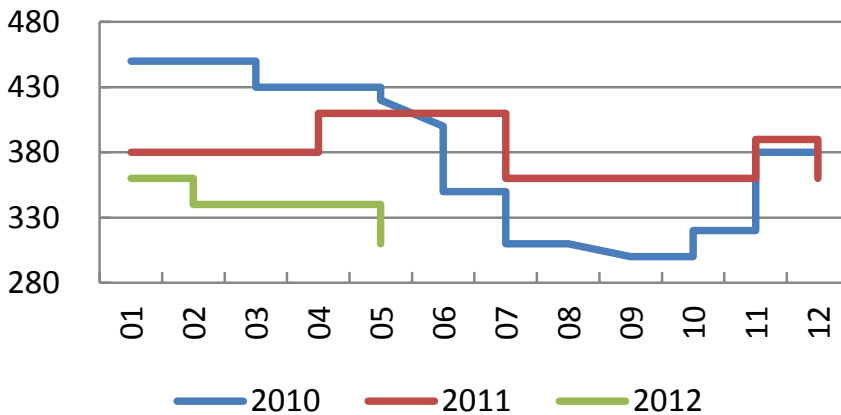
2011 年都江堰子公司扣除非经常性损益后的净利润为 2.22 亿元，与盈利补偿中的协议业绩 5.07 亿元相差 2.85 亿元，公司回购拉法基持有的公司股份 5714 万股，回购价格为 1 元，回购 10 日内注销，这将提升公司的每股收益，提升幅度为 11%。业绩补偿协议中 2012 年都江堰的预测的净利润为 4.76 亿元，预计达到的可能性不大，2012 年公司缩股是大概率事件，这将继续提供 2012 年每股收益的安全性。

#### 6. 落后产能淘汰和区域整合将改善区域供给带来供需形势的改善

四川区域内水泥落后产能较多，淘汰量也较大。2011 年落后产能淘汰量达到 1449 万吨，且均为熟料产能，在 2011 年区域产能投产量较大的情况下，净增产能较少，使得区域价格没有出现大幅的滑落。2012 年是区域落后产能淘汰的最后一年，目前落后产能约有 1500 万吨，如果能够全部淘汰，区域供需状况将得到根本性的改变。

四川地区收购浪潮云起，中建材收购利森水泥，海螺收购南威水泥，台泥收购泰昌建材集团等，随着中建材等公司在区域内的收购兼并，区域集中度将得到提升。中建材收购利森水泥后，四川区产能约为 1300 万吨，和本地民营企业峨胜水泥（产能 1150 万吨）、海螺水泥（800 万吨）和四川双马等公司为区域的主要水泥企业。随着龙头公司的收购兼并，区域集中度的提升将有利于价格的加快提升。

图 1：2010 年到 2012 年成都水泥市场价格走势图



资料来源：东兴证券，DC

## 7. 盈利预测和估值

在 2012 年区域落后产能淘汰量较大，区域需求随着基建的展开对冲房地产需求增速回落的影响以及房地产投资的探底改善情况下，假设 2012 年公司水泥销售价格上浮 10%，2013 年供需继续向好。预计公司 2012 年归属于母公司所有者的净利润将达到 2.73 亿元，公司 2012-2014 年公司的每股收益为 0.50 元、1.16 元和 1.31 元，以收盘价 8.61 元计算，对应的动态 PE 为 17 倍、8 倍和 7 倍，维持公司“推荐”的投资评级。

**8. 风险提示：**需求回升速度滞后和低于预期的风险。

**表 1：四川双马盈利预测简表**

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,033.81	2,435.88	4,323.58	4,754.17
(+/-)%	219.74%	19.77%	77.50%	9.96%
经营利润 (EBIT)	331.69	531.61	1,198.11	1,343.57
(+/-)%	557.78%	60.27%	125.37%	12.14%
净利润	162.65	281.82	939.23	1,055.89
(+/-)%	379.36%	73.27%	233.27%	12.42%
每股净收益 (元)	0.260	0.504	1.161	1.306

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	636.08	2,033.81	2,435.88	19.77%	4,323.58	77.50%	4,754.17	9.96%
营业成本	499.12	1,604.94	1,786.64	11.32%	2,910.39	62.90%	3,173.28	9.03%
营业费用	7.05	14.80	17.54	18.47%	31.13	77.50%	34.23	9.96%
管理费用	54.55	76.72	92.56	20.65%	168.19	81.70%	185.41	10.24%
财务费用	15.67	17.96	32.26	79.64%	10.38	-67.83%	6.30	-39.26%
投资收益	3.43	2.91	3.00	2.99%	3.00	0.00%	3.00	0.00%
营业利润	34.75	313.73	499.35	59.16%	1,187.73	137.85%	1,337.27	12.59%
利润总额	56.56	449.46	617.35	37.35%	1,305.73	111.50%	1,455.27	11.45%
所得税	9.80	118.69	104.95	-11.58%	228.50	117.73%	255.40	11.77%
净利润	46.76	330.77	512.40	54.91%	1,077.23	110.23%	1,199.87	11.39%
归属母公司所有者的净利润	33.93	162.65	281.82	73.27%	939.23	233.27%	1,055.89	12.42%
NOPLAT	41.69	244.10	441.24	80.76%	988.44	124.02%	1,107.78	12.07%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	237.63	308.62	472.14	52.98%	3,097.51	556.06%	2,886.17	-6.82%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	15.73	193.92	233.58	20.45%	414.59	77.50%	455.88	9.96%
预付款项	6.59	43.87	97.47	122.17%	184.78	89.58%	279.98	51.52%
存货	63.80	279.36	308.38	10.39%	502.34	62.90%	547.72	9.03%
流动资产合计	345.34	1,026.73	1,301.76	26.79%	4,536.81	248.51%	4,540.96	0.09%
非流动资产	975.43	3,916.19	4,294.56	9.66%	5,700.49	32.74%	7,222.42	26.70%
资产总计	1,320.77	4,942.92	5,596.32	13.22%	10,237.30	82.93%	11,763.38	14.91%
短期借款	260.30	562.22	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	70.84	193.58	210.48	8.73%	342.87	62.90%	373.84	9.03%
预收款项	14.45	31.21	51.91	66.34%	88.66	70.79%	129.07	45.58%
流动负债合计	587.33	1,297.13	766.63	-40.90%	943.47	23.07%	1,016.65	7.76%
非流动负债	210.42	299.95	1,027.96	242.71%	1,556.91	51.46%	1,585.12	1.81%
少数股东权益	64.15	1,410.90	1,641.48	16.34%	1,779.47	8.41%	1,923.46	8.09%
母公司股东权益	458.87	1,934.95	2,159.63	11.61%	5,956.01	175.79%	7,204.75	20.97%
净营运资本	(241.99)	(270.40)	535.13	N/A	3,593.34	571.49%	3,524.31	-1.92%
投入资本 IC	772.63	4,005.69	4,455.72	11.23%	6,292.72	41.23%	7,959.79	26.49%
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	46.76	330.77	512.40	54.91%	1,077.23	110.23%	1,199.87	11.39%
折旧摊销	44.72	201.19	0.00	N/A	344.07	N/A	428.07	24.42%
净营运资金增加	(126.82)	(28.41)	805.53	N/A	3,058.22	279.65%	(69.04)	N/A
经营活动产生现金流	138.42	196.67	687.38	249.51%	995.83	44.87%	1,488.94	49.52%
投资活动产生现金流	(266.21)	(514.79)	(596.23)	N/A	(1,746.16)	N/A	(1,915.05)	N/A
融资活动产生现金流	232.98	117.33	72.36	-38.32%	3,375.71	4564.92%	214.77	-93.64%

---

现金净增（减）	105.19	(200.79)	163.51	N/A	2,625.37	1505.61%	(211.34)	N/A
---------	--------	----------	--------	-----	----------	----------	----------	-----

---

### 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。

### 联系人简介

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。