

水泥制造

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

ST 双马

000935

推荐

资产重组新方案中小幅调低了目标资产的盈利能力

公司今日发布董事会公告,对资产重组方案进行调整。按照新的资产重组方案,拟收购的拉法基都江堰公司 50%股权的作价由 280,116.49 万元调整为 235,065.29 万元,公司为完成收购拟非公开发行股票的数量由 36809 万股调整为 30889 万股。

6-12个月目标价: 12.50元

当前股价: 11.59元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3243.76
总股本(百万)	319
流通股本(百万)	138
流通市值(亿)	16
EPS (TTM)	0.61
每股净资产(元)	0.78
资产负债率	74.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
ST 双马	9.4	35.2	33.1
上证综合指数	-2.2	16.7	5.0



投资要点:

- 收购标的拉法基都江堰公司 2010 年预计仍将保持良好盈利能力,其全年净利润水平有望与 2009 年持平。拉法基都江堰公司是拉法基集团在国内最大的生产基地,凭借优秀的生产运营和市场管理能力,公司一直保持良好盈利水平,09 年公司实现销量 330 万吨,单吨销售净利润在 100 元/吨左右(剔除 5.12 地震保险赔付因素),远高于国内华东、中南等中、东部地区;2010 年拉法基都江堰将有第 3 线在年中投入生产,预计将增加销量 80 万吨,同时公司作为四川灾区企业在 2010 年还将享有以前年度的所得税返还优惠,因此虽然 2010 年拉法基都江堰不再享有地震保险赔付带来的营业外收入,预计其全年净利润仍将在 4.7 亿元左右,基本与 2009 年持平。拉法基都江堰仍将是公司资产重组完成后盈利能力最突出的核心资产。
- 此次新收购方案对拉法基都江堰公司未来两年的盈利承诺数较原方案有所下调,显示大股东拉法基中国对该区域的水泥供需形势判断趋于谨慎。此次收购方案中拉法基方面承诺都江堰公司 2010-2011 年的净利润分别不低于 4.8 和 5.5 亿元,较 2008 年底的原收购方案中对应 5.2 和 6.5 亿元的承诺数均有所调低。这主要是因为 09 年以来四川水泥投资出现了与国内多数区域类似的大幅增长局面,较大的新增供给将使四川水泥价格可能在 2010 年下半年面临一定程度的下滑压力。
- 维持对公司的“推荐”评级。资产重组完成后,公司到 2011 年的水泥销量将达到 850 万吨左右,较公司目前江油本部及宜宾生产线的生产能力增加 3 倍以上。四川水泥市场虽然短期由于供给增长过快将使该区域面临一定过剩压力,但考虑到公司重组完成后在四川的良好战略布局以及大股东拉法基的管理支持效应,长期来看公司仍是四川水泥市场的最有力竞争者。预计 09-11 年公司 EPS 分别为 0.69、0.47 和 0.53 元,维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位:百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	595	1,985	2,169	2,880
同比(%)	7%	233%	9%	33%
归属母公司净利润(百万元)	53.58	436.04	295.91	331.54
同比(%)		714%	-32%	12%
毛利率(%)	22.6%	33.8%	31.3%	29.2%
ROE(%)	72%	36%	20%	18%
每股收益(元)	0.17	0.69	0.47	0.53
P/E	69.0	16.7	24.6	22.0
P/B	19.3	5.5	4.5	3.7

资料来源:中投证券研究所。假定 09 年即并表计算,09-11 年 EPS 均按增发完成后的 6.283 亿股本计算。

相关报告

- 《\*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
- 《\*ST 双马-全球龙头在需求旺盛区域发挥优势的平台》  
2009-2-4

表 1 公司合并利润表预测

单位: 万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	59,540	198,465	216,938	288,025
营业成本	46,082	131,322	148,965	203,881
营业税金及附加	405	496	542	720
营业费用	706	1,563	1,708	2,268
管理费用	4,248	9,381	10,254	13,614
财务费用	3,727	2,002	2,470	3,170
资产减值损失	4,527	-3,000	-	-
投资收益	3,669	-	-	-
营业利润	3,515	56,701	52,998	64,372
营业外收入	5,659	26,000	-	-
营业外支出	865	1,700	-	-
利润总额	8,309	81,001	52,998	64,372
所得税	2,116	13,350	-1,000	3,219
净利润	6,193	67,651	53,998	61,154
少数股东损益	835	24,047	24,407	28,000
归属于母公司净利润	5,358	43,604	29,591	33,154
EPS (元)	0.17	0.69	0.47	0.53

资料来源: 中投证券研究所。

注: 假定 09 年即并表计算, 09-11 年 EPS 均按增发完成后 6.283 亿股的总股本摊薄计算。

## 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

## 分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 5 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验, 2 年证券行业从业经验。

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、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、中海油服、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。未经中投证券事先书面同意, 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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 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