

# 延伸产业链，发展混凝土

**评级： 增持-B**

上次评级：

**目标价格： 12.00 元**

期限： 6个月 上次预测：

现价(2011年12月30日)： 10.50元

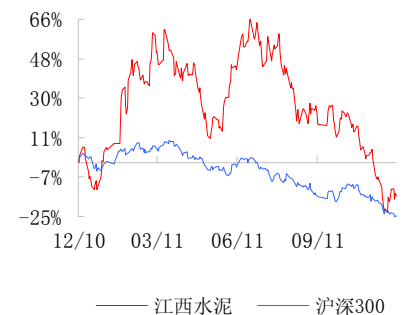
**报告日期： 2011-12-30**
**报告关键点：**

- 江西省主要水泥提供商有江西水泥、南方水泥、海螺水泥、亚东水泥和红狮水泥，占比70%以上。落后产能1800万吨，占比17%，淘汰落后产能的空间大。
- 公司目前有1700万吨，在建一条4800T/D生产线；资产负债率较高，拟不低于10.56每股定向增发不超过6500万股募集资金来收购资产。

**报告摘要：**

- 江西省水泥总产能1亿吨，本省水泥企业的产能利用率不高，预计2011年产量6600万吨左右，供需基本平衡。新增产能则逐年减少，预计2012年境内新增产能400万吨；落后产能1800万吨，若考虑到落后产能淘汰，全省明年新增产能压力不大。区域内主要的水泥生产商还有南方水泥、海螺水泥、亚东水泥和红狮水泥，前五家企业共计控制了70%的市场份额。
- 江西省的城市化率尚不高，由城镇化带来预计将在未来几年内支撑水泥需求的增长。另外续建沪昆高铁、合福高铁、抚吉高速、峡江水利、洪屏水利等工程及新建航空城、机场、地铁、城际铁路、浯溪口水利枢纽工程等基建项目，也将继续支撑水泥需求。预计2012年全年的水泥需求稳重略升。
- 江西水泥是江西省主要的水泥提供商，控制产能近2000万吨，权益产能1300万吨，且储备有较丰富的石灰石资源。公司联营和合营的产能较多，因此少数股东权益的金额较大，企业间股权交流有利于区域合作。公司在福建收购了福清华盛水泥，部分熟料销往福建地区，少量熟料流往广东地区。公司还将重点发展商品混凝土产业链，稳定水泥销售的下游市场。
- 公司目前的资产负债率较高，难以通过持续的收购来实现扩张。因此公司拟不低于10.56元每股，定向增发不超过6500万股，募集资金将用于收购锦溪水泥40%股权及补充流动资金，低温余热发电项目和两个混凝土搅拌站项目。目前增发方案已经获国资委批准。
- 以江西水泥目前的吨企业价值350元，处于同类企业的低端；我们预计江西水泥2011-2013年的每股盈利分别为1.33元，1.27元和1.36元（未考虑增发摊薄的影响），目前股价对应2012年市盈率为8.1倍，已经包含了较充分的水泥行业盈利下滑的预期，考虑到公司的成长仍有一定的不确定性，首次关注给予“增持-B”评级。
- 风险提示：固定资产投资，房地产投资及新开工面积低于预期；原材料成本大幅上涨；水泥行业价格战重新上演。

总市值(百万元)	3,998.69
流通市值(百万元)	3,998.50
总股本(百万股)	395.91
流通股本(百万股)	395.89
12个月最低/最高	8.89/20.94元
十大流通股东(%)	61.63%
股东户数	49,393

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.79)	(20.11)	9.11
绝对收益	(19.18)	(30.81)	(15.40)

**傅真卿**

 021-68767632  
 执业证书编号

**李孔逸**

 0755-82558015  
 执业证书编号

**行业分析师**

 fuzq@essence.com.cn  
 S1450511110002

**行业分析师**

 liky@essence.com.cn  
 S1450511020034

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,865.5	3,847.1	5,600.0	5,985.0	6,500.0
Growth(%)	49.3%	34.3%	45.6%	6.9%	8.6%
净利润	66.1	153.3	526.0	502.2	538.1
Growth(%)	34.9%	131.9%	243.2%	-4.5%	7.2%
毛利率(%)	18.1%	20.5%	29.7%	27.0%	28.3%
净利润率(%)	2.3%	4.0%	9.4%	8.4%	8.3%
每股收益(元)	0.17	0.39	1.33	1.27	1.36
每股净资产(元)	2.69	3.08	4.33	5.52	6.79
市盈率	61.3	26.5	7.7	8.1	7.5
市净率	3.8	3.3	2.4	1.9	1.5
净资产收益率(%)	6.6%	12.4%	26.7%	20.2%	18.6%
ROIC(%)	9.8%	13.4%	27.6%	22.9%	26.1%
EV/EBITDA	11.4	9.1	4.0	3.8	3.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.7%	0.8%

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011/12/29
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>						<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	
营业收入	2,865.5	3,847.1	5,600.0	5,985.0	6,500.0	成长性					
减: 营业成本	2,345.7	3,059.1	3,937.5	4,370.0	4,660.0	营业收入增长率	49.3%	34.3%	45.6%	6.9%	8.6%
营业税费	10.3	18.0	24.9	25.4	29.0	营业利润增长率	-0.9%	211.2%	220.3%	-6.3%	12.4%
销售费用	156.5	159.5	224.0	239.4	263.1	净利润增长率	34.9%	131.9%	243.2%	-4.5%	7.2%
管理费用	122.7	161.4	224.0	239.4	264.2	EBITDA 增长率	30.9%	71.2%	99.3%	-3.2%	11.3%
财务费用	123.8	152.6	151.5	140.3	159.1	EBIT 增长率	15.5%	110.5%	150.9%	-6.5%	12.5%
资产减值损失	3.4	10.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	39.7%	70.5%	114.9%	-6.2%	12.0%
加: 公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	25.2%	4.1%	13.0%	-1.5%	-1.8%
投资和汇兑收益	3.9	46.8	30.0	30.0	-	净资产增长率	22.1%	13.1%	34.6%	24.1%	21.8%
<b>营业利润</b>	<b>107.1</b>	<b>333.5</b>	<b>1,068.0</b>	<b>1,000.5</b>	<b>1,124.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	66.1	52.8	50.0	50.0	50.0	毛利率	18.1%	20.5%	29.7%	27.0%	28.3%
<b>利润总额</b>	<b>173.3</b>	<b>386.2</b>	<b>1,118.0</b>	<b>1,050.5</b>	<b>1,174.6</b>	营业利润率	3.7%	8.7%	19.1%	16.7%	17.3%
减: 所得税	37.2	95.8	279.5	262.6	293.7	净利润率	2.3%	4.0%	9.4%	8.4%	8.3%
<b>净利润</b>	<b>66.1</b>	<b>153.3</b>	<b>526.0</b>	<b>502.2</b>	<b>538.1</b>	EBITDA/营业收入	15.9%	20.3%	27.8%	25.2%	25.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	8.1%	12.6%	21.8%	19.1%	19.7%
货币资金	851.6	926.3	1,732.9	3,221.0	4,553.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	固定资产周转天数	294	303	237	228	212
应收帐款	90.9	118.6	159.3	181.6	194.1	流动营业资本周转天数	-64	-69	-48	-39	-40
应收票据	13.7	16.3	22.4	26.0	27.2	流动资产周转天数	142	149	148	221	284
预付帐款	67.9	158.2	149.5	172.8	200.7	应收帐款周转天数	4	4	4	5	5
存货	444.1	443.1	800.5	782.9	819.1	存货周转天数	57	43	41	49	46
其他流动资产	-	44.1	44.1	44.1	44.1	总资产周转天数	609	579	467	525	565
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	374	316	236	233	211
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	186.1	192.3	192.3	192.3	192.3	ROE	6.6%	12.4%	26.7%	20.2%	18.6%
投资性房地产	31.7	30.9	30.9	30.9	30.9	ROA	2.3%	4.4%	10.5%	8.3%	8.1%
固定资产	2,840.0	3,636.7	3,744.0	3,825.6	3,839.8	ROIC	9.8%	13.4%	27.6%	22.9%	26.1%
在建工程	611.4	257.9	361.5	312.3	302.5	<b>费用率</b>					
无形资产	462.5	483.6	483.6	483.6	483.6	销售费用率	5.5%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	193.1	278.3	228.4	228.4	228.4	管理费用率	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
<b>资产总额</b>	<b>5,793.4</b>	<b>6,586.7</b>	<b>7,949.7</b>	<b>9,501.8</b>	<b>10,917.0</b>	财务费用率	4.3%	4.0%	2.7%	2.3%	2.4%
短期债务	1,252.4	1,348.1	1,448.1	1,648.1	1,848.1	三费/营业收入	14.1%	12.3%	10.7%	10.3%	10.6%
应付帐款	599.8	801.1	1,205.4	1,199.9	1,308.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	501.7	639.2	685.9	869.6	904.2	资产负债率	64.4%	64.6%	60.5%	59.0%	56.5%
其他流动负债	114.4	202.7	325.8	300.1	348.2	负债权益比	180.6%	182.2%	153.1%	143.7%	130.0%
长期借款	836.6	479.2	279.2	779.2	779.2	流动比率	0.58	0.51	0.71	1.01	1.18
其他非流动负债	344.6	424.2	424.2	424.2	424.2	速动比率	0.40	0.37	0.51	0.82	1.01
<b>负债总额</b>	<b>3,729.1</b>	<b>4,252.5</b>	<b>4,808.7</b>	<b>5,603.1</b>	<b>6,169.8</b>	利息保障倍数	1.87	3.18	8.05	8.13	8.07
<b>少数股东权益</b>	<b>998.7</b>	<b>1,116.1</b>	<b>1,428.6</b>	<b>1,714.3</b>	<b>2,057.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	395.9	395.9	395.9	395.9	395.9	DPS(元)	0.00	0.00	0.08	0.08	0.08
留存收益	669.7	822.2	1,316.6	1,788.5	2,294.2	分红比率	0.0%	0.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,064.3</b>	<b>2,334.2</b>	<b>3,141.1</b>	<b>3,898.7</b>	<b>4,747.3</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.7%	0.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	136.1	290.4	838.5	787.9	881.0	EPS(元)	0.17	0.39	1.33	1.27	1.36
加: 折旧和摊销	209.3	277.1	338.6	367.7	395.6	BVPS(元)	2.69	3.08	4.33	5.52	6.79
资产减值准备	3.4	10.0	-	-	-	PE(X)	61.3	26.5	7.7	8.1	7.5
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.3	2.4	1.9	1.5
财务费用	126.4	131.8	151.5	140.3	159.1	P/FCF	3.4	3.1	2.1	2.3	2.1
投资收益	-3.9	-46.8	-30.0	-30.0	-	P/S	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
少数股东损益	70.0	137.2	312.5	285.7	342.9	EV/EBITDA	11.4	9.1	4.0	3.8	3.1
营运资金的变动	42.6	297.8	216.8	170.1	155.5	CAGR(%)	79.6%	44.8%	4.1%	9.5%	7.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>507.5</b>	<b>792.1</b>	<b>1,477.3</b>	<b>1,386.8</b>	<b>1,549.4</b>	PEG	0.8	0.6	1.9	0.8	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-507.8</b>	<b>-483.5</b>	<b>-499.6</b>	<b>-400.0</b>	<b>-400.0</b>	ROIC/WACC	1.3	1.8	3.7	3.1	3.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>758.3</b>	<b>-36.8</b>	<b>-201.2</b>	<b>471.3</b>	<b>183.5</b>	REP	1.2	1.1	0.4	0.5	0.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。  
李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

## 分析师声明

傅真卿、李孔逸分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034