建材行业

报告原因：半年报披露

江西水泥 (000789)

业绩超预期增长

增持

评级

2011 年 8 月 10 日

公司研究/点评报告

市场数据：2011 年 8 月 10 日

收盘价（元）	18.72
一年内最高/最低（元）	20.94/10.28
市净率	4.99
市盈率	15
流通 A 股市值（百万元）	7411

基础数据： 2011 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	3.75
资产负债率%	61.5
总股本/流通 A 股(百万)	39600/37600
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

分析师

赵红

执业证书编号： S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人

张小玲

邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn

电话：0351-8686990

孟军

邮箱： mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

Http://www.i618.com.cn

盈利预测： 单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	28.6	49.3	0.66	34.9	0.17	6.05	6.2	111
2010A	38.4	34.2	1.53	131	0.39	10	12.8	48
2011E	42.5	10.47	4.82	214.4	1.22	25.2	28.35	15
2012E	52.5	23.5	5.67	17.6	1.43	24	25	13

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **上半年业绩超预期。**公司上半年实现营业收入 25.76 亿元，同比增长 88.46%，实现归属于母公司净利润 2.97 亿元，增长 1133.14%，每股收益 0.75 元，超过我们预期。
- **量价齐升是业绩增长的主要原因。**去年公司瑞金和万年日产 5000 吨的生产线投产今年全部贡献产能，上半年公司水泥产量 665.83 万吨，同比增长 32.3%，受益区域水泥价格提升，上半年公司的吨销售价格 344.7 元(不含税)，同比增长 48.5%，吨毛利 101.23 元，同比增长 144.3%。
- **新增投资收益 8083 万是业绩增长的另一主因。**上半年公司确认投资收益 8083 万，占到利润总额的 13%，一部分来自于参股的南方水泥分红 4398 万，另一部分是出售江西闪亮制药 25%股权所得。
- **收购少数股东股权和新建生产线，继续扩大区域优势。**目前公司拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料基地，总产能达到 1600 万吨，权益产能 1,097 万吨，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局，区域内的市占率在 60%以上。按照公司 5 月修订的定向增发方案，募集资金 6.28 亿，募投项目之一收购锦溪水泥 40%股权，公司目前拥有的锦溪水泥产能仅 98 万吨，此次增发后将新增权益产能 156 万吨，吨收购成本很低仅 210 元，完成后权益产能增加 14%；公司 5 月计划新建 4800T/D 的于都项目（批文 2009 年获得），目标市场面向吉安和抚州以及广东、福建部分地区，扩大在江西中部的优势。
- **盈利预测和投资建议。**鉴于上半年业绩超过我们预期，此次调高今年的盈利预测，我们预计 2011/2012 年营业收入 42.5 和 52.5 亿元，EPS 为 1.22 元和 1.43 元，2011PE15 倍，今年业绩弹性是水泥股比较高的，符合我们对水泥股推荐理由，给予公司股价"增持"评级。
- **风险提示：**水泥价格超预期下跌；煤炭价格大幅上涨。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

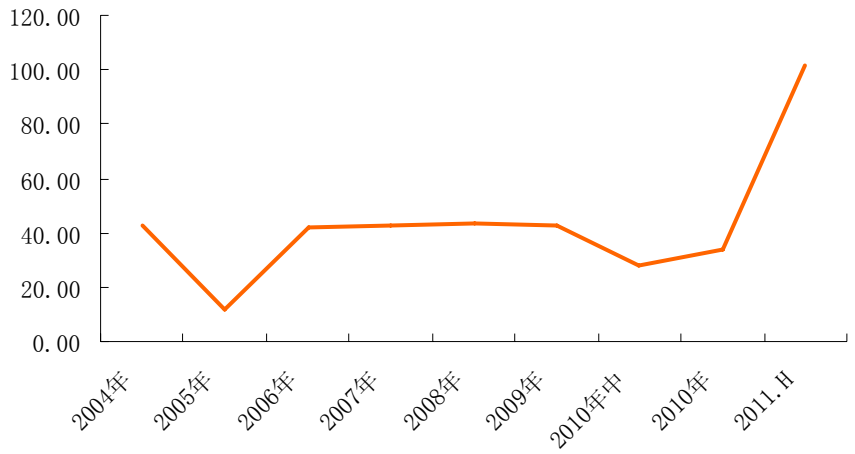
本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"

表：江西省 2010 年新增生产线统计

省份	省序号	企业	项目名称	地点	生产线规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)	产能合计 (万吨)
江西省	1	戈阳海螺水泥有限公司	戈阳海螺水泥有限公司二线	上饶市	5000	155.00	1,159.40
	2	吉安南方水泥有限公司	吉安南方水泥有限公司	吉安市	5000	155.00	
	3	江西安福玉华水泥有限公司	江西安福玉华水泥有限公司	吉安市	3200	99.20	
	4	江西瑞金万年青公司水泥厂	江西瑞金万年青公司水泥厂二线	赣州市	5000	155.00	
	5	江西万年万年青水泥股份有限公司	江西万年万年青水泥股份有限公司六线	上饶市	5000	155.00	
	6	江西亚东水泥有限公司	江西亚东水泥有限公司四线	九江市	4200	130.20	
	7	江西印山台水泥有限公司	江西印山台水泥有限公司	萍乡市	5000	155.00	
	8	宜春上高南方水泥有限公司	宜春上高南方水泥有限公司	宜春市	5000	155.00	

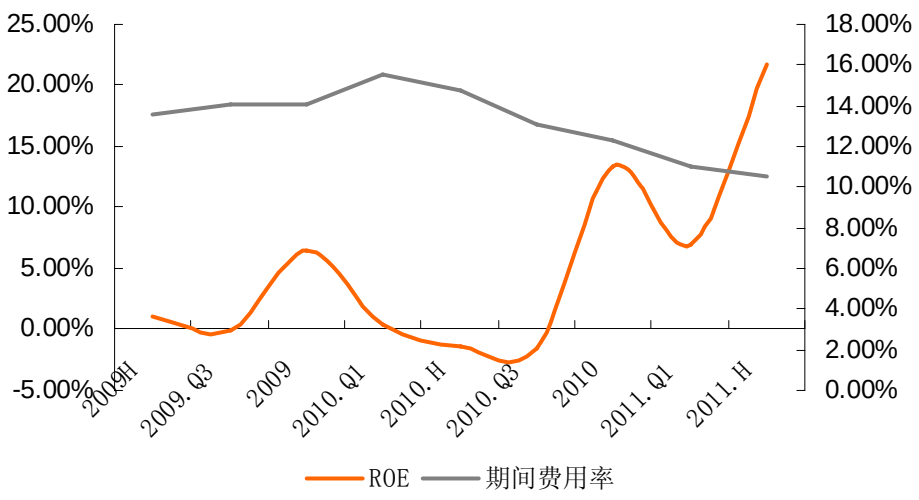
数据来源：DC，山西证券研究所

图：公司吨毛利变化



数据来源：山西证券研究所

图：公司 ROE 和期间费用率变化



表：盈利预测表

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入(万元)	286,546.36	384,711.75	425000	525000	630000
二、营业总成本(万元)	276,231.20	356,050.46	330,225.00	404,250.00	493,920.00
营业成本(万元)	234,570.96	305,911.35	289,000.00	357,000.00	428,400.00
营业税金及附加(万元)	1,026.95	1,798.69	1,700.00	2,100.00	2,520.00
销售费用(万元)	15,652.11	15,946.95	12750	17850	25200
管理费用(万元)	12,267.84	16,135.36	14875	16800	25200
财务费用(万元)	12,375.44	15,262.14	11900	10500	12600
资产减值损失(万元)	337.89	995.97	0	0	
三、其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)	11.49	0.59			
投资净收益(万元)	387.49	4,684.37	8083	0	0
四、营业利润(万元)	10,714.14	33,346.25	102,858.00	120,750.00	136,080.00
加：营业外收入(万元)	7,809.12	7,593.63	4,250.00	5,250.00	6,300.00
减：营业外支出(万元)	1,196.47	2,316.66	0	0	0
五、利润总额(万元)	17,326.80	38,623.22	107,108.00	126,000.00	142,380.00
减：所得税(万元)	3,719.19	9,581.05	26,777.00	31,500.00	35,595.00
六、净利润(万元)	13,607.61	29,042.17	80,331.00	94,500.00	106,785.00
减：少数股东损益(万元)	6,998.96	13,715.83	32,132.40	37,800.00	42,714.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6,608.65	15,326.34	48,198.60	56,700.00	64,071.00
EPS	0.17	0.39	1.22	1.43	1.62

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：　相对强于市场表现 20%以上
增持：　相对强于市场表现 5～20%
中性：　相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持：　相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：　行业超越市场整体表现
中性：　行业与整体市场表现基本持平
看淡：　行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。