

建材行业

报告原因：年报披露

2012年3月29日

市场数据：2012年3月29日

收盘价(元)	10.8
一年内最高/最低(元)	20.94/8.98
市净率	2.97
市盈率	8
流通A股市值(百万元)	4276

基础数据：2011年12月31日

每股净资产(元)	3.86
资产负债率%	62.87
总股本/流通A股(百万)	39600/39600
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

《江西水泥业绩预告点评：三季报业绩中规中矩》

《江西水泥调研简报：充分受益区域涨价和低估值的区域水泥龙头》

《江西水泥定向增发点评：权益产能有效提升，具备高业绩弹性》

分析师

赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人

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

江西水泥 (000789)

吨毛利下降，吨EV具估值优势

增持

维持评级

公司研究/点评报告

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
2010A	38.4	34.2	1.53	131.9	0.39	10.04	12.6	28
2011A	56.48	46.8	5.05	229.8	1.28	19.08	33.1	8
2012E	60.9	7.96	5.17	2.34	1.31	17.4	25.3	8
2013E	67.27	10.3	6.94	34.16	1.75	21.16	25.4	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **2011年业绩大幅增长，符合我们预期。**公司2011年营业收入56.48亿元，同比增长46.83%，营业利润10.13亿元，同比增长203.89%，归属于母公司净利润5.05亿，同比增长229.86%，每股收益1.276元，跟我们预计的1.22元相差不大。利润分配方案：10股派2.6元（含税）。
- **价格走低致使下半年净利润仅占4成。**2011年公司利润增长主要得益于低基数、价格翘尾因素、销量增长以及投资收益（分红+出售股权）四个方面，其中价格和销量分别贡献10%和36.8%的增长。分阶段看，受制于水泥需求变化，2011年全国平均及江西省水泥价格表现出先高后低，公司利润表现亦如此，上半年贡献利润近60%，下半年仅占40%，主要由于水泥价格的大幅下降，下半年平均价格（不含税）225元/吨，比上半年322元下降16.4%，吨毛利从94元降至65.7元。
- **向下游延伸，混凝土业务从无到有、增长迅速。**公司通过联合重组和项目建设产业链向下游混凝土延伸。目前，乐平、东乡搅拌站已投产，混凝土产能120万方；公司收购的进贤鼎盛、南昌东鑫、景德镇景磐等5家混凝土公司重组产能280万方，合计产能由零增长到400万方。公司今年定向增发项目中的万年、兴国混凝土搅拌站项目正在建设，在建产能140万方，预计今年将达到600万立方，2015年达到3000万立方。公司今年混凝土业务已实现收入3267万，收入占比0.57%，毛利率20.06%，低于水泥9个百分点。混凝土作为水泥产品的下游，更接近于市场，虽然目前市场集中度较小基本处于无序竞争状态，长远看随着整合持续加深和下游控制力加强，其盈利能力也将随之提高。
- **今年水泥普遍面临着房地产和基建投资下降带来的需求下降风险，年初至今水泥价格不断走低，但我们对于市场集中度较高的地区相对看好，公司在赣南和赣东北区域的市场占有率在60%以上，属控制较好区域。**自去年江西省新增水泥产能589万吨，下降50%以上，周边省份福建、安徽新增产能达到一倍以上，风险主要来自于周边省份的水泥流入。
- **盈利预测和投资建议。**定向增发尚未完成，我们暂不考虑增发对公司影响，预计2012/2013EPS为1.31/1.75元，增长2.3%和34.2%，目前公司吨EV仅240元，估值较低，综合考虑给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求过于疲软

请务必阅读正文之后的特别声明部分

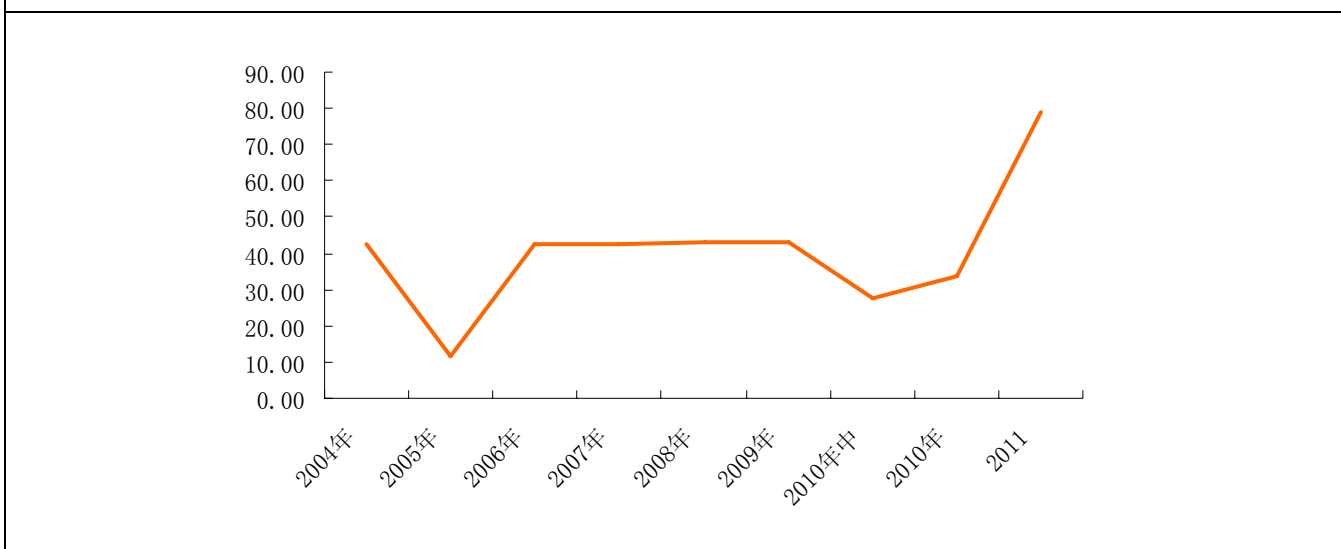
本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”

表：公司水泥生产线统计

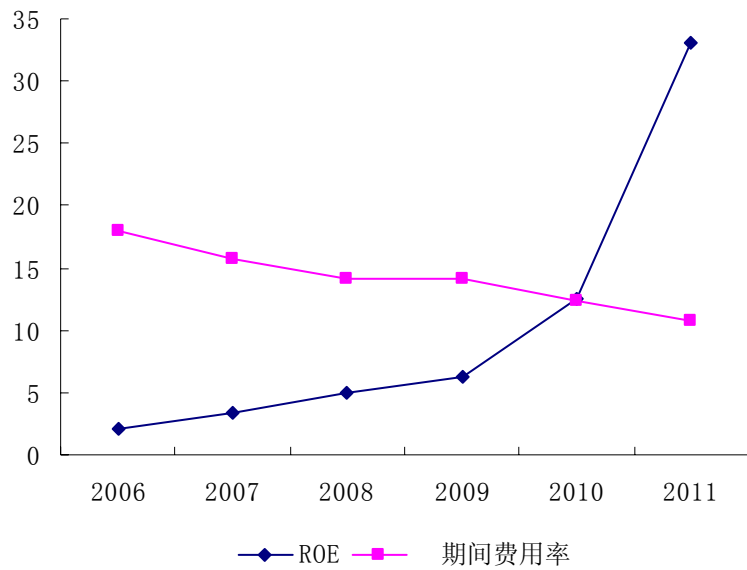
公司名称	地点	持有比例	生产线	投产状态	水泥产能
江西玉山	玉山	40%	2*2500	已投产	200
江西万年	万年	100%	2*2500	已投产	250
			1*3000	08年10月投产	150
			1*5000	2010年10月投产	200
江西瑞金	瑞金	50%	1*5000	2006年5月	200
			1*5000	2010年2月投产	200
江西兴国	赣州	40%	1500	已投产	180
			2500	已投产	
江西锦溪	乐平	25%	1*2500	已投产	422
			1*3000		
于都南方万年青	于都	40%	4800	在建	200

数据来源：山西证券研究所

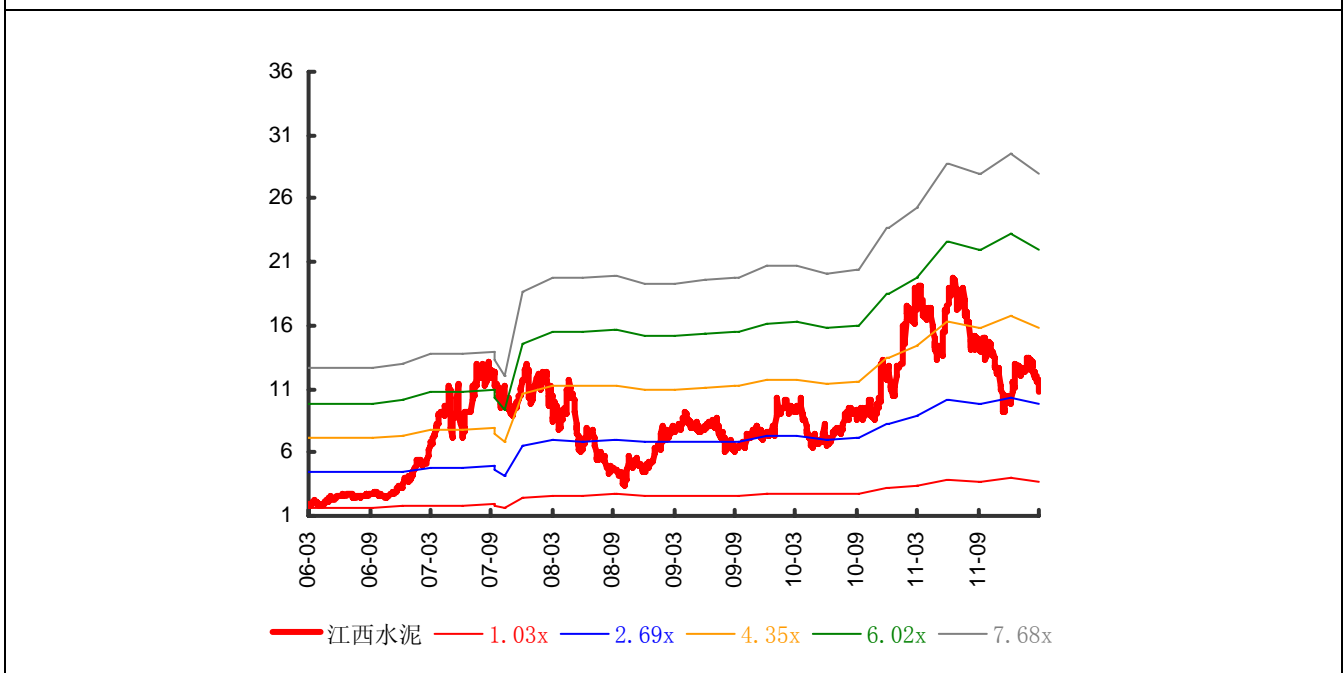
图：公司吨毛利变化



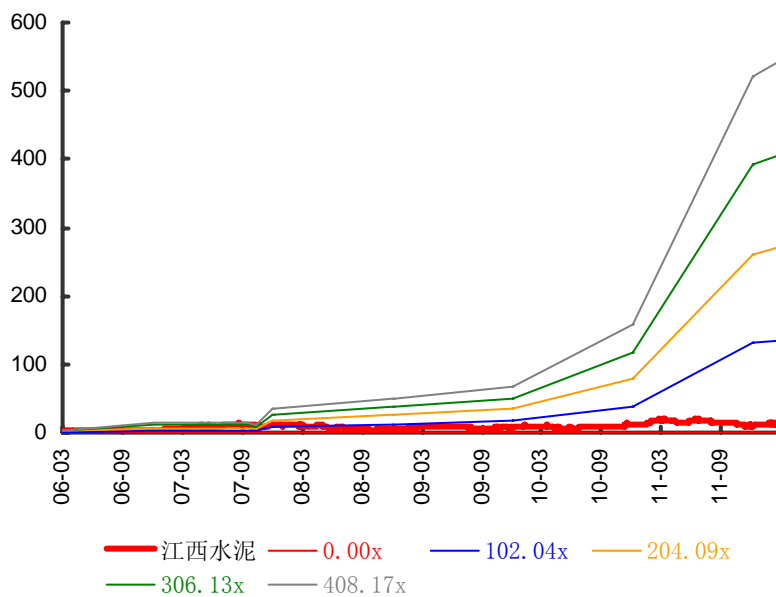
图：公司 ROE 和期间费用率变化



图：公司 PB-Band 图



图：公司 PE-Band 图



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	564,863.29	609803.40	672744.42
二、营业总成本(万元)	276,231.20	356,050.46	471,601.59	512,823.06	538,437.98
营业成本(万元)	234,570.96	305,911.35	404,300.08	451,842.72	475,200.00
营业税金及附加(万元)	1,026.95	1,798.69	3,978.11	3,658.82	4,036.47
销售费用(万元)	15,652.11	15,946.95	19,571.46	19513.70	21527.82
管理费用(万元)	12,267.84	16,135.36	21,601.83	19513.70	18836.84
财务费用(万元)	12,375.44	15,262.14	19,445.34	18294.10	18836.84
资产减值损失(万元)	337.89	995.97	2,704.77	0	
三、其他经营收益(万元)			8,075.77		
公允价值变动净收益(万元)	11.49	0.59	-8.2		
投资净收益(万元)	387.49	4,684.37	8,083.97		0
四、营业利润(万元)	10,714.14	33,346.25	101,337.47	96,980.34	134,306.44
加：营业外收入(万元)	7,809.12	7,593.63	9,007.31	9,147.05	8,072.93
减：营业外支出(万元)	1,196.47	2,316.66	2,577.29	0	0
五、利润总额(万元)	17,326.80	38,623.22	107,767.49	106,127.39	142,379.38
减：所得税(万元)	3,719.19	9,581.05	29,461.00	26,531.85	35,594.84
六、净利润(万元)	13,607.61	29,042.17	78,306.49	79,595.54	106,784.53
减：少数股东损益(万元)	6,998.96	13,715.83	27,750.98	27,858.44	37,374.59
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6,608.65	15,326.34	50,555.51	51,737.10	69,409.95
EPS	0.17	0.39	1.28	1.31	1.75

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。市场有风险，投资需谨慎。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。