

二季度盈利大幅下滑， 区域振兴提升需求

核心观点：

1. 事件

江西水泥发布了2012年中期报告，上半年实现营业收入20.07亿元，同比去年减少了22.11%，归属于上市公司股东净利润为0.579亿元，同比减少了80.49%，EPS为0.146元。其中第二季度公司实现营业收入11.27亿元，同比负增长了22.60%，净利润为509.75万元，负增长了97%，EPS仅为0.016元。

2. 我们的分析与判断

(一) 价量齐跌，公司2季度盈利大幅下滑

公司上半年受国家固定资产投资增速放缓、重点工程项目启动较晚以及江西省内强降雨天气较多的影响，导致公司区域市场开工严重不足，水泥市场需求不旺，产品销售价格和销量均有所下降。其中上半年销售水泥和熟料702.62万吨，同比减少11.73%，综合价格为257.08元/吨，同比下滑了66元/吨，吨毛利为42.40元，同比下滑了58.68元/吨，吨净利仅有8块钱。其中2季度江西省水泥价格由最高点410元/吨，下降到310元/吨，使得公司2季度仅有微弱的盈利，到目前为止并未看见需求和价格有所好转。

(二) 期间费用率有较大幅度增加

从五月份开始今年上半年公司的期间费用率为17.41%，较去年的10.57%提高了6.84个百分点，主要是由于上半年公司主营业务收入同比减少较多，并且公司在延伸产业链，各项费用均有所增加。从吨期间费用来看，公司上半年为44.77元/吨，较去年上升了10.6元/吨。

(三) 公司延伸产业链，大力发展下游混凝土业务

公司积极推进产业链的延伸，发展商品混凝土项目，收购了赣州永固高新材料的股权并成立了瑞金万年青商砼有限公司，公司表示未来将加大对混凝土业务的投资，“十二五”规划将此业务规模做到3000万方，主要是加强对水泥下游销售渠道的控制。

(四) “中央苏区振兴规划”即将出台，公司水泥需求将从中受益

6月28日国务院发布“关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见”，预计“中央苏区振兴规划”也将在近期出台，其主要覆盖赣南区域，加大交通管线建设、危房改造、生态环境等领域的投资，预计总投资额超过180亿元。公司部分生产线处于相关规划区域内，有望从中受益。

江西水泥 (000789.SZ)

谨慎推荐

分析师

洪亮

☎: 010-66568750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

特此鸣谢

张婧 010-66568757

(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

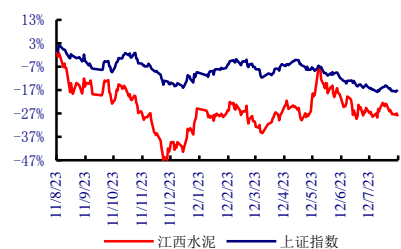
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2012.08.22

A股收盘价(元)	11.65
A股一年内最高价(元)	17.27
A股一年内最低价(元)	8.89
上证指数	2107.71
市净率	3.02
总股本(万股)	39590.96
实际流通A股(万股)	39589.06
限售的流通A股(万股)	1.90
流通A股市值(亿元)	46.12

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

3. 投资建议

由于公司所在区域今年水泥价格持续下滑,虽然上周江西南通和盐城等地方水泥价格略有提升,但我们认为仅仅相对独立的地区价格超跌之后的小幅回升,如果熟料价格没有上涨,仅仅依靠协同来拉涨水泥价格,是不能持续的。我们调低江西水泥 2012-2014 年的 EPS 为 0.38、0.53、0.84 元,维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 江西水泥盈利表

	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1
营业收入	106202.93	285179.54	135,217.06	378950.32	257265.82	559357.76	180626.71
同比 yoy	29.84%	49.70%	27.32%	32.88%	90.26%	47.61%	-80.49%
销量	449.71	1264.00	602.01	1562.28	796.03	1776.52	702.62
价格	236.16	225.62	224.61	242.56	323.19	314.86	257.08
营业成本	90131.75	233812.49	119103.90	301771.76	176803.77	399603.99	150838.81
吨成本	200.42	184.98	197.84	193.16	222.11	224.94	214.68
吨毛利	35.74	40.64	26.77	49.40	101.08	89.93	42.40
毛利率	15.13%	18.01%	11.92%	20.37%	31.28%	28.56%	16.49%
净利润	1073.90	6608.65	(2892.45)	15326.33	29663.02	50555.50	5788.02
吨净利	2.39	5.23	(4.80)	9.81	37.26	28.46	8.24

资料来源: 中国银河证券研究部

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1013	1262	2603	3788	营业收入	5649	4505	5140	6073
应收款项	402	214	263	344	营业成本	4043	3843	4266	4858
存货净额	603	608	637	741	营业税金及附加	40	32	32	41
其他流动资产	102	142	175	169	销售费用	196	180	199	229
流动资产合计	2120	2227	3703	5042	管理费用	216	189	211	244
固定资产	3974	3885	3755	3625	财务费用	194	93	88	135
无形资产及其他	490	465	441	416	投资收益	81	80	69	77
投资性房地产	250	250	250	250	资产减值及公允	(27)	10	(9)	(9)
长期股权投资	195	195	195	195	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7028	7021	8343	9527	营业利润	1013	257	403	633
短期借款及交易性金融负债	1614	1000	1433	1349	营业外净收支	64	45	20	43
应付款项	1170	1441	1550	1670	利润总额	1078	302	423	676
其他流动负债	446	396	451	517	所得税费用	295	75	106	169
流动负债合计	3230	2837	3509	3536	少数股东损益	278	78	109	174
长期借款及应付债券	840	940	940	940	归属于母公司净利润	506	149	209	333
其他长期负债	348	448	548	590					
长期负债合计	1189	1389	1489	1530	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
负债合计	4418	4226	4998	5066	净利润	506	149	209	333
少数股东权益	1083	1118	1167	1245	资产减值准备	17	(8)	(1)	(1)
股东权益	1527	1675	1884	2217	折旧摊销	318	423	446	466
负债和股东权益总计	7028	7019	8049	8528	公允价值变动损失	27	(10)	9	9
					财务费用	194	93	88	135
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	营运资本变动	(431)	464	152	48
每股收益	1.28	0.38	0.53	0.84	其它	106	43	50	79
每股红利	0.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	543	1061	916	883
每股净资产	3.86	4.23	4.76	5.60	资本开支	(313)	(300)	(300)	(320)
ROIC	18%	6%	25%	32%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	33%	9%	11%	15%	投资活动现金流	(315)	(300)	(300)	(320)
毛利率	28%	15%	17%	20%	权益性融资	61	0	0	0
EBIT Margin	20%	6%	8%	12%	负债净变化	(37)	100	0	0
EBITDA Margin	26%	15%	17%	19%	支付股利、利息	(282)	0	0	0
收入增长	47%	-20%	14%	18%	其它融资现金流	436	(614)	433	(84)
净利润增长率	230%	-71%	40%	60%	融资活动现金流	(141)	(514)	433	(84)
资产负债率	78%	76%	77%	74%	现金净变动	87	247	1049	479
息率	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	926	1013	1262	2603
P/E	9.3	31.7	22.6	14.2	货币资金的期末余额	1013	1260	2312	3083
P/B	3.1	2.8	2.5	2.1	企业自由现金流	413	797	1103	1516
EV/EBITDA	6.2	13.1	11.1	8.4	权益自由现金流	811	213	1478	1346

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn