

南方万年青和锦溪水泥贡献主要利润

中期业绩点评

评级:
增持-B

上次评级: 增持-B

目标价格:
12.00元

期限: 6个月 上次预测: 12.00元

现价(2012年08月23日): 11.83元

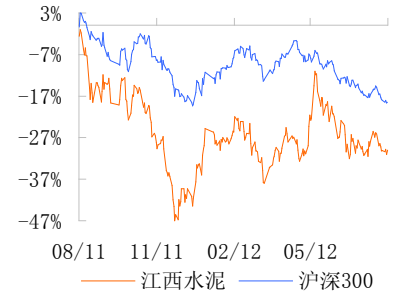
报告日期:
2012-08-24
报告关键点:

- 📖 区域价格下跌, 二季度水泥业务未贡献盈利
- 📖 业绩主要有南方万年青和锦溪水泥两家子公司贡献
- 📖 预计2012-2014年EPS分别为0.47元、0.67元和0.91元

报告摘要:

- 江西水泥上半年实现销售收入20亿元, 同比下降22%, 归属母公司净利润5788万元, 同比下降80.5%; 每股盈利0.146元, 上半年销售水泥及熟料703万吨, 同比下跌11.8%。二季度每股盈利0.013元; 由于区域价格下跌的原因, 二季度盈利能力大幅下滑。二季度实现净利润510万元, 考虑到混凝土业务还在少量贡献利润, 我们推测水泥业务没有挣钱。
- **毛利率下降, 费用率上升。**上半年毛利率16.7%, 同比下降14.5个百分点; 营业费用率和管理费用率分别提高1.7个百分点和1.9个百分点。二季度的净利率0.5%, 处于2006年以来的较低的水平(2010Q1: 0.6%, 2009Q1: 0.3%, 2010Q2: -4.2%)。
- **上半年业绩主要由南方万年青和锦溪水泥贡献;**这两家公司分别贡献2754万元和2353万元的净利润, 占整个利润的88%。其中江西水泥争取定增收购的锦溪水泥盈利能力较强, 上半年权益回报率10.2%, 高于公司内其他资产。
- **积极布局下游产业, 控制终端市场。**公司目前拥有5个熟料基地, 水泥产能规模2000万吨; 今年底商品混凝土产能规模将达1000万方。江西地区前五家水泥厂商(南方、海螺、万年青、红狮、亚东)的市场份额达到80%以上, 公司想在区域内收购整合水泥资产的空间已经不大, 因此江西水泥希望通过定增收购少数股东权益; 进军混凝土行业, 延伸产业链, 寻找新的利润增长点。
- 作为市场主要参与者的江西水泥在二季度水泥业务没有挣钱; 我们预计江西地区目前的价格水平已经处于底部。从近期的价格看来, 省内部分地区价格随着销量的恢复已经有所上调, 我们预期四季度需求环比略有回升。
- 我们预计2012年公司水泥及熟料销量1650万吨, 实现净利润1.86亿元, 折合每股收益0.47元。2013年和2014年销量分别为1800万吨和1900万吨, 每股收益分别为0.67元和0.91元, 维持“增持-B”的投资评级。
- 风险提示: 市场竞争恶化, 水泥价格继续下跌。

总市值(百万元)	4,683.61
流通市值(百万元)	4,683.39
总股本(百万股)	395.91
流通股本(百万股)	395.89
12个月最低/最高	8.89/17.27元
十大流通股东(%)	56.24%
股东户数	52,189

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.35	1.37	(11.51)
绝对收益	(0.32)	(10.65)	(29.90)

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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,847.1	5,648.6	4,850.0	6,198.0	7,494.0
Growth(%)	34.3%	46.8%	-14.1%	27.8%	20.9%
净利润	153.3	505.6	186.0	264.4	359.0
Growth(%)	131.9%	229.9%	-63.2%	42.1%	35.8%
毛利率(%)	20.5%	28.4%	17.7%	19.1%	19.4%
净利率(%)	4.0%	9.0%	3.8%	4.3%	4.8%
每股收益(元)	0.39	1.28	0.47	0.67	0.91
每股净资产(元)	3.08	3.86	4.23	4.77	5.50
市盈率	33.6	10.2	27.7	19.5	14.4
市净率	4.2	3.4	3.1	2.7	2.4
净资产收益率(%)	12.4%	30.0%	8.5%	13.6%	15.1%
ROIC(%)	13.4%	28.4%	9.1%	13.2%	15.8%
EV/EBITDA	10.0	4.4	10.4	7.6	6.3
股息收益率	0.0%	0.6%	1.9%	0.7%	1.0%

前期研究成果
江西水泥: 未来增长看混凝土

2012-03-29

江西水泥: 延伸产业链, 发展混凝土

2011-12-30

图 1 分季度业绩

(百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	YoY	QoQ	1H12	1H11	YoY
营业收入	1,120	1,456	1,536	1,535	880	1,127	-22.6%	28.0%	2,007	2,577	-22.1%
营业成本	774	998	1,127	1,144	721	950	-4.8%	31.8%	1,671	1,772	-5.7%
主营业务税金及附加	8	12	10	9	5	8	-34.9%	57.4%	13	20	-34.1%
主营业务利润	339	446	399	382	155	168	-62.2%	9.0%	323	785	-58.9%
营业费用	34	44	43	74	32	64	44.3%	96.0%	96	78	22.5%
管理费用	49	50	45	72	64	53	5.6%	-16.6%	117	100	17.0%
财务费用	39	55	53	48	54	48	-11.9%	-10.3%	102	94	8.4%
资产减值	1	2	-0	24	0	4	63.9%	6848.6%	4	3	27.5%
投资收益	0	81	-	-	28	3	-96.6%	-90.3%	31	81	-62.0%
营业利润	215	376	258	164	33	3	-99.3%	-91.5%	36	591	-94.0%
营业外收入	7	24	14	45	57	30	26.1%	-47.9%	87	31	182.7%
营业外支出	4	3	6	12	4	3	7.3%	-21.0%	7	7	-3.0%
利润总额	218	397	266	197	86	29	-92.6%	-65.9%	115	614	-81.3%
所得税	70	83	69	73	21	17	-79.4%	-17.1%	38	153	-75.3%
少数股东损益	61	104	75	38	12	7	-93.2%	-42.8%	19	165	-88.2%
净利润	87	210	123	86	53	5	-97.6%	-90.3%	58	297	-80.5%
全面摊薄每股收益	0.22	0.53	0.31	0.22	0.133	0.013	-97.6%	-90.3%	0.15	0.75	-80.5%
毛利率	30.9%	31.5%	26.7%	25.5%	18.1%	15.7%	-15.8ppt	-2.5ppt	16.7%	31.2%	-14.5ppt
营业费用率	3.1%	3.0%	2.8%	4.8%	3.7%	5.6%	2.6ppt	2ppt	4.8%	3.0%	1.7ppt
管理费用率	4.4%	3.4%	2.9%	4.7%	7.2%	4.7%	1.3ppt	-2.5ppt	5.8%	3.9%	1.9ppt
营业利润率	19.2%	25.8%	16.8%	10.7%	3.7%	0.2%	-25.6ppt	-3.5ppt	1.8%	22.9%	-21.2ppt
净利润率	7.8%	14.4%	8.0%	5.6%	6.0%	0.5%	-13.9ppt	-5.5ppt	2.9%	11.5%	-8.6ppt
有效税率	31.9%	21.0%	25.9%	37.0%	24.1%	58.5%	37.5ppt	34.4ppt	32.8%	24.9%	8ppt

数据来源：公司财报，安信证券研究中心

图 2 主要子公司及参股公司的经营情况及业绩

公司名称	主要业务	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润	贡献利润
江西南方万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	50%	1,000	4,204	1,941	55	28
江西瑞金万年青水泥有限责任公司	水泥生产及销售	50%	485	580	1,346	3	1
江西玉山万年青水泥有限责任公司	水泥生产及销售	40%	100	405	843	20	8
江西锦溪水泥有限公司	水泥生产及销售	40%	231	1,150	577	59	24
江西于都南方万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	40%	103	111	108	5	2
江西兴国南方万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	40%	20	55	38	-2	-1
江西赣州南方万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	40%	100	510	128	-8	-3
南昌万年青水泥有限责任公司	水泥生产及销售	58%	31	19	2	-3	-2
江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	水泥生产及销售	100%	30	137	39	-2	-2
江西万年青科技工业园有限责任公司	技术开发、物业管理	70%	30	75	59	-0	-0
温州万年青散装水泥有限公司	水泥中转及销售运输	90%	3	4	3	0	0
福建福清万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	35%	20	77	42	5	2
江西寻乌南方万年青水泥有限责任公司	水泥生产及销售	100%	20	60	23	-1	-1
江西万年青工程有限公司	机电、土建、筑炉工程的安装及维修	100%	10	30	14	1	1
江西石城南方万年青水泥有限公司	水泥生产及销售	100%	15	95	23	-2	-2
江西万年县万年青商砼有限公司	混凝土、混凝土外加剂、小型建筑预制构件生产	100%	10	10	10	-0	-0
江西赣州万年青商砼有限公司	混凝土、混凝土外加剂、小型建筑预制构件生产	67%	60	35	31	0	0
江西兴国万年青商砼有限公司	混凝土、混凝土外加剂、小型建筑预制构件生产	100%	10	10	10	0	0
江西万年青矿业有限公司	非金属矿开采、加工、销售	100%	30	177	41	7	7
进贤县鼎盛混凝土有限公司	混凝土、混凝土外加剂、小型建筑预制构件生产	100%	10	39	14	3	3
江西东鑫混凝土有限公司	混凝土、混凝土外加剂、小型建筑预制构件生产	65%	10	85	8	4	3

数据来源：公司财报，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-8-23
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	3,847.1	5,648.6	4,850.0	6,198.0	7,494.0	成长性					
减: 营业成本	3,059.1	4,043.0	3,992.0	5,017.0	6,042.0	营业收入增长率	34.3%	46.8%	-14.1%	27.8%	20.9%
营业税费	18.0	39.8	58.2	49.0	67.3	营业利润增长率	211.2%	203.9%	-75.4%	105.5%	31.7%
销售费用	159.5	195.7	174.6	223.1	266.4	净利润增长率	131.9%	229.9%	-63.2%	42.1%	35.8%
管理费用	161.4	216.0	185.5	244.7	289.7	EBITDA 增长率	87.4%	111.2%	-51.9%	35.5%	19.5%
财务费用	152.6	194.5	155.2	131.4	133.4	EBIT 增长率	110.5%	148.5%	-66.5%	59.2%	25.5%
资产减值损失	10.0	27.0	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	70.5%	120.6%	-63.5%	49.6%	22.8%
加: 公允价值变动收益	-	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	14.1%	2.4%	2.8%	4.8%
投资和汇兑收益	46.8	80.8	15.0	30.0	30.0	净资产增长率	13.1%	11.8%	7.8%	13.6%	15.2%
营业利润	333.5	1,013.4	249.5	512.8	675.2	利润率					
加: 营业外净收支	52.8	64.3	75.0	75.0	75.0	毛利率	20.5%	28.4%	17.7%	19.1%	19.4%
利润总额	386.2	1,077.7	324.5	587.8	750.2	营业利润率	8.7%	17.9%	5.1%	8.3%	9.0%
减: 所得税	95.8	294.6	84.4	152.8	195.1	净利润率	4.0%	9.0%	3.8%	4.3%	4.8%
净利润	153.3	505.6	186.0	264.4	359.0	EBITDA/营业收入	18.5%	26.6%	14.9%	15.8%	15.6%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	12.6%	21.4%	8.3%	10.4%	10.8%
货币资金	926.3	1,013.1	1,643.3	1,623.9	2,045.9	运营效率					
交易性金融资产	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	固定资产周转天数	303	238	282	223	190
应收帐款	118.6	188.4	155.1	198.6	243.2	流动营业资本周转天数	-69	-44	-38	-32	-28
应收票据	16.3	213.3	75.6	118.9	181.2	流动资产周转天数	149	122	177	161	156
预付帐款	158.2	99.7	140.1	186.4	195.2	应收帐款周转天数	4	3	4	4	4
存货	443.1	603.0	643.1	761.0	930.3	存货周转天数	43	34	48	42	42
其他流动资产	44.1	2.2	2.2	2.2	2.2	总资产周转天数	579	434	546	458	410
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	316	235	295	237	204
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	192.3	194.8	194.8	194.8	194.8	ROE	12.4%	30.0%	8.5%	13.6%	15.1%
投资性房地产	30.9	29.9	29.9	29.9	29.9	ROA	4.4%	11.1%	3.1%	5.4%	6.2%
固定资产	3,636.7	3,819.3	3,779.8	3,892.7	4,038.5	ROIC	13.4%	28.4%	9.1%	13.2%	15.8%
在建工程	257.9	126.3	300.5	376.6	386.3	费用率					
无形资产	483.6	489.9	489.9	489.9	489.9	销售费用率	4.1%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	278.3	247.7	219.6	219.6	219.6	管理费用率	4.2%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%
资产总额	6,586.7	7,027.8	7,674.3	8,094.9	8,957.3	财务费用率	4.0%	3.4%	3.2%	2.1%	1.8%
短期债务	1,348.1	1,442.6	1,542.6	1,342.6	1,142.6	三费/营业收入	12.3%	10.7%	10.6%	9.7%	9.2%
应付帐款	801.1	922.2	992.3	1,235.1	1,455.8	偿债能力					
应付票据	639.2	352.5	678.6	779.5	830.9	资产负债率	64.6%	62.9%	63.3%	60.5%	58.9%
其他流动负债	202.7	330.8	245.1	334.8	408.0	负债权益比	182.2%	169.3%	172.8%	153.3%	143.3%
长期借款	479.2	441.8	241.8	241.8	241.8	流动比率	0.51	0.66	0.69	0.74	0.84
其他非流动负债	424.2	746.7	746.7	746.7	746.7	速动比率	0.37	0.46	0.51	0.54	0.61
负债总额	4,252.5	4,418.4	4,861.1	4,898.5	5,276.1	利息保障倍数	3.18	6.21	2.61	4.90	6.06
少数股东权益	1,116.1	1,082.9	1,137.0	1,307.5	1,503.7	分红指标					
股本	395.9	395.9	395.9	395.9	395.9	DPS(元)	0.00	0.08	0.25	0.09	0.13
留存收益	822.2	1,130.7	1,280.3	1,492.9	1,781.7	分红比率	0.0%	6.3%	53.2%	13.8%	14.4%
股东权益	2,334.2	2,609.4	2,813.2	3,196.4	3,681.3	股息收益率	0.0%	0.6%	1.9%	0.7%	1.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	290.4	783.1	240.2	435.0	555.2	EPS(元)	0.39	1.28	0.47	0.67	0.91
加: 折旧和摊销	277.1	301.5	335.0	361.1	394.5	BVPS(元)	3.08	3.86	4.23	4.77	5.50
资产减值准备	10.0	27.0	50.0	50.0	50.0	PE(X)	33.6	10.2	27.7	19.5	14.4
公允价值变动损失	-	0.1	-	-	-	PB(X)	4.2	3.4	3.1	2.7	2.4
财务费用	131.8	192.8	155.2	131.4	133.4	P/FCF	4.3	4.0	3.4	3.1	3.0
投资收益	-46.8	-80.8	-15.0	-30.0	-30.0	P/S	1.3	0.9	1.1	0.8	0.7
少数股东损益	137.2	277.5	54.1	170.5	196.1	EV/EBITDA	10.0	4.4	10.4	7.6	6.3
营运资金的变动	297.8	203.2	270.3	315.5	176.0	CAGR(%)	14.4%	-10.8%	38.2%	20.8%	14.2%
经营活动产生现金流量	792.1	1,137.6	1,166.2	1,129.7	1,163.4	PEG	2.3	-0.9	0.7	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-483.5	-805.0	-491.6	-600.0	-600.0	ROIC/WACC	1.8	3.8	1.2	1.8	2.1
融资活动产生现金流量	-36.8	-75.1	-59.3	-579.2	-171.4	REP	1.2	0.4	1.5	1.0	0.8

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

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