

分析师：龚玉策

执业证书编号：S0270511080001

电话：020-38286839

研究助理：石峰

电话：020-38286832

邮箱：shifeng@wlzq.com.cn

发布日期：2012年08月24日

商混业务拓展顺利，水泥价格底部重现

——江西水泥（000789）2012年中报业绩点评

公司点评报告

增持（维持）

事件：

公司公布2012年中报：公司2012年上半年实现营业总收入20.07亿元，同比下降22.11%；归属于上市公司股东的净利润0.58亿元，同比下降80.49%；基本每股收益0.15元，同比下降86.31%。公司预计2012年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动幅度30%至80%。

点评：

- **2012年二季度净利率仅1.08%，归属母公司净利润同比下滑97.57%。**二季度单季度实现营业收入11.27亿元，同比下降22.64%；归属母公司净利润0.05亿元，同比下降97.57%；毛利率为15.66%，同比下降了15.86个百分点；期间费用率为14.63%，同比增加4.4个百分点；净利率仅为1.08%，同比下降了20.44个百分点。2011年二季度以来，营业收入增速、盈利能力、净利润均呈现出逐季度下滑的趋势。

图1：2012年二季度营业收入同比增长33.66%

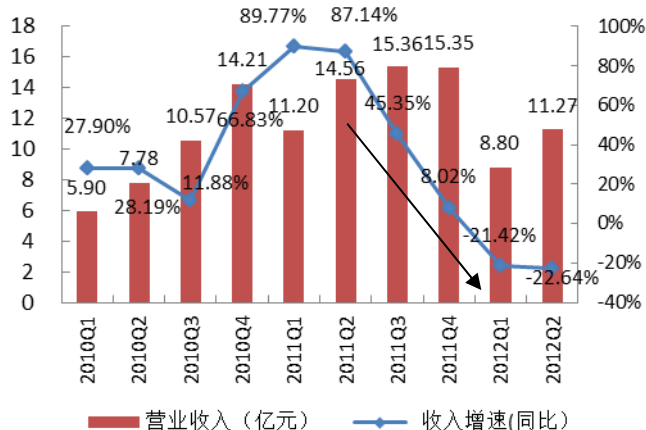
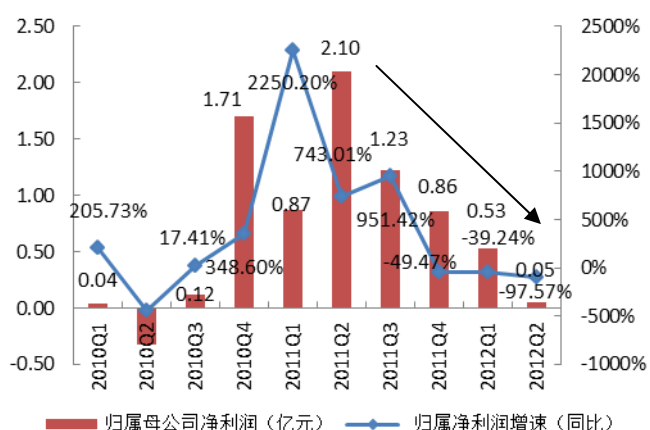


图2：2012年二季度归属母公司净利润同比增长47.68%

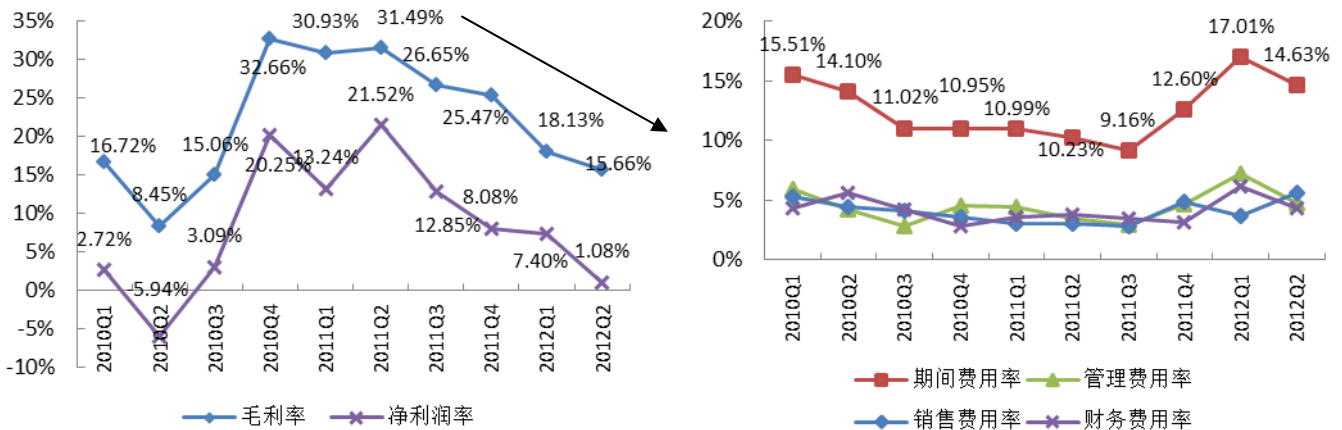


数据来源：wind资讯 万联证券研究所

数据来源：wind资讯 万联证券研究所

图3：2012年二季度净利率15.91%

图4：2012年二季度期间费用率为11.27%



数据来源: wind资讯 万联证券研究所

数据来源: wind资讯 万联证券研究所

- **下游需求疲软，水泥量价齐跌。**上半年重点工程项目启动偏晚，雨水天气多于往年，基建和地产投资增速均大幅下滑，导致水泥需求持续疲软。上半年公司销售水泥及熟料共计703万吨，同比下降11.68%，仅完成年计划的38.6%；平均销售价格为257元/吨，毛利为42元/吨，分别同比减少66元/吨、59元/吨，减少幅度分别为20.5%、58.08%。江西南昌地区水泥价格2011年6月份见顶后（P.042.5 480元/吨、P.032.5 440元/吨）一路下滑，目前已经跌至2010年6月的历史低位（P.042.5 270元/吨、P.032.5 280元/吨），下跌幅度达200元/吨。虽然江西水泥市场集中度较高，行业协同较好，但在需求持续低迷、新增产能及外来低价水泥冲击的大环境下，“限产”无法“保价”，只有当价格跌破成本线，停产潮出现，水泥价格才能止跌。在目前水泥价格下，与江西其他水泥企业一样，公司旗下水泥子公司普遍微利或亏损的状态，意味着水泥价格基本触底，继续下跌的空间较小。

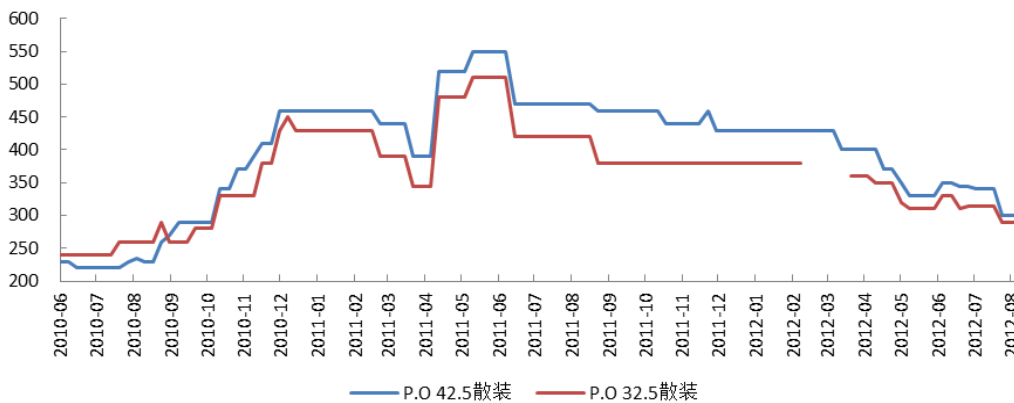
表 1: 公司水泥及熟料销售情况

	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1	2012E	2013E
销量 (万吨)	759	1264	1562	796	1777	703	1550	1800
收入 (亿元)	19.05	28.52	37.90	25.73	55.94	18.06	41.075	50.4
成本 (亿元)	15.35	23.38	30.18	17.68	39.96	15.08	34.1	40.5
单价 (元/吨)	251	226	243	323	315	257	265	280
成本 (元/吨)	202	185	193	222	225	215	220	225
毛利 (元/吨)	49	41	49	101	90	42	45	55
毛利率	19.40%	18.01%	20.37%	31.28%	28.56%	16.49%	16.98%	19.64%

数据来源: 公司公告 wind资讯 万联证券研究所

图1: 南昌万年青水泥出厂价格

单位: 吨/元



数据来源：wind资讯 万联证券研究所

- **混凝土业务拓展顺利，收入占比达9.56%。**在水泥扩张受限的环境下，公司积极向产业链下游拓展，大力发展商品混凝土业务，上半年公司混凝土业务实现营业收入1.92亿元，同比增加1.64亿元，收入占比升至9.56%，毛利率为18.87%，超过水泥业务的毛利率。公司目前拥有混凝土产能约550万方，规划在“十二五”期末在南昌、赣东北、赣南等区域产能达到3000万方，随着产能的释放，混凝土业务收入占比将稳步提升，成为公司新的利润增长点，并与水泥业务形成良好的协同效应。
- **盈利预测与投资建议：**随着传统旺季的来临，水泥需求将环比回升，江西地区水泥价格基本触底，水泥企业上调价格的意愿强烈，近期上饶万年青、吉安南方、南昌亚东等地水泥厂家上调水泥价格10-20元/吨预示着短期协同提价的条件已经具备，但价格反弹的高度仍主要取决于需求回升的幅度。预计2012年、2013年EPS分别为0.41元、0.60元，对应目前股价PE为28.12倍、19.36倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**房地产调控超预期、基建投资恢复低于预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	38.47	56.49	45.25	55.88
增长比率 (%)	34.26	46.83	-19.89	23.48
归属净利润 (亿元)	1.53	5.06	1.64	2.38
增长比率 (%)	131.91	229.86	-67.56	45.23
每股收益 (元)	0.39	1.28	0.41	0.60
市盈率 (倍)	30.09	9.12	28.12	19.36

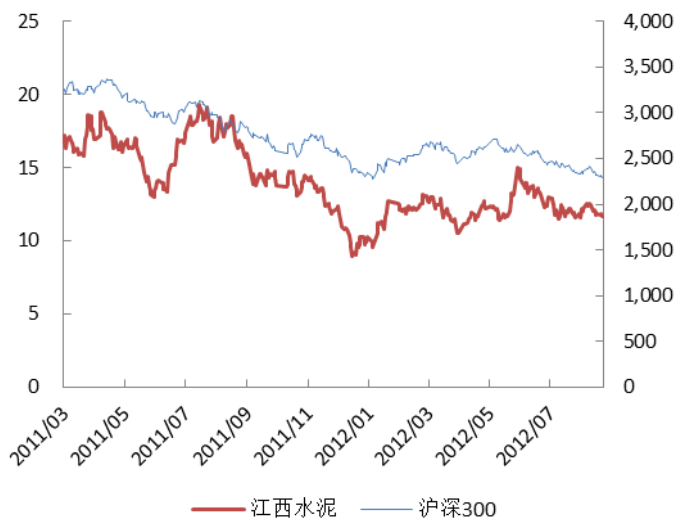
市场数据

收盘价 (元)	11.65
一年内最高/最低 (元)	17.24/8.89
沪深300 指数	2295.59
市净率 (倍)	3.07
流通市值 (亿元)	46.83

基础数据

每股净资产 (元)	3.86
每股经营现金流 (元)	2.87
毛利率 (%)	28.43
净资产收益率 (%)	33.12
资产负债率 (%)	62.87
总股本/流通股 (万股)	39591/39589
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：龚玉策

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlqz.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831