

建材行业

报告原因：公司调研

2010年11月19日

分析师：赵红

执业证书编号：S0760209090156

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

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)

充分受益区域涨价和低估值的区域水泥龙头

买入

评级

公司研究/点评报告

针对近期水泥价格涨幅较快的江西地区，我们选择江西水泥进行调研，拜访了公司高管，了解公司目前经营状况。

投资要点：

- 公司熟料生产线均在江西，是此次涨价潮的最大受益者，主要逻辑关系：
 - 江西省内水泥吨销售价格自9月底以来上涨100元以上，涨幅32%，居31省市涨幅第二位。据我们跟踪的各省市水泥价格数据，自9月底以来，水泥价格涨幅最高的地区是郑州（河南）、南昌（江西）、南京（江苏）和合肥（安徽），其中南昌地区42.5水泥价格410元/吨，比9月底涨了100元/吨，涨幅32.6%。而公司所有熟料生产线均在江西，90%以上销售市场集中在省内，因此是此轮水泥价格涨价的最大收益者。
 - 瑞金二线和万年线两条生产线今年投产，产能扩张带来区域市场话语权进一步提高。公司是江西省最大的水泥生产企业，在省内拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料生产基地，今年瑞金二线（5000T/D）和万年（5000T/D）2条新线投产后，总产能达到1600万吨，权益产能增加到980万吨，在赣南和赣东北区域的市场占有率在60%以上。对于公司而言，省内的最大竞争对手主要是海螺水泥、亚东水泥、红狮水泥，产能（2009年）分别为500万吨、450万吨、200万吨，与公司水泥产能相差较大。随着公司新建生产线投放，公司在赣南和赣东北区域的市场话语权进一步提高。
 - 经过长期市场积累，万年青品牌在当地已具有很高的影响力。凭借过硬的产品质量、多年的市场积累，公司的万年青品牌已经在当地形成很好的口碑，相同标号的水泥比其他企业出厂价高20-30元/吨。
- 涨价给公司带来实实在在的收益，预计四季度业绩远超市场预期。公司目前水泥价格的平均出厂价在290-300元/吨（不含税），10月和11月毛利率达到30%，是2003年以来的最高水平，吨毛利和吨净利分别为80-90元和30-40元，月销量在180-200吨，四季度预计实现净利润2.2亿元（合并报表数），环比三季度（3296万元）增长567%，同比去年四季度（8731.5万元）增长152%。
- 对于近期水泥价格涨幅较大，待限产结束后水泥高价能否持续，公司高管的看法：水泥价格背后推动的主要原因是限产和正值需求旺季双重因素推动的，即使限电结束，而需求旺季会一直延续到春节前后的各半个月，预计水泥价格回到涨之前价位的可能性很小。
- 目前当地采购煤不足40%，公司的生产线全部技改后，煤炭成本还有进一步下降的空间。因公司的部分水泥生产线已实施技改，技改后公司可以采购当地的无烟煤，相对于以前从山西、山东、福建等地购煤，吨煤炭采购成本相差150元，降低吨水泥用煤成本降低15-18元，目前公司赣州生产线80%用煤来自当地，瑞金和万年分别40%和30%来自当地，结合各生产线产能，公司本地购煤占比不足40%。我们预计技改完成后节约煤炭成本还有很大空间，同时公司也预计明年春节前后实施技改。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

- **公司未来发展规划向下游混凝土拓展以及收购传统市场区域水泥企业和少数股东权益。**38号文公布后，已不能再新建生产线，而公司在建的2条生产线均已经投产，公司未来的发展方向和产能如何规划是我们比较关注的问题。公司未来发展方向主要有两条主线：①向下游拓展：公司目前的市场需求60%来自农村建设，30%左右来自于市政建设和重点工程，对城市房地产依赖性较小，为更接近市场前端，公司将向水泥下游混凝土拓展；②收购传统市场区域水泥企业和少数股东股权方式，提高权益产能：公司目前水泥产能1600万吨，未来2年计划通过收购传统市场水泥企业实现产能2000万吨，而由于公司目前五大生产基地中有四大生产基地是在持股50%的南方万年青旗下，未来公司也有通过收购少数股东权益方式提高权益产能。
- **出售闪亮制药25%股权和土地拆迁补偿款将合计增厚每股收益0.13元，预计明年计入报表可能性更大。**公司10月份公告，仁和药业拟用现金由仁和（集团）和收购子公司江西万年青科技工业园公司分别持有的江西闪亮制药75%和25%股权，而据公司介绍，仁和药业此次收购的意念很强。闪亮制药今年前9月实现净利润1217万元，我们预计全年实现净利润1600万元，如果按照10-15倍PE估算，实际价值约1.6-2.4亿元；假设评估后的净资产增值率在150%-200%，实际价值约为1.63-1.95亿元，我们预计价值中枢在1.8亿元左右，按照25%股权估算转让价格在4500万，扣除投资成本后预计增厚每股收益0.07；另外公司子公司南昌万年青因南昌水泥厂土地拆迁可获得5130万元的拆迁补偿款，扣除账面价值后，可增厚每股收益0.06元。我们预计非经常性损益会贡献价值1.9-2.5元。
- **公司吨水泥市值低，安全边际高。**我们预计今年和明年每股收益0.28元和0.58元，今年公司二季度受水灾影响，今年业绩不能反映公司的正常水平。我们采用两种方法：①吨市值法：按照8.84元股价计算公司的吨水泥市值在330元左右，仅是目前吨重建成本的73%，是目前水泥上市公司中吨市值较低的；②目前行业2011年PEG为0.40，即使剔除0.13元非经常损益，我们预计公司明年业绩增长率70%以上，相应给予公司2011年25-28倍PE合适，公司合理价位在12.3元，相对于目前8.8价位，给予公司股价“买入”评级。

表：公司熟料生产线统计

	地点	持有比例	生产线	投产状态	水泥产能	权益产能
江西玉山	玉山	40%	2*2500	已投产	200	80
江西万年	万年	100%	2*2500	已投产	250	250
			1*3000	08年10月投产	150	150
			1*5000	2010年10月投产	200	200
江西瑞金	瑞金	46%	1*5000	2006年5月	200	92
			1*5000	2010年2月投产	200	92
江西国兴	赣州	40%	1500	已投产	150	60
			2500	已投产		
江西锦溪	乐平	25%	1*2500	已投产	250	62.5
			1*3000			

表：盈利预测表（单位：万元）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
产量	408.53	619.87	1154	1600	1600	1700
销量	554.89	758.83	1146	1600	1600	1750
销售收入	100,136.85	169,275.58	251,329.46	384,000.00	432,000.00	507,500.00
单价	245.12	223.07	219.31	240.00	270	290
毛利率	19.11%	21.33%	19.63%	22%	25%	28%
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
一、营业总收入	126,074.33	191,869.89	286,546.36	384,000	432,000	507,500
二、营业总成本	123,654.06	183,150.34	276,231.20	357,120.00	383,616.00	429,852.50
营业成本	103,367.28	154,376.24	234,570.96	299,520.00	324,000.00	365,400.00
营业税金及附加	498.78	977.89	1,026.95	1,920.00	1,728.00	2,030.00
销售费用	7,096.97	9,582.79	15,652.11	19,200	20,736	24,360
管理费用	5,633.16	8,251.13	12,267.84	17,280.00	17,280	20,300
财务费用	7,081.83	9,188.40	12,375.44	19,200	19,872	17,762.5
资产减值损失	-23.97	773.88	337.89	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益			11.49			
投资净收益	423.22	2,090.90	387.49	0	6,930	0
四、营业利润	2,843.48	10,810.44	10,714.14	26,880.00	55,314.00	77,647.50
加：营业外收入	1,047.46	1,236.37	7,809.12	3,840.00	3,456.00	4,060.00
减：营业外支出	182.44	536.3	1,196.47	0	0	
五、利润总额	3,708.51	11,510.51	17,326.80	30,720.00	58,770.00	81,707.50
减：所得税	438.59	2,099.46	3,719.19	7,680.00	14,692.50	20,426.88
六、净利润	3,269.92	9,411.06	13,607.61	23,040.00	44,077.50	61,280.63
减：少数股东损益	-36.4	4,512.28	6,998.96	11,980.80	21,157.20	29,414.70
归属于母公司所有者的净利润	3,306.32	4,898.78	6,608.65	11,059.20	22,920.30	31,865.93
EPS	0.08	0.12	0.17	0.28	0.58	0.80

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：

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。