

2011-02-16

原材料/建筑材料

证券研究报告

公司研究/公告点评

江西水泥 (000789)

买入/维持评级

股价: RMB13.05

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

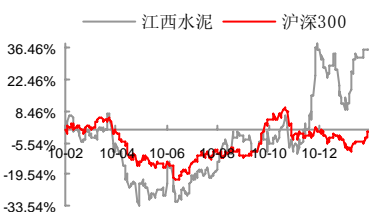
相关研究

《区域景气稳步上行,受益涨价业绩大幅改善(买入)》2011-1-18

基础数据

总股本(百万股)	396
流通 A 股(百万股)	396
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	5,167

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

增发提高权益产能, 业绩弹性大 仍是亮点

- 公司今日公告了非公开增发预案, 将发行不超过 6500 万股, 发行价格不低于 10.64 元/股, 募集资金净额约 6.3 亿元, 用于以下项目: 1) 收购锦溪水泥 50% 股权及补充流动资金; 2) 4500T/D 熟料生产线配套 9MW 纯低温余热发电项目; 3) 万年商品混凝土搅拌站项目; 4) 兴国商品混凝土搅拌站项目。
- 收购锦溪水泥 50% 股权是本次非公开增发的主要投资项目, 收购完成后, 公司对其实际持股比例将从目前的 25% 上升到 75%, 增加权益水泥产能 211 万吨, 上市公司总权益水泥产能将从 993 万吨上升到 1204 万吨, 增长 21.25%。本次收购是公司从原先通过外部扩张增加产能, 转变为通过内部整合提高权益产能的重要举措, 为公司未来进行内部整合和增效打下坚实的基础。通过本次收购, 公司盈利将获得提升, 而且将进一步扩大在江西省的市场占有率, 提高行业集中度, 增强对价格的控制力。
- 补充流动资金和建设纯低温余热电站将有效降低公司财务费用和生产成本, 余热发电项目建成投产后, 年发电量 5944.32 万 kwh, 供电单价按照 0.56 元/kWh (含税) 计算, 年可节省电费 3062.51 万元。两个商品混凝土搅拌站 (产能共计 90 万方) 的建设将延长公司产业链、增强盈利能力和对终端市场的控制力。
- 假设公司于今年年中完成增发, 并假设增发价格为 11 元/股, 发行 5727 万股, 发行后总股本扩至 4.53 亿股, 考虑到少数股东损益比率的降低、未来混凝土项目的达产及公司余热发电带来的成本降低, 我们上调公司 2011-12 年 EPS 至 0.96、1.25 元, 目前公司股价 13.05 元对应 2011-12 年 PE 为 13.56、10.46 倍, 目前公司估值水平低于行业可比公司。
- 我们测算, 公司业绩对水泥价格敏感性在水泥板块中领先同侪, 而 2011 年东部水泥均价有望同比大幅提升, 令公司 2011 年业绩存在超预期可能, 我们维持对公司“买入”的评级。
- 风险提示: 1) 江西省水泥市场价格低于预期; 2) 煤炭价格上涨幅度超预期。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2865.5	4174.0	5179.2	5601.7
(+/-%)	49.3%	45.6%	24.1%	8.2%
归属母公司净利润(百万元)	66.1	165.8	436.3	565.5
(+/-%)	34.9%	150.9%	163.1%	29.6%
EPS(元)	0.17	0.42	0.96	1.25
P/E(倍)	76.76	31.07	13.59	10.44

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1469	1977	2318	2690	营业收入	2865	4174	5179	5602
现金	852	926	1131	1473	营业成本	2346	3304	3799	4039
应收账款	43	67	82	87	营业税金及附加	10	0	0	0
其他应收	48	65	72	85	营业费用	157	225	259	280
预付账款	68	102	118	122	管理费用	123	188	212	224
存货	444	791	892	893	财务费用	124	119	101	42
其他流动	14	27	24	30	资产减值损失	3	4	5	4
非流动资产	4325	4718	4781	4641	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	186	157	167	170	投资净收益	4	10	12	14
固定资产	2840	3450	3609	3491	营业利润	107	343	815	1026
无形资产	462	537	612	685	营业外收入	78	56	49	15
其他非流	836	574	393	295	营业外支出	12	9	9	9
资产总计	5793	6695	7099	7331	利润总额	173	391	855	1032
流动负债	2548	3450	2544	1941	所得税	37	67	162	198
短期借款	1252	1957	656	0	净利润	136	324	693	834
应付账款	481	817	960	949	少数股东损益	70	158	256	268
其他流动	814	676	928	993	归属母公司净利	66	166	436	565
非流动负	1181	858	858	858	EBITDA	457	720	1223	1401
长期借款	837	837	837	837	EPS (元)	0.17	0.42	0.96	1.25
其他非流	345	21	21	21					
负债合计	3729	4307	3401	2799	主要财务比率				
少数股东	999	1157	1413	1681	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	396	396	453	453	成长能力				
资本公积	589	589	1149	1149	营业收入	49.3%	45.7%	24.1%	8.2%
留存收益	81	247	683	1249	营业利润	-0.9%	220.6%	137.3	25.9%
归属母公	1066	1231	2285	2851	归属母公司净利	34.9%	150.9%	163.1	29.6%
负债和股	5793	6695	7099	7331	获利能力				
					毛利率(%)	18.1%	20.8%	26.6%	27.9%
					净利率(%)				2.3%
					ROE(%)	6.2%	13.5%	19.1%	19.8%
					ROIC(%)	5.3%	9.3%	18.9%	23.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	64.4%	64.3%	47.9%	38.2%
					净负债比率(%)	58.09%	65.74%	45.37	31.87
					流动比率	0.58	0.57	0.91	1.39
					速动比率	0.40	0.34	0.56	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.67	0.75	0.78
					应收账款周转率	40	39	35	34
					应付账款周转率	4.92	5.09	4.28	4.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.17	0.42	1.10	1.43
					每股经营现金流	1.28	1.30	3.35	3.09
					每股净资产(最新	2.69	3.11	5.77	7.20
					估值比率				
					P/E	76.76	31.07	13.59	10.44
					P/B	3.98	3.44	1.85	1.49
					EV/EBITDA	14	9	5	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券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。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn