

建材行业

报告原因：公司公告

2011年2月16日

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@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)

买入

权益产能有效提升+高业绩弹性 存补涨需求

维持评级

公司研究/点评报告

事件：公告：拟定向增发不超过6500万股，增发价格不低于10.64元/股，募投资金约6.3亿元，用于收购锦溪水泥50%股权及补充流动资金等项目。

点评：

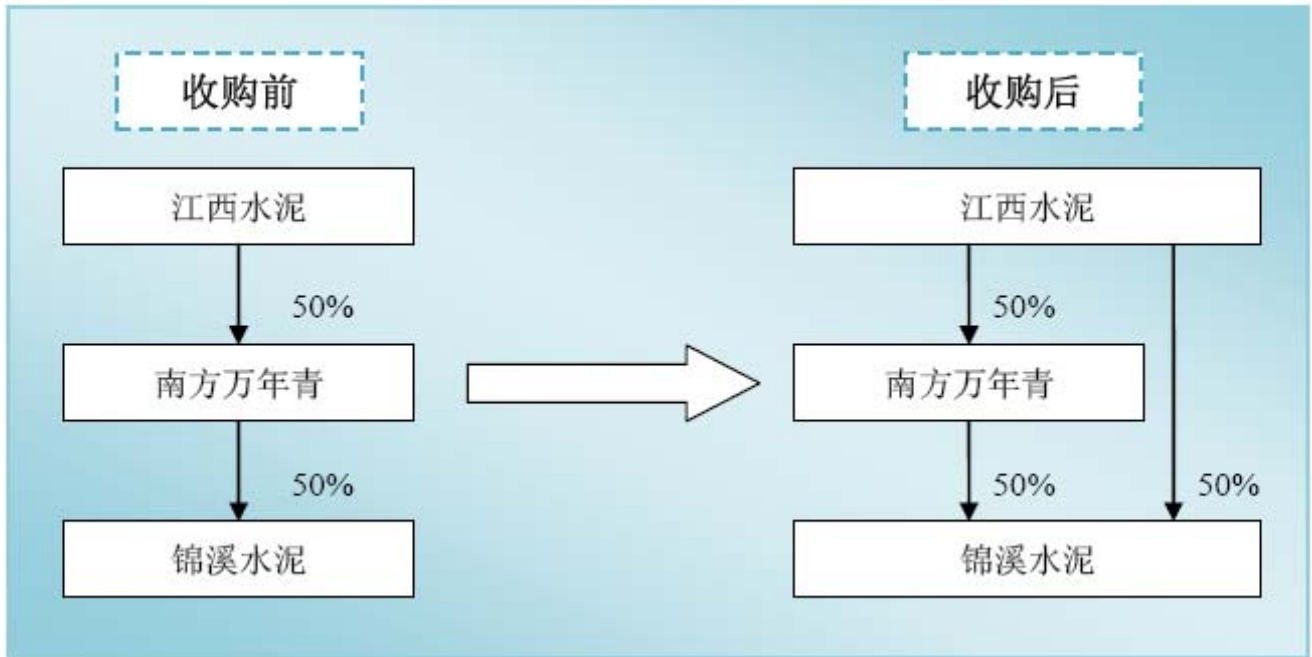
- **本次收购锦溪水泥的盈利能力较强。**锦溪水泥位于江西省乐平市，公司于2009年7月通过南方万年青收购其50%股权，间接持股比例25%，拥有日产2500和日产3000生产线各一条，水泥总产能为422.37万吨，权益产能仅105万吨。锦溪水泥2009年和2010年前三季度的利润率分别为7%和7.7%，均高于同期的公司1%和6.04%。本次是母公司直接收购其余50%股权，持股比例上升到75%，权益产能增加到316.5万吨，使公司权益产能上升到1204.28万吨，增加21.25%。
- **配备余热发电，公司的煤电成本进一步降低。**此余热发电项目是为去年10月投产的万年5000T/D生产线配备，自发电量可以满足该生产线近三分之一的用量，节约电力成本近3000万。另外，我们了解到公司去年已对部分生产线实施技改，技改后公司可以采购当地的无烟煤，降低吨水泥用煤成本15-18元，煤、电成本的降低为公司获得较高毛利率水平提供保证。
- **进军混凝土，稳固已有市场份额。**公司水泥市场主要面向农村领域，新农村建设和建材下乡等将释放巨大的农村市场空间。公司从国外经验来看，向下游混凝土布局是水泥行业的发展方向。此次募投的万年和兴国2个混凝土搅拌站，将继续稳固已有市场份额。
- **十二五重大工程众多，新增产能压力问题不大。**2010年江西省新增水泥产能1159万吨，2009年新增产能仅90万吨，公司的瑞金二线（5000T/D）和万年（5000T/D）2条新线于去年投产，占到新增产能的30%，另外，江西省人均熟料产能已超过900公斤，去年是产能释放的最后一年。而在需求侧，根据江西省出台的十二五规划草案，省内重点工程众多，新增产能压力问题不大。水利：修护因洪涝灾害造成的基础设施，建成峡江水利枢纽工程，开工建设鄱阳湖水利枢纽工程等；铁路：逐步构建五纵五横铁路网，基本实现县县通铁路；公路：力争全省高速公路通车里程突破5000公里，实现县县通高速公路。
- **区域市场集中度呈三足鼎立。**从江西省内水泥企业的竞争格局来看，省内水泥市场正在逐渐形成三足鼎立的竞争格局。2010年，南方水泥、江西水泥和海螺水泥三家企业的水泥产能占整个江西省全部产能约三分之二。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，总产能达到1700万吨，占全省20%以上市场份额，而在赣南和赣东北区域的市场占有率达到60%以上。
- **业绩弹性最大，给予公司买入评级。**去年3季度以后，江西区域内水泥市场价格提升近60%，公司充分受益价格提升所带来的业绩增长，我们认为今年在区域集中度较高和需求不成问题的背景下，水泥价格保持平稳的可能性较大，受同比基数效应影响，今年水泥平均价格同比增幅在40%以上。暂不考虑此次增发对业绩摊薄，我们预计2010/2011/2012年EPS分别为0.42元、0.83元和1.03元，业绩增长明显，加之停牌期间水泥板块表现优异，公司股价存在补涨需求，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。



图：收购前后锦溪水泥股权结构情况如下图所示



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
			2*2500	已投产	250	250
			1*3000	08年10月投产	150	150
江西万年	万年	100%	1*5000	2010年10月投产	200	200
			1*5000	2006年5月	200	92
江西瑞金	瑞金	46%	1*5000	2010年2月投产	200	92
			1500	已投产		
江西兴国	赣州	40%	2500	已投产	150	60
江西锦溪	乐平	75%	1*2500	已投产	422	316.5

表：公司核心指标预测

	2009年	2010年	2011年	2012年
销量（合并报表数）	1146	1600	1600	1750
单价	219.31	260.00	300	320
毛利率	19.63%	25%	28%	30%
收入增长	49.34%	45.18%	15.38%	16.67%
销售费用率	5.46%	5.00%	4.80%	4.80%
管理费用率	4.28%	5%	4%	4%
财务费用率	4.32%	5.00%	2.00%	3.00%



表：公司利润表预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业总收入(万元)	286,546.36	416000	480000	560000
二、营业总成本(万元)	276,231.20	374,400.00	399,360.00	460,320.00
营业成本(万元)	234,570.96	312,000.00	345,600.00	392,000.00
营业税金及附加(万元)	1,026.95	2,080.00	1,920.00	2,240.00
营业税金比例	0.36%	0.50%	0.40%	0.40%
销售费用(万元)	15,652.11	20800	23040	26880
管理费用(万元)	12,267.84	18,720.00	19200	22400
财务费用(万元)	12,375.44	20800	9600	16800
资产减值损失(万元)	337.89	0	0	0
三、其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	11.49			
投资净收益(万元)	387.49	0		0
四、营业利润(万元)	10,714.14	41,600.00	80,640.00	99,680.00
加：营业外收入(万元)	7,809.12	4,160.00	3,840.00	4,480.00
减：营业外支出(万元)	1,196.47	0	0	
五、利润总额(万元)	17,326.80	45,760.00	84,480.00	104,160.00
减：所得税(万元)	3,719.19	11,440.00	21,120.00	26,040.00
六、净利润(万元)	13,607.61	34,320.00	63,360.00	78,120.00
减：少数股东损益(万元)	6,998.96	17,846.40	30,412.80	37,497.60
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6,608.65	16,473.60	32,947.20	40,622.40
EPS	0.17	0.42	0.83	1.03

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：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。