

湘财证券研究所

建筑建材研究小组

李莹

S0500208070141

Tel: 021-68634510-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

黄诗涛

Tel: 021-68634510-8251

E-Mail:

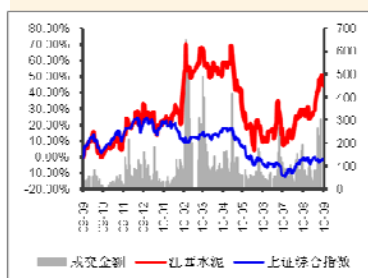
shitao_huang@163.com

公司评级

本次评级	增持
------	----

基本资料

收盘价(元)	8.95
总股本(百万)	396
流通股本(百万)	376
流通市值(亿)	33.65



□ 中报业绩：增产增收反亏损

报告期内公司共生产水泥510.56万吨，同比增长24.8%；生产熟料462.02万吨，同比增长36.88%，销售产品602.01万吨，同比增长33.86%，实现主营业务收入13.7亿元，同比增长28.07%，实现归属于母公司所有股东的净利润-2892.45万元。公司产品综合毛利率为11.92%，较上年同期下降3.21个百分点。

□ 业绩点评：暴雨推迟消费，期间费用率上升

1、1至6月江西境内连发暴雨，水泥消费受到压制，而且暴雨致使多处交通设施中断，水泥运输受到影响。根据测算，报告期内公司吨水泥平均售价为228元/吨，比上年同期下降18元/吨，吨水泥毛利为32元/吨，同比下降8元/吨，导致公司产品综合毛利率下滑3.2个百分点。

2、公司产能扩张较快，但基础管理工作未能跟上，期间费用率较去年同期上升了1.1个百分点，上半年公司的销售、管理、财务费用率分别为4.8%、4.9%、5%。

□ 未来展望：旺季来临，扭亏为盈，长线可期

- 1、短期来看，进入3、4季度传统消费旺季后，加之上半年暴雨积累的水泥需求，本地水泥价格上涨有望超预期，直接提升公司的毛利率。毛利率的提高对于公司盈利的提振作用远大于产销量增加的作用，公司有望在下半年扭转亏损局面。
- 2、公司产能今年将有较大增长，随着瑞金二线和万年6号线的投产，公司2010年熟料产能将同比增长36%，达1122万吨。
- 3、无烟煤改造将降低吨水泥成本。当地无烟煤价格比烟煤低150元/吨左右，公司正在对60%的生产线进行无烟煤改造，此项改造可降低吨水泥成本约10元/吨。
- 4、公司在赣东北和赣南市场拥有定价权。09年公司转让中部地区的上高、永丰项目，转而并购了赣东北的锦溪水泥，加强了对核心市场的控制力。目前公司在赣东北、赣南市场的占有率达到60%以上。

5、长期来看，江西省已进入一个高速发展的时期，水泥需求将保持快速增长。“十一五”期间，江西省固定资产投资增速平均为 32.8%，高于全国 6 个百分点；水泥产量增速平均为 16.5%，高于全国 4 个百分点。《鄱阳湖经济生态区规划》将鄱阳湖生态经济区建设上升为国家战略，规划总投资超过 1 万亿元，“十二五”期间该区域 GDP 复合增长率将达到 12% 以上。

□ **投资建议：**给予公司“增持”评级，目标价为 9.25 元，公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.30、0.37、0.44 元，对应 PE 为 30.8、25、21 倍。

□ **投资风险。**煤炭价格上涨、落后产能淘汰进度滞后，固定资产投资继续受到压缩。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1469	1704	2643	3640	营业收入	2865	3582	4298	4943
现金	852	833	1634	2479	营业成本	2346	2865	3439	3954
应收账款	43	55	53	74	营业税金及附加	10	15	17	20
其他应收款	48	53	62	74	营业费用	157	191	217	255
预付账款	68	88	105	120	管理费用	123	155	198	223
存货	444	656	768	868	财务费用	124	102	101	98
其他流动资产	14	19	21	25	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	4325	4148	3996	3815	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	186	196	201	202	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	2840	2921	2832	2658	营业利润	107	254	328	392
无形资产	462	537	611	684	营业外收入	78	45	51	53
其他非流动资产	836	494	353	271	营业外支出	12	8	9	9
资产总计	5793	5851	6639	7455	利润总额	173	291	369	437
流动负债	2548	2513	2776	2996	所得税	37	55	72	86
短期借款	1252	1079	1042	1056	净利润	136	236	297	351
应付账款	481	696	828	931	少数股东损益	70	118	149	176
其他流动负债	814	738	907	1008	归属母公司净利润	66	119	148	175
非流动负债	1181	1038	1265	1510	EBITDA	457	594	685	755
长期借款	837	1020	1246	1491	EPS (元)	0.17	0.30	0.37	0.44
其他非流动负债	345	18	19	19	主要财务比率				
负债合计	3729	3551	4042	4506	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	999	1116	1265	1442	成长能力				
股本	396	396	396	396					

资本公积	589	589	589	589	营业收入	49.3%	25.0%	20.0%	15.0%
留存收益	81	200	348	522	营业利润	-0.9%	137.2%	28.8%	19.8%
归属母公司股东权益	1066	1184	1332	1507	归属于母公司净利润	34.9%	79.8%	24.3%	18.1%
负债和股东权益	5793	5851	6639	7455	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
单位:百万元					净利率(%)	2.3%	3.3%	3.4%	3.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	6.2%	10.0%	11.1%	11.6%
经营活动现金流	508	151	800	770	ROIC(%)	5.9%	8.5%	11.2%	13.9%
净利润	136	236	297	351	偿债能力				
折旧摊销	226	238	256	265	资产负债率(%)	64.4%	60.7%	60.9%	60.4%
财务费用	124	102	101	98	净负债比率(%)	58.09%	60.57%	58.02%	57.84%
投资损失	-4	0	0	0	流动比率	0.58	0.68	0.95	1.21
营运资金变动	22	-451	159	25	速动比率	0.40	0.41	0.66	0.91
其他经营现金流	4	26	-13	31	营运能力				
投资活动现金流	-936	-52	-93	-88	总资产周转率	0.59	0.62	0.69	0.70
资本支出	690	0	0	0	应收账款周转率	40	36	37	37
长期投资	-42	-51	5	1	应付账款周转率	4.92	4.87	4.51	4.50
其他投资现金流	-288	-103	-88	-87	每股指标(元)				
筹资活动现金流	758	-117	94	163	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.30	0.37	0.44
短期借款	448	-173	-37	15	每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	0.38	2.02	1.95
长期借款	430	184	225	246	每股净资产(最新摊薄)	2.69	2.99	3.36	3.81
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	0	0	0	P/E	53.62	29.83	23.99	20.30
其他筹资现金流	-122	-128	-94	-97	P/B	3.33	2.99	2.66	2.35
现金净增加额	330	-18	801	845	EV/EBITDA	12	9	8	7

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。