

第四季度充分受益于价格上涨

事件：

江西省水泥价格持续上涨，从8月份开始短期上涨了80-100元/吨，预计短期内水泥价格还将延续上涨趋势。

我们的看法：

- 公司发挥高产能利用率条件下将充分受益于涨价带来的利好，我们预计公司第四季度经营性每股收益可达到0.30元以上。

江西省未实行限电，水泥涨价主要由于需求旺盛及周边省份限电涨价带动，我们认为江西水泥在产能利用率保持高位的条件下能充分享受到水泥涨价带来的好处，而其他由于限电导致价格大涨的省份的水泥公司由于产能发挥不足受益反而有限。

在目前价格条件下，我们预计第四季度归属母公司的经营性净利润将达到1.2亿元以上，综合全年经营性净利润在1亿元以上，相当于全年经营性每股收益0.26元。

- 公司上半年亏损主要受雨水灾害的影响，属于不正常状况，我们预计明年上半年公司业绩将出现明显改善。

江西水泥2010年上半年亏损，第三季度开始实现盈利1168万元，2010年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为-1725万元（亏损）。

公司上半年亏损原因在于雨水灾害使公司的产能发挥明显不足及产品销价大幅下降。据江西省防汛抗旱总指挥部统计，今年1-5月份，江西省出现九次强降雨过程，降雨量比多年的平均值超出41%，列历史第一位，使得省内户外工程项目开工不足及民用需求减少；特别是进入6月以来，江西遭遇特大洪灾，公司核心市场内的公路、铁路相继中断受阻，严重影响公司的物资及产品进出。

- 公司已经公告获得搬迁补偿和出让闪亮制药公司股权，这块投资收益有望年内结算（合计6300万左右），非经营性每股收益0.16元。
- 在中国建材的协助下，公司在江西省内的龙头地位正不断稳固。公司水泥销售覆盖江西全省，拥有万年、玉山、瑞金、赣州及锦溪五个熟料生产基地，分别处于赣南和赣东北区域，目前的水泥产能为1700万吨，权益产能为960万吨。
- 在水泥价格持续大涨的背景下，我们上调公司2010年EPS预测为0.39元（保守估计年内结算非经常收益0.13元），上调2011年EPS预测为0.57元，看好公司的长远发展，重申“买入”评级，目标价15元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2010年11月3日） 9.68

目标价格 15.00

总股本/A股（万股） 39590/39590

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告日期 2010年11月4日

股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2865	3596	4871	5114
同比(%)	49%	25%	35%	5%
归属母公司净利润	66	155	226	265
同比(%)	35%	134%	46%	17%
毛利率(%)	18.1%	22.1%	26.2%	27.3%
ROE(%)	6.2%	12.4%	15.3%	15.1%
每股收益(元)	0.17	0.39	0.57	0.67
P/E(倍)	57.99	24.80	16.96	14.45
P/B(倍)	3.60	3.08	2.59	2.19

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

一、江西省 8-11 月累计涨价幅度达到 100 元/吨

江西水泥 2010 年 1-9 月实现主营业务收入为 242566 万元，实现归属于上市公司股东的净利润为-1725 万元（亏损），每股盈利-0.04 元。第三季度实现净利润 1168 万元，每股盈利 0.03 元。公司上半年受到雨水灾害后缓慢恢复，7 月份亏损，8 月基本盈亏平衡，9 月份才开始实现单月盈利。

表 1： 公司近两年单季度主要财务指标

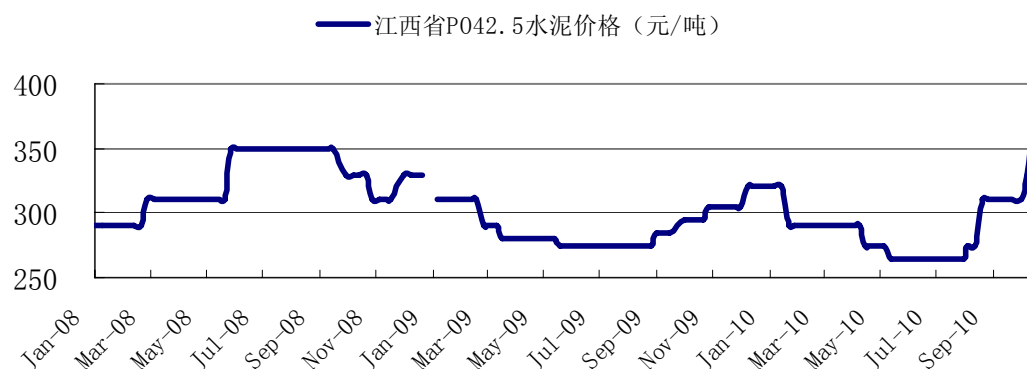
	2009 年				2010 年		
单季度财务指标	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
每股收益(元)	0.0031	0.0241	0.0251	0.1147	0.0093	-0.0824	0.0295
销售毛利率(%)	15.76	14.68	15.98	24.29	16.72	8.45	15.06
销售净利率(%)	1.45	2.11	3.1	10.25	2.72	-5.94	3.09
营业总收入(万元)	46,158.29	60,708.60	94,477.35	85,202.12	59,036.68	77,824.81	105,704.48
归属母公司股东的净利润(万元)	120.91	952.99	994.50	4,540.25	369.65	-3,262.10	1,167.59

资料来源：WIND 资讯

8 月下旬开始，江西省的水泥价格开始出现恢复性上涨。据水泥协会统计，江西大部分地区 8 月下旬一次性上调了 40-50 元/吨，10 月中旬再次大幅上调 50-70 元/吨，目前高标号水泥价格已达到 380 元/吨。由于公司水泥毛利率一直较低，价格变动对业绩的弹性较大，公司第四季度的业绩大幅上扬将十分值得期待。

江西省未实行限电，涨价主要由于需求旺盛及周边省份限电涨价带动，我们认为江西水泥在产能利用率保持高位的条件下能充分享受到水泥涨价带来的好处，预计第四季度归属母公司的经营性净利润将达到 1.2 亿元以上，综合全年经营性净利润在 1 亿元以上，相当于每股收益 0.26 元。

图 1 江西省高标号水泥价格走势



资料来源：中国水泥协会。数字水泥网

二、非经常性收益有望年内兑现

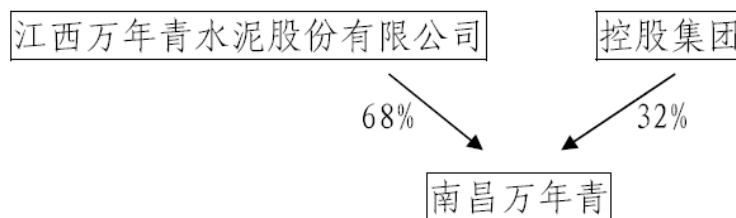
公司已经公告获得搬迁补偿和出让闪亮制药公司股权，这块投资收益有望年内结算，子公司搬迁补偿获得的收益为 2324 万元，出让闪亮制药股权我们分析获得投资收益在 4000 万元以上，我们保守假设今年内计入利润合计 5000 万左右），非经营性每股收益 0.13 元。

1、子公司搬迁补偿

2010 年 8 月 29 日及 2010 年 9 月 8 日，因南昌水泥厂"企业改制"与"退城进园"的需要，江西水泥控股子公司南昌万年青水泥有限责任公司与南昌工业控股集团有限公司就企业搬迁补偿问题达成协议。

2001 年南昌万年青成立时南昌水泥厂和公司各持有其股权比例为 32%和 68%，南昌万年青坐落在南昌水泥厂厂区内，可以无偿使用南昌水泥厂 30 年的土地使用权，后南昌水泥厂将其 32%的股权划转其母公司控股集团，控股集团成为南昌万年青股东。鉴于南昌水泥厂的搬迁给南昌万年青带来的生产经营影响，其股东控股集团愿意将搬迁补偿按照评估价值 5130 万元补偿给南昌万年青。

图 2：南昌万年青股权结构图（江西万年青水泥股份有限公司即为上市公司江西水泥全称）



资料来源：公司公告

双方同意参照搬迁资产评估值，即人民币 5130 万元，控股集团将分三期支付给南昌万年青：

- 1、在 2010 年 8 月 30 日前支付人民币 1000 万元。
- 2、在 2010 年 12 月 15 日前支付人民币 1572 万元。
- 3、余额在南昌水泥厂土地使用权被摘牌后 90 个工作日支付。

南昌万年青现有的粉磨设备属于要淘汰的落后设备，本次搬迁后，现有的机器设备等固定资产将全部不能使用，根据截止 2010 年 6 月 30 日的评估报告，固定资产账面价值 1713 万元，南昌万年青的搬迁将产生 1713 万元搬迁损失

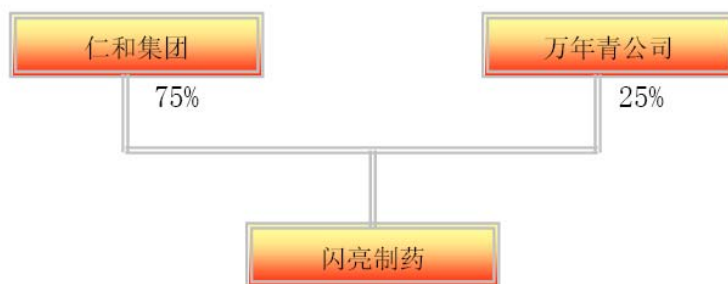
《企业搬迁补偿协议》如能按期履行公司将获得一定搬迁补偿，并可计入即期损益。江西水泥获得的收益为 $68\% \times (5130 - 1713) = 2323.56$ 万元，如果在年内收到补偿款将计入今年净利润。

2、出让闪亮制药 25% 股权

仁和药业股份有限公司拟用现金收购仁和（集团）发展和江西万年青科技工业园有限责任公司分别持有的江西闪亮制药有限公司 75% 股权和 25% 股权。

江西万年青科技园于 2001 年 4 月 25 日成立，是上市公司江西水泥的全资子公司。2005 年，万年青科技园用 58 亩工业用地评估作价 1000 万元出资，参股闪亮制药，持有其 25% 的股权比例。

图 3：闪亮制药股权结构



资料来源：公司公告

表 1：闪亮制药主要财务指标（单位：万元）

项 目	2009 年	2010 年 1-9 月
总资产	58,044,929.30	72,426,427.85
总负债	4,951,108.02	7,155,602.65
净资产	53,093,821.28	65,270,825.20
主营业务收入	35,474,535.35	39,655,887.20
主营业务成本	17,686,748.47	14,479,550.24
净利润	4,577,825.50	12,177,003.92

资料来源：公司公告

闪亮制药资产转让价格未定，2010 年 1-9 月净利润为 1217.70 万元，预计全年大约在 1600 万元左右，我们按照 10 倍 PE 转让价格，则江西水泥可获得的股权转让收益为 $25\% \times 1600 \text{ 万元} \times 10 = 4000$ 万元。

三、公司与中国建材共同整合江西省水泥产业

公司是江西省水泥龙头企业，主要有江西省的万年、玉山、瑞金、赣州四个熟料生产基地，以及新近联合重组的锦溪熟料生产基地，分别处于赣南和赣东北区域，全部为新型干法水泥线（原有在万年的两条湿法华新窑已废弃），目前的水泥产能 1700 万吨，权益产能为 960 万吨。

表 1：公司产能组成

生产基地		权 益 比 例 (%)	生 产 线	熟料产能 (万吨)	水泥产能 (万吨)	石灰石资源储量
股份公司 合并报表 的水泥产 能	江西玉山	40 %	2 条 2500D/T, 已有	150	200	矿山储量 10908.2 万吨
	江西万年	100 %	2 条 2500D/T, 已有	250	320	现有矿山储量 5000 多万吨,
			1 条 3000D/T, 08 年 8 月投产	150	200	后备矿山储量 7800 万吨。
			1 条 5000D/T, 10 年初投产			
	江西瑞金	46 %	1 条 5000D/T,	150	200	现有矿山储量 12200 万吨。
			1 条 5000D/T, 09 年底投产	150	200	
江西国兴	40 %	130 万吨熟料生产能力			240	含石灰石矿山
江西锦溪	25%	1 条 2500D/T, 一条 3000D/T			320	含石灰石矿山
合 计 (含在建产能)					1700	
权益产能					960	

资料来源：东方证券研究所（括号内为在建产能）

江西水泥通过与中国建材的合作，以合资公司南方万年青公司作为合作平台，通过各种形式的合作，整合整个江西省区域内的水泥产业。由于南方万年青水泥资金方面的压力，新建项目推进速度受到了一定的影响。2009 年南方水泥组建了江西南方水泥子公司，注册资本金 20 亿元，目前江西省的水泥产业整合正依靠南方万年青水泥和江西南方水泥两个平台同时进行，最终达到区域整合的目的。

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1469	1750	2276	2832	营业收入	2865	3596	4871	5114
现金	852	900	1200	1728	营业成本	2346	2803	3594	3717
应收账款	43	50	70	74	营业税金及附加	10	18	22	23
其它应收款	48	53	70	76	销售费用	157	156	207	217
预付账款	68	86	110	112	管理费用	123	146	192	195
存货	444	641	803	816	财务费用	124	129	144	127
其他	14	19	23	25	资产减值损失	3	0	0	1
非流动资产	4325	5102	5439	5426	公允价值变动收益	0	23	8	9
长期投资	186	166	171	172	投资净收益	4	4	7	5
固定资产	2840	3691	4119	4104	营业利润	107	371	727	849
无形资产	462	537	611	684	营业外收入	78	75	5	4
其他	836	708	539	465	营业外支出	12	1	0	1
资产总计	5793	6852	7716	8257	利润总额	173	445	732	852
流动负债	2548	3217	3271	2906	所得税	37	98	183	213
短期借款	1252	1807	1460	1056	净利润	136	347	549	639
应付账款	481	681	865	875	少数股东损益	70	192	323	374
其他	814	729	946	974	归属于母公司净利润	66	155	226	265
非流动负债	1181	1200	1454	1713	EBITDA	457	768	1209	1356
长期借款	837	1020	1246	1491	EPS（元）	0.17	0.39	0.57	0.67
其他	345	179	208	221	主要财务比率				
负债合计	3729	4417	4725	4618	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	999	1191	1514	1888	成长能力				
股本	396	396	396	396	营业收入	49.3%	25.5%	35.5%	5.0%
资本公积	589	589	589	589	营业利润	-0.9%	246.2%	95.9%	16.8%
留存收益	81	236	462	727	净利润	34.9%	133.9%	46.2%	17.4%
归属母公司股东权益	1066	1243	1477	1751	获利能力				
负债和股东权益	5793	6852	7716	8257	毛利率	18.1%	22.1%	26.2%	27.3%
现金流量表					净利率	2.3%	4.3%	4.6%	5.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	6.2%	12.4%	15.3%	15.1%
经营活动现金流	508	526	1227	1172	偿债能力				
净利润	136	347	549	639	资产负债率	64.4%	64.5%	61.2%	55.9%
折旧摊销	226	268	339	380	净负债比率	58.09%	65.17%	58.49%	56.44%
财务费用	124	129	144	127	流动比率	0.58	0.54	0.70	0.97
投资损失	-4	-4	-7	-5	速动比率	0.40	0.34	0.44	0.68
营运资金变动	22	-287	171	20	营运能力				
其它	4	73	32	12					

投资活动现金流	-936	-1062	-668	-361	总资产周转率	0.59	0.57	0.67	0.64
资本支出	690	1036	574	276	应收账款周转率	40	37	38	34
长期投资	-42	-19	5	1	应付账款周转率	4.92	4.83	4.65	4.27
其他	-288	-45	-89	-85	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	758	584	-259	-284	每股收益	0.17	0.39	0.57	0.67
短期借款	448	555	-348	-404	每股经营现金流	1.28	1.33	3.10	2.96
长期借款	430	184	225	246	每股净资产	2.69	3.14	3.73	4.42
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	57.99	24.80	16.96	14.45
其他	-122	-155	-137	-126	P/B	3.60	3.08	2.59	2.19
现金净增加额	330	48	300	528	EV/EBITDA	13	8	5	4

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn