

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022  
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

## 江西水泥增发点评：进一步收购，加强区域控制

### 事件描述

江西水泥今日发布公告，主要内容为：

- 公司拟以不低于 10.64 元/股的价格非公开发行不超过 6500 万股，发行对象主要为证券投资基金、财务公司、保险机构投资者、合格境外投资者、其他机构投资者及自然人。发行后不会引起控股权的变化。募集资金主要投向以下几个项目：1、收购锦溪水泥 50% 股权；2、补充流动资金；3、纯低温余热发电项目；4、万年和兴国商品混凝土搅拌站项目。
- 此外，董事会审批通过子公司成立江西石城南方万年青水泥有限公司投资建设石城粉磨站的决议。

### 事件评论

#### 进一步收购锦溪，完善省内布局，加强区域控制

##### ■ 权益产能明显提高，增厚公司盈利能力

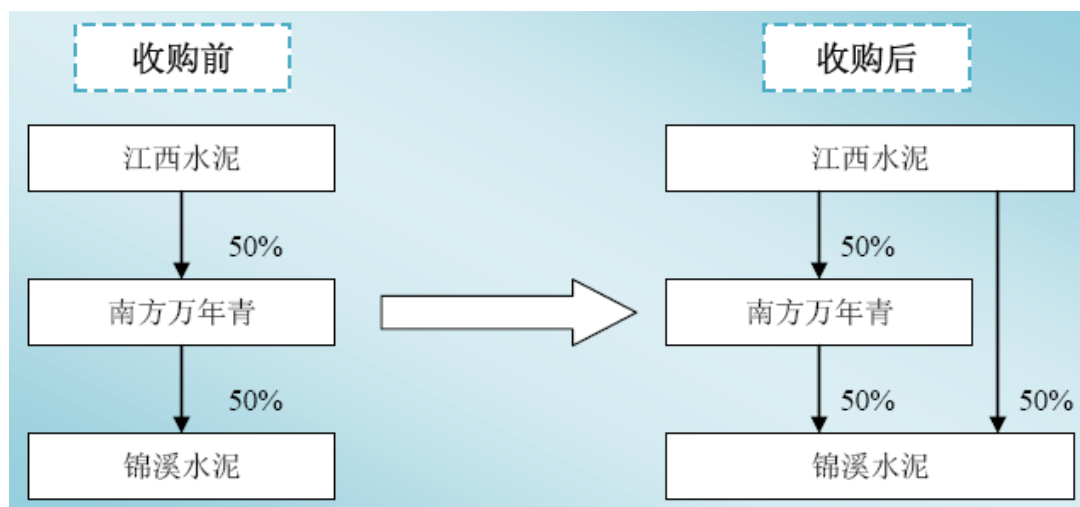
江西锦溪水泥目前年水泥产能约为 422.37 万吨，此外在乐平市还拥有 6 座石灰石矿的采矿权。从其近两年的财务数据来看，盈利能力较强。

表 1：江西锦溪水泥主要财务数据（单位：万元）

| 资产负债表   | 2010-9-30 | 2009-12-31 | 利润表         | 2010 年 1-9 月 | 2009 年    |
|---------|-----------|------------|-------------|--------------|-----------|
| 资产总额    | 86,456.32 | 86,414.94  | 营业收入        | 40,386.57    | 50,195.57 |
| 负债总额    | 48,500.27 | 51,047.94  | 营业利润        | 1,298.65     | 605.36    |
| 所有者权益总额 | 37,956.05 | 35,367.00  | 利润总额        | 3,112.02     | 3,517.07  |
|         |           |            | 归属母公司股东的净利润 | 2,581.36     | 2,996.55  |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在本次收购前，公司已通过子公司南方万年青间接持有锦溪水泥 25% 股份。此次收购后，公司将直接间接合计持有 75% 股份。届时，公司持有锦溪水泥权益产能将达到 316.78 万吨，增幅为 200%；公司总权益产能将达到 1,204.28 万吨，增幅为 21.25%，权益产能得到明显提高。通过此次收购将有效促进公司的盈利能力。

**图 1: 本次收购前后股权关系图示**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**表 2: 公司收购前后权益产能变化**

| 项目            | 收购前    | 收购后     | 收购前后增长率 |
|---------------|--------|---------|---------|
| 公司持有锦溪水泥的权益产能 | 105.59 | 316.78  | 200%    |
| 公司总权益产能       | 993.09 | 1204.28 | 21.25%  |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

### ■ 收购价格合理，利于价值提升

从 PE 的角度考虑，以 2010 年情况来算，锦溪水泥前三季度归属净利润为 2581.36 万元，由于江西水泥市场受周边拉动四季度价格飞涨，高标号水泥价格涨幅接近 200 元/吨，我们假设 4 季度销量范围、参照江西水泥 4 季度的吨净利情况（40 元/吨），对锦溪水泥全年净利润做弹性测算，按照约 3.8 亿元收购 50% 股权，算得收购作价相当于 2010 年 PE 为 10-17 倍，而按照江西水泥最新收盘价计算其 2010 年 PE 约为 36.72 倍，我们认为本次收购是划算的。

**表 3: 收购 PE 弹性测算**

| 4 季度盈利(收购 PE) 4 季度吨净利 | 40        | 35        | 30        | 25        | 20        |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 4 季度销量                |           |           |           |           |           |
| 100                   | 4000 (12) | 3500 (12) | 3000 (14) | 2500 (15) | 2000 (17) |
| 105                   | 4200 (11) | 3675 (12) | 3150 (13) | 2625 (15) | 2100 (16) |
| 110                   | 4400 (11) | 3850 (12) | 3300 (13) | 2750 (14) | 2200 (16) |
| 115                   | 4600 (11) | 4025 (12) | 3450 (13) | 2875 (14) | 2300 (16) |
| 120                   | 4800 (12) | 4200 (11) | 3600 (12) | 3000 (14) | 2400 (15) |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 PB 的角度进行测算，收购作价相当于 PB 为 1.89-2.03 倍，远低于目前江西水泥和行业上市公司水平。

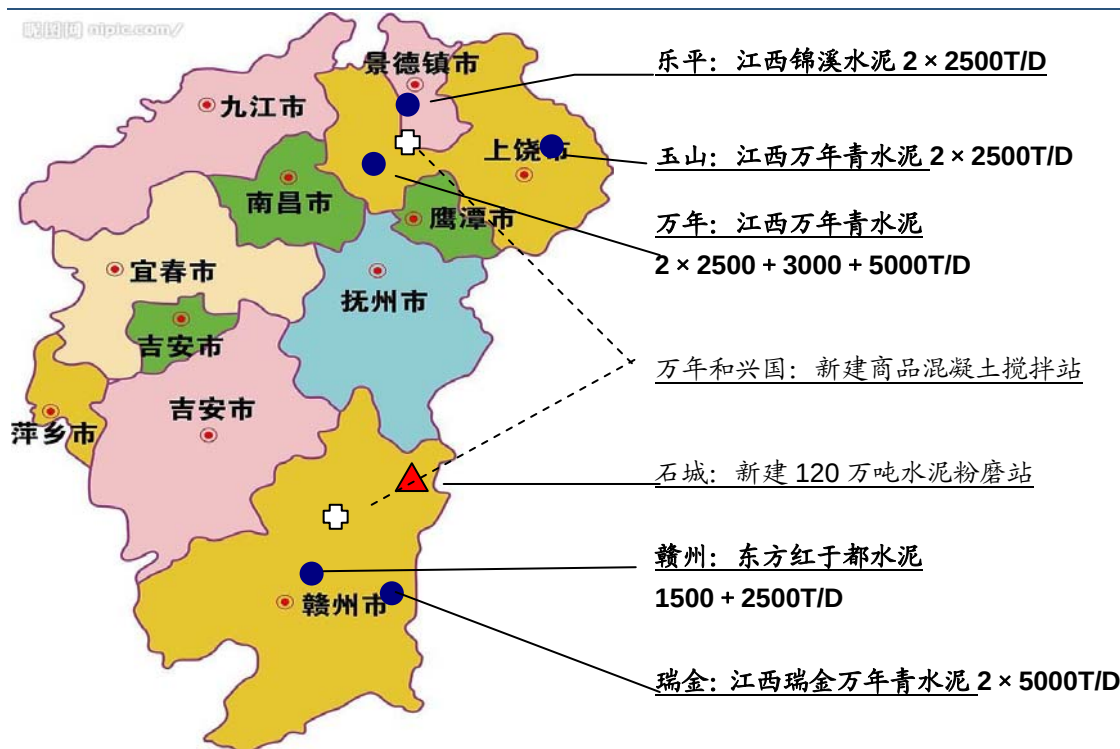
综上，我们觉得本次收购价格合理，有利于公司的价值提升。

### ■ 进一步收购，加强赣东北控制力，为未来整合打好基础

随着大型水泥企业的积极扩张，江西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（其中南方水泥和江西水泥已是一家人）。

截止 2010 年底，公司拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料基地，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局。目前公司水泥产能约 1,700 万吨，占江西省水泥产能总量超过 20%，已经形成了较大的规模。本次对锦溪水泥对进一步收购将进一步加强赣东北地区对市场控制力，有利于公司进一步实施区域内并购重组的战略规划。

图 2：公司目前已形成赣东北和赣南两块战略布局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

此外，董事会决议通过在石城新建 120 万吨的水泥粉磨站，配套江西瑞金万年青水泥的二期熟料工程，既消化了熟料产能，也延长了销售半径，扩大了公司的销售辐射范围。

## 注入流动资金，优化资产结构

公司拟动本次增发募集资金中的 1.2 亿元补充流动资金：

一方面增发能够降低资产负债率，从而降低偿债风险；截止 2010 年 9 月 30 日，公司合并报表资产负债率达 68.96%，高于行业平均水平 57.87%。

另一方面此次注入流动资金，将在一定程度上缓解公司营运压力，减少财务费用。按照当前央行公布的 1-3 年期贷款年利率 6.1% 计算，相当于每年降低财务费用约 732 万元。

## 节能减排，节约电力成本

低温余热发电技术能够有效节能，降低企业生产成本，提高企业经济效益。公司目前生产线仍未实现余热发电全配置，此次将投资约 5,969.38 万元为江西万年青水泥一条 4500t/d 熟料新型干法水泥生产线配套 9MW 的余热发电工程。

项目建成投产后，年发电量 5,944.32 万 kwh，剔除余热发电自用电为 8%，年供电量可达 5,468.77 万 kwh，所发电量全部自用，按照 0.56 元/kWh（含税）的电价单价，年可节省电费 3,062.51 万元。

## 投资混凝土搅拌站，完善公司产业链

公司还拟利用此次募投资金在万年县和新国县新建两条商品混凝土生产线，年产能分别为 40 万方和 50 万方，主要用

于供给周边民用建筑和道路交通网改造需求。商品混凝土搅拌站作为公司水泥产业链的延伸，将成为新的盈利增长点。

## 维持“推荐”评级

2010 年江西市场投产了 8 条新型干法生产线，合计新增水泥产能约 1500 万吨，产能增速达到 33%，这也是公司前 3 季度盈利较差的原因，随着新增产能消化完毕，4 季度周边地区供需失衡使得江西市场水泥价格也大涨。目前区域内在建生产线约 2 条（对应产能约 360 万吨），新增产能大幅减少，2011 年我们判断江西省供需形势将继续转好，随着公司省内整合的持续，协同效应的逐渐体现，我们看好公司未来表现。预计公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.42、0.98、1.25 元/股（2011、2012 年是按照新增 6500 万股全面摊薄），对应 2 月 15 日收盘价 13.05 元，PE 分别为 31、13、10 倍，维持“推荐”评级。

附：

**表 4：非公开发行募集资金投向**

| 序号 | 项目名称                 | 项目总投资额（万元）  | 募集资金投资额（万元） |
|----|----------------------|-------------|-------------|
| 1  | 收购锦溪水泥 50% 股权及补充流动资金 | 约 3.8 亿     | 约 3.8 亿     |
| 2  | 补充流动资金               | 约 1.2 亿     | 约 1.2 亿     |
| 3  | 纯低温余热发电项目            | 5,969.38    | 5,969.38    |
| 4  | 万年商品混凝土搅拌站项目         | 3,524.00    | 3,524.00    |
| 5  | 兴国商品混凝土搅拌站项目         | 3,401.41    | 3,401.41    |
|    | 合计                   | 约 63,000.00 | 约 63,000.00 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 资产负债表 (百万元) | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 2865  | 3312  | 3915  | 4495  | 货币资金        | 852   | 331   | 764   | 1354  |
| 营业成本          | 2346  | 2594  | 2828  | 3178  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 520   | 718   | 1088  | 1318  | 应收账款        | 91    | 116   | 137   | 158   |
| % 营业收入        | 18.1% | 21.7% | 27.8% | 29.3% | 存货          | 444   | 491   | 535   | 601   |
| 营业税金及附加       | 10    | 12    | 14    | 16    | 预付账款        | 68    | 75    | 82    | 92    |
| % 营业收入        | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 157   | 166   | 174   | 200   | 流动资产合计      | 1469  | 1024  | 1530  | 2218  |
| % 营业收入        | 5.5%  | 5.0%  | 4.4%  | 4.4%  | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 123   | 138   | 145   | 166   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 4.3%  | 4.2%  | 3.7%  | 3.7%  | 长期股权投资      | 186   | 186   | 186   | 186   |
| 财务费用          | 124   | 98    | 61    | 31    | 投资性房地产      | 32    | 32    | 32    | 32    |
| % 营业收入        | 4.3%  | 2.9%  | 1.6%  | 0.7%  | 固定资产合计      | 3488  | 3886  | 4242  | 4564  |
| 资产减值损失        | 136   | -8    | 2     | 2     | 无形资产        | 462   | 439   | 417   | 397   |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 98    | 98    | 98    | 98    |
| 投资收益          | 4     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | -26   | 313   | 692   | 902   | 其他非流动资产     | 37    | 37    | 37    | 37    |
| % 营业收入        | -0.9% | 9.4%  | 17.7% | 20.1% | 资产总计        | 5793  | 5702  | 6542  | 7532  |
| 营业外收支         | 66    | 66    | 66    | 66    | 短期贷款        | 1252  | 682   | 0     | 0     |
| 利润总额          | 173   | 379   | 758   | 969   | 应付款项        | 983   | 1087  | 1184  | 1330  |
| % 营业收入        | 6.0%  | 11.4% | 19.4% | 21.5% | 预收账款        | 41    | 48    | 56    | 65    |
| 所得税费用         | 37    | 95    | 190   | 242   | 应付职工薪酬      | 6     | 7     | 7     | 8     |
| 净利润           | 136   | 284   | 569   | 726   | 应交税费        | 67    | 151   | 288   | 366   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 66.1  | 166.3 | 450.7 | 575.8 | 其他流动负债      | 198   | 219   | 238   | 268   |
| 少数股东损益        | 70    | 118   | 118   | 151   | 流动负债合计      | 2548  | 2193  | 1773  | 2036  |
| EPS (元/股)     | 0.17  | 0.42  | 0.98  | 1.25  | 长期借款        | 837   | 837   | 837   | 837   |
| 现金流量表 (百万元)   | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额     | 508   | 781   | 1123  | 1266  | 递延所得税负债     | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 取得投资收益        |       |       |       |       | 其他非流动负债     | 324   | 324   | 324   | 324   |
| 收回现金          | 0     | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 3729  | 3353  | 2934  | 3197  |
| 长期股权投资        | -205  | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司      | 1066  | 1232  | 2374  | 2950  |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 固定资产投资        | -689  | -633  | -639  | -645  | 少数股东权益      | 999   | 1117  | 1235  | 1385  |
| 其他            | -42   | 0     | 0     | 0     | 股东权益        | 2064  | 2349  | 3609  | 4335  |
| 投资活动现金流净额     | -936  | -633  | -639  | -645  | 负债及股东权益     | 5793  | 5702  | 6542  | 7532  |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0     | 0     | 基本指标        | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股权融资          | 0     | 0     | 692   | 0     | EPS         | 0.167 | 0.420 | 0.978 | 1.249 |
| 银行贷款增加 (减少)   | 747   | -571  | -682  | 0     | BVPS        | 2.69  | 3.11  | 6.00  | 6.40  |
| 筹资成本          | 144   | -98   | -61   | -31   | PE          | 78.18 | 31.06 | 13.35 | 10.45 |
| 其他            | -132  | 0     | 0     | 0     | PEG         | 0.74  | 0.29  | 0.13  | 0.10  |
| 筹资活动现金流净额     | 758   | -668  | -51   | -31   | PB          | 4.85  | 4.19  | 2.18  | 2.04  |
| 现金净流量         | 330   | -520  | 433   | 590   | EV/EBITDA   | 20.60 | 9.50  | 4.95  | 3.64  |
|               |       |       |       |       | ROE         | 6.2%  | 13.5% | 19.0% | 19.5% |

### 分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。