

融资收购扩大产能规模

事件：

江西水泥公告增发方案，计划非公开发行不超过6500万股，发行价格不低于10.64元/股，主要用于收购水泥子公司少数股东权益和新建混凝土搅拌站。

我们的观点：

- 增发收购预计将使公司水泥总权益产能从 993.09 万吨增加至 1204.28 万吨，增幅约为 21.25%。

公司募集资金中约 5 亿元用于收购水泥孙公司锦溪水泥 50% 股权，锦溪水泥的总产能为 422.37 万吨，但收购前上市公司持有其权益产能只有 105.59 万吨。通过本次非公开发行收购锦溪水泥 50% 的股权，公司持有的锦溪水泥权益产能将达到 316.78 万吨。

- 公司除收购水泥股权外还将新建混凝土搅拌站，我们测算公司募集资金项目完全实现和投产后，未来每年将增加上市公司净利润约 14850 万元。
- 预计增发进程要半年左右，上述项目投产可能要到 2011 年底，如果按照我们之前对江西水泥 2012 年 43300 万元的净利润预测，则增发将增加公司 2012 年净利润 34%，按照公司发行 6500 万股，则公司股本增厚 16%，预计增发完成后将增厚公司 2012 年每股收益 16%。
- 在华东地区企业集中停窑检修的影响下，春节期间水泥价格坚挺，目前江西区域的价格相比于 2010 年年底仅下跌不到 50 元/吨，好于市场预期，我们预计水泥企业在目前价格下吨净利润接近 100 元/吨。
- 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，我们预计公司未来可能还将继续整合区域水泥市场，进一步做大做强。
- 考虑到公司增发还存在不确定性，我们维持公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 预测分别为 0.42 元、0.99 元和 1.09 元（不考虑增发对业绩的影响），维持公司“买入”评级，目标价 20 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

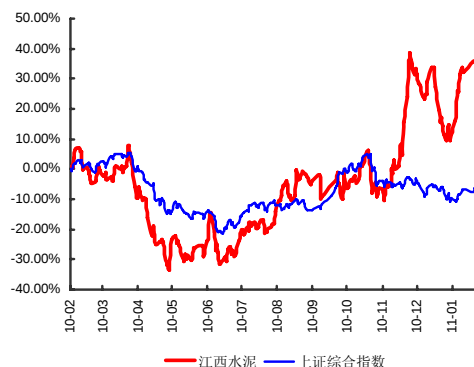
8621-63325888 × 6070

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 2 月 15 日)	13.05 元				
目标价格	20.00 元				
总股本/A 股 (万股)	39590/39590				
国家/地区	中国				
行业	非金属建材				
报告发布日期	2011 年 2 月 16 日				

股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2865	4053	5275	5538
同比(%)	49%	41%	30%	5%
归属母公司净利润	66	165	393	433
同比(%)	35%	150%	138%	10%
毛利率(%)	18.1%	22.0%	31.7%	31.9%
ROE(%)	6.2%	13.2%	23.8%	20.6%
每股收益(元)	0.17	0.42	0.99	1.09
P/E (倍)	76.76	31.07	13.18	11.97
P/B (倍)	3.82	3.24	2.46	1.94

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、增发融资主要用于扩充权益产能

江西水泥2011年度非公开发行股票相关事项已经获得公司董事会会议审议通过。计划向不超过十名特定机构投资者非公开发行的股票合计不超过6,500万股（含6,500万股），公司控股股东、实际控制人及其控制的关联人不参与认购本次非公开发行的股票。发行价格不低于20个交易日公司股票交易均价的90%，即不低于10.64元/股。本次非公开发行的股份在发行完毕后，发行对象认购的股份在发行结束之日起十二个月内不得转让。

此次非公开发行募集资金扣除发行费用后的募集资金净额拟投入下列项目：

表 1：募集资金项目投向

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50,000.00	约50,000.00
2	纯低温余热发电项目	5,969.38	5,969.38
3	万年商品混凝土搅拌站项目	3,524.00	3,524.00
4	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

注：项目 1 中收购锦溪水泥 50%股权的收购额以江西水泥与锦溪投资签署的股权收购协议为准；补充流动资金额不超过募集资金净额的 30%。

资料来源：上市公司公告

2007年以来，江西水泥通过合作、整合等途径，不断积极扩张产能，逐步形成在江西省水泥市场的规模优势和竞争优势。截止2010年底，江西水泥控制的水泥产能超过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。

目前公司拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料基地，全部位于江西省内，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局。截至目前，公司水泥权益产能约993.09万吨。其中，锦溪水泥的总产能为422.37万吨，但权益产能只有105.59万吨。通过本次非公开发行收购锦溪水泥50%的股权，公司持有的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%。通过本次收购，公司权益产能明显提高，促进公司的盈利能力的大幅提升，为公司进一步整合打下良好的基础。

表 2：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	75%(25%)	1 条 2500D/T, 一条 3000D/T			422	含石灰石矿山
合 计 (含在建产能)					1782	
权益产能					1204	

资料来源：东方证券研究所,此次增发将收购江西锦溪 50%股权。

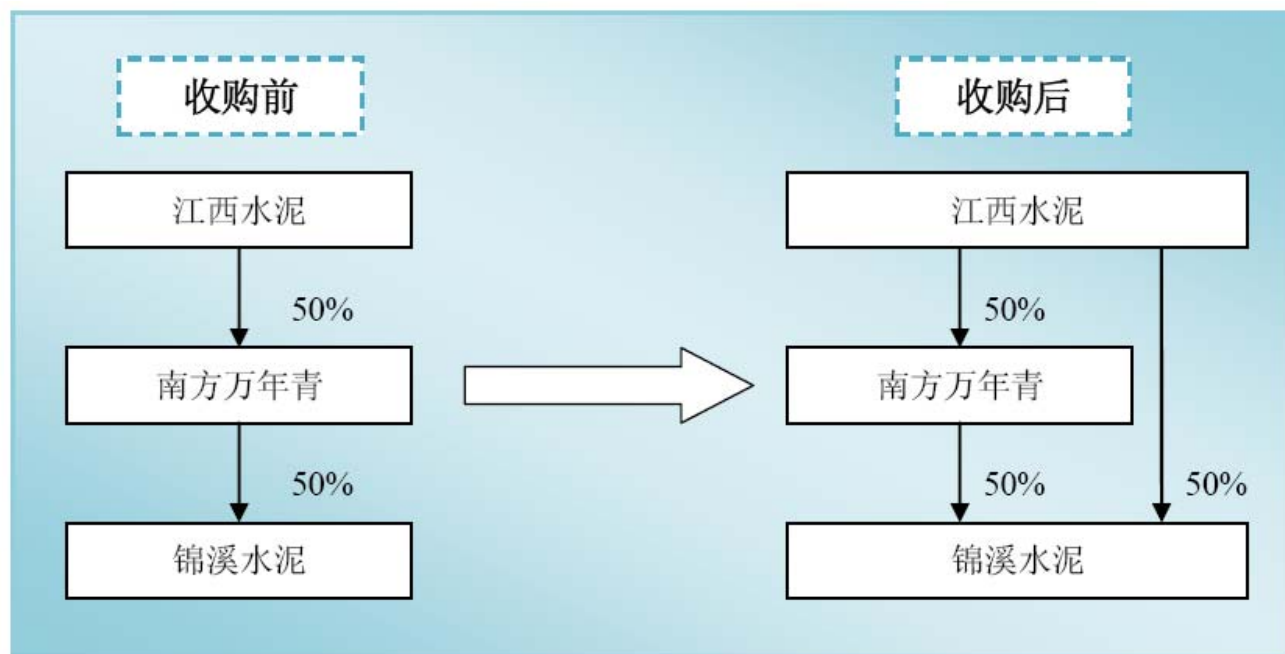
表 3：收购锦溪水泥 50%权益后江西水泥权益总产能和持有的锦溪水泥权益产能变化情况（单位：万吨）

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：上市公司公告

本次收购前，锦溪水泥为上市公司江西水泥的孙公司，上市公司间接持有锦溪水泥50%的股份，能够分享锦溪水泥25%的净利润。2009年、2010年前三季度江西水泥归属母公司所有者的净利润分别为6,608.65万元、-1,724.86万元，同期锦溪水泥归属母公司所有者的净利润分别为2,996.55万元、2,581.36万元，因此，锦溪水泥不仅具有良好的盈利水平，同时为上市公司重要的利润来源，对上市公司保持稳定的盈利水平具有重要作用。本次收购完成后，上市公司直接、间接持有锦溪水泥100%的股权，江西水泥股东能够分享锦溪水泥75%的净利润。锦溪水泥较好的成本管理水平以及盈利前景将增强公司可持续发展能力。

图 1：收购前后锦溪水泥股权变化情况



资料来源：上市公司公告

截至2010年9月30日，公司资产负债率（合并资产负债表）为68.96%，高于行业平均水平。此次增发后公司归属于母公司的所有者权益将增加约6亿元，资产负债率将降低至63.24%。非公开发行所募集资金补充流动资金后，公司营运资金压力将得到一定程度缓解，相当于减少等额债务融资，从而减少财务费用。按照当前央行公布的一至三年期贷款年利率6.10%计算，相当于每年降低的财务费用约732万元。

低温余热项目是为公司万年4500t/d熟料新型干法水泥生产线配套余热发电工程，新建一台装机容量9MW的余热发电机组及余热锅炉，项目建成投产后，年发电量5,944.32万kwh，余热发电自用电为8%，年供电量为5,468.77万kwh，所发电量全部自用，供电单价按照0.56元/kWh（含税）计算，年可节省电费3,062.51万元。

同时公司募集资金还将用于在万年和兴国两个水泥基地分别新建年产40万立方和50万立方的预拌混凝土搅拌站，项目建设期5—6个月，分别将形成年销售收入9,060万元和11600万元，年实现税后利润971.79万元和796.96万元。

表 4：募集资金项目对上市公司利润的影响

募集资金项目	预计每年利润贡献(万元)
收购锦溪50%股权	$422 \times 50\% \times 49.05 = 10350$
补充流动资金	732.00
低温余热发电	2000.00

万年混凝土搅拌站	971.79
兴国混凝土搅拌站	796.96
合计	14850万元

资料来源：东方证券研究所

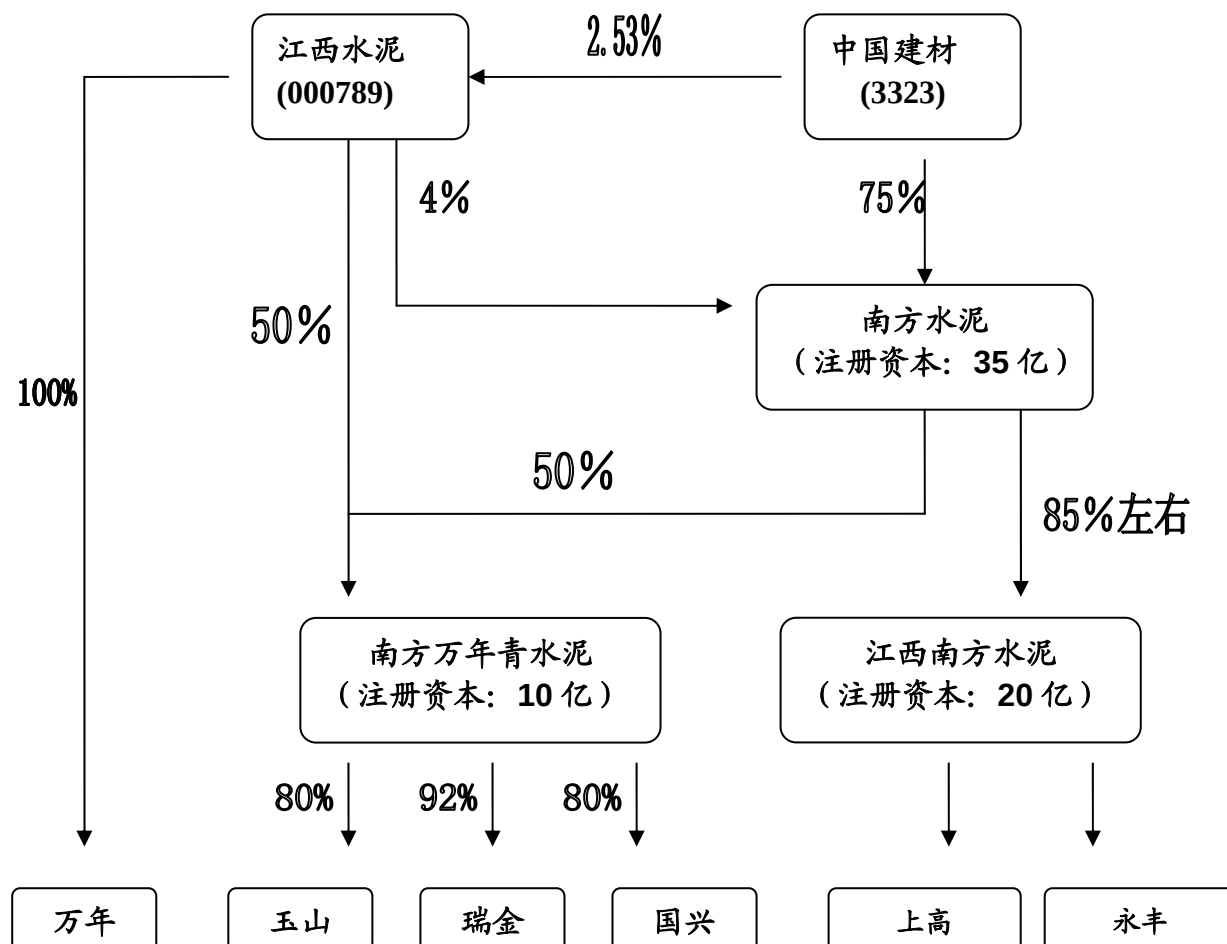
我们测算公司募集资金项目完全实现或投产后，将每年增加上市公司净利润约14850万元。预计增发进程要半年左右，上述项目投产可能要到2011年底，如果按照我们之前对江西水泥2012年43300万元的净利润预测，则增发将增加公司2012年净利润34.29%，按照公司发行6500万股，则公司股本增厚16%，预计增发完成后将增厚2012年公司每股收益16%。

二、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。

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。

图 2：江西水泥与中国建材在江西省合作开发示意图



资料来源：东方证券研究所

南方万年青水泥和江西南方水泥在新建生产线的同时，收购江西省内合乎要求的中型水泥线也是实现产能扩张的另一个重要方式。

两公司未来将在江西中南部地区收购水泥线，力促当地的水泥企业整合。江西水泥近两年在赣南区域先后收购了国兴水泥、万年丰水泥和锦绣水泥，收购后市场控制力明显加强，通过联动效应实现了良好的经济效益，为江西省区域市场整合树立了成功的先例。

三、维持“买入”评级，目标价为 20 元。

以目前江西省 430 元/吨的高标号水泥价格，江西水泥的吨毛利可以达到 120 元/吨。我们预计公司 2011 年销售均价比 2010 年上涨 16%，销售均价可以达到 313 元/吨（除税出厂价格），

吨水泥净利润可以达到 48 元/吨，我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.42 元、0.99 元和 1.09 元（未考虑增发影响）。

图 3：江西省高标号 PO42.5 水泥价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥协会。数字水泥网

如果按照明年 20 倍动态市盈率，我们维持公司目标价位为 20 元。

表 5：江西水泥盈利预测基本假设及结果

	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
总销量（万吨）	790.00	1,060.00	1,500.00	1,680.00	1,790.00
平均价格（元/吨）	242.84	269.45	269.29	312.95	316.68
吨水泥毛利（元/吨）	47.45	49.64	59.37	99.10	101.13
吨水泥净利（元/吨）	3.46	10.54	19.26	47.54	49.05
每股收益	0.12	0.17	0.42	0.99	1.09

资料来源：东方证券研究所

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	1858	2293	3519	营业收入	2865	4053	5275	5538
现金	852	900	1200	2387	营业成本	2346	3159	3604	3770
应收账款	43	57	76	80	营业税金及附加	10	20	24	25
其它应收款	48	60	76	82	销售费用	157	176	218	222
预付账款	68	97	110	114	管理费用	123	161	206	212
存货	444	723	806	828	财务费用	124	143	147	134
其他	14	22	25	28	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	40	50
固定资产	2840	3691	4119	4104	营业利润	107	421	1124	1234
无形资产	462	537	611	684	营业外收入	78	56	30	8
其他	836	708	539	465	营业外支出	12	1	0	1
资产总计	5793	6960	7732	8944	利润总额	173	476	1154	1241
流动负债	2548	3302	2935	2936	所得税	37	105	277	298
短期借款	1252	1744	1110	1056	净利润	136	371	877	944
应付账款	481	767	868	888	少数股东损益	70	206	484	511
其他	814	791	957	992	归属于母公司净利润	66	165	393	433
非流动负债	1181	1200	1454	1713	EBITDA	457	831	1609	1749
长期借款	837	1020	1246	1491	EPS（元）	0.17	0.42	0.99	1.09
其他	345	179	208	221	主要财务比率				
负债合计	3729	4501	4389	4649	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	999	1204	1688	2199	成长能力				
股本	396	396	396	396	营业收入	49.3%	41.4%	30.2%	5.0%
资本公积	589	589	589	589	营业利润	-0.9%	292.5%	167.2%	9.9%
留存收益	81	246	639	1072	净利润	34.9%	150.0%	138.0%	10.0%
归属母公司股东权益	1066	1254	1655	2097	获利能力				
负债和股东权益	5793	6960	7732	8944	毛利率	18.1%	22.0%	31.7%	31.9%
现金流量表					净利率	2.3%	4.1%	7.5%	7.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	6.2%	13.2%	23.8%	20.6%
经营活动现金流	508	603	1483	1445		7.5%	13.7%	29.5%	32.2%
净利润	136	371	877	944	偿债能力				
折旧摊销	226	268	339	380	资产负债率	64.4%	64.7%	56.8%	52.0%
财务费用	124	143	147	134	净负债比率	58.09%	62.54%	54.99%	56.07%
投资损失	-4	-4	-40	-50	流动比率	0.58	0.56	0.78	1.20
营运资金变动	22	-260	134	24	速动比率	0.40	0.34	0.50	0.91
其它	4	86	27	12	营运能力				

投资活动现金流	-936	-1062	-635	-316	总资产周转率	0.59	0.64	0.72	0.66
资本支出	690	1036	574	276	应收账款周转率	40	39	37	34
长期投资	-42	-19	5	1	应付账款周转率	4.92	5.06	4.41	4.30
其他	-288	-45	-56	-40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	758	507	-548	59	每股收益	0.17	0.42	0.99	1.09
短期借款	448	491	-634	-54	每股经营现金流	1.28	1.52	3.75	3.65
长期借款	430	184	225	246	每股净资产	2.69	3.17	4.18	5.30
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	76.76	31.07	13.18	11.97
其他	-122	-168	-140	-133	P/B	3.82	3.24	2.46	1.94
现金净增加额	330	48	300	1187	EV/EBITDA	13	7	4	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