

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

四季度业绩爆发，带来全年高增长——江西水泥 2010 年报点评

事件描述

江西水泥今日发布 2010 年年报，其主要内容为：

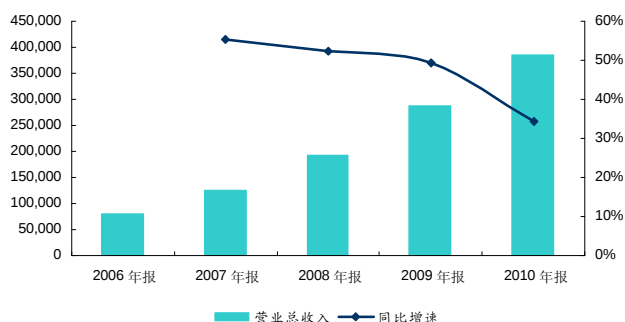
- 报告期内实现营业收入 384711.75 万元，营业利润 33346.25 万元，同比分别增长 34.2%和 211.2%
- 实现利润总额 38623.22 万元，同比增长 122.9%
- 归属于母公司股东净利润 15326.33 万元，比上年同期增长 131.9%，对应每股收益 0.387 元。

事件评论

第一，四季度量价齐升带来爆发，保障全年业绩快速增长

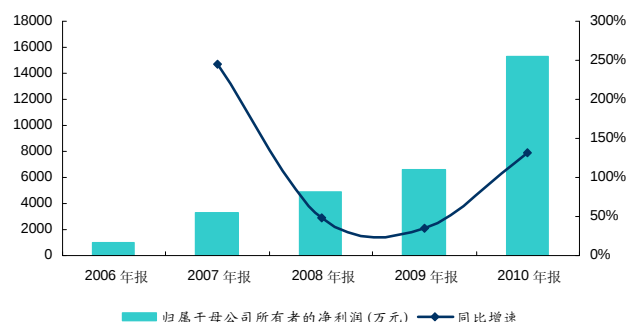
报告期内，公司业绩保持高速增长，营业收入为 384711.75 万元，同比增速达到 34.2%；归属于母公司股东净利润 15326.33 万元，比上年同期增长 131.9%。

图 1：公司营业收入增速趋缓，但依然处于高位



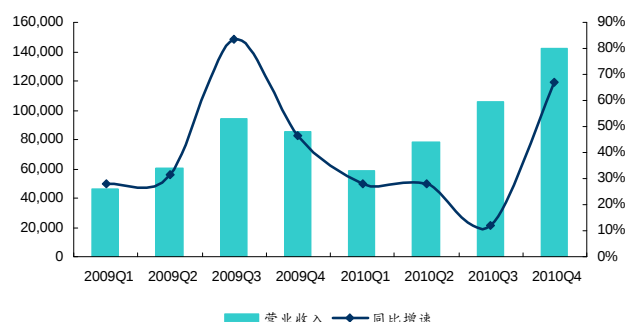
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：归属母公司净利润今年翻番还多

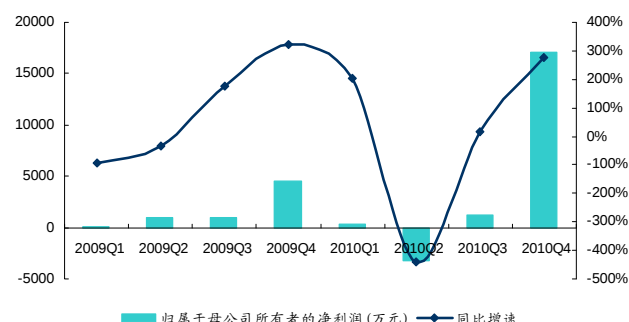


资料来源：公司公告，长江证券研究部

分季度来看，下半年是公司全年业绩的主要贡献来源，尤其是 4 季度。四季度公司实现营业收入 142145.78 万元，同比增长 66.83%；归属母公司净利润 17051.19 万元，同比增长 275.56%，几乎翻了两番。

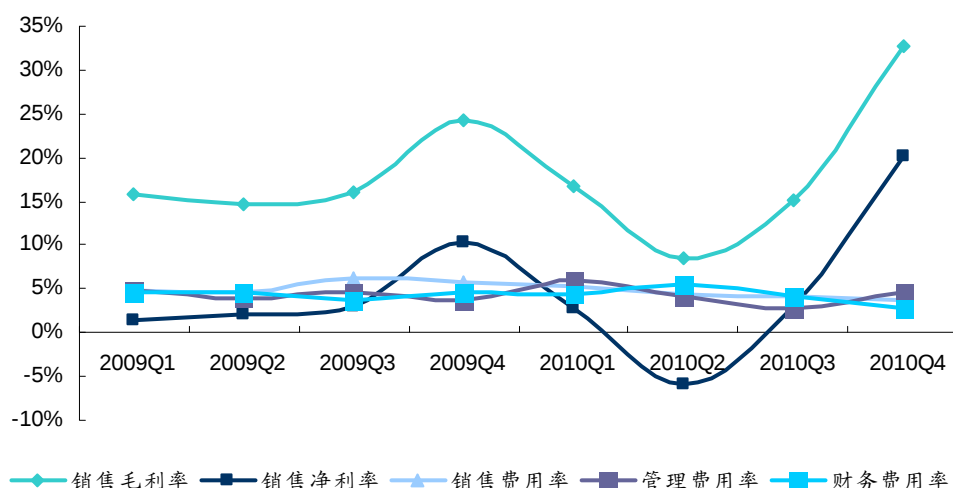
图 3：四季度营业收入高速增长


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：四季度归属母公司利润几乎翻了两番


资料来源：公司公告，长江证券研究部

报告期内，公司期间费用率有小幅改善，从 14.06% 降至 12.31%。

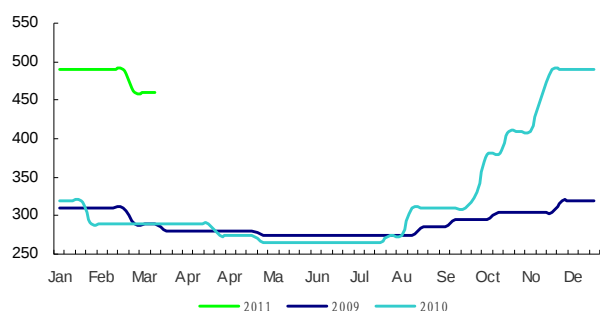
图 5：公司期间费用情况略有改善


资料来源：公司公告，长江证券研究部

下半年的增长、四季度的爆发主要原因是限电影响带来的水泥业务的量价齐升。

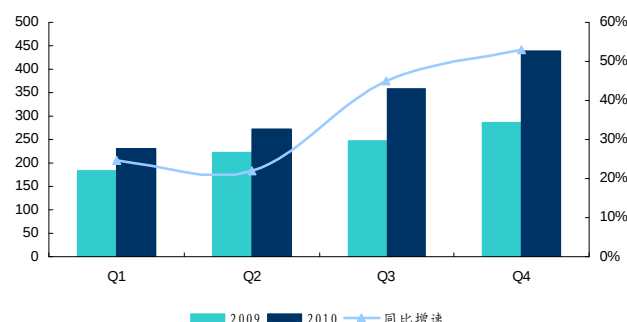
- 四季度南昌地区高标号水泥价格上涨超过 200 元/吨，较历史同期也要高出近 200 元/吨。
- 公司销量各季度均有增长，其中四季度销量增速最高，约 50%。

图 6: 水泥价格 2010 年 8 月份开始迅速上扬



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 7: 业绩的增长主要源自销量的增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司水泥业务指标

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
营业收入(万元)	46,158.29	60,708.60	94,477.35	85,202.12	59,036.68	77,824.81	105,704.48	142,145.78
营业成本(万元)	38,881.58	51,797.52	79,384.64	64,507.22	49,164.95	71,248.04	89,780.27	95,718.09
归属净利润(万元)	120.91	952.99	994.5	4,540.25	369.65	-3,262.10	1,167.59	17,051.19
销量(万吨)	184.56	223.33	246.9	286.61	229.91	272.21	358.32	438.6
吨收入(元)	250.10	271.83	382.65	297.28	256.78	285.90	295.00	324.09
吨成本(元)	210.67	231.93	321.53	225.07	213.84	261.74	250.56	218.24
吨净利(元)	0.66	4.27	4.03	15.84	1.61	-11.98	3.26	38.88

资料来源: 中国建材信息网, 公司公告, 长江证券研究部

第二, 江西地区供需形式将持续转好, 四季度高盈利能力将延续

一方面, 今年江西地区新增产能大幅减少。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。

另一方面, 江西水泥市场已形成较高的集中度。目前江西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), 较高的集中度有利于稳定区域市场的价格, 维持高盈利能力。

第三, 2011 年: 区域市场整合+混凝土领域延伸+余热发电配套

区域市场整合持续: 公司在 2010 年底时拥有玉山、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。水泥产能约 1,700 万吨, 占江西产能总量超过 20%, 已经形成了较大的规模。

2 月 15 日, 公司进一步收购了锦溪水泥 50% 股权, 一方面进一步加强对赣东北地区对市场控制力。另一方面, 权益产能从 993 万吨提高到 1204 万吨, 增长 21.25%。这意味着, 即便不考虑吨盈利能力的变化, 公司也将实现 21% 的业绩增长。未来, 公司对江西市场的整合仍将继续。

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

向混凝土领域延伸：今年，公司还拟利用募投资金在万年和新国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。混凝土作为公司水泥产业链的延伸，将成为新的盈利增长点。

余热发电配套：2011 年公司将对万年 6 号窑实施余热发电配套，进一步控制公司成本。

第四，维持“推荐”评级

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 2011-13 年的 EPS 分别为 0.98、1.24 和 1.43 元/股（按照新增 6500 万股全面摊薄），对应 3 月 16 日收盘价 16.44 元，PE 分别为 16.8、13.3、11.5 倍，维持“推荐”评级。

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	3847	5405	6648	7662	货币资金	926	541	1977	3338
营业成本	3059	3784	4654	5363	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	788	1622	1995	2299	应收账款	119	185	228	262
% 营业收入	20.5%	30.0%	30.0%	30.0%	存货	443	515	0	0
营业税金及附加	18	25	31	36	预付账款	158	196	240	277
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	2	0	0	0
销售费用	159	224	276	318	流动资产合计	1707	1501	2515	3952
% 营业收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	161	227	279	321	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	192	192	192	192
财务费用	153	65	26	17	投资性房地产	31	31	31	31
% 营业收入	4.0%	1.2%	0.4%	0.2%	固定资产合计	625	670	936	1045
资产减值损失	10	0	0	0	无形资产	484	459	436	415
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	117	117	117	117
投资收益	47	0	0	0	递延所得税资产	17	0	0	0
营业利润	333	1080	1383	1607	其他非流动资产	3414	3414	3414	3414
% 营业收入	8.7%	20.0%	20.8%	21.0%	资产总计	6587	6385	7642	9166
营业外收支	53	53	53	53	短期贷款	1686	169	0	0
利润总额	386	1133	1436	1660	应付款项	1332	856	1053	1214
% 营业收入	10.0%	21.0%	21.6%	21.7%	预收账款	70	99	122	140
所得税费用	96	281	356	412	应付职工薪酬	11	14	17	20
净利润	290	852	1080	1248	应交税费	121	326	412	476
归属于母公司所有者的净利润	153.3	449.5	569.9	658.6	其他流动负债	129	161	198	229
少数股东损益	137	402	510	589	流动负债合计	3349	1625	1803	2079
EPS (元/股)	0.39	0.98	1.24	1.43	长期借款	479	479	479	479
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	792	959	2097	1754	递延所得税负债	22	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	403	403	403	403
收回现金	4	0	0	0	负债合计	4253	2507	2684	2960
长期股权投资	-27	0	0	0	归属于母公司	1218	2359	2929	3588
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-507	-454	-466	-377	少数股东权益	1116	1518	2028	2618
其他	1	0	0	0	股东权益	2334	3878	4958	6206
投资活动现金流净额	-534	-454	-466	-377	负债及股东权益	6587	6385	7642	9166
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	7	692	0	0	EPS	0.387	0.975	1.236	1.429
银行贷款增加 (减少)	10	-1517	-169	0	BVPS	3.08	5.96	7.40	9.06
筹资成本	147	-65	-26	-17	PE	70.21	27.87	21.98	19.02
其他	-201	0	0	0	PEG	1.12	0.45	0.35	0.30
筹资活动现金流净额	-37	-891	-194	-17	PB	8.83	4.56	3.67	3.00
现金净流量	222	-386	1436	1361	EV/EBITDA	17.61	8.00	6.76	5.05
					ROE	12.6%	19.1%	19.5%	18.4%

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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。