

分析师：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490511040002
联系人：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

量价齐升+投资收益，中期业绩大增——江西水泥半年报点评

事件描述

江西水泥今日公布 2011 年半年报，其主要内容为：

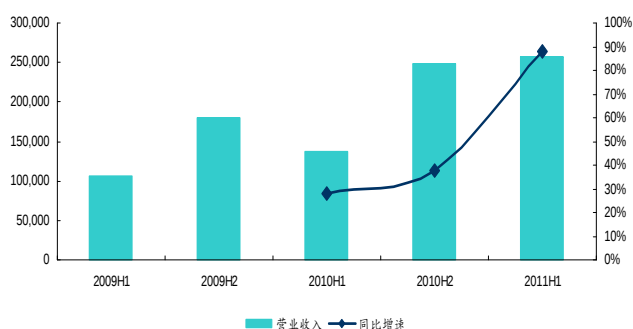
- 报告期内实现营业收入 25.77 亿元、营业利润 5.91 亿元、利润总额 6.14 亿元，同比分别增长 88.27%、1431.00%、3304.55%；
- 实现归属母公司净利润 2.97 亿元，同比增长 1125.53%，折 EPS 为 0.75 元。

事件评论

第一，量价齐升+费率改善+南方水泥分红+转让闪亮制药，净利同比扭亏为盈

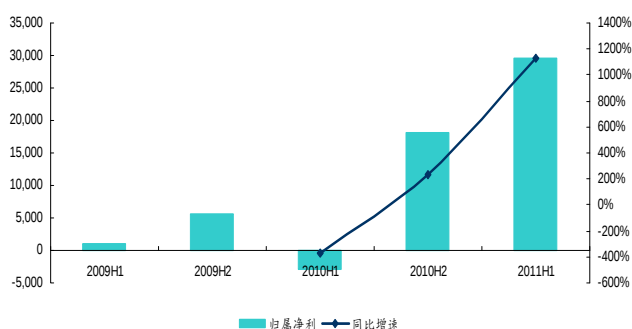
报告期内，公司业绩保持高速增长，营业收入为 257,674.85 万元，同比增速达到 88.27%；归属于母公司股东净利润 29,663.02 万元，比上年同期增长 1125.53%。

图 1：2011 上半年营业收入高速增长



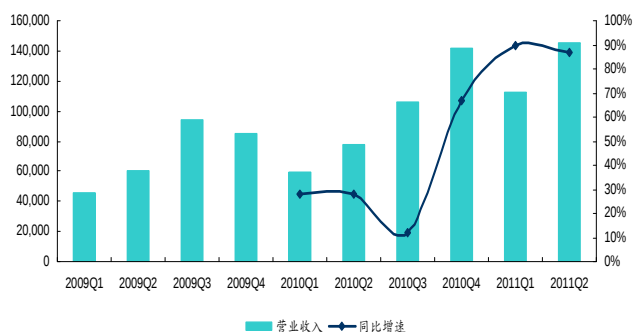
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：2011 上半年归属净利润同增 11 倍还多

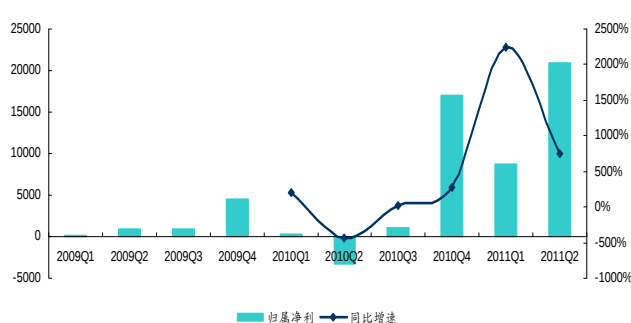


资料来源：公司公告，长江证券研究部

分季度来看，二季度的业绩好于一季度。二季度公司实现营业收入 145,642.33 万元，同比增长 87.14%；归属母公司净利润 20,975.53 万元，同比增长 743.01%。

图 3：二季度营收创新高,增速环比下滑


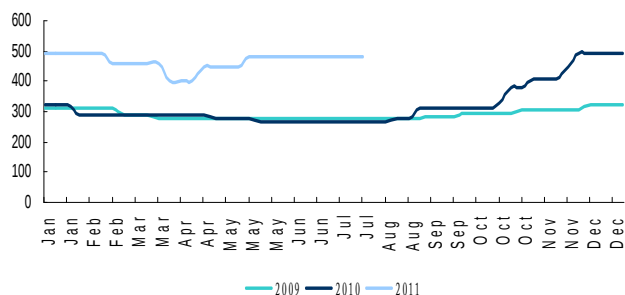
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：二季度归属净利润创新高,


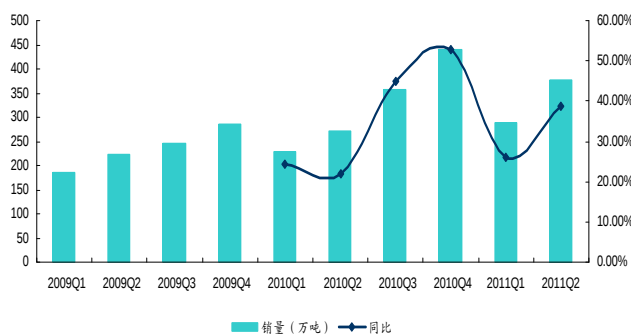
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从整个报告期来看，公司净利大幅增长的首要原因是公司产品量价齐升。

南昌水泥价格持续高位运行。南昌水泥市场延续了自去年年末以来的高景气度，今年上半年高标号水泥价格大部分时间都维持在 460 元以上的高价，这也验证了我们 1 季度作出的“江西地区供需形势将持续转好，高盈利能力将持续”的判断。

图 5：南昌价格维持在去年末高位,同比接近翻番


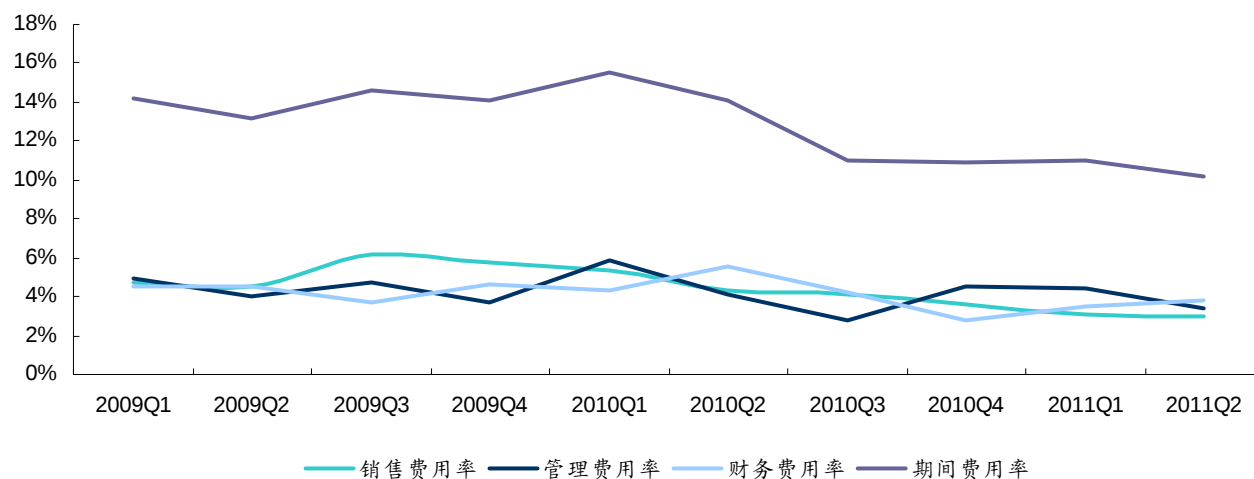
资料来源：长江证券研究部

图 6：上半年公司水泥销量同比大幅增长


资料来源：建材信息总网，长江证券研究

期间费率持续改善。公司成本管控得当，管理费用率和销售费用率持续下降。

图 7:管控有效，期间费率持续改善



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 (吨收入, 吨净利维持高位)

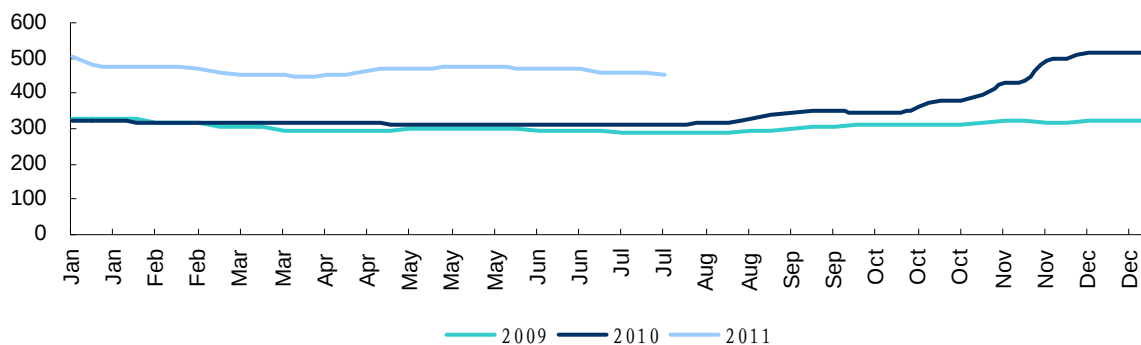
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入(万元)	46158	60709	94477	85202	59037	77825	105704	142146	112033	145642
营业成本(万元)	38882	51798	79385	64507	49165	71248	89780	95718	77377	99785
净利润(万元)	669	1279	2928	8732	1604	-4622	3270	28790	14831	25276
归属净利润(万元)	121	953	995	4540	370	-3262	1168	17051	8687	14913
销量(万吨)	185	223	247	287	230	272	358	439	290	378
吨收入(元)	250	272	383	297	257	286	295	324	386	386
吨成本(元)	211	232	322	225	214	262	251	218	267	264
吨毛利(元)	39	40	61	72	43	24	44	106	119	121
吨净利(元)	4	6	12	30	7	-17	9	66	51	67
吨归属净利(元)	1	4	4	16	2	-12	3	39	30	39

资料来源：中国建材信息网，公司公告，长江证券研究部

注解:这里的销量用的是纯水泥销量，因此熟料的收入和利润被摊在了水泥上，另外今年上半年(2季度)扣除了南方水泥的分红和出售闪亮股权的收益。

■ 战略性持股南方水泥，分享整个华东区域高景气。公司净利大涨的第二个原因在于所参股的南方水泥的现金分红 4593.29 万，公司通过参股南方水泥分享了整个华东区域的高景气。

图 7：华东区域水泥价格同比大增并维持高位



资料来源：长江证券研究部

■ 转让江西闪亮制药股权，专注主营。公司净利大涨的第三个原因就是参股公司的股权转让，全资子公司万年青科技园持有的 25% 股权转让给仁和药业，获收益 3490.68 万。至此公司全面退出医药行业，专注于水泥业务。

第二，区域内供需形式持续向好，高盈利能力将持续

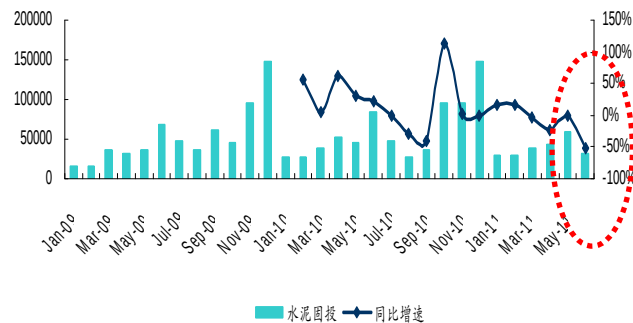
■ 从产能投放来看，我们维持之前的观点，今年江西地区供给形势持续向好，区域新增产能大幅减少。2010 年江西市场投产了 8 条新型干法生产线，合计新增水泥产能约 1500 万吨，产能增速达到 33%。而目前区域内在建生产线仅 2 条（对应产能约 360 万吨），新增产能大幅减少。从水泥固投增速来看，6 月份的水泥固投增速环比大幅降低，我们认为如果下半年政策不出现大的松动，水泥固投将得到有效控制，供给面持续改善。

图 8：江西城镇固投增速稳定



资料来源：长江证券研究部

图 9：江西水泥固投增速大幅降低



资料来源：长江证券研究部

■ 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。事实上我们从上半年的水泥价格变化可以得到印证，去年 4 季度的高价一直延续到现在，虽然 4 月初一度下跌，但在 4 月底又大幅回升，体现了需求的同时，也展现了水泥企业对区域价格有意识的维护。

■ 从需求层面看，6 月份城镇固投增速环比的大幅下滑更多的是由于前段时间的高温多雨天气，同时持续的货币紧缩带来项目建设进度放缓。随着旺季到来，市场需求将回暖。

第三， 维持“推荐”评级

我们认为随着 9 月份水泥旺季的到来，需求将回暖，另外，下半年保障房和水利建设的大面积开工将进一步提升市场景气度。而从供给方面来看，牢固的企业联盟、下半年江西近 700 万吨的落后产能淘汰或将从供给层面使行业受益。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.28、1.53 和 1.87，对应 PE 分别为 14、12 和 9 倍，继续给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3847	5891	6942	8201	货币资金	926	733	2587	4382
营业成本	3059	4031	4719	5499	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	788	1860	2223	2701	应收账款	119	202	238	281
% 营业收入	20.5%	31.6%	32.0%	32.9%	存货	443	548	0	0
营业税金及附加	18	28	32	38	预付账款	158	208	244	284
% 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	191	226	267	流动资产合计	1707	1759	3141	5024
% 营业收入	4.1%	3.3%	3.3%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	161	227	268	317	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%	长期股权投资	192	192	192	192
财务费用	153	61	20	14	投资性房地产	31	31	31	31
% 营业收入	4.0%	1.0%	0.3%	0.2%	固定资产合计	625	674	942	1056
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	81	50	50	递延所得税资产	17	0	0	0
营业利润	333	1434	1727	2116	其他非流动资产	3414	3414	3414	3414
% 营业收入	8.7%	24.3%	24.9%	25.8%	资产总计	6587	6646	8273	10249
营业外收支	53	53	53	53	短期贷款	1686	0	0	0
利润总额	386	1486	1780	2169	应付款项	1332	912	1068	1244
% 营业收入	10.0%	25.2%	25.6%	26.4%	预收账款	70	108	127	150
所得税费用	96	369	441	538	应付职工薪酬	11	15	17	20
净利润	290	1118	1338	1631	应交税费	121	422	504	613
归属于母公司所有者的净利润	153.3	589.8	706.2	860.7	其他流动负债	129	170	199	232
少数股东损益	137	528	632	770	流动负债合计	3349	1626	1915	2259
EPS (元/股)	0.39	1.28	1.53	1.87	长期借款	479	479	479	479
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	792	1245	2294	2141	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	81	50	50	负债合计	4253	2508	2797	3141
长期股权投资	-27	0	0	0	归属于母公司	1218	2494	3201	4061
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-507	-459	-469	-382	少数股东权益	1116	1644	2276	3046
其他	1	0	0	0	股东权益	2334	4138	5476	7107
投资活动现金流净额	-534	-378	-419	-332	负债及股东权益	6587	6646	8273	10249
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	7	686	0	0	EPS	0.387	1.280	1.532	1.867
银行贷款增加 (减少)	10	-1686	0	0	BVPS	3.08	6.30	8.08	10.26
筹资成本	147	-61	-20	-14	PE	46.11	13.95	11.65	9.56
其他	-201	0	0	0	PEG	0.59	0.18	0.15	0.12
筹资活动现金流净额	-37	-1060	-20	-14	PB	5.80	2.83	2.21	1.74
现金净流量	222	-193	1854	1795	EV/EBITDA	12.11	4.13	3.10	1.79
					ROE	12.6%	23.6%	22.1%	21.2%

分析师介绍

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。