

第三季度业绩维持良好态势

事件：江西水泥公布三季度业绩预增公告，预计2011年1-9月净利润为40000-42000万元（EPS为1.01-1.06元），7-9月净利润为10337-12337万元（EPS为0.26元-0.31元）。

我们的看法：

- 江西水泥第一季度和第二季度 EPS 分别为 0.22 元和 0.33 元（第二季度已扣除南方水泥分红和闪亮药业转让收益 EPS 合计 0.20 元），第三季度 0.26-0.33 元的业绩表明公司目前经营依然维持良好状况。

根据我们的价格跟踪，公司所覆盖的赣东北和赣南区域第三季度市场价格环比二季度下滑 10-20 元/吨，公司除税出厂价在 310-320 元/吨，目前的吨水泥净利润接近 50 元左右。公司销售状况较好，预计单月约 150 万吨的销量。

- 江西水泥正实行定向增发进程当中，拟以不低于 10.56 元/股的价格定向增发不超过 6500 万股。

募资资金拟用于收购锦溪水泥 40% 股权和新建混凝土搅拌站，增发收购将使公司水泥权益总产能增加 156 万吨，增幅为 21%。我们测算增发完成将增厚公司业绩约 8%。定向增发还处于等待相关部门核准进程当中，预计到年底才可完成。

- 通过不断的收购和新建水泥产能，江西水泥的产能规模未来仍有大幅提升空间。

今年 9 月份江西水泥控股 50% 比例的子公司江西南方万年青以 1.2 亿元收购瑞金公司 8.04% 的少数股东权益股权，瑞金公司目前产能 400 万吨，此次收购使上市公司权益产能达到 1269 万吨。

此外公司拟投资 6.03 亿元改扩建江西于都南方万年青水泥有限公司日产 4800 吨/D 熟料新型干法水泥生产线，2012 年下半年建成后公司新增水泥产能 12%。据数字水泥网报道，近日江西省工信委同意瑞金市根据淘汰进度新建一条日产 12000 吨新型干法水泥熟料生产线，我们预计该生产线如果审批通过由江西水泥获得经营权可能性较大，公司产能规模将扩大到 2400 万吨。

- 我们维持公司 2011 年和 2012 年 EPS 预测分别为 1.31 元和 1.61 元，当前动态市盈率为 10 倍，维持“买入”评级。
- 受明年固定资产投资和房地产投资将明显下滑的预期影响，水泥板块近期杀跌严重，我们认为行业走势与宏观政策面相关度较大，目前环境下对水泥板块依然持谨慎看法。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

罗 果

8621-63325888 × 6070

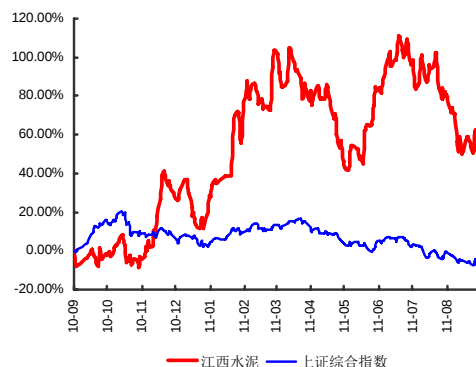
luoguo@orientsec.com.cn

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 9 月 27 日）	13.96
目标价格（6 个月）	20.00
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	2011 年 10 月 11 日

股价表现



财务预测

（百万元）

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3847	5860	6297	6998
同比(%)	34%	52%	7%	11%
归属母公司净利润	153	602	742	755
同比(%)	132%	293%	23%	2%
毛利率(%)	20.5%	37.9%	37.2%	36.8%
ROE(%)	12.6%	31.9%	28.3%	22.3%
每股收益(元)	0.39	1.31	1.61	1.64
P/E	45.18	13.40	10.86	10.68
P/B	5.68	4.28	3.07	2.38

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

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
已投产生产线	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 1 条 3000D/T, 08 年 8 月投产 1 条 5000D/T, 10 年投产	250 150	320 200	现有矿山储量 5000 多万吨, 后备矿山储量 7800 万吨。
	江西瑞金	46%(50%)	2 条 5000D/T	300	400	现有矿山储量 12200 万吨。
	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	65%(25%)	1 条 2500D/T, 一条 3000D/T		391	含石灰石矿山
合 计 (不含于都的拟建产能)					1751	
权益产能					1269	
在建生产线	江西于都	40%	1 条 4800T/D, 2012 年下半年投产	150	200	含石灰石矿山

资料来源：东方证券研究所,此次收购瑞金公司 8%剩余股权，增发将收购江西锦溪 50%股权。

表 2：定向增发募集资金项目投向

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40%股权及补充流动资金	34400.00	34400.00
2、	纯低温余热发电项目	5969.38	5969.38
3、	万年商品混凝土搅拌站项目	3524.00	3524.00
4、	兴国商品混凝土搅拌站项目	3401.41	3401.41
5	补充流动资金	15600.00	15600.00
	合计	62894.79	62894.79

资料来源：上市公司公告

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1707	3286	5461	8078	营业收入	3847	5860	6297	6998
现金	926	2107	4495	6845	营业成本	3059	3638	3956	4421
应收账款	50	79	83	93	营业税金及附加	18	28	30	33
其它应收款	68	110	105	118	销售费用	159	240	255	280
预付账款	158	151	158	180	管理费用	161	243	249	276
存货	443	800	574	794	财务费用	153	162	156	146
其他	61	39	45	48	资产减值损失	10	5	5	5
非流动资产	4880	4678	4589	4214	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	192	185	188	187	投资净收益	47	80	67	60
固定资产	3637	3605	3513	3211	营业利润	333	1624	1714	1897
无形资产	484	537	579	612	营业外收入	76	79	79	79
其他	567	352	309	204	营业外支出	23	20	18	20
资产总计	6587	7965	10049	12293	利润总额	386	1683	1775	1956
流动负债	3349	3074	3291	3548	所得税	96	370	408	470
短期借款	1348	1200	1200	1200	净利润	290	1313	1367	1487
应付账款	693	846	894	1009	少数股东损益	137	711	625	732
其他	1308	1028	1198	1339	归属于母公司净利润	153	602	742	755
非流动负债	903	1179	1679	2179	EBITDA	782	2182	2301	2498
长期借款	479	1179	1679	2179	EPS（元）	0.39	1.31	1.61	1.64
其他	424	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4253	4253	4971	5727	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1116	1827	2452	3184	成长能力				
股本	396	461	461	461	营业收入	34.3%	52.3%	7.5%	11.1%
资本公积	588	588	588	588	营业利润	211.2%	387.1%	5.5%	10.7%
留存收益	234	836	1578	2333	净利润	131.9%	292.6%	23.4%	1.7%
归属母公司股东权益	1218	1885	2627	3382	获利能力				
负债和股东权益	6587	7965	10050	12293	毛利率	20.5%	37.9%	37.2%	36.8%
现金流量表					净利率	4.0%	10.3%	11.8%	10.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	12.6%	31.9%	28.3%	22.3%
经营活动现金流	792	1130	2282	1981		15.0%	45.7%	54.7%	66.1%
净利润	290	1313	1367	1487	偿债能力				
折旧摊销	296	396	431	454	资产负债率	64.6%	53.4%	49.5%	46.6%
财务费用	153	162	156	146	净负债比率	50.90%	59.48%	61.72%	62.94%
投资损失	-47	-80	-67	-60	流动比率	0.51	1.07	1.66	2.28
营运资金变动	102	-741	391	-46	速动比率	0.38	0.81	1.48	2.05
其它	-2	81	4	-0	营运能力				

投资活动现金流	-534	-197	-276	-22	总资产周转率	0.62	0.81	0.70	0.63
资本支出	507	303	260	111	应收账款周转率	83	93	80	81
长期投资	-4	-9	3	-0	应付账款周转率	5.21	4.73	4.55	4.65
其他	-30	98	-13	89	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-37	248	382	391	每股收益	0.33	1.31	1.61	1.64
短期借款	96	-148	0	0	每股经营现金流	1.72	2.45	4.95	4.30
长期借款	-357	700	500	500	每股净资产	2.64	4.09	5.70	7.34
普通股增加	0	65	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1	0	0	0	P/E	45.18	13.40	10.86	10.68
其他	226	-369	-118	-109	P/B	5.68	4.28	3.07	2.38
现金净增加额	222	1181	2388	2350	EV/EBITDA	6	2	2	2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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 6 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