

公司调研简报

建材行业

水泥制造

江西水泥（000789）
谨慎推荐

（维持评级）

2009年2月23日

整合江西 区域称王

✎ 建材行业高级分析师：杨昕

事项：

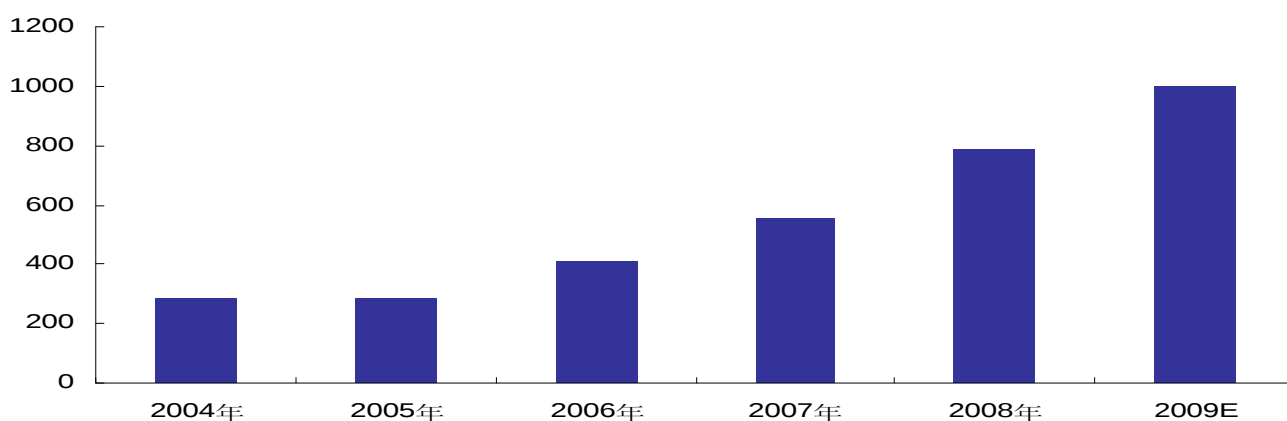
近日调研江西水泥，了解江西省水泥市场现状及公司经营状况。根据最新调研信息，我们认为江西水泥的区域竞争优势还是比较明显的，并将进一步受益于中国建材对江西水泥市场的整合举措，公司未来的增长潜力较大。江西水泥正处在盈利改善的进程中，争取实现量变到质变的飞跃，建议投资者密切关注。

评论：

■ 基本状况

2008年，公司销售水泥及熟料近800万吨，同比增长超过40%。公司实现主营业务收入近20亿元，同比增长超过50%。实现净利润约0.5亿元（已刊登业绩预告公告）。预期09年公司水泥及熟料销售量将超过1000万吨，产销量继续保持稳步增长。

图1：04-09年江西水泥的销量统计（单位：万吨）



资料来源：国信证券经济研究所

公司销售区域为江西和福建，其中江西省主要销售区域为赣东北（鄱阳-余干-万年-鹰潭-景德镇）、赣中（抚州-吉安-上饶）和赣南地区（赣州地区）。福建市场主要为福州及铁路周边市场，08年福建市场销售量约100多万吨，销量保持平稳。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

全球视野 本土智慧

图 2：江西水泥市场的格局



资料来源：国信证券经济研究所

■ 产能

公司现控制水泥产能约 1050 万吨（权益产能约 715 万吨），其具体分布如下表。其中万年厂和南方万年青（国兴）各有一条 2500T/D 的熟料线是在 08 年底投产的，其产能将在 09 年全面发挥。

表1：江西水泥的产能分布

生产基地	熟料线	水泥粉磨能力（万吨）	权益（包括南方万年青）
万年厂	2300T/D、2700T/D、2500T/D	320	100%
瑞金	5000T/D	200	87%
玉山	2X2500T/D	260	80%
南昌	-	30	68%
南方万年青	1500T/D、2500T/D	240	80%

资料来源：国信证券经济研究所

公司现有 4 条 5000T/D 熟料生产线在建，水泥产能合计约 800 万吨，分别位于瑞金、万年、永丰和上高。该 4 条生产线将全部配备水泥粉磨站和余热发电。上述项目已经完成了设备招标、厂区平整等前期工作，正在积极办理银行贷款。我们预期该部分产能将在 2010 年投产。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

■ 毛利率

公司销售的销售客户主要为农村和基建项目，城市房地产客户相对较少（因为有压价和压资金的情况）。4.25 及以上标号水泥销售量大于 325 标号级别（公司 08 年综合利用退税约 1200 万元）。

当前价格水平与 08 年底相差不多，赣南地区出厂价约 270-280 元/吨（42.5），玉山地区约为 250 元/吨（42.5）。公司预期 09 年销售均价仍有提升空间。

由于江西本地煤炭质量不佳，使得公司生产用煤约 80%要到外省采购，比如淮南、淮北等地。当前煤炭进厂价约 700 多元/吨，08 年最高价格超过 1300 元/吨。

公司预期 09 年毛利率会有所提升，主要理由有三：一是强化内部生产管理、降低生产成本（年初公司制定政策，09 年上半年如果生产指标不改善，生产基地的管理层要下岗）；二是售价平稳略涨而煤价跌；三是新增余热发电项目贡献效益；我们认为公司近年来水泥出厂价尚可而毛利率之所以低的主要原因就是生产过程的控制水平不高，因此其强化管理、内部挖潜的举措对提升盈利能力具有实质性意义。

■ 区域市场情况

江西省 08 年固定资产投资增速为 46%，累计水泥产量 5272 万吨，同比增长约 6.0%。09 年江西省争取实现固定资产投资增速超 30%的目标，并安排了大中型基础设施建设项目 210 个，其中高速公路建设项目 18 个，年度投资 139 亿元；铁路项目 16 个，年度投资 226 亿元；机场建设项目 3 个，年度投资 38 亿元；电厂建设项目 11 个，年度投资 70 亿元；骨干电网建设项目 13 个，年度投资 34 亿元；水利工程建设 10 个，年度投资 60 亿元。

上述基建项目对水泥需求的拉动将十分明显，公司预期 09 年仅凭借公路和铁路项目上就可以实现 240 万吨的销售目标，其中铁路项目销售约 85 万吨，公路项目销售 160 万吨，两项合计约为公司 09 年销售计划的 25%。

除了公司及控股的南方万年青外，江西市场的主要水泥企业还包括海螺（产能：700 万/年）、亚东（产能：450 万/年）、兰丰（产能：400 万/年）、红狮（产能：300 万/年）、锦溪（产能：200 万/年）、宝华山（产能：200 万/年）和玉华（产能：150 万/年）等。

目前公司与海螺、亚东销售区域的交叉面较少，竞争态势平和。据了解，江西水泥行业进一步整合的空间仍很大，09 年中国建材仍将从中扮演主角，其将有利于江西水泥的长远发展。预期未来江西水泥市场将是江西水泥、海螺和亚东三分天下，其中江西水泥将借助中国建材的帮助而成为最大的赢家。

■ 其它

- 南昌粉磨站占地约 150 亩，将因城市建设规划而搬迁；
- 万年青电子会适时清算；

■ 风险提示：

- 宏观经济走势及区域重大基建项目的实施进度；
- 竞争对手产能扩张的冲动；
- 公司强化管理提升盈利的举措能否达到预期效果；

■ 维持“谨慎推荐”评级

预期 09、10 年净利润分别为 1.06 亿元和 1.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元和 0.36 元，动态 PE 分别为 25.6 和 19.1 倍、动态 PB 分别为 2.42 和 2.15，EV/EBITDA 为 12.9 和 10.8。

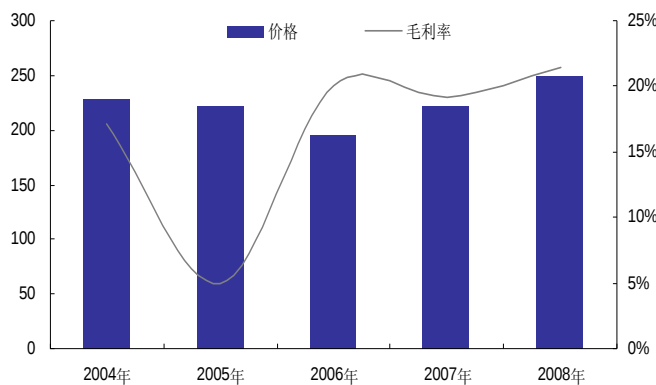
公司的投资吸引力在于区域内整合前景的良好预期以及公司通过强化内部管理进而实现盈利改善的潜力。基于此前提，维持“谨慎推荐”的投资评级。

表2：09年江西省新建和续建重点工程情况统计

项目类型	项目名称	开工建设时间
水利	浯溪口水利枢纽	已经立项，预计09年3月份开工
	鄱阳湖二期防洪工程	陆续开展中，现在进入第五个单项
	峡江水利枢纽	64亿投资，最快09年下半年动工。
公路	隘岭（赣闽界）至瑞金公路大桥	2009年上半年开工，总投资323亿元。
	上饶至武夷山高速公路	
	九江长江公路大桥	
	吉安至莲花高速公路	
	瑞金至寻乌高速公路	
	南昌至德兴高速公路	
	永修至武宁（庐山西海）高速公路	
	龙南至赣粤界高速公路	
	南昌至奉新（靖安）高速公路	
铁路	杭南长客专铁路	09年下半年可开工建设
	赣龙铁路增建二级	预计2009年开工建设
	萍乡工业陶瓷产业基地铁路专用线	08年12月已经宣布开工建设
	向莆铁路	已在建设施工中
	南昌枢纽西外环线	
	昌九城际铁路	
	衡茶吉铁路	12月28日正式开工建设。

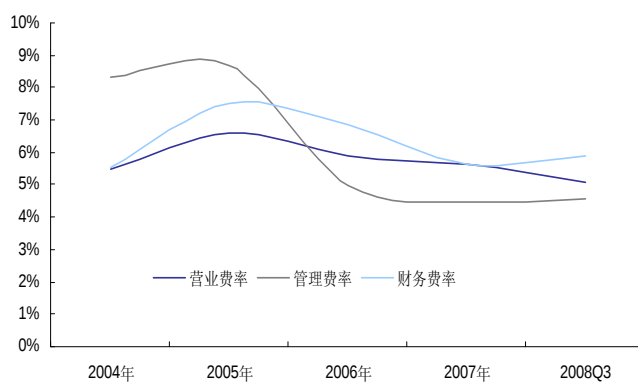
资料来源：国信证券经济研究所

图3：04-08年江西水泥的售价和毛利率



资料来源：国信证券经济研究所

图4：04-08年江西水泥的期间费用统计



资料来源：WIND

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	294	250	250	250	营业收入	1261	2000	2666	3495
应收款项	55	87	116	152	营业成本	1034	1665	2160	2828
存货净额	261	445	575	753	营业税金及附加	5	8	11	14
其他流动资产	31	49	66	86	销售费用	71	110	147	192
流动资产合计	641	832	1007	1242	管理费用	56	99	116	149
固定资产	1516	1914	2570	2980	财务费用	71	76	104	133
无形资产及其他	283	274	264	255	投资收益	4	20	5	5
投资性房地产	57	57	57	57	资产减值及公允价值变动	0	5	2	2
长期股权投资	128	130	132	134	其他收入	0	14	14	14
资产总计	2626	3206	4030	4668	营业利润	28	81	150	199
短期借款及交易性金融负债	516	794	1382	1698	营业外净收支	9	1	1	1
应付款项	239	406	525	687	利润总额	37	82	151	200
其他流动负债	167	282	364	477	所得税费用	4	16	30	40
流动负债合计	921	1483	2271	2862	少数股东损益	(0)	20	37	49
长期借款及应付债券	465	465	465	465	归属于母公司净利润	33	46	84	112
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	465	465	465	465	净利润	33	46	84	112
负债合计	1386	1947	2736	3327	资产减值准备	2	0	0	0
少数股东权益	278	252	203	138	折旧摊销	124	116	156	201
股东权益	961	1007	1091	1203	公允价值变动损失	(0)	(5)	(2)	(2)
负债和股东权益总计	2626	3206	4030	4668	财务费用	71	76	104	133
关键财务与估值指标					营运资本变动	(27)	50	25	41
每股收益	0.08	0.12	0.21	0.28	其它	(2)	(27)	(49)	(65)
每股红利	0.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	130	180	214	286
每股净资产	2.43	2.54	2.76	3.04	资本开支	(148)	(500)	(800)	(600)
ROIC	5%	4%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	5%	8%	9%	投资活动现金流	(233)	(502)	(802)	(602)
毛利率	18%	17%	19%	19%	权益性融资	424	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	9%	9%	负债净变化	(70)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	12%	15%	15%	支付股利、利息	(77)	0	0	0
收入增长	55%	59%	33%	31%	其它融资现金流	220	278	588	316
净利润增长率	245%	39%	83%	33%	融资活动现金流	349	278	588	316
资产负债率	63%	69%	73%	74%	现金净变动	247	(44)	0	0
息率	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	47	294	250	250
P/E	82.0	59.2	32.3	24.3	货币资金的期末余额	294	250	250	250
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	43	(240)	(433)	(109)
EV/EBITDA	18.7	19.9	14.0	11.8	权益自由现金流	193	(22)	72	100

资料来源：公司资料和国信证券预测

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上