

水泥行业

2009 年 03 月 30 日

江西水泥 (000789)

当前股价: 7.67 元

区域优势企业, 业绩平稳增长

投资要点:

- **区域内基础建设投资拉动水泥需求。**2009 年江西预计固定资产投资增速达到 30%, 福建省预计固定资产投资增速为 15%。区域内系列重大工程投资规模大, 工期时间长, 对水泥的需求量较大, 公司是江西最大的水泥企业, 其生产线布局集中于赣东北和赣南, 两地都是重点工程较多的地区, 公司将充分受益于区域水泥需求。
- **业绩增长取决于权益产能增长。**2007 年以来公司与中国建材合作, 出资成立了南方水泥 (占 4% 权益), 又与南方水泥一起组建了江西瑞金万年青 (各占 50% 权益) 并将此公司作为收购兼并的主要平台, 对江西省内的水泥产能进行整合。公司在 2008 年对赣南地区水泥市场的整合已经初见成效, 已控制 55% 的区域产能。预计 2009 年公司权益产能为水泥 710 万吨。
- **煤炭价格下降将提高公司毛利率水平。**江西水泥的生产成本中煤炭所占的比例为 40%, 2008 年下半年煤炭价格的大幅上涨使公司产品毛利率由中报的 21.59% 下降为第三季度的 19.67%; 随着淮南煤炭价格的下降 2009 年公司的毛利率有望得到提升。
- **盈利预测。**2008-2010 年实现销售收入分别为 18.7 亿元、25.7 亿元、32.3 亿元, 实现净利润分别为 0.56 亿元, 0.9 亿元, 1.43 亿元, 每股收益分别为 0.13 元、0.17 元、0.31 元。由于公司的生产线建设速度低于预期, 公司业绩的释放将延后到 2010 年。09 年公司净利润预计增长 30%, 市场给予的 45 倍 PE 已经高估了公司的成长性, 给予江西水泥 “观望” 评级。

研究员: 朱勤

电 话: 025-84457777-379

E-mail: chuqinghome@hotmail.com

http://www.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

观望

目标价

8.44 元

股价走势图



相关研究

09 水泥行业策略报告

08/12/26

公司基本资料

总股本 (亿)	3.96
流通 A 股 (亿)	2.13
52 周内股价区间 (元)	11.75-3.25
总市值 (亿)	28.3
总资产 (亿)	36.99
每股净资产 (元)	2.6

主要经营指标预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入 (亿)	12.61	18.70	25.73	32.31
+/-%	55%	48%	38%	26%
净利润 (亿)	0.33	0.56	0.78	1.43
+/-%	245%	61%	29%	80%
EPS (元)	0.08	0.13	0.17	0.31
P/E	91	57	44	24

本文提要

1. 分析框架

区域市场环境对公司经营产生重要影响,本文分析了江西水泥的区域供需及区域竞争等外部环境;公司自身的产能扩张则与中国建材的合作密切相关,两者合资建立的南方水泥将主要对江西,福建,浙江等地区的水泥市场进行整合;而公司与南方水泥合资成立的江西南方万年青公司是江西水泥在江西省进行产能整合的主要平台,公司自建生产线的速度低于预期,未来产能的增长速度取决于权益产能是否能快速增长。

2. 关键假设

◆ 公司水泥产量

江西水泥自建生产线的进度低于预期,2009 年的水泥权益产量预计为 710 万吨

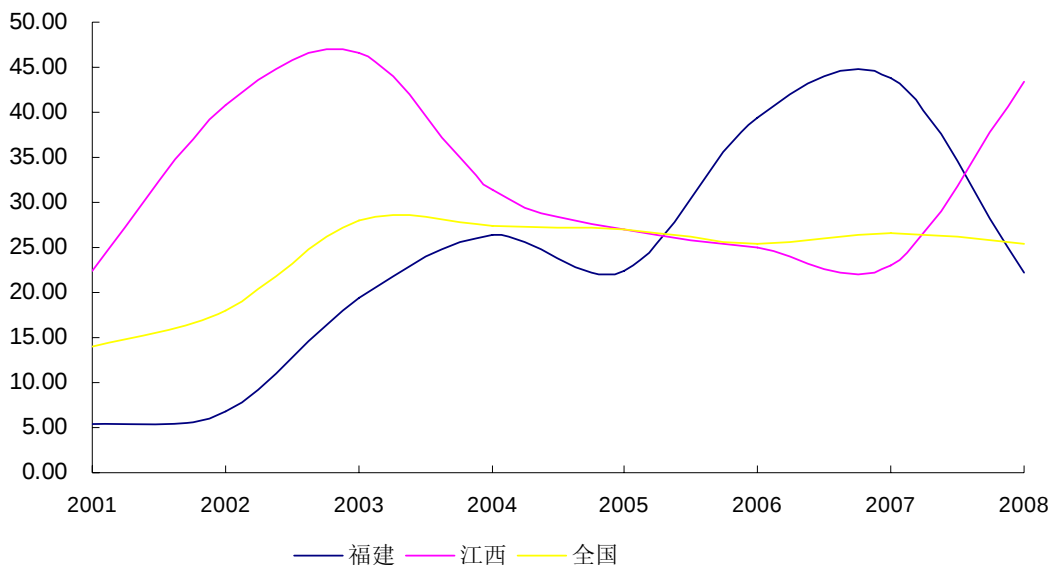
◆ 区域水泥价格

经过产能整合的赣南水泥市场有望在 2009 年保持较高价位,而上饶地区会受到来自于海螺水泥的竞争压力,水泥价格预计与 2008 年持平。

1. 在基础建设投资拉动下，区域市场水泥需求旺盛

◆ 江西、福建地区固定资产投资保持较快增长

图 1：江西、福建地区固定资产投资增速状况（%）



资料来源：华泰证券研究所

江西水泥的产品主要销往江西和福建。其中，65%在江西本地销售，35%销往福建地区；2008 年，江西省全社会固定资产投资完成 4738.62 亿元，比上年增长 43.5%，固定资产投资增幅居全国第二（江西省统计局数据）。福建省 2008 年全社会固定资产投资 5270 亿元，同比增长 22.3%，2009 年 3 月，海峡西岸经济区的规划已得到原则同意，规划将重点建设厦门港、福州港等一批基础设施，基础建设投资的持续增长将保障福建地区的水泥需求长期看好。

◆ 固定资产投资结构分析

区域内固定资产投资受重点工程建设拉动较大，房地产建设比重较低。数据表明，江西省实施重大项目带动战略成果显著。去年在建项目完成投资超亿元的项目有 1497 个，比上年同期增加 479 个，共计完成投资 2024.12 亿元，同比增长 46%，较上年同期净增 637.71 亿元，拉动全省投资增长 20.3 个百分点；其中完成投资超 10 亿元以上的项目有 114 个，比上年同期增长 32.6%。福建省城镇投资和农村投资完成 4680.64 亿元和 606.18 亿元，分别增长 21.2% 和 32.1%。制造业投资和基础设施投资比重提高。全年制造业投资 1328.63 亿元，占城镇投资的比重由上年的 27.3% 上升至 28.4%；

基础设施投资 1572.12 亿元，占城镇投资的比重由上年 31.5% 上升至 33.6%。房地产开发投资 1114.22 亿元，下降 1.6%。

08 年，江西，福建房地产投资占城镇固定资产投资的比例为 11.21%、21.07%，都低于全国平均水平 21.6%。两地水泥的需求主要依靠基础设施建设，房地产市场的低迷对整体水泥需求影响较小。

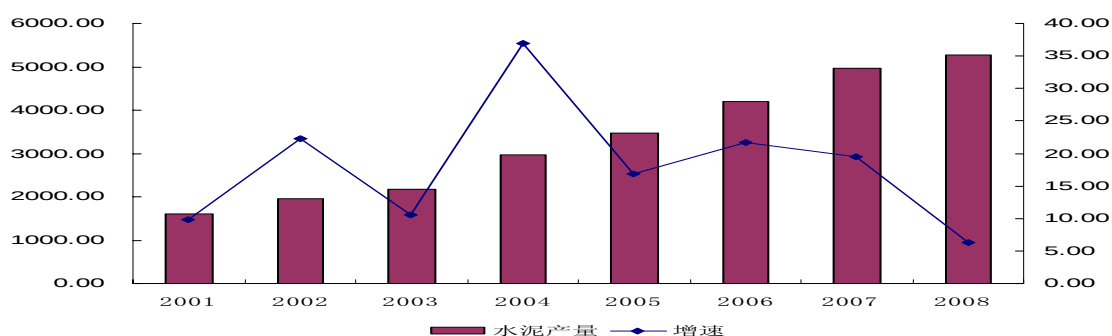
◆ 区域内重点工程建设情况

2009 年江西将开工建设瑞金至寻乌、南昌至德兴等 10 条高速公路，续建鹰潭至瑞金、石城至吉安等 7 条高速公路，建成瑞金至赣州高速公路，预计全年新增高速公路通车里程 117 公里，总里程 2433 公里，改造国省道 800 公里。开工建设杭南长客专等 9 个铁路项目，续建向莆铁路、昌九城际铁路等 8 个铁路项目，开工建设宜春明月山机场，续建昌北机场和景德镇机场扩建工程，开工建设峡江水利枢纽等 6 个项目，鄱阳湖二期防洪工程等 16 个项目，廖坊水利枢纽灌区一期工程，完成 300 座病险水库除险加固。预计固定资产投资增速达到 30%。福建省将开工赣龙铁路复线、京福高速铁路福建段、漳州港尾铁路，提前实施新一轮铁路建设项目。海西高速公路网建设，新开工 9 个、续建 16 个项目，新增通车里程 200 公里以上。海西大港口建设，重点开发“两集两散”港区，新增港口吞吐能力 4000 万吨以上；预计固定资产投资增速为 15%。

区域内系列重大工程投资规模大，工期时间长，对水泥的需求量较大，公司是江西最大的水泥企业，其生产线布局集中于赣东北和赣南，两地都是重点工程较多的地区，公司将充分受益于区域水泥需求。

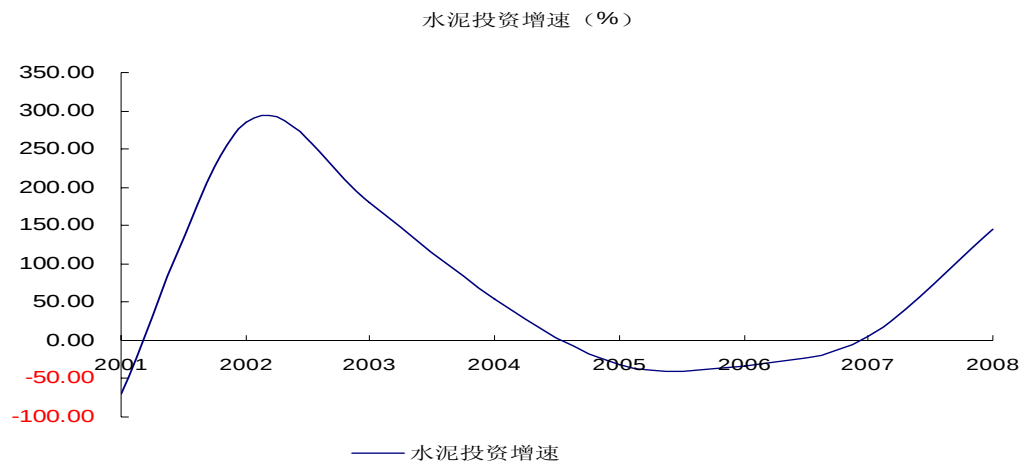
◆ 江西地区水泥供应增速放缓

图 2：江西水泥产量及增速（万吨，%）



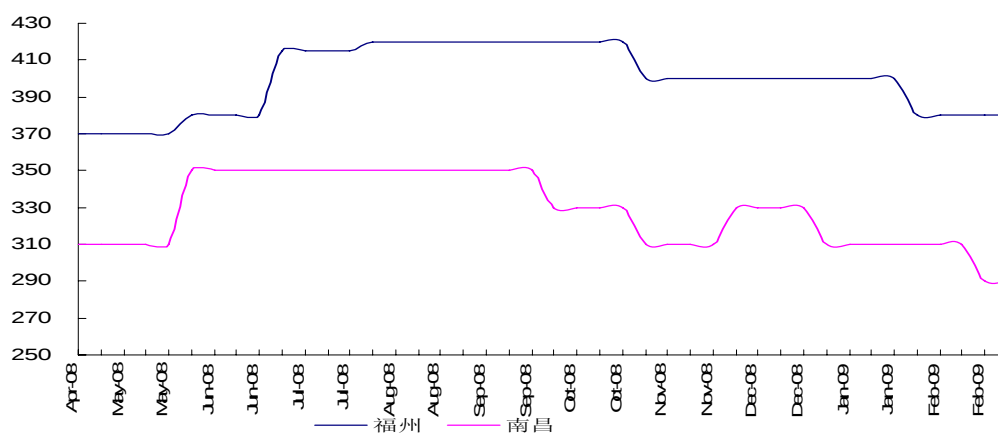
资料来源：华泰证券研究所

图 3：江西水泥资产投资增速



资料来源：华泰证券研究所

图 4：区域水泥价格 P042.5 (元)

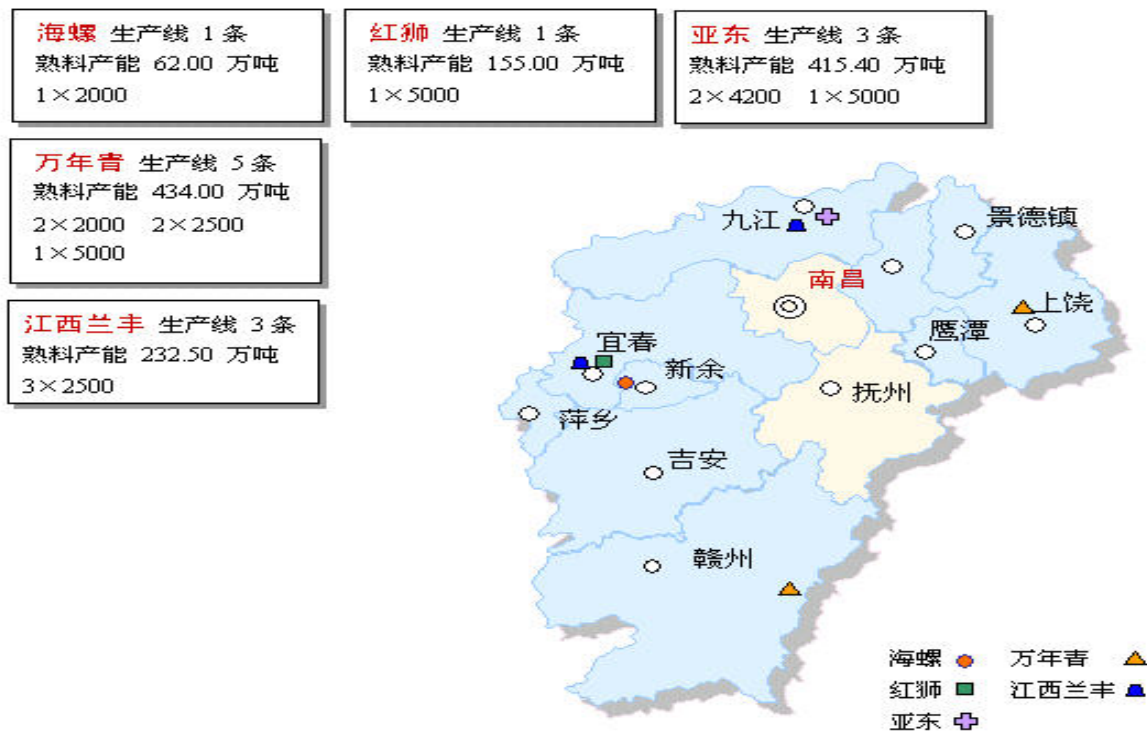


资料来源：华泰证券研究所

2008 年江西水泥资产的投资增速同比达到 145.8%，我们认为
是正常的恢复性增长。2009 年，随着宏观经济的减速，水泥投资
增速也将出现下降，所以，2009 年江西水泥产能增长预计为 16%，
水泥供应不会出现大幅增长。

2. 地理位置对区域水泥市场的影响

图 5：本地主要水泥生产线分布状况



资料来源：数字水泥网

表 1：公司产能所在区域水泥新干生产线分布及产量（2008 年）

地区	序号	企业名称	生产线	生产线地点	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨)		
						生产线	企业	地区
赣州	1	江西信丰万基水泥公司		赣州	1200	37.20	114.70	418.50
	2			赣州	2500	77.50		
	3	江西兴国赣兴集团		赣州	1200	37.20	37.20	
	4	江西信丰圣塔实业集团公司		赣州	1200	37.20	37.20	
	5	江西国兴水泥有限公司		赣州	1200	37.20	37.20	
	6	江西千山金钢水泥有限公司		赣州	1200	37.20	37.20	
	7	江西瑞金万年青公司水泥厂		赣州	5000	155.00	155.00	
	8	海螺水泥		上饶	5000	155	155	

上饶			2500	77.5		
	9		2500	77.50		
	10	江西玉山万年青水泥股份有限公司	2500	77.50		
	11		2000	62.00	356.50	
	12		2000	62.00		
	13	江西天峰水泥有限公司	1000	31.00	31.00	
	14	江西虎山鸡山水泥有限公司	2500	77.50	77.50	
	15	江西虎山岩鹰水泥有限公司	2500	77.50	77.50	
宜春			2000	62.00	62.00	
	16	江西赣英水泥有限责任公司	700	21.70	21.70	
	17	江西赣珠水泥厂	700	21.70	21.70	
	18	江西兰丰水泥集团丰城公司	2500	77.50	77.50	
	19	江西高安红狮	5000	155.00	155.00	
	20	江西华夏水泥有限公司	1500	46.50	46.50	
						697.50
						322.40

资料来源：数字水泥网 华泰证券研究所

江西省的整体地理特点为北部较为平坦，东西南部三面环山，中部丘陵起伏，全省成为一个整体向鄱阳湖倾斜而往北开口的巨大盆地；石灰岩矿床主要分布于四个区域：北部九江瑞昌；东部上饶玉山 - 万年；西部宜春上高和新余分宜；南部于都 - 瑞金 - 信丰。半封闭的地理位置及石灰石资源的分布决定了省内水泥企业多分布在省份边界附近，易于向省外输送。外省份水泥产品受这种地理状况限制，很难进入江西，形成了水泥输出多输入少的半封闭的状况，有效地保护了区域市场。

南昌是江西最大的水泥市场，年消费量在 1,000 万吨左右；赣州是江西最大的地区，水泥消费量仅次于南昌，500 万吨左右，九江、上饶的水泥消费量也在 400 ~ 500 万吨左右，构成北部水

泥市场，同时九江和上饶是江西最大的水泥产区。萍乡、宜春和吉安也是水泥重要产区，除满足本地供应外，部分销往湖南。

3. 区域竞争格局

◆ 江西水泥区域控制能力将增强

表 2：公司产能状况

位置	生产线	规模	水泥产能（万吨）	权益
上饶	江西玉山	2 条 2500D/T	200	40%
	江西万年	2 条 2500D/T	200	100%
		1 条 3000D/T, 1 条 5000D/T, 09 年底投产	120 200	
吉安	江西永丰	1 条 5000D/T, 09 年底投产	200	南方水泥
宜春	江西上高	1 条 5000D/T, 09 年底投产	200	南方水泥
赣州	江西国兴		240 万吨水泥生 产能力	40%
	江西万年丰	60 万吨粉磨能力		35%
	江西瑞金	1 条 5000D/T, 1 条 5000D/T, 09 年底投产	200 200	46%
新建				800 万吨
现有权益合计				888 万吨

资料来源：华泰证券研究所

2007 年以来公司与中国建材合作，出资成立了南方水泥（占 4% 权益），又与南方水泥一起组建了江西瑞金万年青（各占 50% 权益）并将此公司作为收购兼并的主要平台，对江西省内的水泥产能进行整合。公司在 2008 年对赣南地区水泥市场的整合已经初见成效，已控制 55% 的区域产能。江西国兴和万年丰水泥是江西水泥通过合资公司南方万年青水泥已经成功收购的两个中小水泥企业，其产能为 240 万吨水泥生产能力。通过收购这两家企业，公司在赣南水泥市场获得了更大的市场份额，更重要的是形成了良好的协同效应，稳定了区域水泥价格，预计赣南水泥价格在 2009 年将保持稳定。

江西水泥未来的产能扩张将更多采用收购兼并的模式，进一步整合江西水泥市场。在国家政策对产业整合支持力度不断加大的背景下，2009 年宏观经济的下滑将产生更多的收购机会，区域市场的整合会在 10 年以后见到成效。

◆ 海螺水泥是江西水泥的主要竞争对手

江西市场上，海螺通过长江运入熟料，在九江、南昌建立了粉磨站，在新余分宜建设一条 2000 t/d 生产线，占据了南昌、新余、宜春等市场主导地位。2008 年，海螺在江西布局弋阳，已建成一条 4500t/d 生产线拟建一条 4500 t/d 生产线，新余分宜已建设一条 2500 t/d 生产线，保证在江西地区的生产规模优势与市场份额。

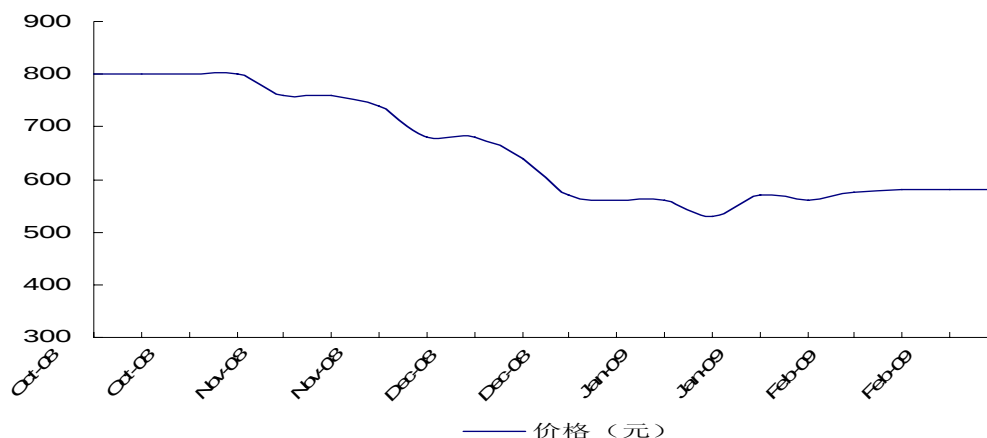
海螺水泥在上饶地区已经对公司产生了竞争压力，海螺水泥较大的单线规模及良好的管理水平使其水泥价格优势较为明显(特别是 32.5 等级的水泥)，随着海螺在江西产能的扩张，公司在上饶地区的销售压力会进一步加大。

4. 煤炭价格下降将提高公司盈利能力

江西水泥的生产成本中煤炭所占的比例为 40%，2008 年下半年煤炭价格的大幅上涨，公司产品毛利率由中报的 21.59%下降为第三季度的 19.67%；随着淮南煤炭价格的下降 2009 年公司的毛利率有望得到提升。

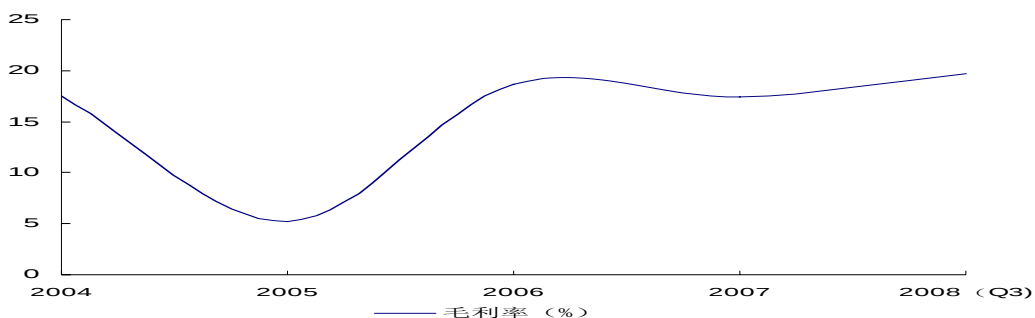
09 年公司毛利率水准将有所提高。09 年公司预计煤炭平均进厂价将下降 9.7% 至 624 元/吨；吨水泥实物煤耗将从 175 公斤下降至 168 公斤，因此吨水泥的煤炭成本将下降 4.04%。另外，公司玉山的两台 4.5MW 的余热发电已投产，另一台万年的 4.5MW 余热发电将于 08 年底投产，这三台余热发电将可以节约成本约 2,500-3,000 万元。综合来看，预计 09 年公司的吨水泥成本约下降 1.8%，吨水泥价格维持不变，毛利率水准将达到 21% 以上。

图6：淮南动力煤价格（5500大卡）



资料来源：华泰证券研究所

图 7： 公司毛利率水平



资料来源：公司公告

5. 盈利预测与估值

◆ 江西水泥的盈利预测

08 年公司10月公司万年水泥厂新线2500t/d投产，2009年预计新增水泥产量100万吨，2009年公司权益水泥产量为710万吨(未考虑2009新增权益产能)。

2008-2010年实现销售收入分别为18.7亿元、25.7亿元、32.3亿元，实现净利润分别为0.56亿元，0.9亿元，1.43亿元，每股收益分别为0.13 元、0.17 元、0.31 元。

◆ 江西水泥的相对估值

表7： 估值对比

公司	代码	08年吨市值(元)	0 9年P/E (E)	0 8 年P/B(E)
海螺水泥	600585	638	18	2.67
冀东水泥	000401	845	23	2.9
华新水泥	600801	430	16	2.22
江西水泥	0000789	452	45	2.95

资料来源：华泰证券研究所

市场对江西水泥估值高于国内主要的水泥公司水平，江西水泥的成长性是市场看好的主要原因；但是，由于公司的生产线建设速度低于预期，公司业绩的释放将延后到2010年。09年公司净利润预计增长30%，市场给予的45倍PE已经高估了公司的成长性，给予江西水泥“观望”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	641	1020	1086	1392
现金	294	518	392	526
应收账款	12	23	29	38
其它应收款	29	41	57	72
预付账款	31	51	68	85
存货	261	366	511	635
其他	14	21	29	37
非流动资产	1984	1954	1964	1958
长期投资	128	105	113	110
固定资产	1366	1334	1267	1179
无形资产	283	396	494	598
其他	207	119	91	72
资产总计	2626	2974	3051	3351
流动负债	921	1204	1191	1338
短期借款	516	670	512	536
应付账款	239	333	466	578
其他	167	200	213	223
非流动负债	465	475	485	495
长期借款	465	475	485	495
其他	0	0	0	0
负债合计	1386	1679	1676	1833
少数股东权益	278	282	291	311
股本	396	396	396	396
资本公积	599	599	599	599
留存收益	-34	19	88	212
归属母公司股东权益	961	1014	1083	1207
负债和股东权益	2626	2974	3051	3351

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	179	205	203	266
净利润	33	56	78	143
折旧摊销	124	104	108	110
财务费用	71	80	81	77
投资损失	-4	-19	-14	-16
营运资金变动	-45	-48	-75	-74
其它	-0	32	24	26
投资活动现金流	-206	-65	-100	-88
资本支出	145	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1261	1870	2573	3231
营业成本	1034	1502	2019	2510
营业税金及附加	5	8	11	14
营业费用	71	126	164	209
管理费用	56	104	166	191
财务费用	71	80	81	77
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	4	19	14	16
营业利润	28	57	81	155
营业外收入	10	9	9	9
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	37	64	89	163
所得税	4	8	11	19
净利润	33	56	78	143
少数股东损益	-0	3	10	20
归属母公司净利润	33	53	69	124
EBITDA	224	241	271	342
EPS (元)	0.08	0.13	0.17	0.31

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	55.2%	48.3%	37.6%	25.6%
营业利润	304.8%	99.9%	43.0%	90.8%
归属于母公司净利润	245.1%	61.0%	28.9%	80.4%
获利能力				
毛利率	18.0%	19.0%	19.0%	19.5%
净利率	2.6%	2.8%	2.7%	3.8%
ROE	3.4%	5.2%	6.3%	10.3%
ROIC	5.1%	6.9%	8.0%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	56.4%	54.9%	54.7%
净负债比率	70.77%	68.21%	59.49%	56.26%
流动比率	0.70	0.85	0.91	1.04
速动比率	0.40	0.53	0.46	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.67	0.85	1.01
应收账款周转率	22	34	33	32

长期投资	-82	-32	11	-4	应付账款周转率	4.82	5.30	5.22	4.98
其他	-143	-97	-90	-92	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	274	84	-229	-43	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.13	0.17	0.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.52	0.51	0.67
短期借款	-3	154	-158	24	每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.56	2.74	3.05
长期借款	-70	10	10	10	估值比率				
普通股增加	55	0	0	0	P/E	91.12	56.60	43.90	24.33
资本公积增加	293	0	0	0	P/B	3.13	2.97	2.78	2.50
其他	-2	-80	-81	-77	EV/EBITDA	17	16	14	11
现金净增加额	247	225	-127	135					

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1261	1870	2573	3231
同比(%)	55%	48%	38%	26%
归属母公司净利润				
润	33	53	69	124
同比(%)	245%	61%	29%	80%
毛利率(%)	18.0%	19.7%	21.5%	22.3%
ROE(%)	3.4%	5.2%	6.3%	10.3%
每股收益(元)	0.08	0.13	0.17	0.31
P/E	91.12	56.60	43.90	24.33
P/B	3.13	2.97	2.78	2.50
EV/EBITDA	17	16	14	11

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-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;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15 % 以上;

推荐: 相对强于市场表现5 % ~ 15 %;

观望: 市场表现在 - 5 % ~ + 5 % 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5 % 以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。