

整合已见成效

事件:

江西水泥2008年度共生产水泥619.87 万吨,同比增长51.73%;熟料564.20 万吨,同比增长39.81%。产品销售758.83 万吨,同比增长36.75%。实现销售收入19.19 亿元,同比增长52.19%;净利润9411.06 万元,同比增长187.81%,归属于母公司的净利润4898.78 万元,同比增长48.16%,按当前股本摊薄后的每股收益为0.123元。

我们的观点:

- 公司 2008 年产销量及业绩符合预期,公司 08 年水泥及熟料销量为 759 万吨,预计 09 年和 10 年水泥及熟料总销量将分别达到 1050 万吨和 1400 万吨,年均增长率 35%。
- 公司 08 年水泥及熟料综合毛利率为 19.40%,同比提升了 1.96 个百分点。在中部水泥企业毛利率整体下滑的情况公司毛利率仍然有提升,说明区域整合和成本控制已经逐现成效。
- 江西省规划 09 年重点工程项目投入 900 亿元,固定资产投资增速达到 30—40%,将大幅带动全省水泥需求。公司的水泥销售 60%以上用于新农村建设,30%左右用于基建重点工程,用于房地产的比例仅为 5—10%,公司的水泥销售受房地产开工率不足的影响非常小。江西新农村建设和基建的大规模进行将保证市场好转公司和新增产能的正常投放。
- 公司所覆盖的赣南区域市场封闭性好,新农村和基建的推动作用明显,收购国兴分公司后市场占有率达 55%,区域整合成果开始见效,市场平均价格水平比赣北要高 40—50 元/吨,预计该区域销售的水泥 09 年税后吨净利润可达到 40—50 元/吨(公司 08 年吨水泥净利润 8 元),吨水泥净利润将有大幅度提高。
- 公司单位煤耗较高,公司煤耗占水泥成本的 40%左右,08 年由于煤价大幅上涨业绩受到较大影响,我们预期 09 年平均煤价相比于 08 年将下降 15%,带动公司的毛利率大幅提升。
- 我们预测公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 0.30 元和 0.52 元,业绩快速增长,维持“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建筑建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 4 月 9 日) 7.80 元

目标价格(6 个月) 10.40 元

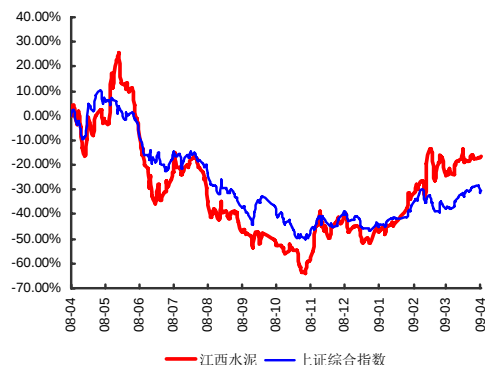
总股本/A 股(万股) 39591/39591

国家/地区 中国

行业 建材

报告日期 2009 年 4 月 10 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1261	1918	2791	3914
同比(%)	55%	49%	48%	40%
归属母公司净利润	33	49	120	205
同比(%)	245%	59%	128%	70%
毛利率(%)	18.0%	19.4%	25.5%	26.1%
ROE(%)	3.4%	5.2%	10.6%	15.3%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.30	0.52
P/E	93.40	58.76	25.68	15.09
P/B	3.21	3.05	2.72	2.31
EV/EBITDA	17	12	6	4

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、公司未来两年销量增速将达 35%

2008年全年共生产水泥619.87 万吨，同比增长51.73%；熟料564.20 万吨，同比增长39.81%。产品销售758.83 万吨，同比增长36.75%。实现销售收入19.19 亿元，同比增长52.19%；完成工业增加值5.72 亿元，同比增长103.30%；实现利税2.95 亿元，同比增长132.31%；其中净利润9411.06 万元，同比增长187.81%，归属于母公司的净利润4898.78 万元，同比增长48.16%。公司2009年的经营目标是：销售水泥（熟料）1000万吨；销售收入26亿元。

公司主要有江西省的玉山、万年和瑞金和国兴四个熟料生产基地，目前全部为新型干法水泥线（原有在万年的两条湿法华新窑已废弃），现有产能（已投产）为 950 万吨，权益产能 588 万吨。目前公司还在万年基地和瑞金基地分别新建两条 5000D/T 的水泥熟料线，同时还在江西上高和永丰开拓两个熟料生产基地。

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
股份公司	江西玉山	40%	2 条 2500D/T，已有	150	200	矿山储量 10908.2 万吨
合并报表 的水泥产 能 (括号 内为在 建产能)	江西万年	100%	2 条 2500D/T，已有	250	320	现有矿山储量 5000 多万吨，
			1 条 3000D/T，08 年 8 月投产	(150)	(200)	后备矿山储量 7800 万吨。
			1 条 5000D/T，09 年底投产			
	江西瑞金	46%	1 条 5000D/T，已有	150	200	现有矿山储量 12200 万吨。
			1 条 5000D/T，09 年底投产	(150)	(200)	
	江西国兴	40%	130 万吨熟料生产能力		240	含石灰石矿山
合 计（含在建产能）					1350	
权益产能					880	
江西南方	江西永丰		1 条 5000D/T，09 年底投产	(150)	(200)	含石灰石矿山
	江西上高		1 条 5000D/T，09 年底投产	(150)	(200)	含石灰石矿山

资料来源：东方证券研究所（括号内为在建产能）

二、与中国建材紧密合作进行区域整合

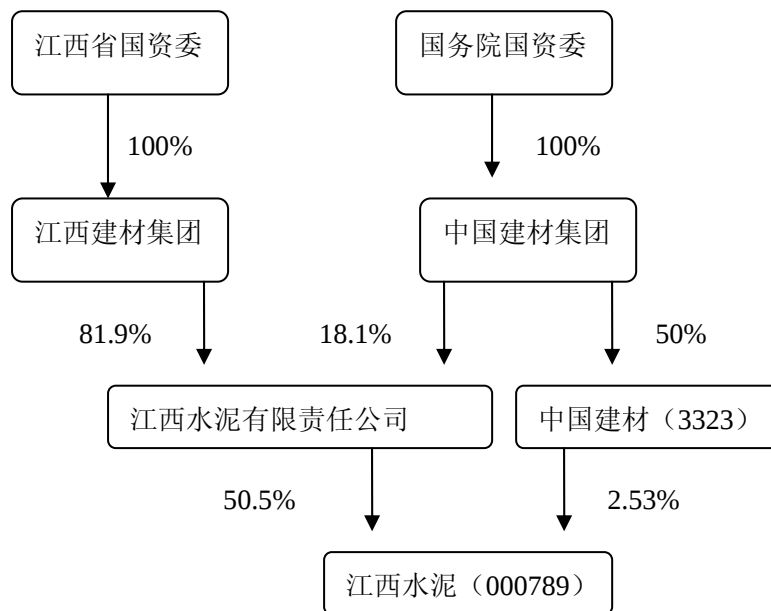
2007 年 8 月 20 号，中国建材（3323）、江西水泥（000789）、尖峰集团（600668）与浙江邦达、湖南省国资委和北京华辰共同出资 35 亿元成立南方水泥公司，其中中国建材占 75%出资比例，拟通过并购及联合重组等方式，对东南经济区四省一市（包括浙江、江西、上海、湖南、福建）的部分水泥企业进行整合。

同时南方水泥公司又将与江西水泥合资组建南方万年青水泥，注册资本为 10 亿人民币。

江西水泥将通过与中国建材的合作，以合资公司南方万年青公司作为合作平台，通过各种形式的合作，致力于江西省区域内的水泥产业的发展，双方用三年左右时间使新型干法水泥产能达到年产 3000 万吨左右，各项经济指标达到行业先进水平，进一步凸现产能优势和区域市场控制权优势。

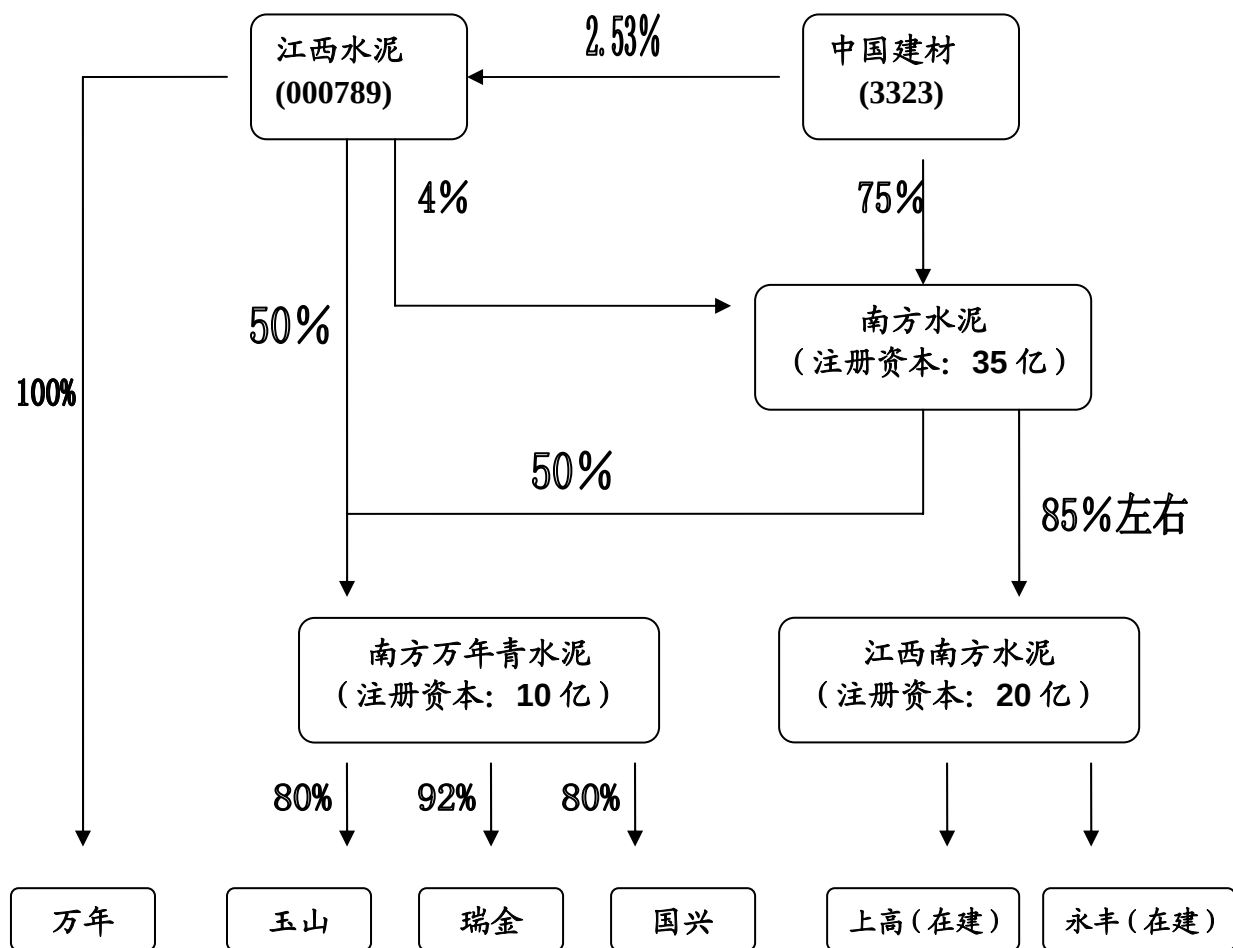
由于南方万年青水泥资金方面的压力，新建项目推进速度受到了一定的影响。近期南方水泥组建了江西南方水泥子公司，注册资本金 20 亿元，未来江西省的水泥产业整合很有可能将依靠南方万年青水泥和江西南方水泥两个平台同时进行，最终达到区域整合的目的。

图 2：江西水泥与中国建材关联关系示意图



资料来源：东方证券研究所

图 3：江西水泥与中国建材在江西省合作开发示意图



资料来源：东方证券研究所

南方万年青水泥和江西南方水泥在新建生产线的同时,收购江西省内合乎要求的中型水泥线也是实现产能扩张的另一个重要方式。

两公司未来将在江西中南部地区收购水泥线,力促当地的水泥企业整合。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130万吨的熟料生产能力和240万吨水泥粉磨能力。收购后08年体现良好的经济效益,为江西省区域市场整合树立了成功的先例。

三、江西省基建投资规模庞大

2008 年 12 月 27 日召开的江西省发展和改革委员会，“牢牢把固定资产投资放在第一位”成为 09 年江西全省发展和改革工作的主题。

2009 年江西省将安排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。“预计 09 年全社会固定资产投资可增长 30% 以上，总量超过 6000 亿元。”

江西水泥主导的赣南区域主要为农村，距离大城市较远，总体经济水平较低，江西省政府规划将赣州市发展成为一小时城市经济圈，大力发展赣南区域的综合交通运输建设。

江西省今后 3 年每年的水泥需求增长可达 10% 以上，到 2011 年水泥需求应在 7000 万吨以上。按照国家节能减排计划，江西省到 2010 年还有 440 万吨立窑产能要被淘汰，到 2011 年江西省新增新型干法水泥产能空间为 1500 万吨左右。同时江西省政府表示，所有重点工程，特别是高速公路、铁路、机场工程等所需钢材、水泥等原材料，在价格、质量同等条件下，要优先购买省建材，政策的贯彻与实施为公司带来了良好机遇。

四、江西局部区域整合逐见成效

公司的主要生产基地处于赣南和赣东北，产品销售 60-80% 为农村市场，特别是赣南地区为“十一五新农村建设的试点，目前新农村建设已开展得如火如荼。未来 5 年，赣州市农村公路建设规模将达到 1 万公里，力争实现 100% 的村通公路，其中 90% 的村通水泥路。目前公司主导产品在华东地区尤其在江西具有较高的知名度和市场占有率。

表 2：公司各个生产基地消费领域占比

	新农村	基建	房地产
江西万年基地	80%	20%	几乎没有
江西玉山基地（一半销往福州）	60%	15%	25%
江西瑞金基地	60%	30%	10%
江西国兴基地	80%	15%	5%

资料来源：东方证券研究所整理

1、赣南区域

江西水泥 2008 年 2 月 1 日公告控股子公司（50% 股权）南方万年青水泥公司收购四家小水泥公司：收购寻乌县万年丰旋窑水泥有限公司 70% 股权并按比例增资；收购江西国兴实业集团有限公司下属三家全资子公司 80% 股权。四公司合计有熟料产能 130 万吨，水泥产能 240 万吨。收购的四个公司均处于赣南区域，与公司的瑞金生产基地联成一片。

收购国兴后，公司在赣南拥有了国兴和瑞金两个熟料生产基地，市场占有率达到 55%。赣南区域市场封闭性好，主要为农村，水泥消费结构中新农村建设占到水泥消费的 60-80%，只有 5-10% 用于房地产市场，新农村和基建的推动作用明显，水泥需求增长潜力巨大。

公司在赣南区域的水泥销售情况喜人，整体市场价格水平要比赣北高 40-50 元/吨，属于公司的主要效益市场，公司预计 09 年吨水泥税后净利润可达到 40-50 元/吨。

2、赣东北区域

万年基地：万年是公司的老生产基地，公司万年青名称也由此而来。万年现有两条 2500D/T 的和一条 3000D/T 的干法旋窑，其中 3000D/T 的干法旋窑（5 号窑）是利用 07 年增发资金建成，08 年 8 月刚投产。在 5 号窑旁边正新建一条 5000D/T 的生产线（6 号窑），目前土建部分已经完成，配套 100 万吨粉磨设备预计 09 年 10 月能投入使用，熟料线主体部分预计 09 年年底投产。

万年区域农村市场为主，公司在该区域精耕细作多年，建立了万年青品牌效应，公司的产品要比竞争对手高出 60 元/吨，品牌价值得到明显的体现。

玉山基地：玉山靠近浙江，石灰石资源丰富，是水泥熟料生产线比较集中的区域，浙江的一些企业也在此位置设有生产基地，玉山境内有接近 2000 吨的水泥产能，竞争较为激烈。但是公司在该基地每年约有 100 万吨水泥产量主要销往福州、温州等地，由于福州水泥价格要比玉山高出 100 元/吨以上，扣除运费后公司仍能实现高于本地销售的盈利水平。

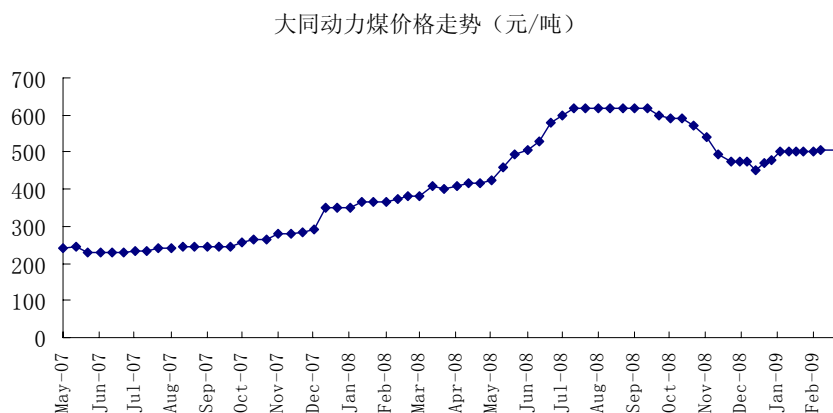
五、成本及费用控制将提升盈利能力

1、煤价下跌对成本降低作用明显

公司单位煤耗较高，吨水泥消耗实物煤量达到了 170 公斤，煤耗要占水泥成本的 40%左右，08 年由于煤价大幅上涨业绩受到较大影响，我们预期 09 年平均煤价相比于 08 年将下降 15%，带动公司的毛利率大幅提升，公司受煤价下跌的利好影响比其他水泥上市公司相对更大。

公司的煤炭主要为从淮南淮北运来的烟煤，几大基地使用的煤炭实行统一采购，由于赣南地区的瑞金和国兴基地距离煤炭产地更远，因此成本要高于万年和玉山基地。

图 6：国内煤炭价格走势，亿元



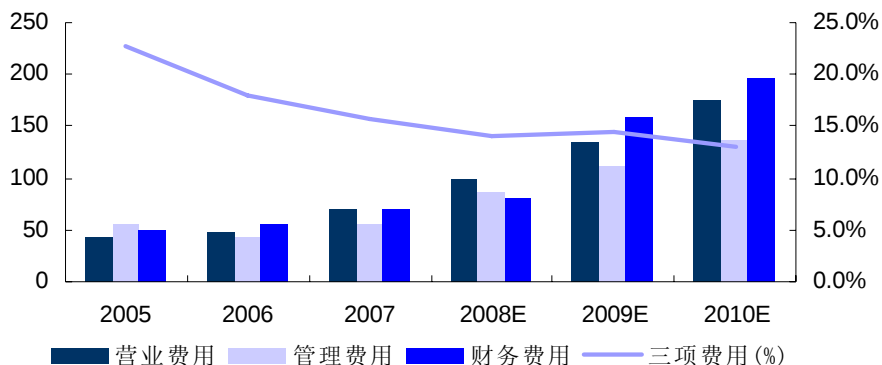
资料来源：东方证券研究所整理

公司在玉山两条 2500D/T 及万年 3000D/T 的新型干法生产线配备了 3 条 4.5MW 的纯低温余热发电设备，09 年将体现效益，每条线可节约成本 800 多万元（国产设备全额抵免所得税）。

2、三费费用率将得到控制

由于公司在 06 年才扭亏为盈，步入正常发展轨道，05 年之前公司的收入规模较小，公司的三费费用率一直处于较高水平。随着公司产能的快速增长，近三年费用率开始明显下降，从 05 年的 23% 下降至 08 年 14%，我们预期未来的费用率将有稳步的下降。

图 7：公司三费费用变动情况，亿元



资料来源：公司数据，东方证券研究所

3、吨水泥盈利能力有望明显提升

江西水泥 07 年的吨水泥利润仅为 7 元左右，主要原因在于公司的水泥产能规模较小，销量较少，另外公司所在区域由于中小水泥较多，市场竞争较为激烈。在中国建材（南方水泥）的大力支持下，08 年公司在管理绩效和生产能耗上下大功夫力促改善，上半年盈利能力有明显提升，吨水泥净利润达到 13.4 元/吨，下半年由于煤价快速上涨，盈利能力又受到大幅削弱。我们认为江西省区域整合的进行将完全改变当地市场竞争状况，江西水泥市场占有率的提升将获取一定的价格控制力，再加上 09 年基建投资的快速增长，公司的盈利能力将有明显的提升。

随着水泥价格的提升和规模效应的体现，行业景气度的持续提升，公司 2009 年的吨水泥利润有望达到 15 元/吨以上，2010 年在 20 元/吨以上。

表 3：江西水泥与行业龙头公司盈利能力比较（08 年前三季度）

	海螺水泥	华新水泥	江西水泥
水泥销售毛利率 (%)	26.71%	21.40%	19.67%
水泥销售净利率 (%)	12.48%	8.52%	4.30%
吨水泥净利润 (元/吨)	28	21	10

资料来源：东方证券研究所

六、业绩高速增长，维持“买入”评级

江西水泥目前虽然为江西水泥行业排名第一的龙头企业，但是总体规模仍然偏小。公司将通过与中国建材的合作，迅速进入国内水泥行业第一梯队，成为中东部地区的又一水泥龙头公司。

由于公司水泥产能的快速增长和盈利能力的快速提升，公司未来两年的业绩将进入高成长期，我们预测公司 09 年和 10 年的净利润分别为 1.20 亿元和 2.05 亿元，每股收益分别为 0.30 元和 0.52 元。公司未来两年净利润的复合增长率达到 100%，我们给予公司的目标价位为 10.4 元。

表 4：公司财务数据预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	641	819	1013	1355
现金	294	205	210	230
应收账款	12	79	102	137
其它应收款	29	74	86	127
预付账款	31	85	93	133
存货	261	343	484	675
其他	14	33	38	53
非流动资产	1984	3222	4915	5076
长期投资	128	97	101	104
固定资产	1366	2246	3723	3968
无形资产	283	384	491	590
其他	207	495	600	415
资产总计	2626	4041	5928	6431
流动负债	921	2292	3968	4126
短期借款	516	1700	3215	3139
应付账款	239	398	530	731
其他	167	194	224	256
非流动负债	465	428	388	344
长期借款	465	428	388	344
其他	0	0	0	0
负债合计	1386	2720	4357	4471
少数股东权益	278	308	437	622
股本	396	396	396	396
资本公积	599	599	599	599
留存收益	-34	19	139	343
归属母公司股东权益	961	1014	1134	1339
负债和股东权益	2626	4041	5928	6431

现金流量表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	179	220	607	800
净利润	33	82	250	389
折旧摊销	124	137	234	315
财务费用	71	81	158	197
投资损失	-4	-16	-10	-11
营运资金变动	-45	-117	-37	-107

利润表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1261	1918	2791	3914
营业成本	1034	1544	2079	2894
营业税金及附加	5	9	13	18
营业费用	71	95	134	176
管理费用	56	82	112	137
财务费用	71	91	158	197
资产减值损失	-0	-8	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	20	10	11
营业利润	28	108	307	505
营业外收入	10	12	16	12
营业外支出	2	5	7	5
利润总额	37	115	316	512
所得税	4	21	66	123
净利润	33	94	250	389
少数股东损益	-0	45	130	184
归属母公司净利润	33	49	120	205
EBITDA	224	306	700	1016
EPS (元)	0.08	0.12	0.30	0.52

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	55.2%	49.4%	48.2%	40.2%
营业利润	304.8%	244.9%	213.5%	64.1%
归属于母公司净利润	245.1%	59.0%	128.8%	70.2%
获利能力				
毛利率	18.0%	19.4%	25.5%	26.1%
净利率	2.6%	2.8%	4.3%	5.2%
ROE	3.4%	5.2%	10.6%	15.3%
ROIC	5.8%	5.8%	9.7%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	67.3%	73.5%	69.5%
净负债比率	70.77%	78.42%	82.75%	77.99%
流动比率	0.70	0.36	0.26	0.33
速动比率	0.40	0.20	0.13	0.15

其它	-0	54	12	17	营运能力				
投资活动现金流	-206	-1379	-1916	-464	总资产周转率	0.54	0.56	0.56	0.63
资本支出	145	1336	1809	367	应收账款周转率	30	33	24	27
长期投资	-82	-53	11	4	应付账款周转率	4.82	4.80	4.48	4.59
其他	-143	-96	-97	-93	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	274	1071	1314	-316	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.13	0.30	0.52
短期借款	-3	1184	1515	-75	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.56	1.53	2.02
长期借款	-70	-37	-40	-44	每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.56	2.86	3.38
普通股增加	55	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	293	0	0	0	P/E	93.40	58.76	25.68	15.09
其他	-2	-77	-161	-197	P/B	3.21	3.05	2.72	2.31
现金净增加额	247	-89	5	20	EV/EBITDA	17	12	6	4

分析师承诺

罗果：建筑建材行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn