

盈利提升，整合可期

研究结论

江西水泥第四季度业绩将有爆发式增长。由于第四季度旺季江西区域水泥普遍提价 30-40 元/吨，同时公司成本控制卓见成效，我们预计第四季度业绩将有快速增长。根据目前的经营状况，我们预计第四季度单季每股收益将达到 0.14 元。

成本控制卓见成效，公司盈利能力将跨上新台阶。公司前三季度每股收益仅 0.05 元，主要原因来自公司单位煤耗较高，且年初储存较多高价煤，前三季度水泥综合毛利率仅 15.54%，处于行业较低水平。第四季度公司成本控制措施卓见成效，单位水泥煤耗明显下降，产能得以充分发挥同时低温余热发电设备陆续开始运行，第四季度盈利能力有了快速提升。我们认为公司的盈利能力将由此跨上新一台阶。

公司 2009 年年底两条 5000D/T 生产线投产，江西省明年上半年才进入基建高峰，需求前景看好。江西水泥覆盖江西全省，拥有万年、玉山、瑞金、赣州四个熟料生产基地，以及新近联合重组的锦溪熟料生产基地，分别处于赣南和赣东北区域，目前的水泥产能为（1300）万吨，万年和瑞金两条 5000D/T 的生产线 09 年底投产后公司产能将达到（1700）万吨，权益产能为（960）万吨。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，市场占有率达 55%，区域整合成果开始见效，市场价格水平比南昌等赣北区域要高，公司在此区域的市场耕耘前景看好。

江西省众多大型基建项目 2009 年下半年才开始大规模动工，预计 2010 年上半年会进入施工高峰，2010 年的水泥需求仍将保持在高位。

福建海西大建设给公司市场拓展带来巨大机遇。公司计划在福建省建设熟料或水泥粉磨基地，分享海西建设的成果。福建省目前是公司的第二市场，在该省的年销量大约 100 万吨，该省市场竞争较为缓和，水泥价格较高。随着江西至福建的交通网络的畅通，预计公司在福建的市场份额和销售规模会有大幅提升。

我们预计江西水泥 09 年和 10 年水泥及熟料销量将分别达到 1050 万吨和 1700 万吨，产量增长 65%，预测公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 0.19 元和 0.42 元，业绩快速成长，给予“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

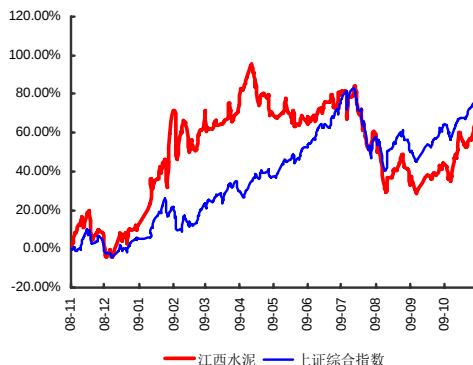
8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（09 年 11 月 23 日）	7.84 元
目标价格（12 个月）	9 元
总股本/A 股（万股）	39591/21304
A 股市值（百万元）	30.88 亿元
国家/地区	中国
行业	水泥
报告日期	2009 年 11 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	22	5	66
相对表现 (%)	10	-14	-10

资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1919	2919	4543	5437
同比 (%)	52%	52%	56%	20%
归属母公司净利润	49	76	167	250
同比 (%)	48%	54%	121%	50%
毛利率 (%)	19.5%	18.8%	21.3%	23.1%
ROE (%)	4.9%	7.1%	13.5%	16.8%
每股收益 (元)	0.12	0.19	0.42	0.63
P/E	54.79	35.48	16.08	10.72
P/B	2.69	2.50	2.17	1.80
EV/EBITDA	12	8	5	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、2010 年产量大幅增长 60%以上

公司是江西省水泥龙头企业，主要有江西省的万年、玉山、瑞金、赣州四个熟料生产基地，以及新近联合重组的锦溪熟料生产基地，分别处于赣南和赣东北区域，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），目前的水泥产能为 1300 万吨，瑞金和万年两条 5000D/T 的生产线分别于 09 年底 10 年初投产后，公司产能将达到 1700 万吨，权益产能为 960 万吨。

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 1 条 3000D/T，08 年 8 月已投产 1 条 5000D/T，10 年初投产	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%	1 条 5000D/T，已有 1 条 5000D/T，09 年底投产	150 (150)	200 (200)	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	25%	1 条 2500D/T，一条 3000D/T		320	含石灰石矿山
合 计（含在建产能）					1700	
权益产能					960	
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）

公司 2009 年的水泥销量在 1050 万吨左右，由于目前已收购的锦溪水泥 320 万吨未合并报表，加上两条 5000D/T 生产线年底投产，预计 2010 年产量在 1700 万吨，权益产量可以达到 960 万吨。

二、公司盈利能力处于较低水平，业绩弹性很大

江西水泥第四季度业绩将有爆发式增长。由于第四季度旺季江西区域水泥普遍提价 30-40 元/吨，10 月份公司实现净利润约 1200 万元，预计 11 月经营情况会明显好于 10 月。根据目前的经营状况，我们预计第四季度单季每股收益将达到 0.14 元。

公司前三季度每股收益仅 0.05 元，主要原因来自公司单位煤耗较高，且年初储存较多高价煤，前三季度水泥综合毛利率仅 15.54%，处于行业较低水平。第四季度

公司成本控制措施卓现成效，单位水泥煤耗明显下降，产能得以充分发挥同时低温余热发电设备陆续开始运行，第四季度盈利能力有了快速提升。

由于目前公司单位水泥的盈利能力较差，基数较低，公司业绩对水泥价格的敏感性很大。同时公司 2010 年产量相比 2009 年将增长 65%，价格稍有上涨，公司业绩上升空间很大。

表 2：江西水泥 2010 年业绩相对于水泥价格敏感性

水泥价格(元/吨)	250	260	270	280
2010 年 EPS	0.28	0.42	0.57	0.71

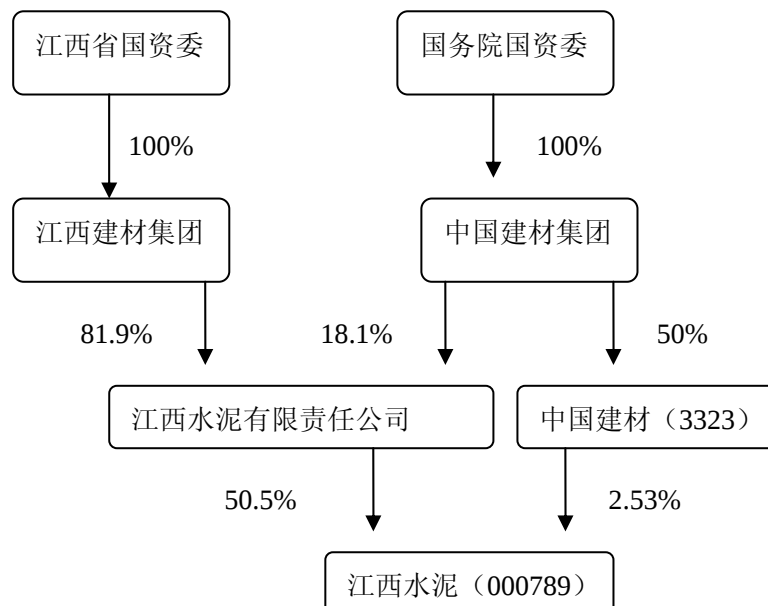
资料来源：东方证券研究所

三、与中国建材（南方水泥）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。

图 1：江西水泥与中国建材关联关系示意图

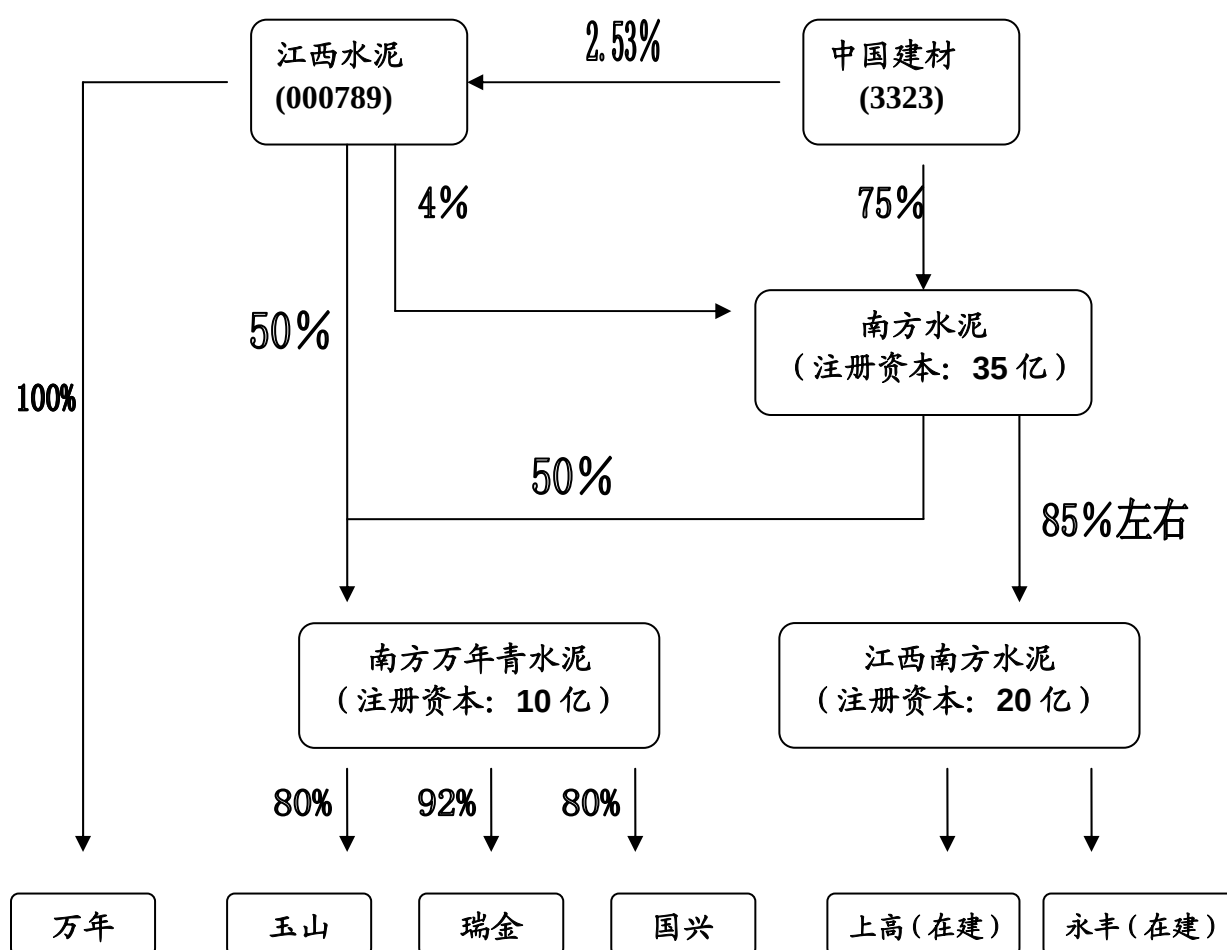


资料来源：东方证券研究所

江西水泥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。2009 年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。江西水泥近两年在赣南区域先后收购了国兴水泥、万年丰水泥和锦绣水泥，收购后市场控制力明显加强，通过联动效应实现了良好的经济效益，为江西省区域市场整合树立了成功的先例。

四、福建海西大建设将为公司带来发展机遇

江西省的水泥 2009 年总产量预计为 6000 万吨左右，新型干法比例在 65% 左右。江西省水泥产能分布严重不均，由于石灰石资源比较丰富，赣东北区域水泥熟料线十分集中，产能过剩，大量输送到福建等外省市。赣南区域市场封闭性好，水泥产能较少，市场价格较高。

公司的生产基地分别处于赣南和赣东北，产品销售 60-80% 为农村市场。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。此外赣南地区还是“十一五新农村建设”的试点，目前新农村建设工作已开展得如火如荼。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。

表 3：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

今年 5 月初，《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》在国务院常务会议上讨论并原则通过，“海峡西岸经济区”开始成为各大媒体报道的热点。海西是一个比较大的区域概念，它以福建为主体，涵盖台湾海峡西岸，包括浙江南部、广东北部和江西部分地区，与珠江三角洲和长江三角洲两个经济区衔接。据规划，到二 0 一二年，海峡西岸经济区人均地区生产总值接近或达到东部地区平均水平，地方财政收入突破千亿大关；到二 0 二 0 年，地区生产总值接近或达到四万亿元人民币，两岸共同发展的新格局基本形成。

今年九月底，福建第一条高速铁路温(州)福(州)线开行动车组，福建跨入了铁路交通的“高速时代”；十一月十一日，中国目前最大的中外合资炼化一体化项目在福建投入商业运行，福建从此迈进了千万吨级炼油、百万吨级乙烯的石化强省行列；

启动建设的福州(平潭)综合实验区现有序推进，海西建设如火如荼，海西效应日益彰显。

福建省一直是江西水泥的第二战场，公司在福建的销量大约 100 万吨左右，在福建的品牌影响力仅次于建福水泥。公司计划在福建建设熟料基地或者粉磨站，随着江西往福建的多条铁路建成通车，公司也通过铁路加大输送量，抢占市场份额，分享海西建设这块大蛋糕。

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	787	1096	1529	1761	营业收入	1919	2919	4543	5437
现金	261	290	310	330	营业成本	1544	2369	3576	4180
应收账款	27	49	66	83	营业税金及附加	10	13	20	25
其它应收款	17	44	64	74	营业费用	96	137	200	234
预付账款	51	79	117	138	管理费用	83	120	166	174
存货	426	612	941	1102	财务费用	92	112	154	130
其他	6	21	30	34	资产减值损失	8	2	0	2
非流动资产	3110	4788	4973	5010	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	157	130	138	139	投资净收益	21	16	16	17
固定资产	1844	3446	3758	3805	营业利润	108	182	442	709
无形资产	378	477	566	657	营业外收入	12	8	16	13
其他	732	735	510	409	营业外支出	5	5	7	6
资产总计	3897	5883	6502	6771	利润总额	115	185	451	715
流动负债	1778	3676	3988	3753	所得税	21	35	90	157
短期借款	805	2590	2407	1887	净利润	94	149	361	558
应付账款	472	657	998	1182	少数股东损益	45	74	194	308
其他	502	429	584	683	归属母公司净利润	49	76	167	250
非流动负债	428	367	313	259	EBITDA	349	506	900	1179
长期借款	407	356	300	245	EPS (元)	0.12	0.19	0.42	0.63
其他	21	11	12	13	主要财务比率				
负债合计	2206	4043	4301	4012	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	694	768	962	1270	成长能力				
股本	396	396	396	396	营业收入	52.2%	52.1%	55.6%	19.7%
资本公积	586	586	586	586	营业利润	280.2%	67.9%	143.5%	60.3%
留存收益	15	91	258	508	归属于母公司净利润	48.2%	54.4%	120.6%	50.0%
归属母公司股东权益	997	1072	1239	1490	获利能力				
负债和股东权益	3897	5883	6502	6771	毛利率	19.5%	18.8%	21.3%	23.1%
现金流量表					净利率	2.6%	2.6%	3.7%	4.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	4.9%	7.1%	13.5%	16.8%
经营活动现金流	447	309	880	1083	ROIC	8.1%	6.8%	13.5%	19.1%
净利润	94	149	361	558	偿债能力				
折旧摊销	149	213	303	340	资产负债率	56.6%	68.7%	66.1%	59.2%
财务费用	92	112	154	130	净负债比率	56.59%	73.34%	63.44%	53.74%
投资损失	-21	-16	-16	-17	流动比率	0.44	0.30	0.38	0.47

营运资金变动	126	-206	31	40	速动比率	0.19	0.12	0.14	0.16
其它	7	57	46	32	营运能力				
投资活动现金流	-744	-1883	-469	-361	总资产周转率	0.59	0.60	0.73	0.82
资本支出	573	1836	374	277	应收账款周转率	36	31	30	28
长期投资	20	-30	10	-0	应付账款周转率	4.35	4.20	4.32	3.83
其他	-152	-77	-85	-85	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	170	1603	-391	-702	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.19	0.42	0.63
短期借款	289	1786	-184	-519	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.13	0.78	2.22	2.74
长期借款	-58	-51	-56	-55	每股净资产 (最新摊薄)	2.52	2.71	3.13	3.76
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-14	0	0	0	P/E	54.79	35.48	16.08	10.72
其他	-47	-132	-151	-128	P/B	2.69	2.50	2.17	1.80
现金净增加额	-128	29	20	20	EV/EBITDA	12	8	5	4

资料来源：东方证券研究所

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn