



建材/原材料

江西水泥（000789）

江西人均干法超过 900 公斤停批产能

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

S0880208070351

本报告导读：

江西人均干法孰料产能超 900 公斤将停止核准新建设产能，需求方面未来将受益新农村建设和建材下乡范围扩大，为该主题性龙头公司，建议谨慎增持，目标价 14.5 元。

投资要点：

江西省今年投产了约 6 条左右生产线，淘汰 160 万吨落后，预计年底水泥产能 7500 万吨左右，其中新干法水泥占比 75%，落后产能约 1855 万吨。预计今年水泥产量约 6522 万吨，产能利用率约为 88%，富余 897 万吨。以目前信息看公司判断明年最多有两条生产线投产或很难实质性建设，未来淘汰落后产能规模大于可能投产规模。江西人均新干法孰料产能预计年底数据为 967 公斤、超过 900 公斤国家线，根据最近颁布的《新水泥行业准入条件》停止核准新建扩大水泥项目。南方 2000 万吨、海螺 800 万吨、亚东 800 万吨、公司 1600 万吨，四大企业合计约占市场 60%。

公司水泥 60% 为农村市场、10% 左右为房地产市场、30% 为基础设施重点工程。江西城镇化率 43%、人均 GDP2500 美元左右，未来水泥需求仍将持续增长。预计今年公司合并产量 1600 万吨左右，权益产量 900 万吨，明年合并产量 1800 万吨，权益产量 1000 万吨。江西省周边临近福建、安徽、浙江，为水泥净流出区域，受益周边地区限电拉动江西水泥价格大幅增加，目前水泥价格较 9 月底上涨了约 58% 左右，估计公司前 11 个月产品综合售价约 256 元左右、12 月水泥均价 330 元左右，今年均价约 263 元左右。受暴雨洪灾和农村市场对于今年木有春房屋施工少影响，前三季度亏损，预期受最近价格拉动，全年 EPS 有望实现 0.40 元以上。

公司判断明年水泥价格均价将高于今年 20 元以上，预期 2010-12 年 EPS0.4、0.9、1.2 元，同增 142%、124%、35%，建议谨慎增持，目标价格 14.45 元。股价未充分反映江西停批生产线的带来的业绩高弹性利好因素。明年 3 月十二五规划新农村建设、建材下乡扩大主题性机会龙头公司。

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,919	2,865	4,326	5,046	5,722
(+/-)%	52.2%	49.3%	51.0%	16.6%	13.4%
经营利润（EBIT）	179	227	531	846	1,273
(+/-)%	88%	27%	134%	59%	51%
净利润	49	66	160	358	483
(+/-)%	48%	35%	142%	124%	35%
每股净收益（元）	0.12	0.17	0.40	0.90	1.22
每股股利（元）	0.00	0.00	0.40	0.90	1.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	9%	8%	12%	17%	22%
净资产收益率(%)	5%	6%	15%	34%	45%
投入资本回报率(%)	6%	5%	12%	21%	31%
EV/EBITDA	19.7	14.2	8.1	5.7	4.1
市盈率	89.5	66.4	27.5	12.3	9.1
股息率(%)	0.0%	0.0%	3.6%	8.2%	11.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：14.45

上次预测：10.00

当前价格：11.08

2010.12.13

交易数据

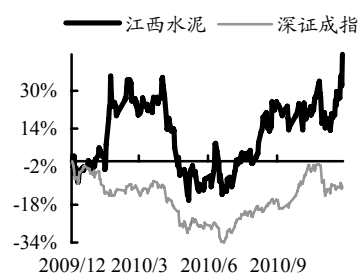
52 周内股价区间（元）	6.17-11.08
总市值（百万元）	4,387
总股本/流通 A 股（百万股）	396/376
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	95%
日均成交量（百万股）	14
日均成交值（百万元）	136

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	1,050
每股净资产	2.65
市净率	4.2
净负债率	217%

EPS（元）	2009A	2010E
Q1	0.00	0.01
Q2	0.02	(0.08)
Q3	0.03	0.03
Q4	0.11	0.45
全年	0.17	0.40

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	19%	45%
相对指数	22%	11%	56%

相关报告

《业绩转折性提升从 08 年下半年开始体现》
2008.04.18

模型更新时间: 2010.12.12

股票研究

原材料

建材

江西水泥 (000789)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 14.45

上次预测: 10.00

当前价格: 11.08

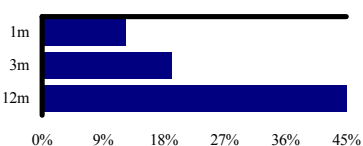
公司网址

www.wnq.com.cn

公司简介

公司是全国最大工业企业经济效益500家之一、全国300家重点联系企业,是初具规模的生产自动化、管理现代化、环境园林化、生活城市化的国家大型一档企业。是中国重点水泥生产企业、江西省最大的水泥生产厂家,湿法和干法两条水泥生产线,年产普通水泥120万吨。江西水泥生产的“万年青”牌子系列硅酸水泥、普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥,品优良、质量稳定,出厂合格率连续13年保持100%,其中普通硅酸盐P525#水泥为省优产品,普通硅酸盐P525R为部优产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.17-11.08

市值 (百万)

4,387

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	581	663	648	812	1,261	1,919	2,865	4,326	5,046	5,722
主营业务成本	405	552	629	664	1,034	1,544	2,346	3,385	3,747	3,935
税金及附加	4	3	3	4	5	10	10	16	18	21
主营业务利润	172	109	17	144	222	365	509	926	1,280	1,766
其他业务利润	0	1	1	-8	0	8	3	5	6	7
营业费用	44	37	43	48	71	96	157	216	227	257
管理费用	46	55	56	43	56	83	123	173	202	229
EBIT	82	18	-81	61	95	179	227	531	846	1,273
财务费用	23	37	49	55	71	92	124	153	140	141
营业利润	59	-18	-130	6	24	87	103	378	705	1,132
所得税	20	1	0	3	4	21	37	93	144	244
少数股东损益	0	-1	-2	-1	0	45	70	172	340	493
净利润	42	-48	-136	10	33	49	66	160	358	483
资产负债表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	303	197	177	47	294	261	852	811	810	799
其他流动资产	194	279	335	238	348	526	617	931	1,086	1,231
长期投资	59	30	64	76	161	157	186	190	266	293
固定资产合计	1,039	1,375	1,402	1,488	1,516	2,491	3,488	4,108	4,249	4,436
无形及其他资产	8	8	6	206	288	409	598	598	598	598
资产合计	1,603	1,890	1,983	2,077	2,626	3,864	5,762	6,670	7,046	7,400
流动负债	533	623	781	846	921	1,778	2,548	3,540	3,917	4,270
长期负债	286	555	525	535	465	407	1,160	1,066	1,066	1,066
股东权益	764	693	557	578	961	997	1,066	1,066	1,066	1,066
投入资本(IC)	1,187	1,573	1,516	1,627	1,766	2,511	3,506	3,408	3,333	3,318
现金流量表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	55	19	(81)	44	84	146	178	414	701	1,019
折旧与摊销	53	73	85	90	124	149	226	268	293	307
流动资金增量	140	50	(81)	(176)	29	(351)	(190)	(718)	(216)	(203)
资本支出	1,101	409	109	376	235	1,245	1,411	888	434	494
自由现金流	(1,132)	(367)	(25)	(66)	(55)	(598)	(817)	512	776	1,034
经营现金流	119	14	120	52	179	447	508	1,144	973	1,302
投资现金流	(323)	(366)	(113)	(166)	(206)	(744)	(936)	(888)	(434)	(494)
融资现金流	322	252	(26)	44	274	170	758	(446)	(498)	(625)
现金流净增加额	119	(100)	(19)	(70)	247	(128)	330	(191)	42	183
财务指标	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性										
收入增长率	#DIV/0!	14.2%	-2.3%	25.4%	55.2%	52.2%	49.3%	51.0%	16.6%	13.4%
EBIT 增长率	#DIV/0!	-77.6%	-542.6%	-175.1%	55.5%	88.5%	26.8%	134.1%	59.1%	50.6%
净利润增长率	#DIV/0!	-213.8%	182.9%	-107.1%	245.1%	48.2%	34.9%	141.7%	123.8%	35.2%
利润率										
毛利率	30.2%	16.8%	3.0%	18.2%	18.0%	19.5%	18.1%	21.8%	25.7%	31.2%
EBIT 率	14.1%	2.8%	-12.6%	7.5%	7.5%	9.3%	7.9%	12.3%	16.8%	22.3%
净利润率	7.3%	-7.2%	-21.0%	1.2%	2.6%	2.6%	2.3%	3.7%	7.1%	8.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	5.5%	-6.9%	-24.4%	1.7%	3.4%	4.9%	6.2%	15.0%	33.6%	45.4%
总资产收益率(ROA)	2.6%	-2.5%	-6.8%	0.5%	1.3%	1.3%	1.1%	2.4%	5.1%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	4.6%	1.2%	-5.4%	2.7%	4.7%	5.8%	5.1%	12.2%	21.0%	30.7%
运营能力										
存货周转天数	34.9	61.8	60.1	66.8	71.9	81.2	67.7	60.1	70.7	77.4
应收账款周转天数	38.94	34.13	70.04	24.78	11.74	8.31	11.58	11.58	11.58	11.58
总资产周转天数	1,007.8	1,039.8	1,117.2	933.5	760.1	735.1	733.9	562.8	509.7	472.0
净利润现金含量	2.83	-0.29	-0.88	5.38	5.41	9.12	7.68	7.16	2.72	2.69
资本支出/收入	190%	62%	17%	46%	19%	65%	49%	21%	9%	9%
偿债能力										
资产负债率	51.0%	62.3%	65.9%	66.5%	52.8%	57.1%	64.7%	69.1%	70.7%	72.1%
净负债率	60.3%	117.0%	156.8%	174.2%	71.5%	95.4%	116.1%	101.0%	101.1%	102.2%
估值比率										
PE	89.4	(78.6)	(27.8)	393.7	132.7	89.5	66.4	27.5	12.3	9.1
PB	4.9	5.4	6.8	6.5	4.6	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1
P/S	6.5	5.7	5.8	4.6	3.5	2.3	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	47.58	70.73	1,907.54	42.71	29.37	19.65	14.24	8.07	5.66	4.08
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	8.2%	11.0%

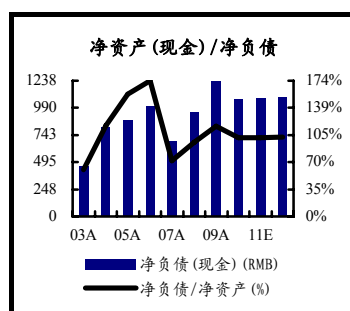
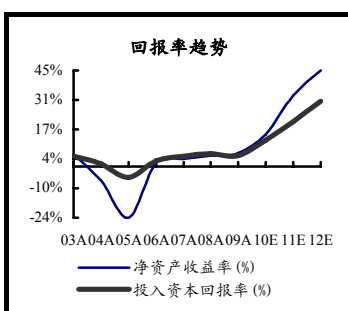
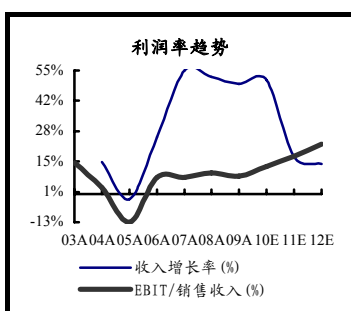
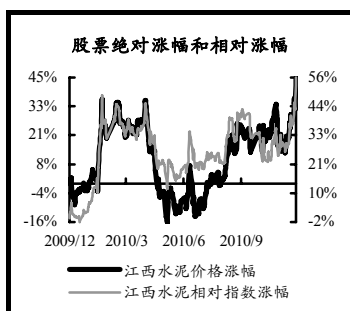
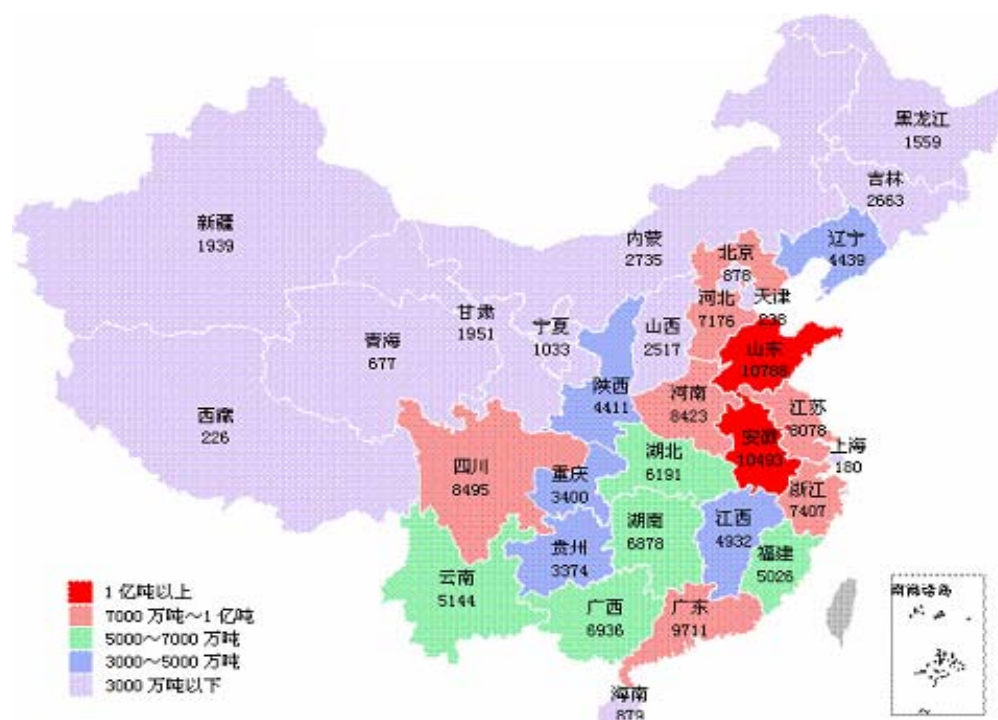


图 1：全国水泥孰料生产能力分布（万吨）



数据来源：BMI，国泰君安证券研究

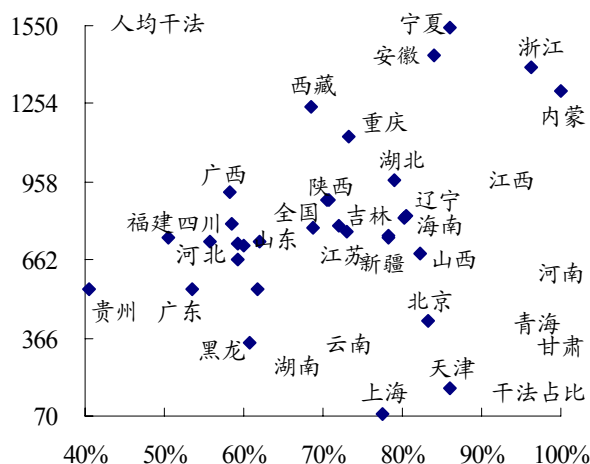
表 1：江西水泥孰料产能情况

序号	生产基地	规格型号	设计台产 (t/h)	数量 (台)	设计年产能 (万吨)	备注
1	万年厂	φ 4×58.4m (3#窑)	97.91	1	72.85	3#
		φ 4×56m (4#窑)	83.34	1	62.00	4#
		φ 4.2×60m (5#窑)	125	1	93.00	08 年 10 月 27 日投产
		φ 4.8×72m (6#窑)	208	1	154.75	2010 年 8 月底达产
		小计	514.25	4	382.60	
2	玉山公司	Φ4.0×60m ,斜率 4%	104.16	2	155	
		小计	104.16	2	155.00	
3	瑞金公司	Φ4.8×74m	208.33	1	155.00	2006.5.10
		Φ4.8×74m	208.33	1	155.00	2010 年 2 月底达产
		小计	416.66	2	310.00	
4	赣州公司 旋窑	Φ3.3×50m	50	1	37.2	
		Φ4.×60m	104	1	77.44	
		小计	154	2	114.64	
5	锦溪公司	Φ4*60m	104.17	1	77.5	
		Φ4*60m	125	1	93.00	
		小计	229.17	2	170.5	
总 计			1418	12	1133	

数据来源：江西水泥，国泰君安证券研究

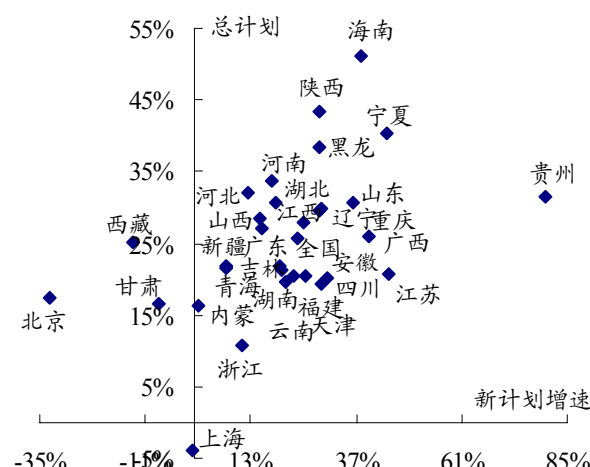
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 3: 新干法孰料占比及人均干法孰料



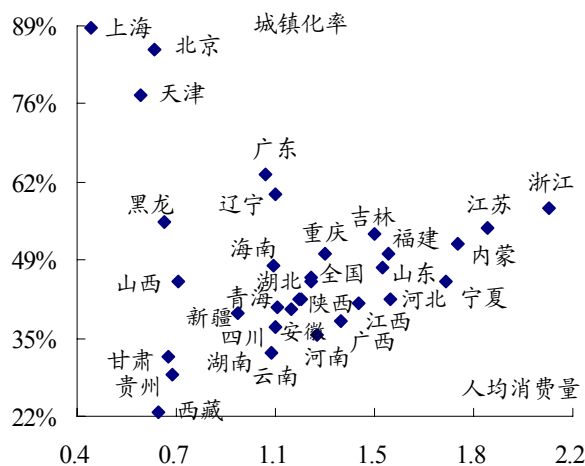
数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 5: 固定资产完成和新开工投资增速



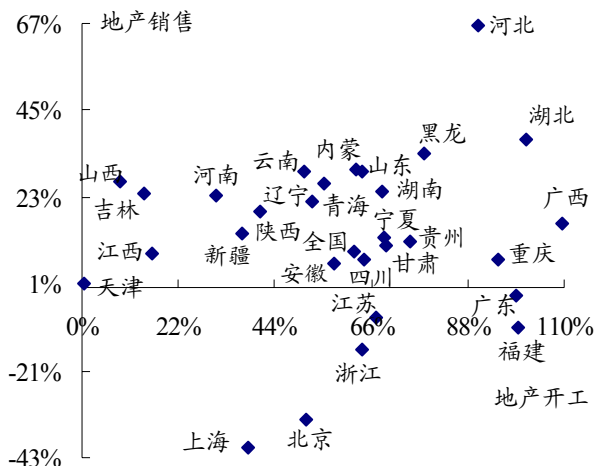
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 7: 城镇化率与人均消费量



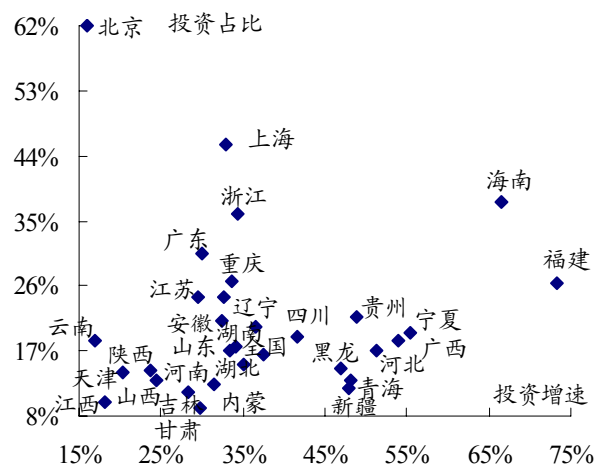
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 8：房地产销售及新开工面积增速



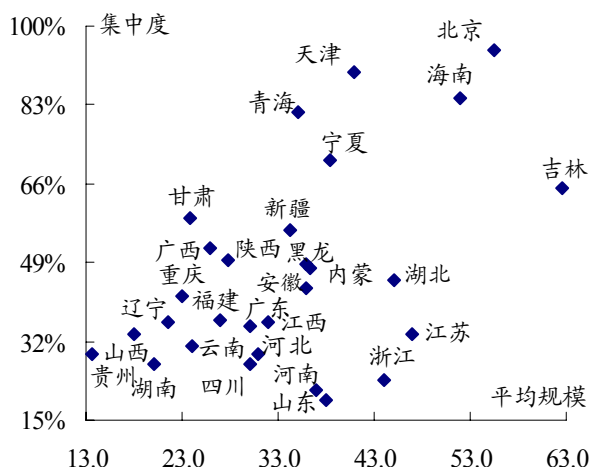
数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 9：房地产投资占比及投资增速



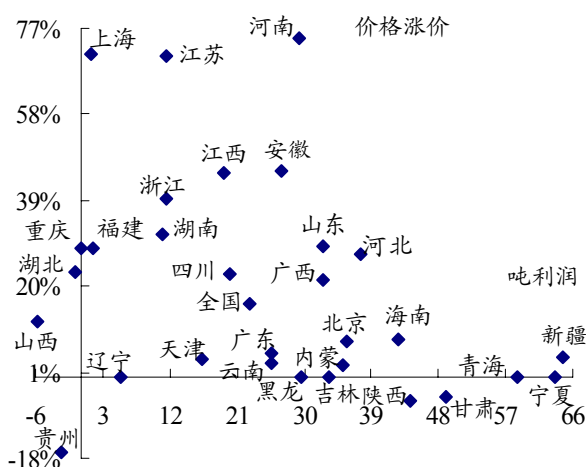
数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 10：企业平均规模及市场集中度



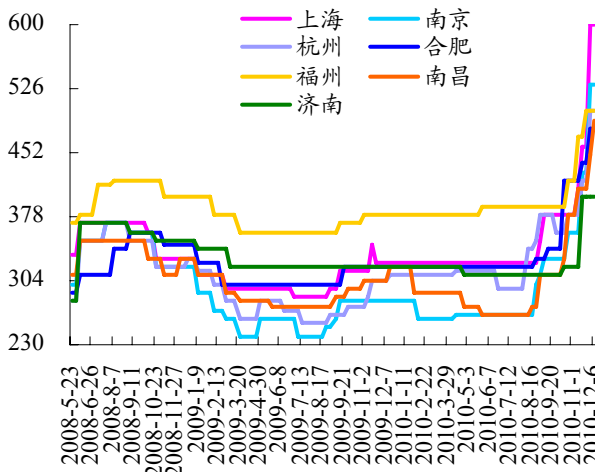
数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 11：3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅



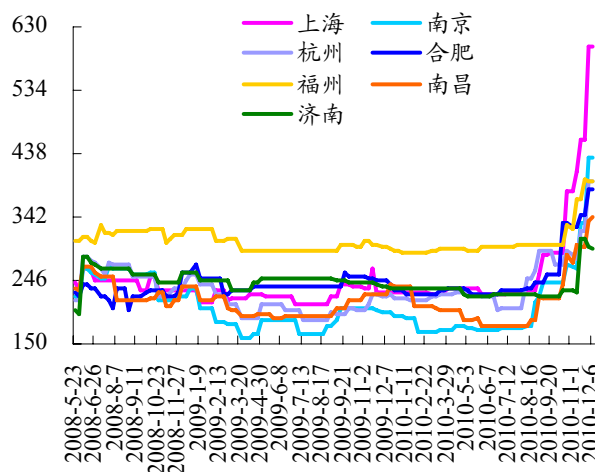
数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 12：水泥价格



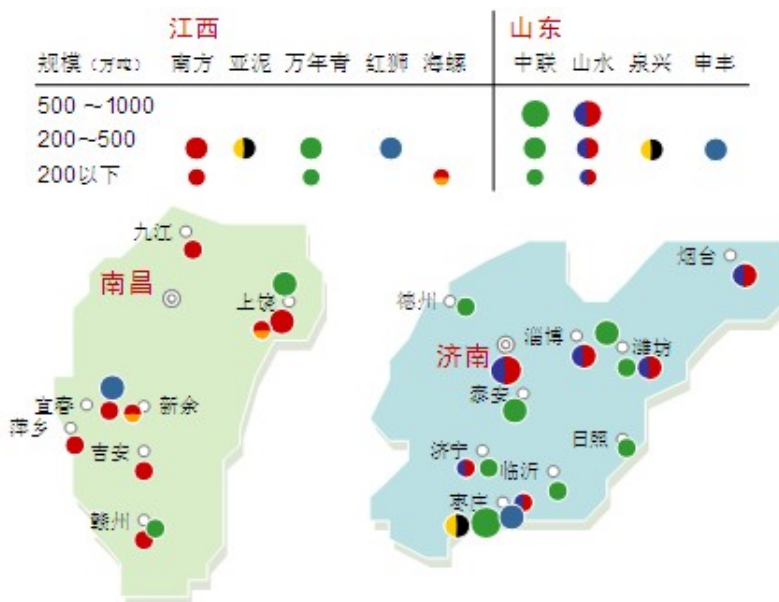
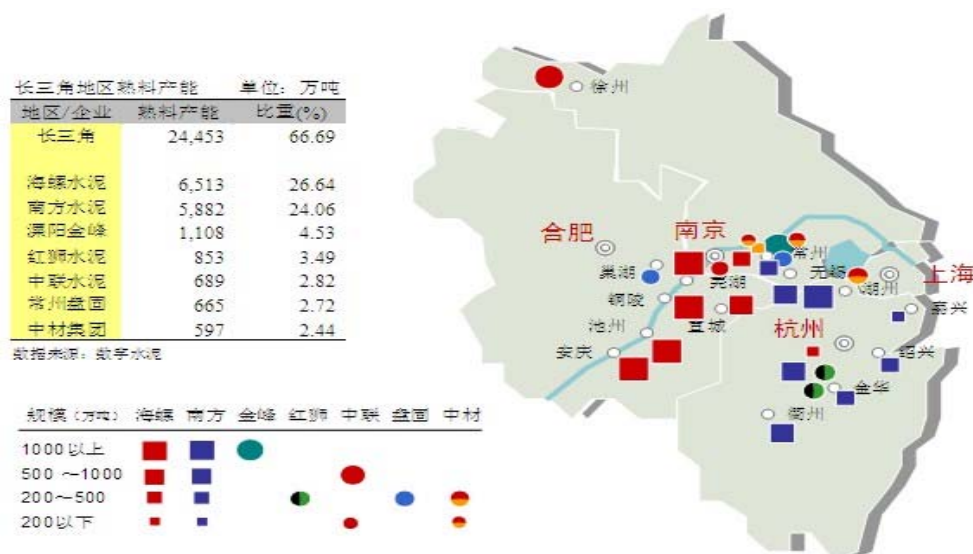
数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 13：水泥煤炭价格差



数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 14：华东市场竞争格局



2010年江西、山东新型干法熟料产能

单位：条，万吨

江西				山东			
集团	生产线	产能	比重(%)	集团	生产线	产能	比重(%)
地区合计	46	3,799	66.88	地区合计	70	7,127	85.60
南方水泥	11	815	21.45	中联集团	19	2,165	30.38
亚洲水泥	3	430	11.31	山水集团	17	2,087	29.28
万年青水泥	4	409	10.77	泉兴水泥	3	375	5.26
红狮水泥	2	341	8.98	申丰水泥	2	341	4.78
海螺集团	3	324	8.53	丛林集团	2	256	3.59
锦溪水泥	2	222	5.83	沂州水泥	2	256	3.59
				大宇水泥	1	246	3.44
				山东山铝	2	205	2.87
				葡诚水泥	2	171	2.39

数据来源：数字水泥

数据来源：DC，国泰君安证券研究

表 2: 盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量	555	759	1264	1660	1793	1882
增速	35%	37%	67%	31%	8%	5%
主营收入	1232	1905	2852	4307	5024	5697
增速	54%	55%	50%	51%	17%	13%
价格	222	251	226	259	280	303
增速	14%	13%	-10%	15%	8%	8%
单位成本	183	202	185	203	208	208
增速	15%	10%	-9%	10%	3%	0%
毛利率	17%	19%	18%	22%	26%	31%
吨毛利	39	49	41	56	72	94
净利润	33	49	66	160	358	483
净利润增速	245%	48%	35%	142%	124%	35%
每股收益 (EPS)	0.08	0.12	0.17	0.40	0.90	1.22

数据来源: DC, 国泰君安证券研究

表 3: 2011 年 EPS 弹性

0.90		水泥价格				
		270	275	280	285	290
煤炭价格	700	0.99	1.08	1.17	1.26	1.35
	750	0.85	0.94	1.03	1.12	1.20
	790	0.73	0.82	0.91	1.00	1.09
	820	0.65	0.74	0.82	0.91	1.00
	850	0.56	0.65	0.74	0.83	0.92

数据来源: DC, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		