

江西水泥（000789）

推荐（维持）

3 季报点评-价格平稳、成本超预期上涨

市场数据

报告日期	2011-10-31
收盘价(元)	14.77
总股本(百万股)	395.91
流通股本(百万股)	395.89
总市值(百万元)	5847.58
流通市值(百万元)	5847.30
净资产(百万元)	1440.85
总资产(百万元)	7061.97
每股净资产	3.64

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3847	5712	5762	6667
同比增长(%)	34.3%	48.5%	0.9%	15.7%
净利润(百万元)	153	540	480	645
同比增(%)	131.9%	252.2%	-11.0%	34.4%
毛利率(%)	20.5%	28.0%	26.0%	28.0%
净利率(%)	4.0%	9.4%	8.3%	9.7%
净资产收益率(%)	12.6%	31.3%	22.9%	24.4%
每股收益(元)	0.39	1.36	1.21	1.63
每股经营现金流(元)	2.00	3.80	3.13	4.07

相关报告

《江西水泥中报点评-量价齐升致业绩大增》2011-8-10

投资要点

事件:

2011 年 1-9 月公司实现营业收入 411320 万元,较去年同期增长 70%,实现归属母公司所有者净利润 41939 万元(去年同期为-1725 万元),EPS 为 1.06 元。2011 年 7-9 月公司实现营业收入 153645 万元,较去年同期增长 45%,实现归属母公司所有者净利润 12276 万元,较去年同期增长 951%,EPS 为 0.31 元。Q1、Q2、Q3 分别实现 EPS 为 0.22、0.53、0.31 元。

点评:

- **产销量符合预期。**公司 3 季度生产熟料 334 万吨,窑运转率达到 98%,与往年水平相当。实现产品销量 466 万吨,同比去年增长 5%,环比 2 季度 441 万吨亦略有上涨。产销量基本符合预期,我们预计公司全年能实现 1750 万吨的销量。
- **价格平稳,成本上涨致毛利率环比下滑。**公司 3 季度销售均价与 2 季度基本持平,为 330 元/吨。吨水泥生产成本达到 242 元/吨,去年同期单位成本仅为 202 元/吨,上涨 40 元/吨,环比 2 季度 226 元/吨亦出现较大涨幅,超出我们的预期。成本超预期上涨致公司毛利率环比出现 5 个百分点的下滑。

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012

联系人: 陈文 王挺

021-3856 5950

chenwyf@xyzq.com.cn

- **区域景气度判断：**华东区域产能压力较大，江西省难独善其身。江西省 2010~2012 年释放新干法熟料产能分别为 1159、738、527 万吨，而淘汰落后熟料产能分别为 147、376、277 万吨，净增熟料产能分别为 1012、362、250 万吨。如果考虑投产时间因素，江西省 2011、2012 有效产能增长率分别为 10%、9.4%，较快需求增速下产能压力并不突出。然而，我们测算华东区域 2011、2012 年有效产能增长率分别为 4%、12.7%，2012 年产能压力明显大于 2011 年。江西省水泥业的景气度将会受抑于整个华东区域的产能压力，但由于江西省的需求增速快于其他省份，行业盈利较为乐观。
- **盈利预测及评级：**预计 11-13 年 EPS 分别为 1.36、1.21、1.63，对应 PE 分别为 10.8、12.2、9.1 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**紧缩政策、地产调控导致需求大幅下降

图 1、江西水泥熟料产能及产量

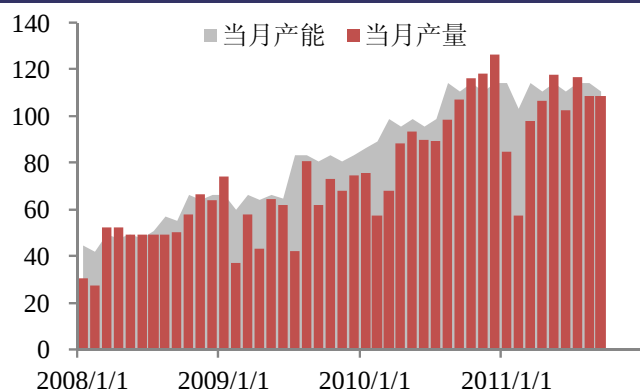
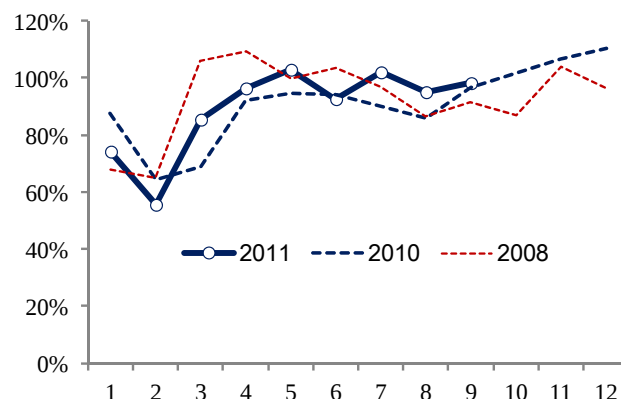
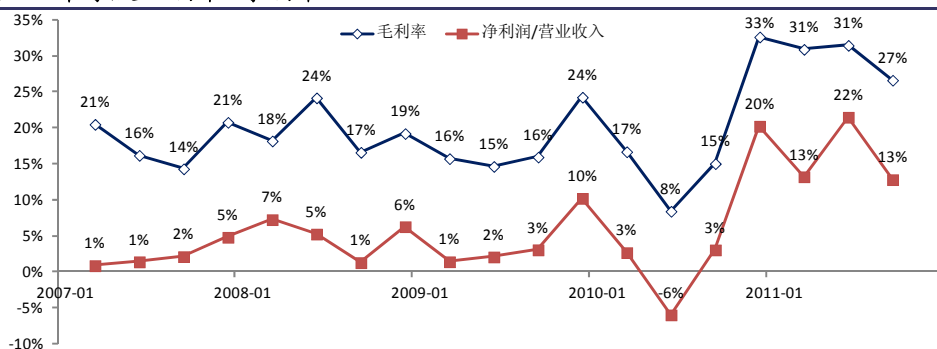


图 2、江西水泥熟料窑运转率与往年相当



数据来源：公司资料，建材信息网，兴业证券研究所

图 3、单季度毛利率&净利率



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、公司经营、财务指标

	季度熟料 产量	季度熟料 产能	熟料窑运转 率	季度销 量	吨均 价	吨成 本	吨毛 利	毛利 率	吨水泥营 业税金及 附加	吨水泥销 售费用	吨水泥管 理费用	吨水泥财 务费用	吨水泥期 间费用	吨水泥利 润总额
2010/3/31	201	275	73%	276	214	178	36	16.7%	1.0	11.3	12.7	9.2	33.2	2
2010/6/30	272	290	94%	318	245	224	21	8.5%	1.3	10.7	10.2	13.6	34.5	(15)
2010/9/30	295	324	91%	444	238	202	36	15.1%	1.3	9.7	6.6	9.9	26.2	8
2010/12/31	360	339	106%	525	271	182	89	32.7%	1.1	9.8	12.3	7.6	29.7	58
2011/3/31	240	332	72%	354	316	218	98	30.9%	2.1	9.7	14.0	11.1	34.8	61
2011/6/30	327	336	97%	441	330	226	104	31.5%	2.8	10.0	11.4	12.4	33.7	67
2011/9/30	334	339	98%	466	330	242	88	26.7%	2.2	9.3	9.6	11.3	30.2	55

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

表 2、江西省产能变化预测，万吨

江西	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末熟料产能	4320	4408	5421	5783	6033	6033
新干法熟料	3391	3608	4768	5506	6033	6033
落后熟料	929	800	653	277	0	0
熟料产能净增		88	1012	362	250	0
新干法释放		217	1159	738	527	0
落后淘汰		129	147	376	277	0
熟料年末产能增长率		2%	23%	7%	4%	0.0%
熟料有效产能增长率		13%	14.7%	10%	9.4%	2%
水泥产量增长率	5.3%	17.6%	1.7%	20.0%	10.0%	10.0%
熟料产能利用率	106%	106%	90%	97%	98%	106%

数据来源：兴业证券研究所

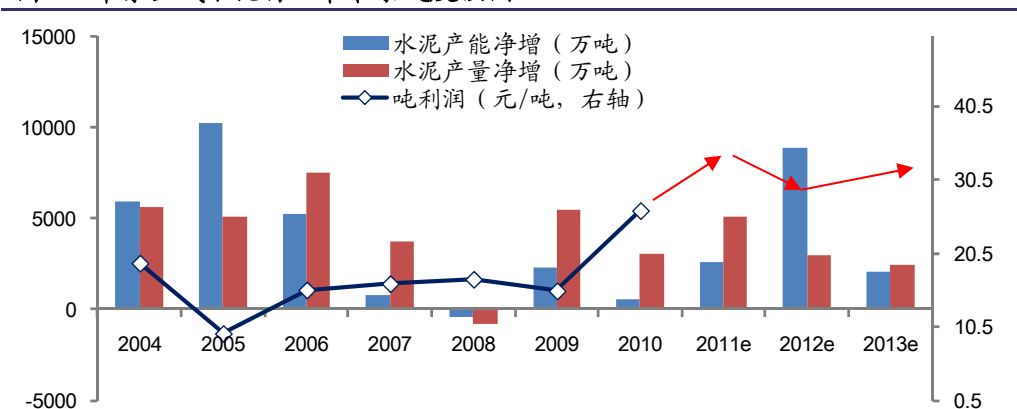
注：有效产能是指考虑投产时间及淘汰时间因素后，年度实际贡献的产能

表 3、华东区域产能变化预测，万吨

华东	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末熟料产能	41330	41401	42179	47218	49720	49916
新干法熟料	31608	34844	38530	44823	48723	49916
落后熟料	9722	6557	3649	2395	998	0
熟料产能净增		71	778	5039	2502	196
新干法释放		3236	3686	6293	3900	1194
落后淘汰		3165	2908	1254	1398	998
熟料年末产能增长率		0%	2%	12%	5%	0.4%
熟料有效产能增长率		4%	0.9%	4%	12.7%	3%
水泥产量增长率	-1.5%	10.3%	5.2%	8.2%	4.4%	3.5%
熟料产能利用率	86%	90%	93%	97%	90%	90%

数据来源：兴业证券研究所

图 4、华东区域水泥行业未来景气度预测



数据来源：兴业证券研究所

表 4、盈利预测假设

单位	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料：年末产能 万吨	446	446	663	834	1144	1144	1097	1237
有效产能 万吨	391	446	542	749	1042	1144	1098	1237
产能利用率	86%	98%	104%	123%	108%	108%	108%	108%
产量 万吨	335	438	564	925	1122	1235	1185	1336
水泥：年末产能 万吨	660	720	780	1160	1830	2000	2210	2210
有效产能 万吨	660	660	723	1099	1651	1929	2160	2210
产能利用率：粉磨	47%	62%	86%	105%	79%	80%	80%	80%
产量：水泥 万吨	313	409	620	1154	1303	1543	1728	1768
产销率：水泥	99%	100%	100%	99%	100%	100%	100%	100%
销量：水泥 万吨	311	409	620	1146	1298	1543	1728	1768
熟料系数	1.33	1.40	1.46	1.43	1.52	1.50	1.50	1.50
销量：熟料 万吨	100	146	139	118	264	207	33	157
销量：熟料+水泥 万吨	411	555	759	1264	1562	1750	1761	1925
吨均价：水泥&熟料 元/t	198	227	253	227	246	326	327	346
营业收入 万元	81217	126074	191870	286546	384712	571174	576173	666669
吨成本：水泥&熟料 元/t	162	186	203	186	196	235	242	249
营业成本 万元	66448	103367	154376	234571	305911	411245	426368	480002
综合毛利率	18%	18%	20%	18%	20%	28%	26%	28%
吨毛利 元/t	36	41	49	41	50	91	85	97
吨营业税金及附加 元/t	0.9	0.9	1.3	0.8	1.2	2.5	2.5	2.5
营业税金及附加 万元	383	499	978	1027	1799	4375	4403	4813
吨销售费用 元/t	11.7	12.8	12.6	12.4	10.2	9.8	9.7	9.6
销售费用 万元	4792	7097	9583	15652	15947	17149	17085	18482
吨管理费用 元/t	10.4	10.2	10.9	9.7	10.3	12.5	12.4	12.3
管理费用 万元	4290	5633	8251	12268	16135	21873	21841	23680
吨财务费用 元/t	13	13	12	10	10	7.8	7.9	6.9
财务费用 万元	5531	7082	9188	12375	15262	13700	13900	13200
吨利润总额 元/t	-0.6	4.3	12.5	8.4	19.0	59	53	66

数据来源：兴业证券研究所

表 5、江西水泥分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	11-3Q	QOQ	2010-09	2011-09	YOY	说明
营业收入	1057	1421	1120	1456	1536.5	45.4%	2426	4113	69.6%	
营业成本	898	957	774	998	1127.0	25.5%	2102	2899	37.9%	
毛利	159	464	347	459	409.5	157.1%	324	1215	275.2%	
销售费用	43	51	34	44	43.5	1.2%	108	122	12.6%	
管理费用	29	65	49	50	44.7	52.3%	97	144	49.4%	
财务费用	44	40	39	55	52.5	19.1%	113	147	29.9%	
资产减值	-0	9	1	2	-0.2	-	1	3	217.0%	
公允价值	0	0	-0	-0	0.0	-	0	-0	-	
投资收益	0	47	0	81	0.0	-	0	81	-	
营业利润	37	341	215	376	258.5	595.4%	-7	850	-	
利润总额	43	362	218	397	266.3	519.5%	24	881	3599.0%	
净利润	12	171	87	210	122.8	951.4%	-17	419	-	
EPS	0.030	0.431	0.219	0.530	0.31	951.4%	-0.044	1.059	-	
销售费用率	4.1%	3.6%	3.1%	3.0%	2.8%	-1.2%	4.5%	3.0%	-1.5%	
管理费用率	2.8%	4.6%	4.4%	3.5%	2.9%	0.1%	4.0%	3.5%	-0.5%	
财务费用率	4.2%	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	-0.8%	4.7%	3.6%	-1.1%	
所得税率	23.9%	20.6%	32.0%	21.0%	25.9%	2.0%	89.4%	25.2%	-64.3%	
毛利率	15.1%	32.7%	30.9%	31.5%	26.7%	11.6%	13.4%	29.5%	16.2%	
净利润率	1.1%	12.0%	7.8%	14.4%	8.0%	6.9%	-0.7%	10.2%	10.9%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1707	3142	3368	4761
货币资金	926	2090	2284	3540
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	50	74	75	87
其他应收款	68	102	103	119
存货	443	596	618	695
非流动资产	4880	5029	5532	5323
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	192	192	192	192
投资性房地产	31	31	31	31
固定资产	3637	3670	3876	3857
在建工程	258	317	517	317
油气资产	0	0	0	0
无形资产	484	528	605	644
资产总计	6587	8171	8900	10084
流动负债	3349	4033	4074	4328
短期借款	1348	1500	1500	1500
应付票据	639	859	891	1003
应付账款	693	931	966	1087
其他	669	742	717	738
非流动负债	903	975	1005	1000
长期借款	479	550	580	576
其他	424	424	424	424
负债合计	4253	5008	5078	5328
股本	396	396	396	396
资本公积	588	588	588	588
未分配利润	214	722	1094	1643
少数股东权益	1116	1438	1724	2108
股东权益合计	2334	3164	3822	4756
负债及权益合计	6587	8171	8900	10084

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	290	540	480	645
折旧和摊销	277	339	371	399
资产减值准备	10	31	2	15
无形资产摊销	19	19	23	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	132	137	139	132
投资损失	-47	-81	-55	-66
少数股东损益	137	322	286	384
营运资金的变动	102	-231	-8	-102
经营活动产生现金流量	792	1504	1240	1611
投资活动产生现金流量	-534	-395	-828	-123
融资活动产生现金流量	-37	54	-217	-233
现金净变动	222	1163	194	1256
现金的期初余额	495	926	2090	2284
现金的期末余额	717	2090	2284	3540

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3847	5712	5762	6667
营业成本	3059	4112	4264	4800
营业税金及附加	18	44	44	48
销售费用	159	171	171	185
管理费用	161	219	218	237
财务费用	153	137	139	132
资产减值损失	10	10	11	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	47	81	55	66
营业利润	333	1099	970	1318
营业外收入	76	74	77	81
营业外支出	23	24	26	27
利润总额	386	1148	1022	1373
所得税	96	287	255	343
净利润	290	861	766	1030
少数股东损益	137	322	286	384
归属母公司净利润	153	540	480	645
EPS (元)	0.39	1.36	1.21	1.63

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.3%	48.5%	0.9%	15.7%
营业利润增长率	211.2%	229.6%	-11.7%	35.9%
净利润增长率	131.9	252.2%	-11.0%	34.4%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	28.0%	26.0%	28.0%
净利率	4.0%	9.4%	8.3%	9.7%
ROE	12.6%	31.3%	22.9%	24.4%

偿债能力(%)

资产负债率	64.6%	61.3%	57.1%	52.8%
流动比率	0.51	0.78	0.83	1.10
速动比率	0.37	0.63	0.67	0.93

营运能力(次)

资产周转率	62.2%	77.4%	67.5%	70.2%
应收帐款周转率	4393.5	4892.0	4111.4	4391.6

每股资料(元)

每股收益	0.39	1.36	1.21	1.63
每股经营现金	2.00	3.80	3.13	4.07
每股净资产	3.08	4.36	5.30	6.69

估值比率(倍)

PE	38.2	10.8	12.2	9.1
PB	4.8	3.4	2.8	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。