

江西水泥 (000789)

推荐 (首次)

中报点评-量价齐升致业绩大增

市场数据

报告日期	2011-8-10
收盘价(元)	18.19
总股本(百万股)	395.91
流通股本(百万股)	395.89
总市值(百万元)	7202
流通市值(百万元)	7201
净资产(百万元)	1485.37
总资产(百万元)	7043.28
每股净资产	3.75

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3847	5704	6155	7212
同比增长(%)	34.3%	48.3%	7.9%	17.2%
净利润(百万元)	153	546	596	727
同比增(%)	131.9%	256.2%	9.2%	21.9%
毛利率(%)	20.5%	32.0%	32.0%	32.0%
净利率(%)	4.0%	9.6%	9.7%	10.1%
净资产收益率(%)	12.6%	31.5%	26.9%	25.7%
每股收益(元)	0.39	1.38	1.51	1.84
每股经营现金流(元)	2.00	4.09	4.07	4.94

相关报告

投资要点

事件:

2011年上半年,公司实现水泥产量665.83万吨、销量796.03万吨,较上年同期分别增长了32.3%、30.17%;实现营业收入257675万元,较上年同期增长了88.27%;实现归属于上市公司股东的净利润29663万元,较上年同期增长了1125.53%,实现EPS0.75元。

点评:

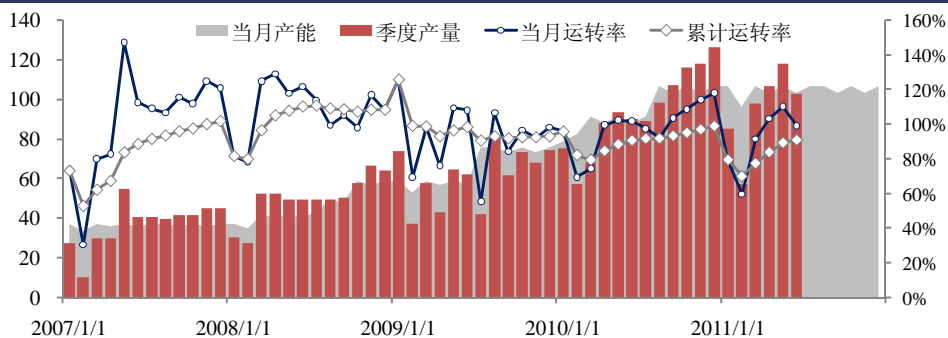
- **量价齐升,营业收入同比大幅增长。**公司上半年生产熟料569万吨,窑运转率达到91%,与往年水平相当。实现产品销量796万吨,同比增长30.17%。吨产品均价达到324元,较去年同期227元上涨接近100元。量价齐升推动营业收入大涨88.27%。
- **成本上升较快,吨水泥期间费用变化不大,吨水泥利润大幅提升。**公司上半年吨水泥生产成本达到223元/吨,去年同期单位成本仅为200元/吨,上涨23元/吨。我们判断,煤炭价格上涨是导致成本较快上升的主要原因。上半年吨产品毛利达到101元,而去年同期仅为20元。吨水泥期间费用为34元,去年同期为33元/吨。其中,吨水泥销售费用较去年同期下降1元,吨水泥管理费用上涨1.4元,吨水泥对应财务费用和去年同期相当。上半年吨产品利润总额达到64.5元,而去年同期为-7.2元。

分析师 张忆东
SAC:S0190510110012

联系人: 陈文 王挺
021-38565950
Email:chenwyf@xyzq.com.cn

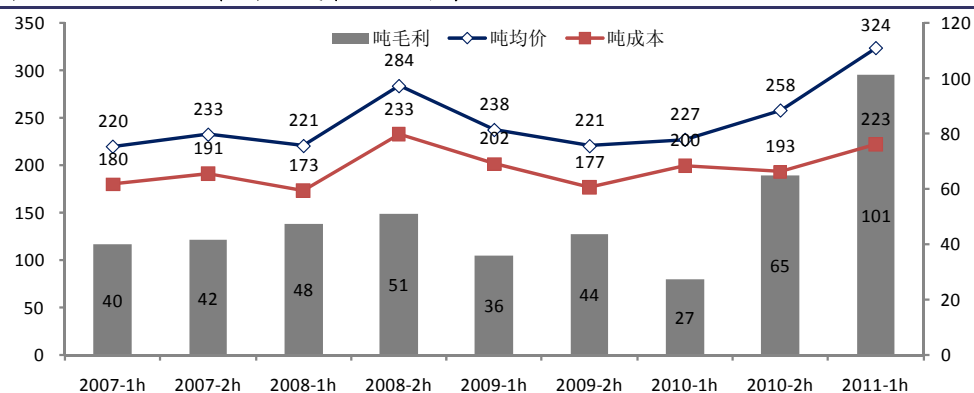
- **区域景气度判断：**华东区产能释放压力较大，江西省水泥景气度走平概率大。我们测算华东区 2010~2012 年净增熟料产能分别为 778、4311、766 万吨，有效产能增长率分别为 0.9%、3.5%、9.5%，2012 年新增产能压力较大，目前处于整个行业的高景气阶段，供给端的风险不容小视。江西省内新增产能压力较小，2010~2012 年释放新干法熟料产能分别为 1159、443、527 万吨，而淘汰落后熟料产能分别为 147、376、277 万吨，净增熟料产能分别为 1012、67、250 万吨，如果考虑投产时间因素，有效产能增长率分别为 14.7%、9.3%、5%。江西省水泥供给端压力并不大，加上显著强于华东区的水泥需求的支撑，供需形势强于华东区域，但未来华东区较大的产能压力将制约江西省水泥行业景气的上升空间，区域景气度走平的概率较大。
- **盈利预测及评级：**预计 11-13 年 EPS 分别为 1.38、1.51、1.84，对应 PE 分别为 13.3、12.2、10 倍，首次给予“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、江西水泥上半年熟料窑运转率为 91%，与去年同期一致



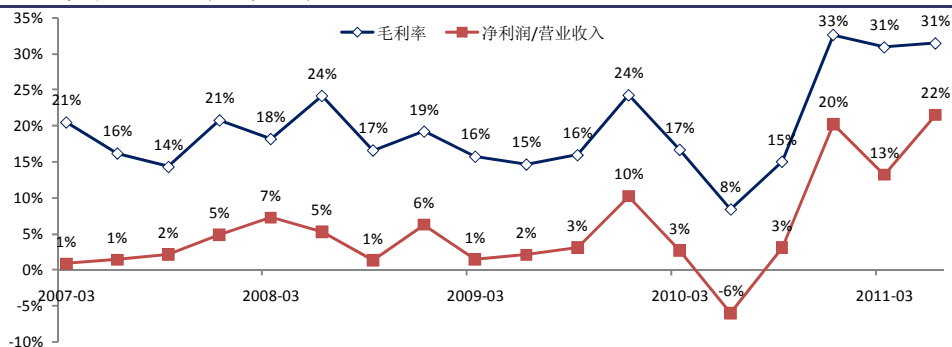
数据来源：公司资料，建材信息网，兴业证券研究所

图 2、江西水泥吨售价、成本、毛利情况，元/吨



数据来源：公司资料，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、公司产品相关财务指标，元/吨

	2007-1h	2007-2h	2008-1h	2008-2h	2009-1h	2009-2h	2010-1h	2010-2h	2011-1h
销量	241	314	372	386	450	814	602	960	796
吨均价	220	233	221	284	238	221	227	258	324
吨成本	180	191	173	233	202	177	200	193	223
吨毛利	40	42	48	51	36	44	27	65	101
毛利率	18.2%	17.9%	21.6%	18.0%	15.1%	19.9%	12.0%	25.2%	31.2%
吨营业税金及附加	0.81	0.97	1.30	1.28	0.74	0.85	1.12	1.17	2.49
税金及附加/营业收入	0.37%	0.42%	0.59%	0.45%	0.31%	0.39%	0.49%	0.45%	0.77%
吨销售费用	13.10	12.55	11.67	13.55	11.02	13.14	10.85	9.81	9.85
销售费用率	6.0%	5.4%	5.3%	4.8%	4.6%	6.0%	4.8%	3.8%	3.0%
吨管理费用	10.71	9.72	10.99	10.76	10.49	9.27	11.17	9.80	12.51
管理费用率	4.9%	4.2%	5.0%	3.8%	4.4%	4.2%	4.9%	3.8%	3.9%
吨财务费用	14.40	11.51	12.38	11.85	10.82	9.22	11.42	8.74	11.81
财务费用率	6.5%	4.9%	5.6%	4.2%	4.6%	4.2%	5.0%	3.4%	3.6%
吨期间费用	38	34	35	36	32	32	33	28	34
期间费用率	17.4%	14.5%	15.9%	12.7%	13.6%	14.3%	14.7%	11.0%	10.6%
吨水泥利润总额	1.07	6.82	11.30	13.68	2.92	11.47	(7.23)	35.42	64.48
吨水泥净利	0.80	5.11	8.47	10.26	2.19	8.60	-5.43	26.56	48.36

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

单位：万吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末熟料产能	4320	4408	5421	5488	5738	5738
新干法	3391	3608	4768	5211	5738	5738
落后熟料	929	800	653	277	0	0
熟料产能净增		88	1012	67	250	0
新干法释放		217	1159	443	527	0
落后产能淘汰		129	147	376	277	0
熟料年末产能增长率		2%	23%	1%	5%	0%
熟料有效产能增长率		13%	15%	9%	5%	2%

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

单位：万吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末熟料产能	41330	41401	42179	46489	47256	46692
新干法	31608	34844	38530	44094	46258	46692
落后熟料	9722	6557	3649	2395	998	0
熟料产能净增		71	778	4311	766	(564)
新干法释放		3236	3686	5565	2164	434
落后产能淘汰		3165	2908	1254	1398	998
熟料年末产能增长率		0%	2%	10%	2%	-1%
熟料有效产能增长率		4%	1%	4%	9%	0%

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	2011	2012	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	349	375
营业收入 万元	81217	126074	191870	286546	384712	570400	615489	721168
吨成本：水泥&熟料 元/t	162	186	203	186	196	222	238	255
营业成本 万元	66448	103367	154376	234571	305911	387872	418533	490394
综合毛利率	18%	18%	20%	18%	20%	32%	32%	32%
吨毛利 元/t	36	41	49	41	50	104	112	120
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	7.7	7.3	5.9
财务费用 万元	5531	7082	9188	12375	15262	13544	12896	11327
吨利润总额 元/t	-0.6	4.3	12.5	8.4	19.0	72	80	90
实际所得税率						25%	25%	25%
吨净利润 元/t	-0.4	3.2	9.4	6.3	14.2	54	60	67

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	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	778	1057	1421	1120	1456.4	87.1%	1369	2577	88.3%	量价齐升
营业成本	712	898	957	774	997.9	40.1%	1204	1772	47.1%	煤炭价格上升
毛利	66	159	464	347	458.6	597.3%	164	805	389.5%	
销售费用	34	43	51	34	44.1	29.7%	65	78	20.1%	
管理费用	32	29	65	49	50.2	55.2%	67	100	48.1%	
财务费用	43	44	40	39	54.7	26.1%	69	94	36.8%	
资产减值	1	-0	9	1	2.2	235.9%	1	3	232.1%	应收账款增加, 计提坏账准备增加
公允价值	0	0	0	-0	0.0	-	0	-0	-	
投资收益	0	0	47	0	80.8	-	0	81	-	南方水泥分红、出售股权投资收益
营业利润	-49	37	341	215	375.9	-	-44	591	-	
利润总额	-39	43	362	218	396.5	-	-19	614	-	
净利润	-33	12	171	87	209.8	-	-29	297	-	
EPS	-0.082	0.030	0.431	0.219	0.53	-	-0.073	0.749	-	
销售费用率	4.4%	4.1%	3.6%	3.1%	3.0%	-1.3%	4.8%	3.0%	-1.7%	水泥售价提高
管理费用率	4.2%	2.8%	4.6%	4.4%	3.5%	-0.7%	4.9%	3.9%	-1.1%	水泥售价提高
财务费用率	5.6%	4.2%	2.8%	3.5%	3.8%	-1.8%	5.0%	3.7%	-1.4%	
所得税率	-18.7%	23.9%	20.6%	32.0%	21.0%	39.7%	-57.4%	24.9%	82.2%	
毛利率	8.5%	15.1%	32.7%	30.9%	31.5%	23.0%	12.0%	31.3%	19.2%	
净利润率	-4.2%	1.1%	12.0%	7.8%	14.4%	18.6%	-2.1%	11.5%	13.6%	

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	3321	4516	6289
货币资金	926	2315	3434	5029
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	50	74	80	94
其他应收款	68	102	110	128
存货	443	562	606	710
非流动资产	4880	4914	4845	4645
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	3621	3563	3422
在建工程	258	267	241	174
油气资产	0	0	0	0
无形资产	484	519	548	564
资产总计	6587	8235	9362	10934
流动负债	3349	3931	4047	4383
短期借款	1348	1500	1500	1500
应付票据	639	810	874	1025
应付账款	693	879	948	1111
其他	669	742	724	748
非流动负债	903	967	958	936
长期借款	479	543	534	512
其他	424	424	424	424
负债合计	4253	4898	5005	5319
股本	396	396	396	396
资本公积	588	588	588	588
未分配利润	214	728	1215	1822
少数股东权益	1116	1605	2138	2788
股东权益合计	2334	3337	4357	5615
负债及权益合计	6587	8235	9362	10934

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	290	546	596	727
折旧和摊销	277	338	357	372
资产减值准备	10	29	8	18
无形资产摊销	19	19	21	22
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	132	136	130	115
投资损失	-47	-81	-55	-66
少数股东损益	137	489	533	650
营运资金的变动	102	-176	-32	-140
经营活动产生现金流量	792	1618	1611	1955
投资活动产生现金流量	-534	-278	-243	-104
融资活动产生现金流量	-37	48	-249	-257
现金净变动	222	1389	1119	1594
现金的期初余额	495	926	2315	3434
现金的期末余额	717	2315	3434	5029

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3847	5704	6155	7212
营业成本	3059	3879	4185	4904
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	136	130	115
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	1326	1450	1777
营业外收入	76	74	77	81
营业外支出	23	24	26	27
利润总额	386	1376	1502	1831
所得税	96	341	372	454
净利润	290	1035	1130	1377
少数股东损益	137	489	533	650
归属母公司净利润	153	546	596	727
EPS (元)	0.39	1.38	1.51	1.84

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.3%	48.3%	7.9%	17.2%
营业利润增长率	211.2%	297.8%	9.3%	22.5%
净利润增长率	131.9	256.2%	9.2%	21.9%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	32.0%	32.0%	32.0%
净利率	4.0%	9.6%	9.7%	10.1%
ROE	12.6%	31.5%	26.9%	25.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	64.6%	59.5%	53.5%	48.6%
流动比率	0.51	0.84	1.12	1.43
速动比率	0.37	0.70	0.96	1.27
营运能力(次)				
资产周转率	62.2%	77.0%	70.0%	71.1%
应收帐款周转率	4393.5	4889.4	4249.2	4417.2
每股资料(元)				
每股收益	0.39	1.38	1.51	1.84
每股经营现金	2.00	4.09	4.07	4.94
每股净资产	3.08	4.38	5.61	7.14
估值比率(倍)				
PE	47.4	13.3	12.2	10.0
PB	6.0	4.2	3.3	2.6

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.xyqz.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。