

# 江西水泥 (000789)

——业绩符合预期，区域水泥盈利大幅回升，混凝土快速扩张

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2013年08月29日

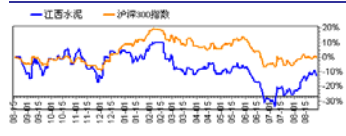
收盘价(元)	10.22
一年内最高/最低(元)	13.39/7.49
上证指数/深证成指	2097/8215
市净率	2.3
息率(分红/股价)	0.98
流通A股市值(百万元)	4046

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2013年06月30日

每股净资产(元)	4.39
资产负债率%	58.00
总股本/流通A股(百万)	409/396
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《江西水泥(000789)2012 半年报点评：业绩符合预期，江西区域价格底部回升，静待旺季需求复苏》  
2012/08/23

### 证券分析师

王丝语 A0230511040048  
wangsy@swsresearch.com

### 联系人

项雯倩  
(8621)23297818x7216  
xiangwq@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

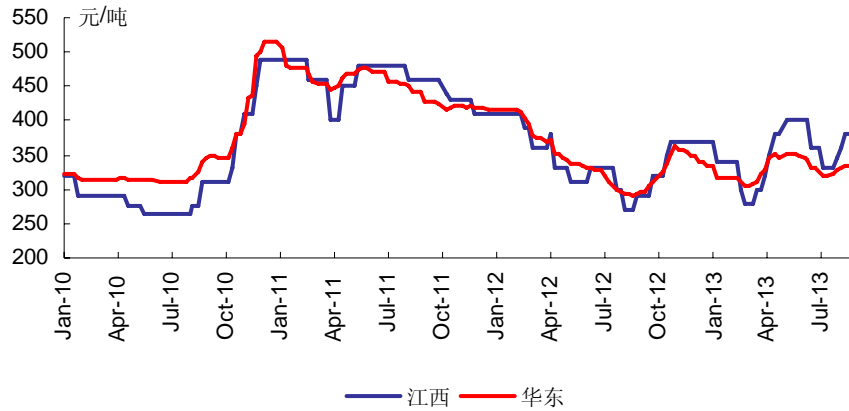
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012A	4,658	-17.5	190	(62.3)	0.47	19.6	11.2	22.3	10.0
13H1	2,531	26.1	133	129.0	0.32	21.1	7.4		
2013E	5,565	19.5	388	103.8	0.95	23.8	18.6	10.9	7.6
2014E	6,345	14.0	449	15.7	1.10	24.1	17.7	9.5	7.0
2015E	7,020	10.6	501	11.4	1.22	24.1	16.5	8.5	6.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点：

- **13年上半年业绩1.33亿元，同比增长129%，其中2季度业绩同比增长近19倍，折合EPS0.25元，完全符合预期。**报告期公司实现营收25.3亿元，同比增长26.13%，其中混凝土业务收入4.1亿元，同比增长114.53%。业绩1.33亿元，同比增长129%，折合EPS0.32，完全符合我们在业绩前瞻中的预期。2季度实现营收14.27亿元，同比增长26.67%。实现归属净利润1.01亿元，同比增长近19倍，折合EPS0.25元。2季度业绩增速大幅增涨主要是同期区域盈利过差导致基数过低。2季度公司主营毛利率为24.26%，同比上升8.6%，环比上升6%。另公司公告为积极推进公司商品混凝土建设，收购同兴混凝土有限公司100%股权，产量50万方。
- **水泥量升利涨，成本下滑推动企业业绩快速增长。**受区域需求旺盛的影响，公司销售状况良好，上半年水泥熟料销量约976万吨，同比增长39%。价格方面，预计2季度公司吨水泥销售均价为267元，与去年持平。公司对标管理的突破以及销量增长带动规模效应，同时煤炭价格下滑使水泥成本大幅降低。两者相作用有效摊薄公司水泥吨成本。预计公司吨水泥成本为202元，比去年同期相比降低23元/吨。吨毛利为65元，同比上涨23元。另外公司加快扩展产业链上下游整合，并取得良好成效。2季度公司混凝土业务显著增长，收入增速达114%，毛利率为24%，同比上升5%。
- **江西区域需求旺盛。**今年华东区水泥需求整体复苏，1-7月水泥累计产量同增9.6%，高于去年同期4.3个百分点。其中江西省最为突出，1-7月水泥累计产量增速21.2%，同比增长20个百分点，高于全国平均值11.6个百分点。下游需求旺盛是推动今年江西水泥上涨的主要动力，目前江西P.042.5已涨至380元/吨，比去年同期高110元，价格同比上涨40.7%。同时区域供给释放压力小，13年共有两条线投产，产能均在下半年后期释放，约382万吨，比去年同期增多200万吨，明年区域无新增产能。随着9月传统施工旺季需求逐步提升，即可消化新增产能，同时区域水泥库存偏低（普遍在50%左右），旺季价格进一步上行依然可期。
- **业绩拐点已出现，预计公司全年业绩呈现高增长。**上半年公司水泥业务状况良好，业绩同比出现大幅改善。在此基础上，公司还积极纵向延伸产业链，通过收购兼并等方式高速拓展混凝土业务。目前公司混凝土产能1000万方，公司计划2015年混凝土产能达到2000万方。公司在江西地区的市场主导地位将进一步增强。我们维持公司13-15年EPS为0.95/1.10/1.22，维持“增持”评级。

图 1: 江西地区水泥价格走势



资料来源: 数字水泥网, 申万研究

表 1: 江西水泥生产线列表

企业名称	生产线规模 (T/D)	产能 (万吨)	股权占比	权益产能 (万吨)	投产时间
江西万年青水泥有限公司万年水泥厂	2000	62	100%	62	1986
	2000	62	100%	62	2000
	3000	93	100%	93	2008.1
	5000	155	100%	155	2010.8
江西玉山万年青水泥有限公司	2500	77.5	40%	31	2003.5
	2500	77.5	40%	31	2004.6
江西瑞金万年青水泥有限责任公司	5000	155	50%	78	2006.5.10
	5000	155	50%	78	2010.1.26
江西赣州南方万年青水泥有限公司	1500	46.5	40%	19	
	2500	77.5	40%	31	
江西锦溪水泥有限公司	2500	77.5	65%	50	2009年6月收购
	3000	93	65%	60	
<b>总计</b>		<b>1131.5</b>		<b>749</b>	

资料来源: 卓创水泥, 公司公告, 申万研究

表 2: 主要假设情况

	2010	2011	1Q2012	2Q2012	2012H1	2012	2013Q1	2013Q2	2013H1	2013E	2014E	2015E
销量 (万吨)	1562	1777	280	423	703	1725	440	536	976	2100	2350	2600
均价 (元/吨)	246	318	314	267	257	270	251	267	216	265	270	270
成本 (元/吨)	196	228	257	225	215	217	205	202	170	202	205	205
吨毛利 (元/吨)	50	90	57	42	42	53	46	65	46	63	65	65

资料来源: 申万研究

表 3: 利润表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	5,649	4,658	5,565	6,345	7,020
二、营业总成本	4,716	4,395	4,908	5,568	6,142
其中：营业成本	4,043	3,744	4,242	4,818	5,330
营业税金及附加	40	34	41	47	52
销售费用	196	157	189	216	239
管理费用	216	243	289	330	365
财务费用	194	206	172	154	153
资产减值损失	27	11	-25	4	4
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	81	32	20	20	20
三、营业利润	1,013	296	677	797	898
加：营业外收入	90	129	100	100	100
减：营业外支出	26	32	20	20	20
四、利润总额	1,078	393	757	877	978
减：所得税	295	112	184	214	239
五、净利润	783	281	573	663	738
少数股东损益	278	91	185	214	238
归属于母公司所有者的净利润	506	190	388	449	501
六、基本每股收益	1.28	0.48	0.95	1.1	1.22
全面摊薄每股收益	1.24	0.47	0.95	1.1	1.22

资料来源：公司公告，申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。