

江西水泥 (000789.SZ)

量价齐升态势仍将延续

● 三季度淡季不淡，量价齐升态势延续

公司发布三季度业绩预告，公司 1-9 月实现归属净利润同比增长 196-223%。我们认为量价齐升态势的延续是公司业绩继续大幅增长的原因所在。

从销量数据上看，虽然公司三季度销量增速与中报相比出现一定下滑，但是我们认为销量增速的下滑是受产能瓶颈限制所造成的。公司熟料产能大约在 1562 万吨左右（按照 365 天计算，折合水泥产能大约 2187 万吨），则单季度水泥产能大约为 $2187/4=547$ 万吨，已经小于我们对公司三季度销量预估值 560 万吨，因此公司销量增速下滑的主要原因在于公司产能瓶颈。

从水泥价格上看，江西水泥价格出现了淡季不淡的态势。2013 年区域价格在 7 月底就开始出现显著反弹，目前南昌水泥价格同比去年已经出现 60 元/吨的提升。

● 需求持续回暖，新增供给较少，供需格局仍然较好

值得注意的是，公司从 2012 年至今没有新增熟料产能投产，因此销量的大幅增长完全是由于需求复苏所推动的。根据统计局数据，江西省 1-8 月水泥产量同比增长 21.11%，仅次于贵州及宁夏、青海等少数西北省份。当地水泥需求已经从去年底出现了显著改善。

从供给端看，江西省内 2012 年仅有一条熟料生产线投产，2013 年下半年新增产线也只有两条，全省熟料产能预计增加 6%。在需求增速高达 20% 以上的情况下，新增供给压力不大。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们今年把包括公司在内的华东地区作为水泥行业首推品种，核心逻辑在于华东地区水泥需求旺盛而供给端压力较小，供需格局和企业盈利与 2012 年相比均将出现大幅改善。我们认为公司量价齐升的态势在四季度仍将延续，预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.90、1.00、1.20，对应市盈率 11、10、9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济继续下行，新投产产能超预期，原材料成本大幅上涨。

盈利预测：

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,648.63	4,658.43	5,506.80	5,893.34	6,304.76
增长率(%)	46.83%	-17.53%	18.21%	7.02%	6.98%
EBITDA(百万元)	1,472.05	839.95	1,309.92	1,371.14	1,401.66
净利润(百万元)	505.56	190.49	368.40	412.39	492.02
增长率(%)	229.86%	-62.32%	93.40%	11.94%	19.31%
EPS(元/股)	1.277	0.466	0.901	1.009	1.203
市盈率(P/E)	8.22	26.51	11.41	10.19	8.54
市净率(P/B)	2.72	2.97	2.03	1.69	1.41
EV/EBITDA	3.80	7.88	3.81	3.16	2.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

10.27 元

前次评级

买入

报告日期

2013-10-11

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

相关研究：

江西水泥(000789.sz)：2011 2012-03-30
年报点评

江西水泥(000789.sz)：中报低 2010-08-31
于预期，下半年有望见底回升

联系人： 范佳臻 021-60750613

fanjiali@gf.com.cn

事件描述

公司10月9日晚发布三季度业绩预告，公司1-9月实现归属母公司净利润22000-24000万元，比上年同期增长196-223%，对应每股盈利0.54-0.59元。其中7-9月实现盈利8700-10700万元，与去年同期1623万元相比大幅增长。

事件点评

三季度淡季不淡，量价齐升态势延续

公司发布三季度业绩预告，公司1-9月实现归属净利润同比增长196-223%。公司三季度单季销量增长12%，吨净利增长433%，量价齐升态势的延续是公司业绩继续大幅增长的原因所在。

从销量数据上看，我们预估三季度公司销量同比增长12%。虽然公司三季度销量增速与中报相比出现一定下滑，但是我们认为销量增速的下滑是受产能瓶颈限制所造成的。

近两年来公司没有新增产能投放，熟料产能大约在1562万吨左右（按照365天计算，折合水泥产能大约2187万吨），则单季度水泥产能大约为 $2187/4=547$ 万吨，已经小于我们对公司三季度销量预估值560万吨，因此公司销量增速下滑的主要原因在于公司产能瓶颈。

从水泥价格上看，江西水泥价格出现了淡季不淡的态势。2012年由于需求低迷，当地水泥价格从年初下滑至在9月初才开始有所反弹；而2013年区域价格在7月底就开始出现显著反弹，目前南昌水泥价格同比去年已经出现60元/吨的提升。

表 1: 前三季度公司业绩大幅增长

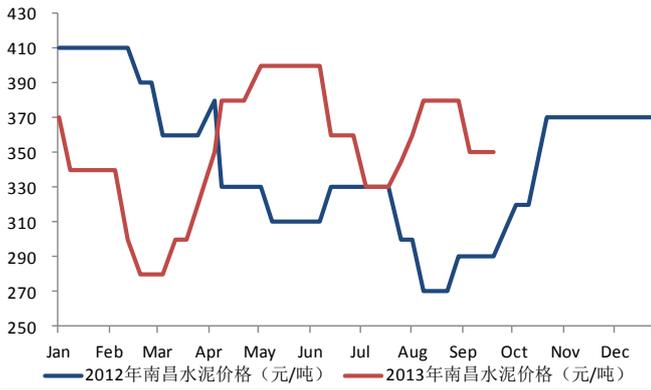
	前三季度			三季度			二季度			一季度		
	净利润 (万元)	销量 (万吨)	吨净利 (元/吨)									
2013	22956	1530	15.0	9700	560	17.3	10147	522	19.4	3109	448	6.9
2012	7412	1203	6.2	1624	500	3.2	510	418	1.2	5278	285	18.5
同比	210%	27%	144%	497%	12%	433%	1890%	25%	1519%	-41%	57%	-63%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

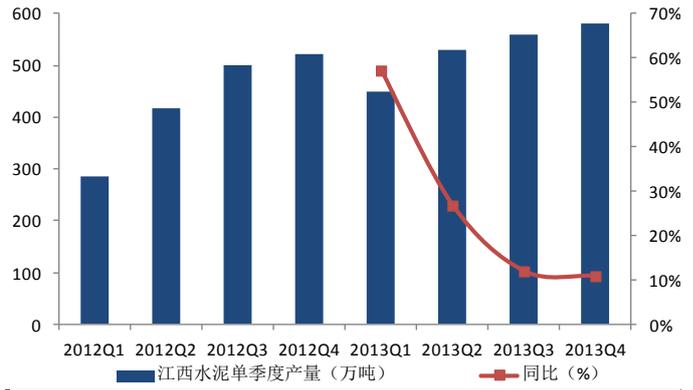
（为方便对比将三季度单季归属净利润假设为9700万元）

图1: 2013年3季度江西水泥市场淡季不淡

图2: 预计公司三季度单季产量增速仍达12%



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

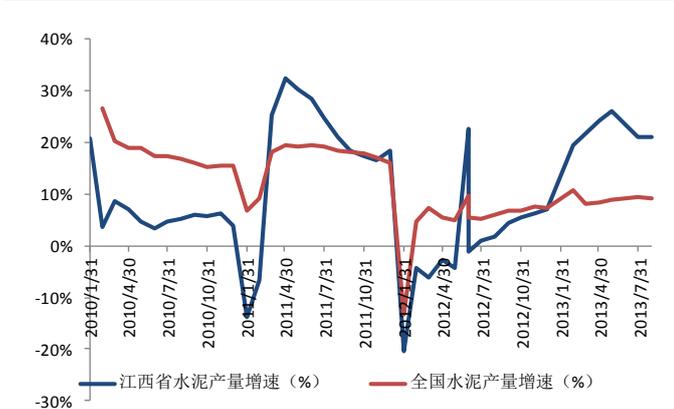
(注：2013Q3/Q4产量数据为估算值)

需求持续回暖，新增供给较少，供需格局仍然较好

值得注意的是，公司从2012年至今没有新增熟料产能投产，因此销量的大幅增长完全是由于需求复苏所推动的。根据统计局数据，1-8月全国水泥产量增速9.24%，而江西省同期水泥产量同比增长21.11%，仅次于贵州及宁夏、青海等少数西北省份。当地水泥需求已经从去年底出现了显著改善。

从供给端看，江西省内2012年仅有一条熟料生产线投产，2013年下半年新增产线也只有两条，全省熟料产能预计增加6%。在需求增速高达20%以上的情况下，新增供给压力不大。

图3：江西省水泥产量增速远高于全国均值



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图4：江西省1-8月产量增速仅次于贵州及西北省份



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

我们今年把包括公司在内的华东地区作为水泥行业首推品种，核心逻辑在于华东地区水泥需求旺盛而供给端压力较小，供需格局和企业盈利与2012年相比均将出现大幅改善。我们认为公司量价齐升的态势在四季度仍将延续，预计公司2013-2015年EPS分别为0.90、1.00、1.20，对应市盈率11、10、9倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济继续下行，新投产能超预期，原材料成本大幅上涨。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2120	2199	4219	1754	2713
货币资金	1013	1131	3106	576	1457
应收及预付	501	539	466	532	581
存货	603	526	647	646	674
其他流动资产	2	4	0	0	0
非流动资产	4908	4991	5019	5030	4910
长期股权投资	195	201	201	201	201
固定资产	3847	3905	4039	4017	3864
在建工程	126	29	39	49	59
无形资产	608	758	711	734	757
其他长期资产	131	99	30	30	30
资产总计	7028	7191	9238	6784	7623
流动负债	3230	3464	5050	1919	1975
短期借款	1443	1710	3192	0	0
应付及预收	1605	1449	1858	1919	1975
其他流动负债	182	305	0	0	0
非流动负债	1189	868	698	698	698
长期借款	442	200	200	200	200
应付债券	398	498	498	498	498
其他非流动负债	348	170	0	0	0
负债合计	4418	4332	5749	2617	2674
股本	396	409	409	409	409
资本公积	423	500	500	500	500
留存收益	708	794	1163	1575	2067
归属母公司股东权	1527	1703	2072	2484	2976
少数股东权益	1083	1156	1418	1683	1973
负债和股东权益	7028	7191	9238	6784	7623

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1138	579	1562	1203	1137
净利润	783	281	631	677	782
折旧摊销	318	360	394	435	466
营运资金变动	-106	-269	373	-5	-21
其它	143	207	165	95	-90
投资活动现金流	-801	-353	-329	-352	-242
资本支出	-358	-270	-370	-392	-282
投资变动	-443	-83	41	40	40
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-75	-134	742	-3381	-13
银行借款	1665	1861	1482	-3192	0
债券融资	-1456	-1652	-437	0	0
股权融资	61	165	0	0	0
其他	-345	-508	-304	-189	-13
现金净增加额	261	92	1975	-2531	881
期初现金余额	926	1013	1131	3106	576
期末现金余额	1187	1105	3106	576	1457

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	46.8	-17.5	18.2	7.0	7.0
营业利润增长	203.9	-70.8	162.7	12.5	15.4
归属母公司净利润增长	229.9	-62.3	93.4	11.9	19.3
获利能力(%)					
毛利率	28.4	19.6	26.0	26.0	26.0
净利率	13.9	6.0	11.5	11.5	12.4
ROE	33.1	11.2	17.8	16.6	16.5
ROIC	21.8	8.1	16.9	16.8	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	62.9	60.2	62.2	38.6	35.1
净负债比率	0.6	0.5	0.2	-	-0.2
流动比率	0.66	0.63	0.84	0.91	1.37
速动比率	0.44	0.45	0.68	0.50	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.66	0.67	0.74	0.88
应收账款周转率	112.28	33.97	40.56	40.56	40.56
存货周转率	7.73	6.63	6.55	6.92	6.93
每股指标(元)					
每股收益	1.28	0.47	0.90	1.00	1.20
每股经营现金流	2.87	1.42	3.82	2.94	2.78
每股净资产	3.86	4.17	5.07	6.07	7.28
估值比率					
P/E	8.2	26.5	11.4	10.2	8.5
P/B	2.7	3.0	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	3.8	7.9	3.8	3.2	2.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5649	4658	5507	5893	6305
营业成本	4043	3744	4075	4361	4666
营业税金及附加	40	34	31	36	41
销售费用	196	157	220	265	315
管理费用	216	243	264	295	347
财务费用	194	206	180	102	-32
资产减值损失	27	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	81	32	41	40	40
营业利润	1013	296	777	874	1008
营业外收入	90	129	93	80	90
营业外支出	26	32	23	26	27
利润总额	1078	393	847	928	1071
所得税	295	112	216	251	289
净利润	783	281	631	677	782
少数股东损益	278	91	262	265	290
归属母公司净利润	506	190	368	412	492
EBITDA	1472	840	1310	1371	1402
EPS(元)	1.28	0.47	0.90	1.00	1.20

广发建材行业研究小组

- 邹戈： 分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐： 研究助理，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xielu@gf.com.cn，021-60750630。
- 范佳璠： 研究助理，上海交通大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：fanjiali@gf.com.cn，021-60750613。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。