

2014-7-9


公司报告(点评报告)


 评级 **谨慎推荐** 维持

**江西水泥 (000789)**

## 中期业绩高增长，但下半年大概率放缓


分析师：范超


 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn


执业证书编号：S0490513080001

联系人：李金宝

 (8621)68751757

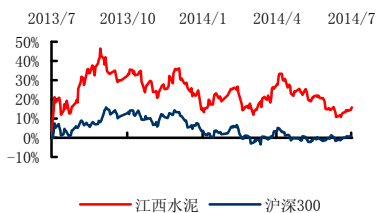
 Lijb2@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《1 季度价格高位提升营收业绩全年盈利能力望高位维稳》2014/4/30

### 报告要点

#### ■ 事件描述

公司中报业绩预告：归属净利润 2.30~2.65 亿元，同比增长约 70%~100%，折算 EPS0.56~0.65 元；测算 Q2 业绩增速为 25%~60%，折 EPS0.31~0.40 元，业绩符合预期。

#### ■ 事件评论

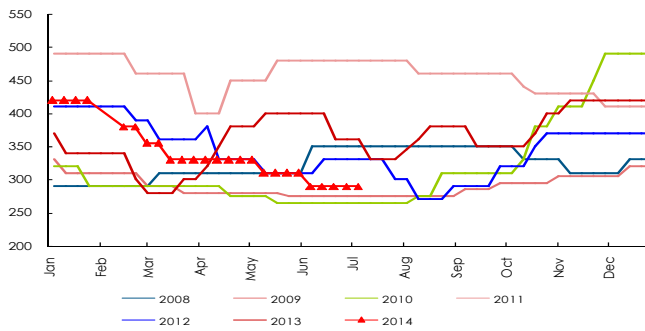
- **高位价格支撑中期业绩。**受区域水泥需求下行影响（前 5 月江西水泥产量累计同增 1.4%，增速与去年同期相比回落 23 个百分点），公司上半年水泥销量较上年同期增幅较小。但水泥价格在去年底冲高后尽管年初来有回落，但同比依旧在高位，预计吨营收同增 30 元左右；进一步叠加成本考虑，预计吨毛利改善 27 元左右，吨归属净利约提升 11 元至 25 元/吨。
- **Q2 价格回落，对盈利构成一定制约。**分季度看，受区域价格下行影响，公司 Q2 水泥均价环比有所下滑，不过综合考虑煤价下跌的影响，预计单季吨毛利水平依然维持在较高水平。
- **短期地产风险尚未释放完毕，估值修复性反弹仍需等待。**目前来看江西地区前 5 月房地产累计投资增速为 6.4%，与同期相比回落 13.5 个百分点，短期地产向下的风险仍然较大，我们认为 Q3 需求端风险将继续发酵：目前江西地区粉磨开工率回落至 53%，远低于去年同期 70%水平，而熟料库存已至 80%，远高于去年同期 50%水平。据此判断在短期需求风险尚未释放，供给端逻辑支撑不足下，依托预期改变带来的反弹仍需等待。
- **中期来看，区域供需有望积极改善。**将视角放长远，中国未来的增长重心将从东部向中西部转移，江西或是其中之一，目前江西地区城镇化率仅 48%，低于华东其他区域水平：浙江、江苏、福建、山东分别为 63%、63%、61%、52%，需求仍存在较大潜在空间。同时供给端上，江西区域仅 1 条 4500tpd 线等待投产，产能增量冲击较小。
- **短期投资机会建议等待下半年可能的反弹。**预计 14-15 年 EPS 为 1.25 和 1.46 元，对应 PE 分别为 7、6 倍，谨慎推荐。

表 1: 江西地区产能冲击

	2010	2011	2012	2013	2014E
江西	6,444	7,105	6,896	6,882	6,952
冲击		10.2%	-2.9%	-0.2%	1.0%

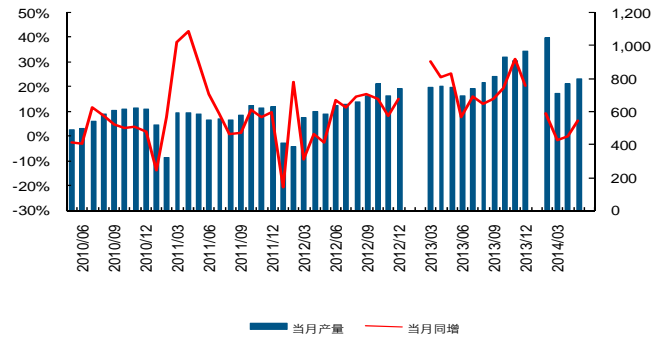
资料来源: 卓创, 长江证券研究部

图 1: 南昌地区水泥价格 14 年以来依然出现较为明显下跌



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 江西地区水泥产量前 5 月累计同增 1.4%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2013A	2014F	2015F	2016F	资产负债表 (百万元)	2013A	2014F	2015F	2016E
<b>营业收入</b>	<b>6179</b>	<b>6920</b>	<b>7959</b>	<b>9152</b>	货币资金	1079	692	796	915
营业成本	4566	5100	5810	6635	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>1613</b>	<b>1820</b>	<b>2149</b>	<b>2517</b>	应收账款	628	703	809	930
%营业收入	26.1%	26.3%	27.0%	27.5%	存货	380	425	484	553
营业税金及附加	39	43	50	57	预付账款	148	166	189	215
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	4	5	6	7
销售费用	226	253	291	335	<b>流动资产合计</b>	<b>2463</b>	<b>2241</b>	<b>2570</b>	<b>2950</b>
%营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	277	310	357	411	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	长期股权投资	201	201	201	201
财务费用	182	203	272	302	投资性房地产	29	29	29	29
%营业收入	2.9%	2.9%	3.4%	3.3%	固定资产合计	4287	8908	8875	11931
资产减值损失	38	0	0	0	无形资产	584	555	527	501
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	227	227	227	227
投资收益	12	0	0	0	递延所得税资产	36	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>864</b>	<b>1010</b>	<b>1180</b>	<b>1413</b>	其他非流动资产	19	19	19	19
%营业收入	14.0%	14.6%	14.8%	15.4%	<b>资产总计</b>	<b>7846</b>	<b>12179</b>	<b>12448</b>	<b>15858</b>
营业外收支	74	84	96	110	短期贷款	1952	5329	4427	6444
<b>利润总额</b>	<b>938</b>	<b>1095</b>	<b>1276</b>	<b>1522</b>	应付款项	1012	1131	1288	1471
%营业收入	15.2%	15.8%	16.0%	16.6%	预收账款	84	94	108	124
所得税费用	240	280	326	389	应付职工薪酬	40	44	51	58
净利润	698	815	950	1133	应交税费	67	78	90	107
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>438.4</b>	<b>511.8</b>	<b>596.4</b>	<b>711.7</b>	其他流动负债	199	223	254	290
少数股东损益	260	303	353	421	<b>流动负债合计</b>	<b>3354</b>	<b>6898</b>	<b>6217</b>	<b>8494</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.07</b>	<b>1.25</b>	<b>1.46</b>	<b>1.74</b>	长期借款	110	110	110	110
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1065</b>	<b>1578</b>	<b>1937</b>	<b>3495</b>	递延所得税负债	26	0	0	0
取得投资收益	12	0	0	0	其他非流动负债	808	808	808	808
长期股权投资	-49	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>4297</b>	<b>7816</b>	<b>7135</b>	<b>9412</b>
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	2100	2612	3208	3920
固定资产投资	-491	-5138	-659	-5092	少数股东权益	1448	1751	2104	2526
其他	0	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>3548</b>	<b>4363</b>	<b>5313</b>	<b>6446</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-540</b>	<b>-5138</b>	<b>-659</b>	<b>-5092</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>7846</b>	<b>12179</b>	<b>12448</b>	<b>15858</b>
债券融资	0	0	0	0	<b>基本指标</b>				
股权融资	49	0	0	0	EPS	1.072	1.252	1.458	1.740
银行贷款增加(减少)	-145	3377	-902	2017	BVPS	5.14	6.39	7.85	9.59
筹资成本	239	-203	-272	-302	PE	8.33	7.14	6.12	5.13
其他	-742	0	0	0	PEG	0.48	0.41	0.35	0.29
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-599</b>	<b>3174</b>	<b>-1174</b>	<b>1715</b>	PB	1.74	1.40	1.14	0.93
<b>现金净流量</b>	<b>-74</b>	<b>-387</b>	<b>104</b>	<b>119</b>	EV/EBITDA	3.18	4.77	3.41	2.46
					ROE	20.9%	19.6%	18.6%	18.2%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。