

内外兼修，彰显本土市场优势

买入 评级

投资要点:

从外部市场来看，江西省水泥供求状况在不断改善，“十二五”推动的投资增加带来了水泥需求的复苏；随着兼并重组的推进，市场竞争格局有明显改善。从企业本身来看，江西水泥具有良好的成长性，较强的成本费用控制能力，领先的资产运作能力。我们认为，水利建设加速和预期中农村建材下乡补贴政策，水泥需求边际增量将显著改善区域水泥价格。

报告摘要:

- **立足江西，主导区域水泥市场。**江西水泥在省内的市场占有率约为 20%，其与关联公司南方水泥有限公司协同主导江西省 50% 以上的市场份额，江西省内前五家水泥企业市场占有率达到 70%，较高的行业集中度保障了企业的市场控制能力，行业协同状况良好。
- **延伸产业链，发展混凝土业务。**为应对产品单一化风险，江西水泥积极推动产业链延伸，发展商品混凝土业务。公司通过联合重组和项目建设，产业链向下游混凝土延伸，混凝土业务从无到有、增长迅速。目前具有混凝土产能 400 万方，在建产能 140 万方，预计今年将达到 600 万立方，“十二五”期末在南昌、赣东北、赣东、赣南等区域产能达到 3000 万立方。
- **江西省水泥市场供求关系不断改善，预计产量保持两位数增长。**供给方面，产能过剩压力较小，水泥供给富有弹性，推进兼并重组以改善行业竞争状况；需求方面，江西省固定资产投资增速快，农村需求稳定，从而保障了水泥的需求量。通过预测，得到 2012 年水泥产量为 7662 万吨，同比增速为 13%，超过前两年低于 10% 的增长速度。
- **江西水泥运营能力强，盈利状况良好。**公司良好的成长性，较强的成本费用控制能力，以及领先的资产运作能力，为公司盈利增砖添瓦。
- 我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 1.23、1.48，对应当前股价的 PE 分别为 10.19、8.81，给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	5649	6496	7795	9744
营业利润(百万元)	1013	1025	1238	1555
净利润(百万元)	783	751	905	1136
每股收益(元)	1.28	1.23	1.48	1.85

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

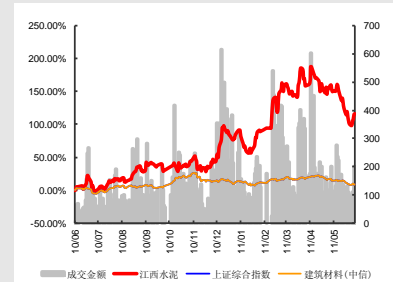
沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



数据来源: wind

股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	63184	6266 股
20110930	49393	8015 股
20110630	47389	8354 股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110930	20110630
基金持股	6281 万股	9550 万股
占流通 A 股比例	15.87%	24.13%
持股家数及退出	9	44

数据来源: 港澳资讯

目录

一、江西水泥公司概况	5
(一) 中国驰名商标——江西水泥“万年青”	5
(二) 立足江西，主导区域水泥市场	6
(三) 产业链向下延伸，发展混凝土业务	10
二、江西省水泥供求关系不断改善	11
(一) 2012 年以来，水泥价格呈现持续下跌趋势	11
(二) 固定资产投资增速快，农村市场需求稳定	12
(三) 新增产能少，推动兼并重组应对行业竞争压力	14
三、需求预测：“十二五”规划框架下新增投资拉动需求	15
(一) 回归分析：GDP 和房地产投资对江西省水泥产量的解释力最强	15
(二) 通过 GDP 预测 2012 年水泥需求 7549 万吨	17
(三) 通过房地产投资预测 2012 年水泥需求 7774 万吨	18
(四) 测算所得 2012 年水泥需求总量为 7662 万吨	18
四、供给预测：需求改善带来的水泥产量快速增长	19
五、公司水泥业务运营分析与盈利预测	20
(一) 公司成长性良好，业绩呈现稳步上升趋势	20
(二) 成本费用控制良好，对冲水泥价格下跌风险	21
(三) 资产运作能力强于行业平均，为业绩锦上添花	23
(四) 分产品盈利预测	24

插图

图 1-1: 江西水泥股东关系图	5
图 1-2: 公司主要产品及适用范围	6
图 1-3: “万年青”牌水泥内控标准与国家标准对比表	6
图 1-4: 江西省水泥输入输出情况	7
图 1-5: 江西省石灰石资源分布 (蓝色区域)	7
图 1-6: 江西省新型干法生产线熟料产能一览表 (单位: 万吨/年)	7
图 1-7: 公司业务按产品和地区分类	9
图 1-8: 分产品销售占比	9
图 1-9: 分地区销售占比	9
图 1-10: 公司销售网络	10
图 1-11: 交通运输情况	10
图 1-12: 经营混凝土业务子公司情况	11
图 2-1: 华东地区水泥价格	11
图 2-2: 南昌市水泥价格	11
图 2-3: 固定资产投资完成额同比增速 (%)	12
图 2-4: 全国固定资产投资同比呈下降趋势	12
图 2-5: 东部地区固定资产投资增速相对较低	12
图 2-6: 江西省固定资产投资增速保持高位运行	13
图 2-7: 福建省固定资产投资增速有所加快	13
图 2-8: 江西省“十二五”规划交通建设重点工程一览	13
图 2-9: 水泥固定资产投资完成额同比增速比较	14
图 2-10: 全国累计水泥产量及同比增速	14
图 2-11: 江西省累计水泥产量及同比增速	14
图 3-1: 水泥产量与 GDP 散点图	15
图 3-2: 水泥产量与固定资产投资散点图	15
图 3-3: 水泥产量与城市固定资产投资散点图	16
图 3-4: 水泥产量与农村固定资产投资散点图	16
图 3-5: 水泥产量与房地产投资散点图	17
图 3-6: 全国与江西省 GDP 增速对比	17
图 3-7: 江西省 GDP 变动及增速	17
图 3-8: 全国与江西省 GDP 增速对比	18
图 3-9: 江西省 GDP 占全国比重	18
图 3-10: 房地产投资额及增速	18
图 4-1: 江西省水泥固定资产投资	19
图 4-2: 全国水泥固定资产投资	19
图 4-3: 江西省水泥固定资产投资	19
图 4-4: 全国水泥年产量变化	20
图 4-5: 江西省水泥年产量变化	20
图 4-6: 江西省水泥产量预测	20
图 5-1: 营业总收入稳步上涨	21
图 5-2: 净利润大幅上涨	21
图 5-3: 水泥成本结构图	21

图 5-4: 重点公司水泥历史吨成本 (元/吨)	21
图 5-5: 毛利率水平变化	22
图 5-6: 公司三项费用率变化	22
图 5-7: 毛利率水平比较 (%)	22
图 5-8: 净利率水平比较 (%)	22
图 5-9: 各公司净资产收益率比较	23
图 5-10: 各公司流动比率横向比较	23
图 5-11: 各公司速动比率横向比较	23
图 5-12: 应收账款周转率横向比较	24
图 5-13: 存货周转率横向比较	24
图 5-14: 分产品盈利预测	24
图 5-15: 公司 2012-2014 年公司利润预测	25

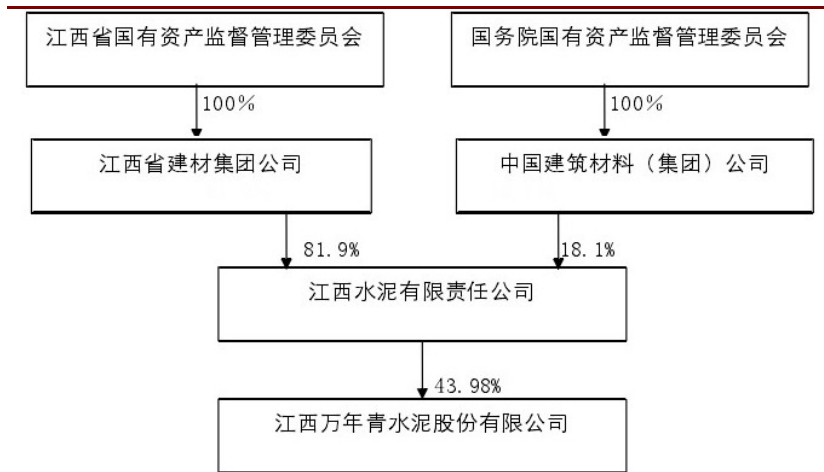
一、江西水泥公司概况

江西万年青水泥股份有限公司是由始建于 1958 年的江西水泥厂作为独家发起人，于 1997 年 9 月 2 日创立的江西省建材行业首家上市公司，是全国最早采用新型干法水泥工艺线的厂家之一。

万年青是江西省本土最大的水泥生产企业，1986 年，中国第一条自行设计、制造和安装的新型干法水泥生产线在江西万年青水泥公司建成。它的建成投产，标志着中国水泥生产技术进入了新的发展阶段，是中国水泥技术发展史上的重要里程碑。

“十五”之后，江西水泥步入了规模和业绩的大幅增长时代。2005 年，万年青水泥产量仅占全省的 7%，巨亏 1.36 亿元。江西建材集团公司总经理、委书记刘明寿上任后，审时度势，用 20 多个月将万年青扭亏为盈，摘掉 ST 帽子，步入快速发展的新轨。中国建材联手组建的南方水泥有限公司，对东南经济区水泥行业进行整合。万年青抓住机遇，与中国建材签订战略合作协议，双方决定通过合并报表的子公司江西南方万年青水泥有限公司，以整合江西水泥产业为主，通过新建、联合重组等方式将江西南方万年青水泥有限公司发展成为江西水泥行业的核心企业，进一步凸现产能优势和区域市场控制权优势。目前江西水泥已经占有江西省 20% 的水泥市场，并与南方水泥协同主导 50% 以上的市场份额。

图 1-1: 江西水泥股东关系图



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

（一）中国驰名商标——江西水泥“万年青”

江西水泥主导产品为“万年青”牌高等级水泥，常年生产普通硅酸盐水泥和符合硅酸盐水泥，同时为特定用户提供硅酸盐水泥、石灰石硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥（P.S42.5R）、道路硅酸盐水泥和用于公路基础建设的缓凝型复合水泥等。主要产品包括：“万年青”牌普通硅酸盐水泥，P.O42.5、P.O42.5R、P.O52.5、P.O52.5R；“万年青”牌复合硅酸盐水泥，P.C32.5、P.C32.5R。

公司现拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平等 5 个熟料生产基地及多个粉磨站，产能规模达 2000 万吨；生产的“万年青”牌系列硅酸盐水泥广泛用于机场、高楼、桥梁、隧道、高等级公路等国家大型重点工程建设中。公司产品先后获得全国水泥行业中国著名品牌、全国建材行业用户满意产品、江西名牌产品等荣誉，“万年青”商标于 2007 年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

图 1-2: 公司主要产品及适用范围

水泥品种	适用范围
P.O 52.5R P.O 52.5	配制高标号、超高标号混凝土及大跨度梁架等。
P.O 42.5R P.O 42.5	适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工程；一般工业与民用建筑，可配C30-C80不同标号混凝土。
P.S 42.5R P.S 42.5	主要用于大体积混凝土、地下及水中各种混凝土工程，高抗渗要求及耐高温工程；一般工业与民用建筑。
P.C 32.5R P.C 32.5	一般工业与民用建筑。
道路硅酸盐水泥	主要用于路面。如高速公路、机场跑道和对耐磨性、抗干缩等要求较高的工程。

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 1-3: “万年青”牌水泥内控标准与国家标准对比表

品种等级	普通硅酸盐水泥								复合硅酸盐水泥、粉煤灰水泥					
	52.5R		52.5		42.5R		42.5		32.5R		32.5			
	国标	企标	国标	企标	国标	企标	国标	企标	国标	企标	国标	企标		
氧化镁 (%)	≤5.0	≤4.0	≤5.0	≤4.0	≤5.0	≤4.0	≤5.0	≤4.0	≤6.0	≤4.5	≤6.0	≤4.5		
三氧化硫 (%)	≤3.5	≤3.0	≤3.5	≤3.0	≤3.5	≤3.0	≤3.5	≤3.0	≤3.5	≤3.0	≤3.5	≤3.0		
烧失量 (%)	≤5.0	≤3.0	≤5.0	≤3.0	≤5.0	≤4.8	≤5.0	≤4.8	—	—	—	—		
碱含量 (%)	供需双方商定													
细度(80μm筛余%)	—	—	—	—	—	—	—	—	≤10.0	≤6.0	≤10.0	≤6.0		
比表面积(m ² /kg)	≥300	≥340	≥300	≥340	≥300	≥340	≥300	≥340	—	—	—	—		
氯离子含量 (%)	≤0.06	≤0.05	≤0.06	≤0.05	≤0.06	≤0.05	≤0.06	≤0.05	≤0.06	≤0.05	≤0.06	≤0.05		
	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格	合格		
凝结时间 (min)	初凝	≥45	≥90	≥45	≥90	≥45	≥90	≥45	≥90	≥45	≥90	≥45	≥90	
	终凝	≤600	≤390	≤600	≤390	≤600	≤390	≤600	≤390	≤600	≤390	≤600	≤390	
强度 (MPa)	抗折	3天	≥5.0	≥5.0	≥4.0	≥4.0	≥4.0	≥4.0	≥3.5	≥3.5	≥3.5	≥3.5	≥2.5	≥2.5
		28天	≥7.0	≥7.0	≥7.0	≥7.0	≥6.5	≥6.5	≥6.5	≥6.5	≥5.5	≥5.5	≥5.5	≥5.5
	抗压	3天	≥27.0	≥27.0	≥23.0	≥23.0	≥22.0	≥22.0	≥17.0	≥17.0	≥15.0	≥15.0	≥10.0	≥10.0
		28天	≥52.5	≥59.0	≥52.5	≥59.0	≥42.5	≥49.0	≥42.5	≥49.0	≥32.5	≥37.0	≥32.5	≥37.0

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

(二) 立足江西，主导区域水泥市场

江西省地处长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地。江西水泥的崛起，半封闭的市场是一个重要因素。江西地形复杂，两点间直线距离短，实际运输路径长，省内水泥企业多分布在省份边界附近，易于向省外输送。因此外省份水泥产品大多不进入江西市场，而江西市场水泥产品部分外销，形成了水泥输出多输入少的半封

闭的市场，有效地保护了区域市场。江西的水泥流入流出渠道较多，浙江衢州、安徽海螺和湖北华新从东部和北部进入江西；江西北部流向安徽皖南；西部流向湖南；东部和南部流向浙江和福建；南部流向广东；这完全取决于市场的价格和运输成本。

南昌是江西最大的水泥市场，年消费量在 1000 万吨左右；赣州是江西最大的地区，水泥消费量仅次于南昌，同时产量排在地区的前三；九江、上饶的水泥消费量也在 500 万吨以上，构成北部水泥市场，同时九江和上饶市江西最大的水泥产区。萍乡、宜春和吉安也是水泥重要产区，除满足本地供应外，流向南部分。

江西省的石灰石资源比较丰富，据有关资料统计，江西现有探明石灰石储量 16.2 亿吨石灰石，除南昌、抚州、鹰潭等地相对贫乏外，全省其他市区资源储量丰富。石灰岩矿床主要分布于四个区域：北部九江瑞昌；东部上饶玉山一万年；西部宜春上高和新余分宜；南部于都一瑞金一信丰。

图 1-4: 江西省水泥输入输出情况



资料来源：宏源证券研究所

图 1-5: 江西省石灰石资源分布（蓝色区域）



资料来源：宏源证券研究所

目前全省已经形成四大水泥生产基地，包括赣北水泥生产基地：以江西亚东水泥公司、兰丰水泥集团等企业为核心；赣东北水泥生产基地：以江西万年青水泥股份有限公司玉山水泥厂等企业为核心；赣南水泥生产基地：以江西万年青水泥股份有限公司瑞金水泥厂、国兴水泥集团、赣兴水泥集团为核心；赣中水泥生产基地：以玉华水泥集团、江西齐峰水泥有限公司为核心。

图 1-6: 江西省新型干法生产线熟料产能一览表（单位：万吨/年）

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年熟料产能	
					生产线	企业
赣州	1	江西万基水泥有限公司	一线	1200	37.20	114.70
	2		二线	2500	77.50	
	3	江西信丰圣塔实业集团公司		1200	37.20	37.20
	4	江西国兴水泥有限公司		1200	37.20	114.70
	5			2500	77.50	
	6	江西千山金钢水泥有限公司		1200	37.20	37.20
	7	江西瑞金万年青公司水泥厂	一线	5000	155.00	310.00

	8		二线	5000	155.00	
	9	江西赣州圣塔水泥有限公司	二线	4000	124.00	124.00
	10	江西千山金钢水泥有限公司		1200	37.20	37.20
吉安	11	江西泰和玉华水泥有限公司		1700	52.70	52.70
	12	江西宏盛安福水泥公司		2000	62.00	62.00
	13	江西泰和玉华水泥有限公司		1400	43.40	43.40
	14	江西齐峰水泥有限公司		1200	37.20	37.20
	15	吉安南方水泥有限公司		5000	155.00	155.00
	16	江西安福玉华水泥有限公司		3200	99.20	99.20
	景德镇	17		二线	4000	124.00
18		江西锦溪水泥有限公司	一线	2500	77.50	201.50
九江	19		一线	4200	130.20	
	20		二线	4200	130.20	
	21	江西亚东水泥有限公司	三线	4200	130.20	520.80
	22		四线	4200	130.20	
	23	江西九江鑫山水泥有限公司		2500	77.50	77.50
	24	江西环宇水泥有限公司		2500	77.50	77.50
	25	江西兰丰水泥集团九江公司	二线	2500	77.50	
	26		一线	2500	77.50	155.00
萍乡	27	江西久久水泥有限公司		1100	34.10	34.10
	28	江西萍乡赣西水泥有限公司		1000	31.00	31.00
	29	江西正大水泥有限公司		2500	77.50	77.50
	30	江西日江水泥制造公司		2500	77.50	77.50
	31	江西兰丰水泥集团萍乡公司		1500	46.50	46.50
	32	江西印山台水泥有限公司		5000	155.00	155.00
上饶	33	江西玉山万年青水泥股份有	一线	2500	77.50	
	34	限公司	二线	2500	77.50	155.00
	35		三线	2000	62.00	
	36	江西万年万年青水泥股份有	四线	2000	62.00	
	37	限公司	五线	3000	93.00	372.00
	38		六线	5000	155.00	
	39	江西天峰水泥有限公司		1000	31.00	31.00
	40	江西虎山鸡山水泥有限公司		2500	77.50	77.50
	41	戈阳海螺水泥有限公司	一线	5000	155.00	
	42		二线	5000	155.00	310.00
	43	江西虎山岩鹰水泥有限公司		2500	77.50	77.50
新余	44	江西分宜海螺水泥有限公司		2000	62.00	
	45		二线	2500	77.50	139.50
	46	江西玉兔水泥有限公司		3000	93.00	93.00
宜春	47	江西赣英水泥有限责任公司		700	21.70	21.70
	48	江西赣珠水泥厂		700	21.70	21.70
	49	江西兰丰水泥集团丰城公司		2500	77.50	77.50
	50	江西高安红狮水泥公司	一线	5000	155.00	310.00

	51		二线	5000	155.00	
	52	江西华夏水泥有限公司		1500	46.50	46.50
	53	宜春上高南方水泥有限公司		5000	155.00	155.00
鹰潭	54	江西贵溪新世纪水泥公司		1500	46.50	46.50

资料来源：数字水泥网，宏源证券研究所

就江西万年青水泥企业情况来看，江西经济走势向好带动了省内水泥需求量强劲，启动市场。江西水泥把握良好的市场机遇，自 05 年后快速发展，公司 2011 年全年取得营业收入 55.94 亿元，同比增幅达 46.8%，已经连续数年保持高速增长。

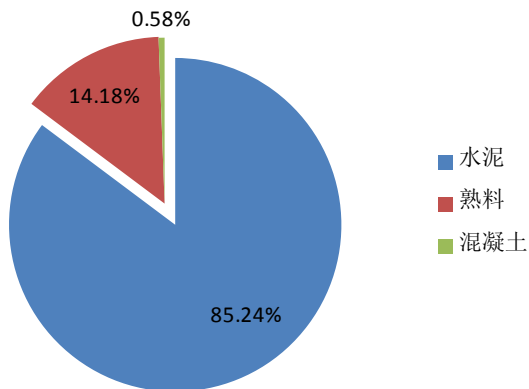
图 1-7：公司业务按产品和地区分类

业务名称	列1	营业收入(万元)	收入比例	营业成本(万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业	水泥制造业	559357.76	99.26%	399603.99	99.22%	99.36%	28.56%
	混凝土	3267.86	0.58%	2612.42	0.65%	0.41%	20.06%
	其他	920.56	0.16%	541.71	0.13%	0.24%	41.15%
按产品	水泥	479598.73	85.24%	339238.82	84.34%	87.50%	29.27%
	熟料	79759.03	14.18%	60365.17	15.01%	12.09%	24.32%
	混凝土	3267.86	0.58%	2612.42	0.65%	0.41%	20.06%
按地区	江西	462961.77	82.77%				
	福建	79363.67	14.19%				
	浙江	6363	1.14%				
	安徽	6313.89	1.13%				
	广东	4355.43	0.78%				

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

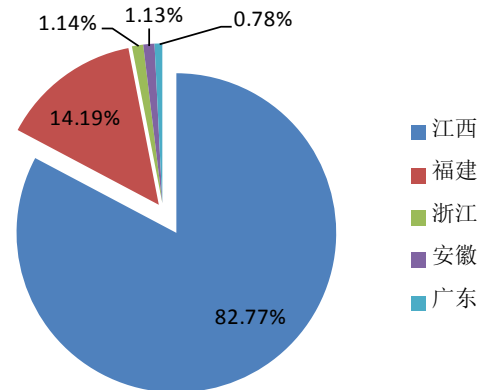
从产品类型来看，水泥和熟料收入占绝大部分，混凝土作为公司的新业务刚开始为公司取得盈利；分地区来看，公司主要销售范围在江西本地，占比达 82.77%，另辐射福建、浙江、安徽等地区。

图 1-8：分产品销售占比



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

图 1-9：分地区销售占比



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

公司的生产线主要位于江西本地，现拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平等 5 个熟料生产基地及多个粉磨站，产能规模达 2000 万吨；除江西省之外，在浙江及福建也分别建有粉磨站和中转站。

江西省内的生产线主要位于东北部的景德镇和上饶，以及南部的赣州地区，公司销售区域覆盖大半个江西。从公司直接控制的产能来看，公司在景德镇、上饶、赣州等多个区域市场中均具有绝对的产能优势，区域内竞争者主要有亚东水泥有限公司、海螺水泥、红狮水泥。亚东水泥在九江拥有 520 万吨的年产能，在此区域内占主导；海螺水泥在上饶拥有 310 万吨的年产能，与江西水泥在此区域内竞争激烈；另外在江西水泥的覆盖范围以外，海螺占有了新余的大部分市场份额，红狮集团占有了宜春的部分市场。

图 1-10: 公司销售网络



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

图 1-11: 交通运输情况



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

2011 年江西省水泥总产量为 6782 万吨, 而江西万年青去年的年产量为 1491 万吨, 熟料产量 1236 万吨, 通过核算, 目前江西水泥在省内的市场占有率约为 20%。江西水泥作为江西省内的水泥龙头企业, 其与关联公司江西南方水泥有限公司协同主导江西省 50% 以上的市场份额, 较高的行业集中度保障了企业的市场控制能力, 行业协同状况良好。

总的来说, 江西省水泥行业集中度很高, 主要的水泥企业包括江西万年青、南方、海螺、亚东和红狮, 前五大水泥企业的产能比例达到 70%, 具有良好的市场控制能力, 保证了在需求疲软时可以通过价格联盟控制供给从而稳定水泥市场价格。

综上所述, 万年青在江西已经形成了一定的区域优势, 主要表现在:

布局上饶、赣州、宜春等江西的石灰石资源区; 江西半封闭的市场特征和广泛布局所带来的市场优势; 江西万年青与中国建材的品牌优势; 以及江西万年青水泥被列为国家重点支持的 60 家大型区域水泥企业之一, 产业策上的支持优势。四大优势条件的组合为万年青提供了广阔的市场空间和强有力的发展动力。

(三) 产业链向下延伸, 发展混凝土业务

产业链延伸是建材工业“十二五”规划中的重要一环, 为优化产品结构, 提升产业综合竞争力, 在新一个五年计划中, 着力延伸产业链已经成为行业发展重点。C40 及以上预拌混凝土、高性能专用混凝土、预拌砂浆、工程预制件等等, 成为“十二五”规划中重点发展的产品。

为应对产品单一风险, 顺应行业发展潮流, 江西水泥制定纵向一体化战略, 正在积极推动产业链延伸, 发展商品混凝土业务。公司通过联合重组和项目建设, 产业链向下游混凝土延伸, 混凝土业务从无到有、增长迅速。目前, 乐平、东乡搅拌站已投产, 混凝土产能 120 万方; 公司收购的进贤鼎盛、南昌东鑫、景德镇景磐等 5 家混凝土公司重组产能 280 万方, 合计产能由零增长到 400 万方。

公司今年定向增发项目中的万年、兴国混凝土搅拌站项目正在建设，在建产能 140 万方，预计今年将达到 600 万立方，“十二五”期末在南昌、赣东北、赣东、赣南等区域产能达到 3000 万立方。公司今年混凝土业务已实现收入 3267 万，收入占比 0.57%，毛利率 20.06%，低于水泥 9 个百分点。混凝土作为水泥产品的下游，更接近于市场，虽然目前市场集中度较小基本处于无序竞争状态，长远来看随着整合持续加深和下游控制力加强，其盈利能力也将随之提高。

图 1-12: 经营混凝土业务子公司情况

公司名称	企业类型	注册地	注册资本 (万元)	经营范围	期末实际出资额 (万元)
江西万年县万年青商砼有限公司	全资子公司	万年县城东郊	1,000.00	混凝土、混凝土外加剂 (不含危险化学品)、小型建筑预制构件生产、销售	1,000.00
江西永利万年青商砼有限公司	控股子公司	南昌市	10,000.00	混凝土、混凝土外加剂 (不含危险化学品)、小型建筑预制构件、管桩、管片生产、销售	2,550.00
江西兴国万年青商砼有限公司	全资子公司	兴国县	1,000.00	混凝土、混凝土外加剂 (不含危险化学品)、小型建筑预制构件生产、销售	1,000.00

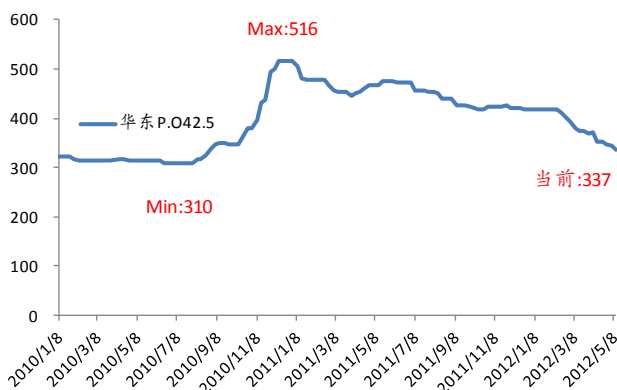
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

二、江西省水泥供求关系不断改善

受益于江西省经济的高速发展，投资增速保持高位运行，需求端压力相对较小；同时江西省新增产能远低于全国平均水平，淘汰落后产能力度大，水泥产能过剩压力也相对较小。我们认为，江西省水泥供求状况存在不断改善的预期，华东地区水泥价格企稳回升将为公司业绩带来一定改善。

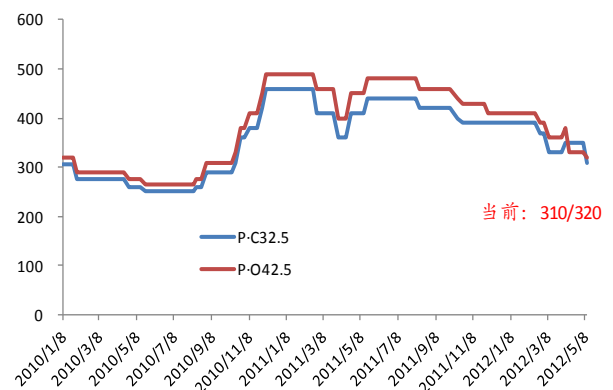
(一) 2012 年以来，水泥价格呈现持续下跌趋势

图 2-1: 华东地区水泥价格



资料来源: 数字水泥, 宏源证券研究所

图 2-2: 南昌市水泥价格



资料来源: 数字水泥, 宏源证券研究所

今年以来全国水泥价格延续着持续下跌的态势，其中华东和中南地区下降趋势明显。需求方面来看，目前下游市场需求增幅有限，部分地区经过多轮停产后，水泥库存压力仍旧存在。

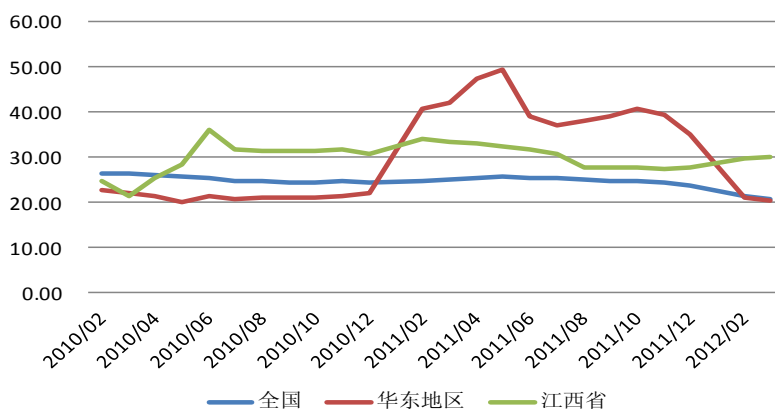
2011 年华东地区水泥市场景气度很高，水泥价格在去年初达到历史高位，为 516 元/吨，然而此后一路缓慢下滑，于今年年初步入快速下滑通道，目前区域水泥价格为 337 元/吨，下降幅度达 30% 以上。在华东地区激烈的市场竞争格局以及需求回落的背景下，江西省同样难以独善其身，5 月份，江西省 42.5# 普通硅酸盐水泥平均销售价格为 430 元/吨，32.5# 普通硅酸盐水泥平均销售价格为 370 元/吨，与上月环比分别下跌 11.34%、18.68%。江西水泥在经历了去年高速的业绩增长之后，今年的增速回落已经难以避免。

考虑到江西省新增产能较少，淘汰落后产能有序进行，以及经济增速放缓带来的政策利好拉动投资需求的升温出现，我们预计江西省水泥价格有望在下半年企稳回升。

(二) 固定资产投资增速快，农村市场需求稳定

江西省固定投资同比增速维持在 30% 左右，长期保持平稳高速增长，并高于全国平均增速 5-10 个百分点。在今年华东地区整体增速回落的情况下，江西省同比增速仍保持平稳。

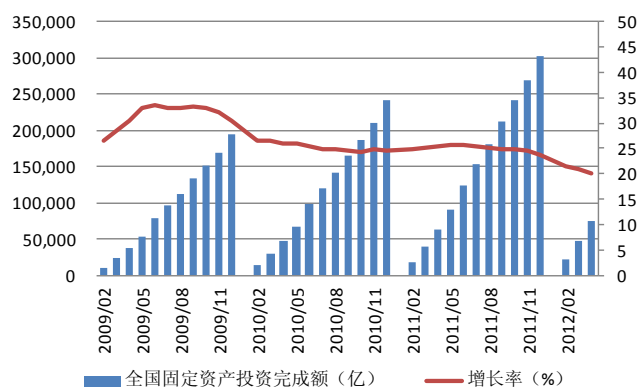
图 2-3: 固定资产投资完成额同比增速 (%)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

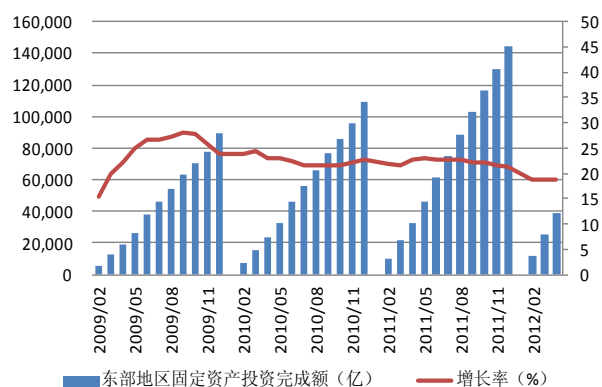
比较不同区域板块的固定资产投资情况可以看出，东部地区相较全国而言投资增速较慢，主要是由于东部地区已经发展比较成熟，而西部、中部的发展空间相对更大一些；从江西省和福建省来看，江西固定资产投资增速长期保持高位运行，充分表明江西水泥的下游需求情况相对较好。

图 2-4: 全国固定资产投资同比呈下降趋势



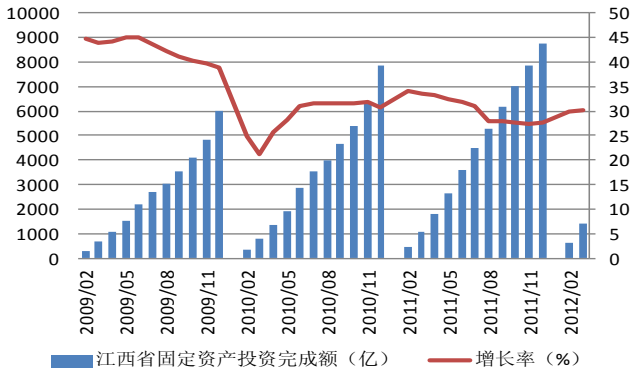
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 2-5: 东部地区固定资产投资增速相对较低



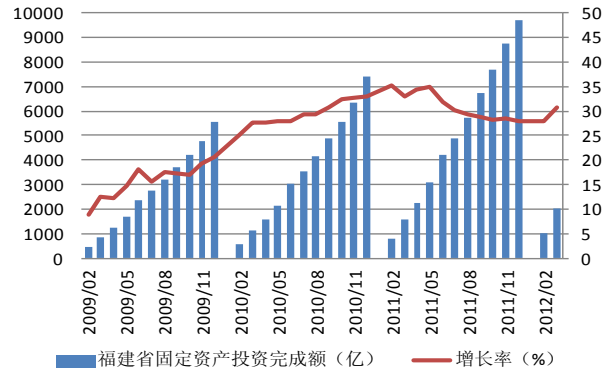
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 2-6: 江西省固定资产投资增速保持高位运行



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 2-7: 福建省固定资产投资增速有所加快



资料来源: wind, 宏源证券研究所

从公司销售结构来看，江西水泥 60%的产品用于农村市场，随着新农村建设的推进，农村市场的增长是较为稳定的，公司以农村为主的需求结构有助于降低需求波动。

“十二五”期间江西将继续推动交通基础设施建设向农村延伸、交通运输公共服务向农村覆盖。目前江西省已规划建设农村公路 8000 公里，仅 2012 年江西省内就计划建设农村公路 5000 公里，农垦区、林区、农业产业区道路建设也将首次被纳入农村公路建设的范畴。至 2015 年，江西省县道三级公路计划达 50%以上，乡道四级公路达 80%以上，农村公路总里程达 14 万公里，较 2010 年底有 12%的增长空间。此外，农村通信、水利以及村民自建房屋等方面均有非常大的增长潜力。在目前市场对于水泥需求存在担忧的情况下，我们认为公司以农村市场为主的需求结构将有助于降低总体需求波动。

图 2-8: 江西省“十二五”规划交通建设重点工程一览

铁路建设项目	建成杭长客专、合福客专、向莆铁路、衡茶吉铁路、赣韶铁路、京九铁路南段电气化改造、赣龙铁路扩能改造工程、九景衢铁路、岳吉铁路、皖赣铁路电气化改造，建设昌吉赣客专、武九客专、鹰梅铁路、九江至池州城际铁路、六安至景德镇铁路、井冈山至赣州铁路、铜九铁路扩能改造、合九客专、咸宁至宜春至井冈山铁路、宜丰至新余至吉安铁路、衡茶吉铁路东延工程等。
公路建设项目	建成南昌至德兴、永修至武宁、南昌至奉新、上饶至武夷山、瑞金至寻乌、隘岭至瑞金、赣州至崇义、吉安至莲花、龙南至赣粤界、九江长江公路大桥、良禾口（赣皖界）至桃墅岭、奉新至铜鼓、德兴至上饶、厦坪至睦村、寻乌至全南、抚州至吉安、广昌至船顶隘、九江绕城、都昌（经星子）至昌九高速、资溪（经金溪）至抚州、南昌南外环、莲花至萍乡、吉安绕城、兴国至赣县、万载至宜春、昌樟和昌九高速扩建等工程。
水运建设项目	建成赣江石虎塘航电枢纽、赣江（南昌-湖口）II级航道整治工程、赣江（石虎塘-神岗山）III级航道整治工程、信江渠化航道整治工程；建设赣江永泰航电枢纽、信江八字嘴航运枢纽。九江港重点建设城西港区、湖口港区。南昌港重点建设国际集装箱码头扩能工程、龙头岗综合码头、樵舍港区、昌东港区。
民航建设项目	建成宜春明月山机场（4C级）、上饶三清山机场（4C级）支线机场，改扩建井冈山机场和赣州机场，推进新建赣东南机场的前期工作，研究布局一批通用机场。

资料来源: 江西省人民政府网, 宏源证券研究所

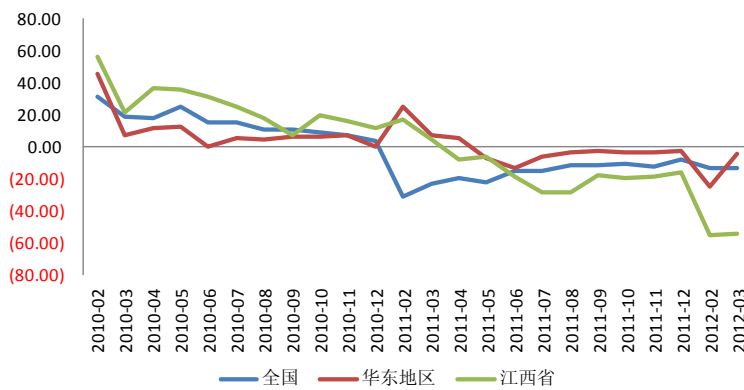
(三) 新增产能少，推动兼并重组应对行业竞争压力

进入“十五”，特别是从2002年起，伴随整个华东地区水泥产能的扩增，江西对宏观战略进行整体调整，并利用其承东启西、沟通南北的地理优势和交通优势，大力发展水泥工业，固定资产投资大幅上涨，从而带动了水泥投资高峰，大大高于全国和华东水泥投资平均水平。

在产能扩张的同时，江西省的水泥工业结构也在不断改善，2003年底江西新干法水泥比重仅为27.82%，到2006年比重达到60.52%，立窑水泥生产能力占江西省水泥工业主导地位的历史宣告结束，水泥工业结构发生了质的改变，江西水泥工业进入再发展期。直至“十一五”结束，江西省新干法水泥比重达到80%。

步入“十二五”之后，产能过剩压力展现，江西省水泥固定资产投资增速开始放缓，淘汰落后产能继续进行。

图 2-9: 水泥固定资产投资完成额同比增速比较

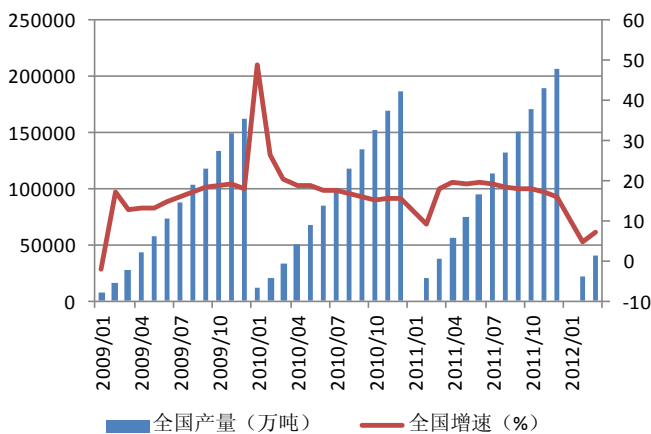


资料来源: wind, 宏源证券研究所

江西省 2011 年新增水泥固定资产投资同比下降 16.10%，自 2012 年以来，水泥固定资产投资增速更是不断放缓，同比下降 50%以上。

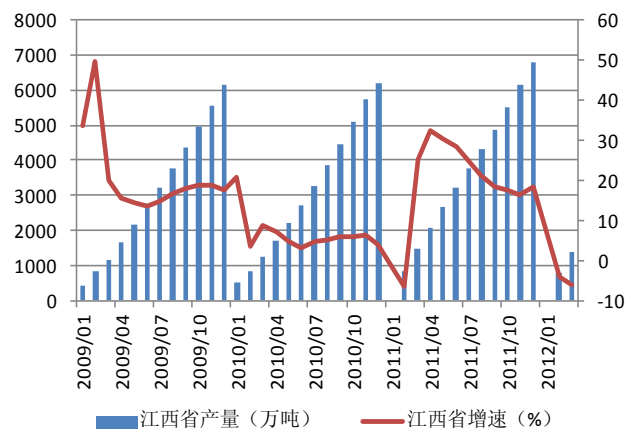
从上图可以看出，自 2011 年起，江西省新增产能增速便出现负增长，直到去年 6 月时已经明显低于华东地区及全国平均水平，；本年度内更是在历史低位运行。再考虑到江西省今年计划淘汰落后水泥产能 260 万吨，并确保已公告企业应淘汰的落后产能主题设备在今年 12 月底前全部拆除。由此看来，江西省的产能增长控制较好，供给端优势明显，是华东地区比较具潜力的区域。

图 2-10: 全国累计水泥产量及同比增速



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 2-11: 江西省累计水泥产量及同比增速



资料来源: wind, 宏源证券研究所

从水泥产量看，江西省水泥产量增速波动较大，受需求影响明显，供给较富弹性。例如 2010 年华东地区固定资产投资放缓、水泥价格较低的情况下，江西省水泥产量同比增速有所放缓，基本维持在同比增速 10% 以下；然而 2011 年固定投资规模加大、水泥价格攀升，江西省水泥产量也相应有了大幅增长，同比增速在 20% 以上。

从江西省今年一季度的情况来看，水泥产量同比增速变为负值，其原因在于一季度需求疲软，水泥出货量低，为维持价格多数工厂选择停产。一方面，产量减少表明需求乏力，库存压力大；另一方面，在需求放缓的情况下，能够通过市场协同有效控制产量以防止恶性竞争，江西省似乎在这一点上表现得比周边地区更加理性。

虽然华东地区目前水泥需求疲软，价格走低，区域景气度远不如去年同期，然而目前的价格低位正为未来水泥价格反弹储备力量。位于区域内的江西省，其水泥景气度虽会一定程度上受抑于区域产能压力，但江西市场的供求关系在不断改善，且具有显著优势。江西市场水泥价格能否企稳回升，我们认为主要看供给端增量与需求端增量如何博弈。

另一方面，从江西省水泥行业竞争态势来看，兼并重组成为行业发展主旋律。

回顾 2007 年，江西省水泥市场上最大的亮点就是江西本土水泥企业万年青与央企中国建材的联姻。江西省水泥工业的兼并重组开始拉开帷幕，新竞争格局凸显：万年青、海螺、亚东并驾齐驱——万年青携手中国建材全面布局江西市场；海螺自力更生，加快建设；台资亚东水泥静观其变，运筹帷幄，稳步发展——而浙江营企业兰丰、虎山、科华、红狮等发展势头减弱。

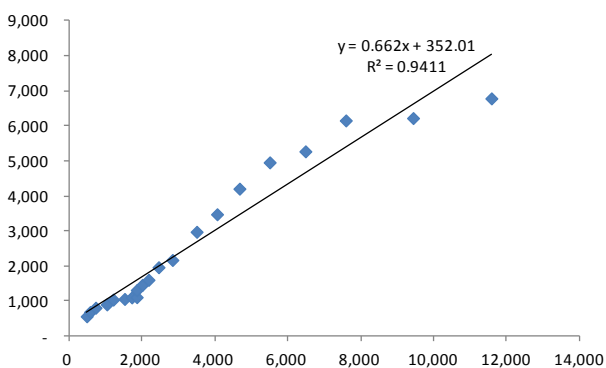
随着万年青的迅速崛起，浙江营企业竞争力逐渐减弱，前五大水泥企业的市场占有率不断提高。逐步推进的行业整合导致行业内企业数量大幅减少，能够参与市场竞争的企业越来越少。江西省水泥市场结构无论从生产技术层面还是从竞争格局上来看都有了明显的改善。

三、需求预测：“十二五”规划框架下新增投资拉动需求

由于公司的水泥业务大部分位于江西省内，江西省的发展和建设极大地影响了江西水泥的经营状况，从水泥的基本用途来看，房地产开发、农村建设、公路、铁路、港口等基础设施建设投资均是水泥需求端的重要影响因素。我们用 GDP、固定资产投资、城镇固定资产投资、农村固定资产投资、房地产投资来测算需求。

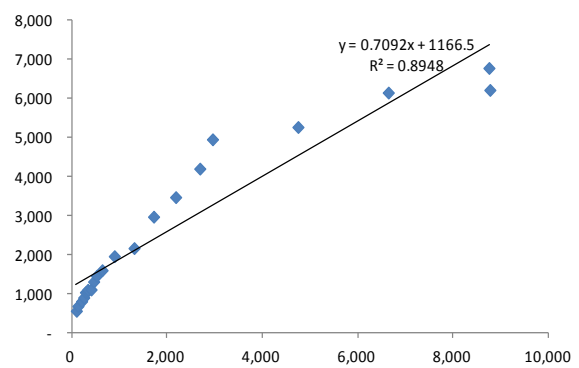
（一）回归分析：GDP 和房地产投资对江西省水泥产量的解释力最强

图 3-1: 水泥产量与 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-2: 水泥产量与固定资产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-1 是水泥产量与 GDP 的散点图。从图中可以看出，水泥产量与 GDP 存在较为显著的正相关关系，说明 GDP 对水泥产量有着较大的影响。

对 1991 年至 2011 年水泥产量(Y)和 GDP(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$y = 0.662x + 352.01, R^2 = 0.9411$$

拟合优度为 0.94，说明线性拟合状况很好，通过 GDP 来预测水泥产量较为准确。GDP 对水泥产量的影响系数为 0.7513，即 GDP 每增加 1 亿元，水泥产量增加 0.662 万吨。

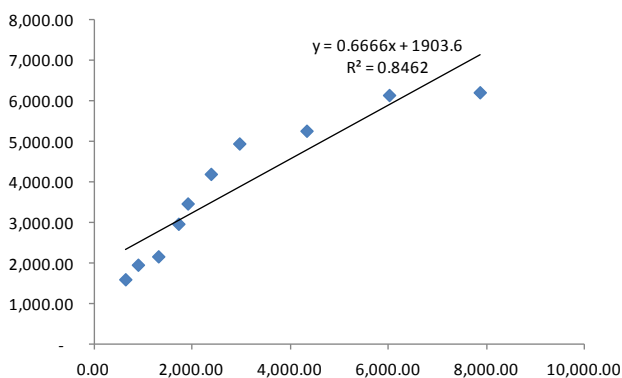
图 3-2 是水泥产量与固定资产投资的散点图。从图中可以看出，固定资产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明固定资产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 1991 年至 2011 年水泥产量(Y)和固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$y = 0.7092x + 1166.5, R^2 = 0.8948$$

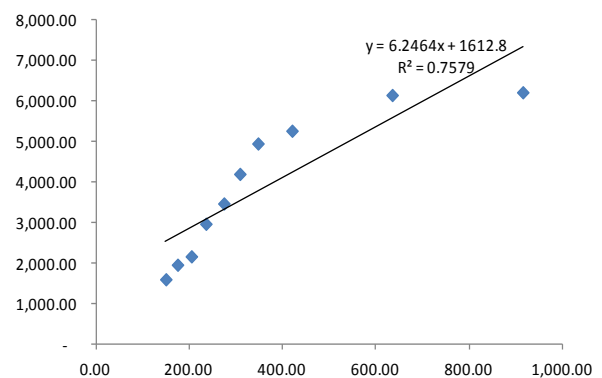
拟合优度为 0.89，说明线性拟合状况良好，固定资产投资对水泥产量的影响为 0.7092，即固定资产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 0.7092 万吨。

图 3-3: 水泥产量与城市固定资产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-4: 水泥产量与农村固定资产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-3 是水泥产量与城镇固定资产投资的散点图。从图中可以看出，城镇固定资产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明城镇固定资产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 2001 年至 2011 年水泥产量(Y)和城镇固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$y = 0.6666x + 1903.6, R^2 = 0.8462$$

拟合优度为 0.85，说明线性拟合状况良好。城镇固定资产投资对水泥产量的影响为 0.6666，即城镇固定资产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 0.6666 万吨。

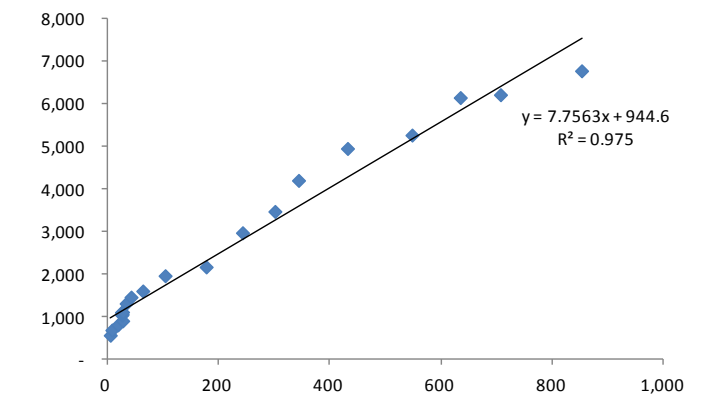
图 3-4 是水泥产量与农村固定资产投资的散点图。从图中可以看出，农村固定资产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明农村固定资产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 1993 年至 2011 年水泥产量(Y)和农村固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$y = 6.2464x + 1612.8, R^2 = 0.7579$$

拟合优度为 0.76，说明线性拟合状况较好。农村固定资产投资对水泥产量的影响为 6.2464，即农村固定资产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 6.2464 万吨。

图 3-5: 水泥产量与房地产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-5 是水泥产量与房地产投资的散点图。从图中可以看出，房地产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明房地产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 1991 年至 2011 年水泥产量(Y)和房地产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$y = 7.7563x + 944.6, R^2 = 0.975$$

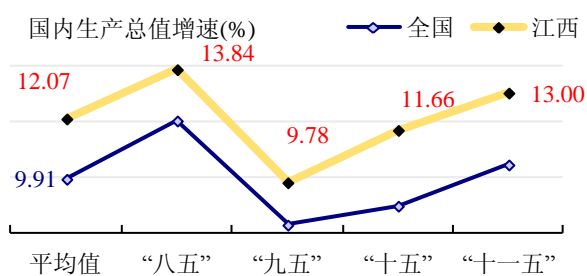
拟合优度为 0.98，说明线性拟合状况非常好。房地产投资对水泥产量的影响为 7.7563，即房地产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 7.7563 万吨。

我们对上面的五个回归模型进行选择，认为 GDP 和房地产投资角度的 R^2 相比固定资产投资回归得到的 R^2 要大，并且房地产投资和 GDP 的数据相对较为全面，所以我们选取 GDP 和房地产投资来预测江西省 2012 年水泥产量。

(二) 通过 GDP 预测 2012 年水泥需求 7549 万吨

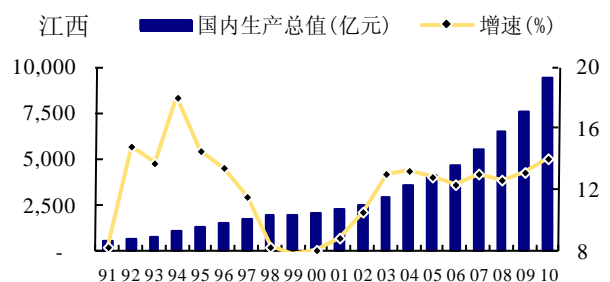
江西省政府工作报告指出，今年江西省经济社会发展的主要预期目标是生产总值增长 10% 以上，财政总收入增长 16% 以上，全社会固定资产投资增长 20% 以上，把鄱阳湖生态经济区建设作为重点规划，并力求达到“十二五”规划至 2015 年江西省全社会固定资产投资达到 21000 亿元的目标。这一系列利好因素向我们预示着水泥需求改善可期，江西省水泥市场具有广阔前景。

图 3-6: 全国与江西省 GDP 增速对比



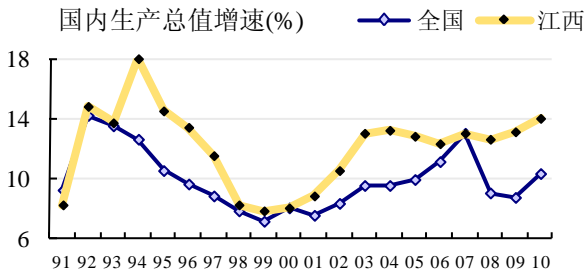
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-7: 江西省 GDP 变动及增速



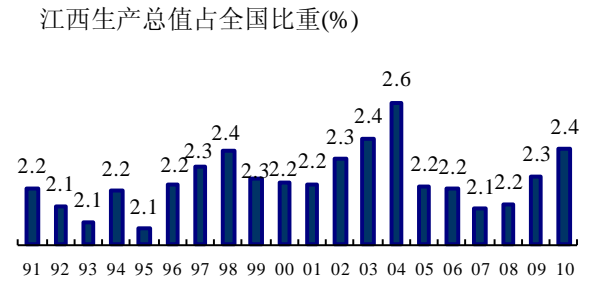
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-8: 全国与江西省 GDP 增速对比



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3-9: 江西省 GDP 占全国比重



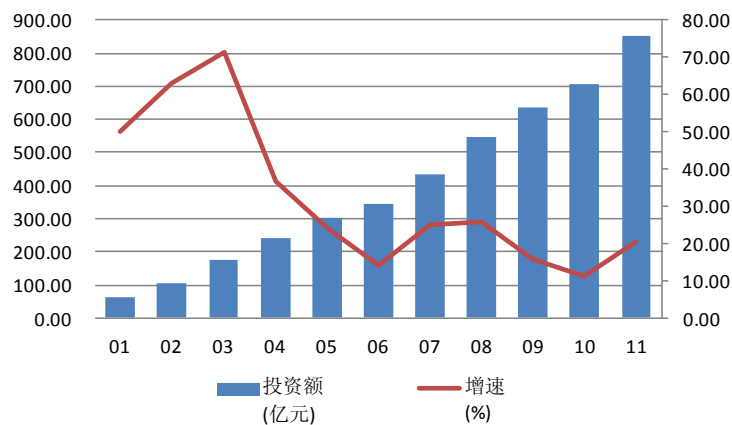
资料来源: wind, 宏源证券研究所

在 2003 年至 2011 年间, 江西省 GDP 的增长均超过了 10%, 增速长期高于全国水平。2011 年, 全省生产总值 11,583.80 亿元, 增长 12.5%。通过参考政府规划的目标, 我们保守预计 2012 年 GDP 增速为 10%, GDP 净增量为 1158.38 亿元, 带来新增水泥需求为 766.85 万吨, 参照 2011 年的水泥产量为 6782 万吨, 则仅按增量累加估算出的水泥需求量为 7549 万吨; 若按回归函数 $y = 0.662x + 352.01$, 带入 2012 年 GDP 计算, 则水泥需求为 8258 万吨。

通过观察前述水泥产量与 GDP 散点图可以发现, 水泥产量增长有放缓的趋势, 由此我们认为选取第一种方法计算出来的结果虽趋保守但与真实状况更为接近。所以, 由 GDP 测算得到的 2012 年水泥需求总量为 7549 万吨。

(三) 通过房地产投资预测 2012 年水泥需求 7774 万吨

图 3-10: 房地产投资额及增速



资料来源: wind, 宏源证券研究所

江西省房地产投资增速从 05 年起开始回落到 30% 以下水平, 最近三年几乎在 15-20% 附近小幅波动, 从目前房地产政策来看, 会延续前期以调控和稳定为主的政策导向, 我们预测 2012 年房地产投资增速在 15% 左右, 总投资额为 980.59 亿元, 投资增量为 127.9 亿元, 则新增水泥需求为 992 万吨, 即按照前述方法测算得到本年度水泥需求量为 7774 万吨。

(四) 测算所得 2012 年水泥需求总量为 7662 万吨

综合上述通过 GDP 和房地产投资预测的水泥需求量分别为 7549 和 7774 万吨，取其平均值作为 2012 年水泥需求量的预测中值。至此，我们得到 2012 年水泥需求总量为 7662 万吨。

四、供给预测：需求改善带来的水泥产量快速增长

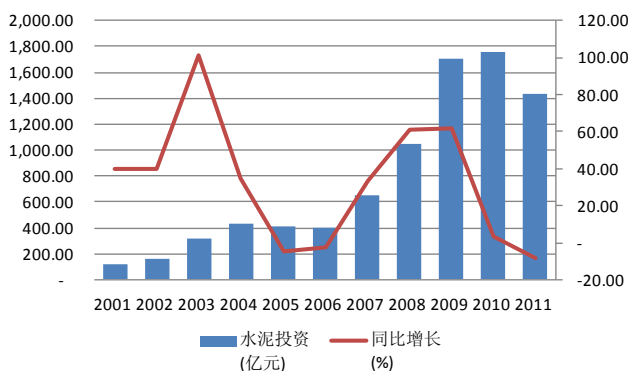
我们始终坚持以需定产的逻辑，水泥行业整体产能过剩的压力一直存在，需求的改善对整个行业而言是关键福音。一方面，江西省的产能压力相对较小，水泥固定资产投资额同比放缓，占全国比重也有所下降；另一方面，上述需求分析表明，江西省 2012 年水泥需求量将会达到 7662 万吨，需求端改善对区域水泥市场将起到明显提振作用。

图 4-1：江西省水泥固定资产投资

年度	全国		华东地区		江西		占全国比重 (%)
	水泥投资 (亿元)	同比增长 (%)	水泥投资 (亿元)	同比增长 (%)	水泥投资 (亿元)	同比增长 (%)	
2001	113.97	39.53	25.60	-1.69	1.99	-70.37	1.74
2002	159.58	40.02	55.79	117.91	7.66	285.06	4.80
2003	321.07	101.20	140.60	152.00	21.44	180.04	6.68
2004	433.40	34.99	172.34	22.58	33.60	56.71	7.75
2005	412.51	-4.82	115.34	-33.07	23.00	-31.55	5.58
2006	402.77	-2.36	93.12	-19.27	15.23	-33.80	3.78
2007	654.07	32.98	140.46	50.85	16.24	4.50	2.48
2008	1,051.46	60.76	215.08	53.12	39.92	145.80	3.80
2009	1,700.72	61.75	336.31	56.37	62.53	56.60	3.68
2010	1,754.91	3.19	336.02	-0.09	69.98	11.90	3.99
2011	1,439.26	-8.29	286.99	-2.57	46.83	-16.10	3.25

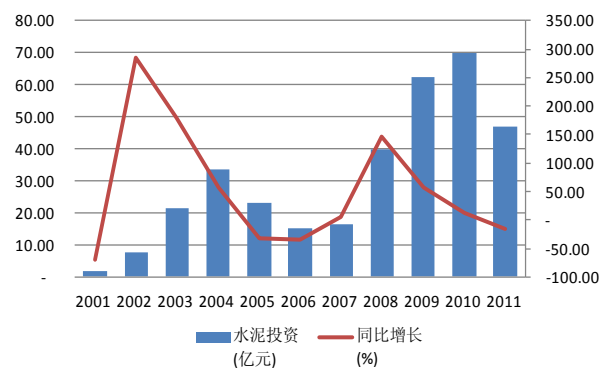
资料来源：数字水泥网，宏源证券研究所

图 4-2：全国水泥固定资产投资



资料来源：数字水泥网，宏源证券研究所

图 4-3：江西省水泥固定资产投资



资料来源：数字水泥网，宏源证券研究所

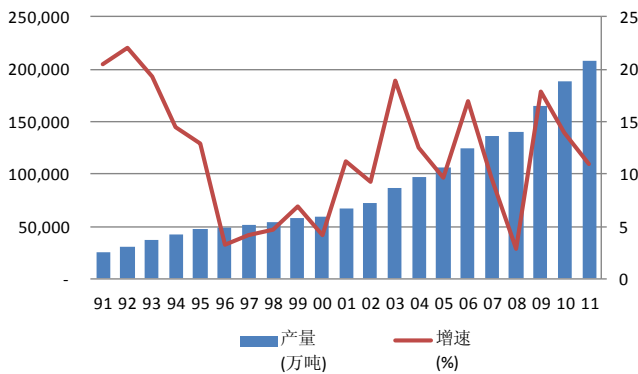
由上述全国水泥固定资产投资和江西省水泥固定资产投资可以看出，其增速变动趋势相关性极强，算得的相关系数达到 94.66%。在 08、09 年间，水泥固定投资出现大幅增长，主要由于 08 年经济危机，政府保增速促投资的政策力度较大，下游基建房地产投资热情高涨，对水泥行业利好明显；而 2011 年水泥固定资产投资有所回落，原因在与淘汰落后产能的力度加大，新增产能增速有所放缓所致。

我们认为水泥固定资产投资有一定的周期性质，而如今正处于增速放缓的谷底区间，考虑到水泥行业矿产资源的限制，以及新建水泥厂所需土地资源的稀缺特性，水泥厂的重置成本将会大幅上升，预计未来几年新增产能

将会减少。

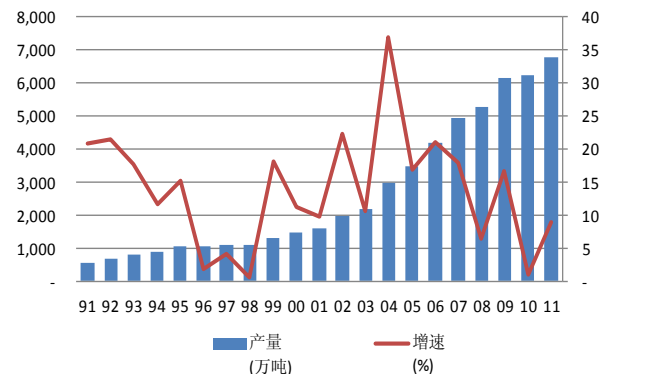
下面分析水泥产量的历史变化情况：

图 4-4：全国水泥年产量变化



资料来源：数字水泥，宏源证券研究所

图 4-5：江西省水泥年产量变化



资料来源：数字水泥，宏源证券研究所

从江西省水泥年产量变化图来看，增速呈现一涨一落的趋势，并且近五年来看增速均维持在 15% 以下。结合本年度已有的数据，一季度江西省水泥产量呈现负增长趋势，同比增速为 -5.5%。

我们预测 2012 年全年水泥需求为 7662 万吨，则通过以需定产，2012 年水泥产量也为 7662 万吨，由此可知本年水泥产量同比增速将达到 13%，较 2010 和 2011 年增速均有所加快，同时江西省水泥的产能利用率将得到提高。

图 4-6：江西省水泥产量预测

年度	江西	
	产量 (万吨)	增速 (%)
2006	4,206.31	20.97
2007	4,956.96	17.85
2008	5,271.59	6.35
2009	6,153.20	16.72
2010	6,220.54	1.09
2011	6,782.24	9.03
2012E	7,662.00	13.00

资料来源：宏源证券研究所

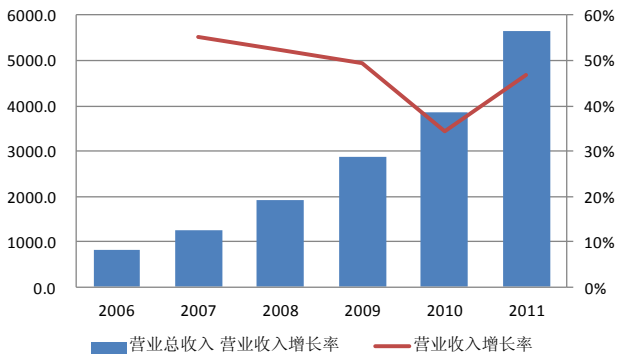
五、公司水泥业务运营分析与盈利预测

（一）公司成长性良好，业绩呈现稳步上升趋势

与中建材联姻以来，伴随着江西省经济的高速发展，江西水泥扭亏为盈，此后营业收入保持高速增长。除 2010 年增速较低为 34.3% 以外，其营业收入增长率一直保持在 50% 左右。作为立足于特定省辖区内的水泥企业，江西水泥显示了优于同类企业的成长能力。

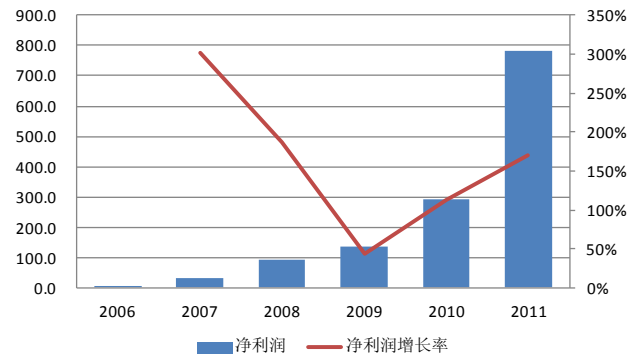
江西水泥如此快速的发展甚至改变了江西省内水泥市场的竞争格局。从一个市场占有率只有 7% 的小企业，到如今与南方水泥协同主宰江西水泥市场。

图 5-1: 营业总收入稳步上涨



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

图 5-2: 净利润大幅上涨



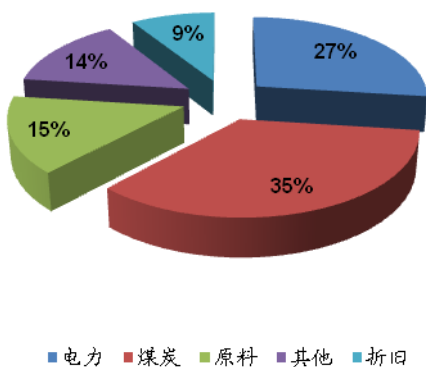
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

江西水泥是行业中保持业绩平稳快速发展的企业，在 2011 年市场环境有利的状况下业绩成倍增长，能够有效把握市场机遇；在 2010 年水泥价格处于低位的形势下，仍能维持 30% 以上的增长，能够良好应对来自外部环境的挑战。

(二) 成本费用控制良好，对冲水泥价格下跌风险

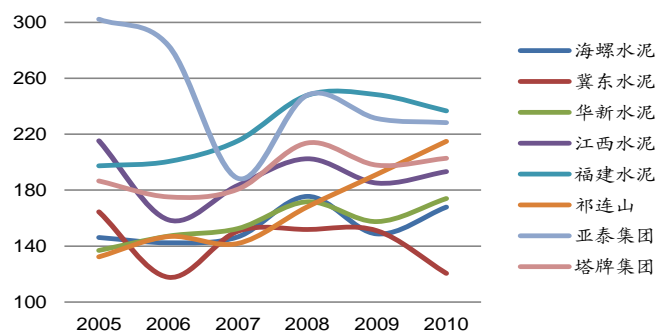
水泥生产成本主要由煤炭、电力、原料、折旧等构成，煤、电成本在整个成本中占比较大，一般在 60% 以上，原料成本（石灰石、石膏、矿渣、粘土、铁粉）为 15% 左右，人工和折旧成本在 23% 左右。江西水泥近年来不断改善工艺，再加之省内石灰石矿产资源丰富，其水泥吨成本处于同行业同类企业的较低位置。对其有所威胁的海螺以及华新水泥吨成本比江西水泥低 20 元左右，考虑运输成本则江西水泥在省内仍具有优势。

图 5-3: 水泥成本结构图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5-4: 重点公司水泥历史吨成本 (元/吨)

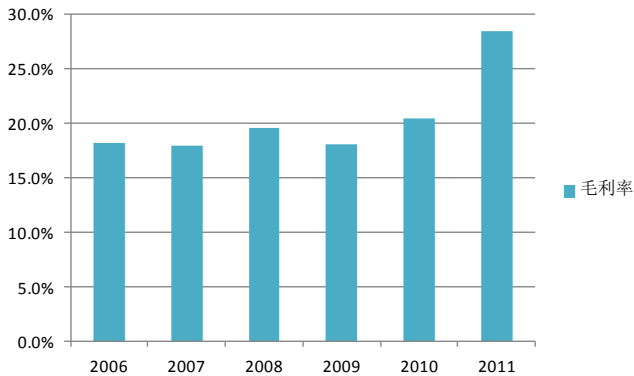


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

水泥企业的毛利率水平在水泥成本较稳定的情况下很大程度上取决于水泥价格，从毛利率历史变化来看，公司前些年毛利率维持在 18%-20% 之间，较为稳定，2011 年水泥价格大幅上涨带来了毛利率的大幅攀升，一度达到 28% 的高位，然而今年的状况将不会如此乐观，伴随着水泥价格的大幅下跌，今年毛利率下降几乎已经难以避免。

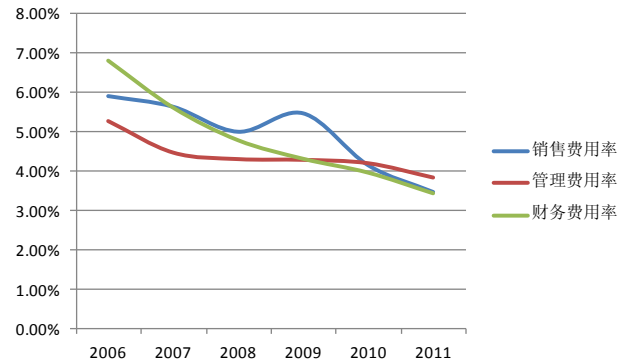
在费用控制上，公司具有显著优势，特别是销售费用和管理费用，均低于同类企业。良好的费用控制能力对于企业应对市场环境恶化具有明显的作用，在水泥价格下降的情况下，低费用率能有效维持企业的盈利能力，在一定程度上对冲价格风险，以至于企业不会过早出现亏损。

图 5-5: 毛利率水平变化



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

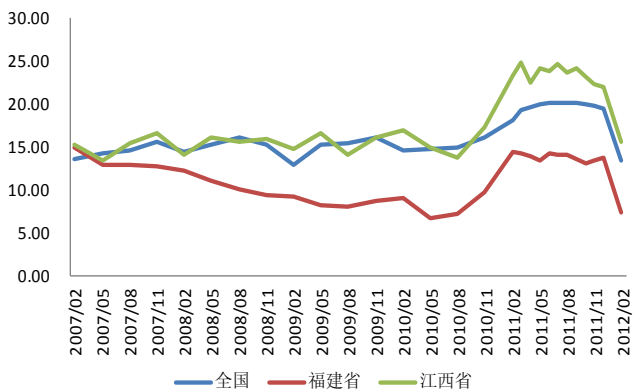
图 5-6: 公司三项费用率变化



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

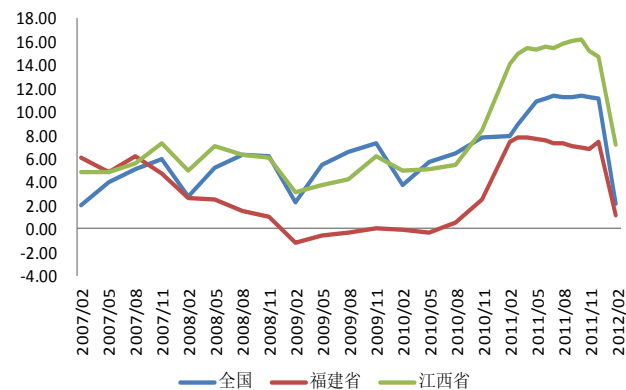
将 2007 年来福建省、江西省以及全国的水泥行业毛利率、利润率水平进行比较，发现江西省区域水泥行业状况经历了明显的提升期，在 11 年取得了较大幅度的提升之后，本年度虽有所回落，但仍保持相对较高水平。

图 5-7: 毛利率水平比较 (%)



资料来源: 数字水泥, 宏源证券研究所

图 5-8: 净利率水平比较 (%)



资料来源: 数字水泥, 宏源证券研究所

自 2011 年起，江西省水泥毛利率水平开始有大幅提升，主要由于江西省水泥价格一度上涨超过全国水泥价格上涨速度和幅度，以至于毛利率的绝对和相对水平均有所突破。然而，由于今年以来江西省水泥价格一路下跌，目前南昌水泥价格已经跌至全国平均线以下，以至于江西省毛利率水平出现迅速下滑，正在向全国平均水平回归。

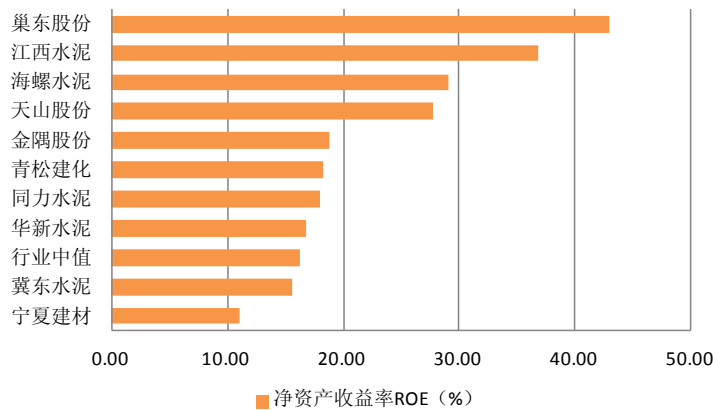
从净利率来看，江西省的下跌速度似乎并没有那么快，目前江西省净利率水平仍明显高于全国平均，具有一定的领先优势。我们认为江西水泥其三费率较低在应对市场价格风险中起到了重要作用。

为提高公司盈利水平，江西水泥不仅要控制费用率，保持应对价格风险的能力；更要不断推进行业整合，优化区域结构，引领市场的协同协作，维持水泥价格。

(三) 资产运作能力强于行业平均，为业绩锦上添花

江西水泥去年净资产收益率达到 30% 以上，超过海螺水泥，仅次于巢东股份。其他水泥企业 ROE 水平普遍位于 20% 以下。江西水泥净资产收益率远高于行业平均，一方面倚赖于公司合理的杠杆结构，另一方面受益于公司强大的资产运作能力。

图 5-9: 各公司净资产收益率比较

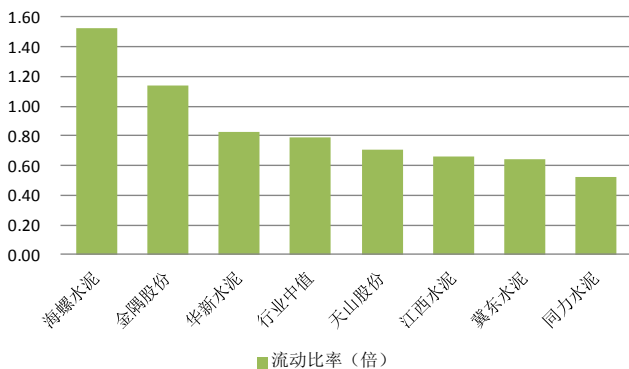


资料来源: wind, 宏源证券研究所

我们首先来看公司的资产负债结构情况。公司目前的资产负债率为 61.2%，产权比率 1.58，运用杠杆情况合理，公司的利息保障倍数为 6.54，长期偿债能力无需担心。

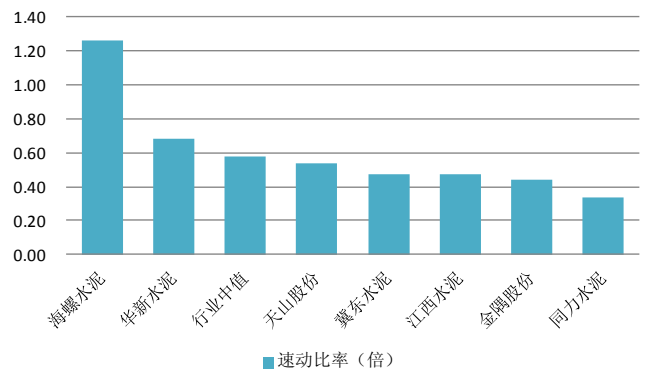
再来看公司短期偿债能力情况。由于公司流动负债占比较高，占总负债的 86.69%，其余为长期借款；然而公司的资产结构中，流动资产占比仅为 29%，以至于资产负债结构存在一定的不匹配现象。公司的流动比率速动比率都相对较低，短期偿债能力存在风险，对公司的短期融资能力要求较高。

图 5-10: 各公司流动比率横向比较



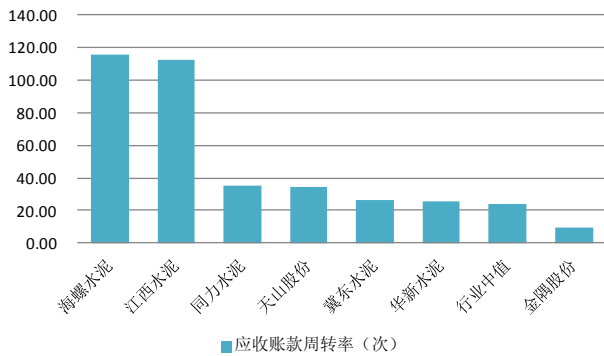
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 5-11: 各公司速动比率横向比较

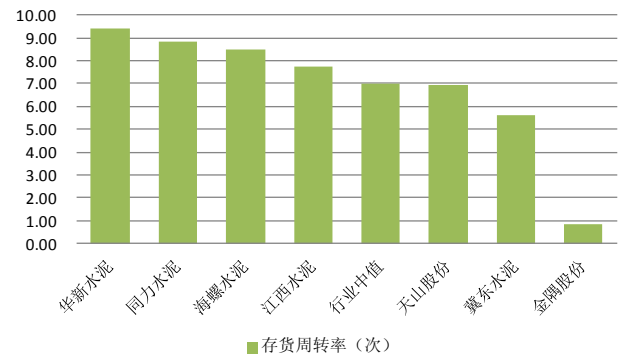


资料来源: wind, 宏源证券研究所

从公司的资产运作能力来看，应收账款周转率远高于同行业其他企业，与海螺水泥齐头并进，此指标表明公司的市场影响力强，产品具有一定的市场地位。同时，存货周转率也相对较高位于行业前列，表明公司的存货管理能力强，库存压力小。另外，还需要关注的是，高应收账款周转率和高存货周转率使得公司的流动资产占比较低，然而流动资产中货币性资产占据绝大部分，所以公司的资产流动性仍然很强，一定程度上弥补了上述的流动比率速动比率低的不足。

图 5-12: 应收账款周转率横向比较


资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 5-13: 存货周转率横向比较


资料来源: wind, 宏源证券研究所

综上所述, 公司良好的成长性, 较强的成本费用控制能力, 领先的资产运作能力, 都为公司的盈利增砖添瓦, 江西水泥在不断完善自身条件的同时, 能够有效抓住市场机遇、应对市场风险, 展现亮丽的业绩水平。

(四) 分产品盈利预测

我们主要预测江西水泥的水泥制造业务的营业收入, 并通过估测其他业务收入来预计营业总收入, 具体的数据预测结果见图 5-14。

图 5-14: 分产品盈利预测

主要指标	2011A	2012E	2013E	2014E
水泥制造				
平均售价 (元/吨)	314.86	319.04	334.43	358.76
产能 (万吨)	2000.00	2200.00	2400.00	2500.00
销量 (万吨)	1776.52	2007.47	2288.51	2517.36
增长率 (YOY)	10.16%	13.00%	14.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	5,593.58	6,404.65	7,653.56	9,031.20
增长率 (YOY)	47.61%	14.50%	19.50%	18.00%
毛利率	28.56%	21.00%	25.00%	24.00%
平均成本 (元/平方米)	224.94	252.04	250.83	272.65
销售成本 (百万元)	3,996.03	5,059.67	5,740.17	6,863.71
增长率 (YOY)	32.42%	26.62%	13.45%	19.57%
毛利 (百万元)	1597.53	1344.98	1913.39	2167.49
增长率 (YOY)	110.74%	-15.81%	42.26%	13.28%
占总销售额比重	99.26%	98.83%	98.41%	97.92%
占主营业务利润比重	99.36%	83.01%	98.41%	94.00%
混凝土				
销售收入 (百万元)	32.67	58.81	98.94	140.50
增长率 (YOY)	100.00%	80.00%	68.25%	42.00%
毛利率	20.06%	20.00%	21.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	26.12	47.04	78.16	113.80
增长率 (YOY)	100.00%	80.14%	66.15%	45.59%
毛利 (百万元)	6.55	11.76	20.78	26.69

增长率 (YOY)	100.00%	79.46%	76.66%	28.48%
占总销售额比重	0.58%	0.91%	1.27%	1.52%
占主营业务利润比重	0.41%	0.73%	1.07%	1.16%
其他				
销售收入 (百万元)	9.20	17.32	24.44	51.75
增长率 (YOY)	100.00%	88.30%	68.25%	24.24%
毛利率	41.15%	40.00%	40.00%	41.15%
销售成本 (百万元)	5.41	10.39	14.66	30.46
增长率 (YOY)	100.00%	91.98%	41.07%	107.71%
毛利 (百万元)	3.79	6.93	9.78	21.30
增长率 (YOY)	100.00%	83.04%	41.07%	117.86%
占总销售额比重	0.16%	0.27%	0.31%	0.56%
占主营业务利润比重	0.24%	0.43%	0.50%	0.92%
总收入				
销售总收入 (百万元)	5635.46	6480.78	7776.93	9223.44
销售总成本 (百万元)	4027.58	4860.58	5832.70	6917.58
毛利 (百万元)	1607.88	1620.19	1944.23	2305.86
平均毛利率	28.53%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 宏源证券研究所

我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 1.23、1.48, 对应当前股价的 PE 分别为 10.19、8.81, 给予“买入”评级。

图 5-15: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5649	6496	7795	9744	流动资产	2120	2285	3348	4798
营业成本	4043	4872	5846	7308	现金	1013	1013	1821	2890
营业税金及附加	40	32	39	49	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	196	260	312	390	应收票据	213	245	294	368
管理费用	216	292	351	438	应收款项	51	56	67	84
财务费用	194	94	89	84	其它应收款	138	159	190	238
资产减值损失	27	0	0	0	存货	603	727	872	1090
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	其他	102	86	103	129
投资收益	81	80	80	80	非流动资产	4908	4676	4720	4803
营业利润	1013	1025	1238	1555	长期股权投资	195	195	195	195
营业外收入	90	10	10	10	固定资产	3819	4025	4114	4236
营业外支出	26	1	2	2	无形资产	490	441	397	357
利润总额	1078	1034	1246	1563	其他	404	15	15	15
所得税	295	283	341	427	资产总计	7028	6961	8068	9601
净利润	783	751	905	1136	流动负债	3230	3207	3467	3938

少数股东损益	278	266	321	403	短期借款	1443	1496	1443	1443
归属于母公司									
净利润	506	485	584	733	应付账款	818	985	1182	1478
EPS (元)	1.28	1.23	1.48	1.85	预收账款	64	146	175	219
年成长率					其他	906	579	667	798
营业收入	47%	15%	20%	25%	长期负债	1189	442	442	442
营业利润	204%	1%	21%	26%	长期借款	442	442	442	442
净利润	230%	-4%	20%	25%	其他	747	0	0	0
获利能力					负债合计	4418	3649	3909	4380
毛利率	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%	股本	396	396	396	396
					资本公积				
净利率	9.0%	7.5%	7.5%	7.5%	金	473	473	473	473
ROE	32.9%	24.6%	23.4%	23.2%	留存收益	668	1105	1631	2291
					少数股东				
偿债能力					权益	1083	1349	1670	2072
					归属于母公				
资产负债率	62.9%	52.4%	48.5%	45.6%	司所有者权				
					益	1537	1973	2499	3159
净负债比率	29.3%	27.8%	23.4%	19.6%	负债及权益				
流动比率	0.7	0.7	1.0	1.2	合计	7038	6971	8078	9611
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.9					
营运能力									
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0					
存货周转率	7.7	7.3	7.3	7.5					
应收帐款周转率	112.3	122.1	126.9	129.2					
应付帐款周转率	5.4	5.4	5.4	5.5					
每股资料 (元)									
每股收益	1.28	1.23	1.48	1.85					
每股经营现金	2.00	2.90	3.62	4.17					
每股净资产	3.88	4.98	6.31	7.98					
每股股利	0.08	0.12	0.15	0.19					

现金流量表				
单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	792	1148	1435	1651
投资活动现金流	(534)	(242)	(505)	(505)
筹资活动现金流	(37)	(905)	(122)	(77)
现金净增加额	222	0	808	1069

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业高级分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券实习生姚艺对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。