



**谨慎
买入**

17% ↑

目标价格: 人民币 11.00

000789.CH 原目标价格: 人民币 11.60

价格: 人民币 9.41

目标价格基础: 8.2倍 14年市盈率

板块评级: 中立

江西水泥

成本下降带来盈利水平提升

江西水泥公告2013年实现营业收入61.8亿人民币,同比增长32.6%;归属上市公司股东净利润4.4亿人民币,同比增长130.1%,对应每股收益1.0721元,与前期业绩预告一致。公司业绩大幅增长一方面是成本下降带来的盈利能力提升,另一方面是区域需求较好,销量有较快增长,公司2013年水泥熟料销量2,262万吨,同比增长25.7%。长期来看,水泥行业加快对于落后产能的淘汰,控制新增产能,提高环保标准,有利于行业的供需改善。公司自身持续实施对标管理也能促使成本的下降。产能方面,江西区域内预计今年新增产能900万吨,可能会对价格形成一定压力。我们维持对公司的**谨慎买入**评级,目标价格下调至11.00元。

支撑评级的要点

- 公司2013年水泥和熟料综合销量达2,262万吨,同比增长25.72%,其中销售水泥1,885万吨,销售熟料377万吨;公司13年产销商品混凝土386万方,同比增长121.4%。我们测算的吨水泥熟料平均不含税售价220元/吨,同比下降8元/吨,平均成本为164元/吨,同比下降21元/吨;水泥熟料吨毛利、吨净利分别为56元、31元。
- 公司2013年毛利率26.1%,同比提升6.47个百分点;净利率7.1%,同比提升3.01个百分点。期间费用率11.1%,同比降低1.91个百分点;其中销售费用率上升0.29个百分点至3.7%,管理费用率和财务费用率分别下降0.74、1.47个百分点至4.5%和2.9%。
- 公司2013年第4季度毛利率32.2%,同比提升7.75个百分点;净利率9.7%,同比提升1.78个百分点。期间费用率10.5%,同比上升2.38个百分点;其中销售费用率上升4.67个百分点,管理费用率和财务费用率分别下降0.67、1.62个百分点。
- 公司2014年经营计划:全年产品销量增幅达10%以上。产能方面,于都日产4,800吨熟料生产线项目预计6月点火投产,配套石灰石矿山工程投入使用;黄金埠公司三期项目6月建成投产。

评级面临的主要风险

- 成本大幅上升的风险以及区域需求低于预期导致水泥价格下行的风险。

估值

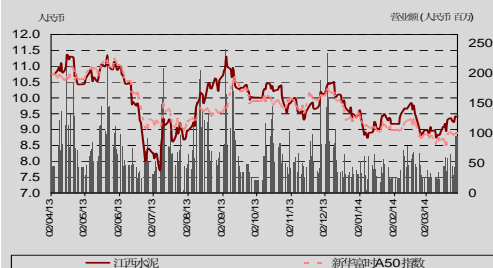
- 我们将2014-2015年每股盈利预测调整至1.336和1.605元,16年每股收益预测为1.905元人民币,目标价由11.60元下调至11.00元,对应2014年8.2倍市盈率,维持**谨慎买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	4,658	6,179	7,189	8,339	9,459
变动(%)	(18)	33	16	16	13
净利润(人民币 百万)	190	438	546	656	779
全面摊薄每股收益(人民币)	0.466	1.072	1.336	1.605	1.905
变动(%)	(63.5)	130.1	24.6	20.1	18.7
市场预期每股收益(人民币)	-	0.992	1.238	1.448	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.333	1.579	-
调整幅度(%)	-	-	0.2	1.7	-
核心每股收益(人民币)	0.315	1.006	1.242	1.500	1.790
变动(%)	(74.0)	219.7	23.4	20.8	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	20.2	8.8	7.0	5.9	4.9
核心市盈率(倍)	29.9	9.4	7.6	6.3	5.3
每股现金流量(人民币)	1.42	2.60	3.01	3.24	3.46
价格/每股现金流量(倍)	6.6	3.6	3.1	2.9	2.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	4.5	3.9	3.4	3.1
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.334	0.401	0.476
股息率(%)	1.1	3.2	3.5	4.3	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.5)	5.1	(0.8)	(9.8)
相对新华富时 A50 指数	6.3	4.8	4.9	7.4

发行股数(百万)	409
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	3,848
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%) (2014E)	30
主要股东(%)	
江西水泥有限责任公司	43

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 非金属建材

董馨瑶

(8610) 6622 9353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

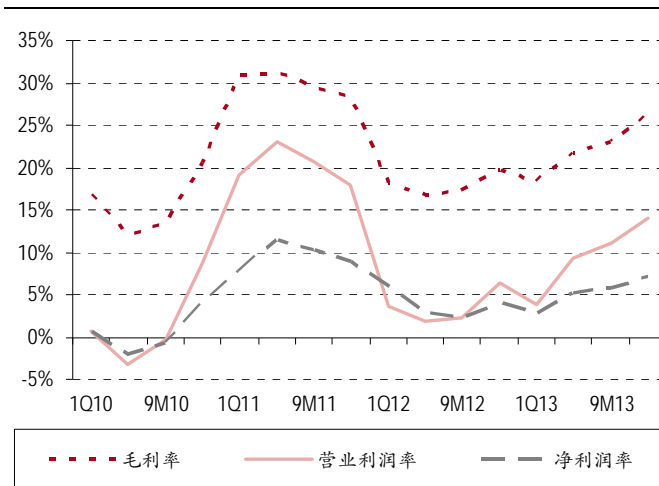
pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

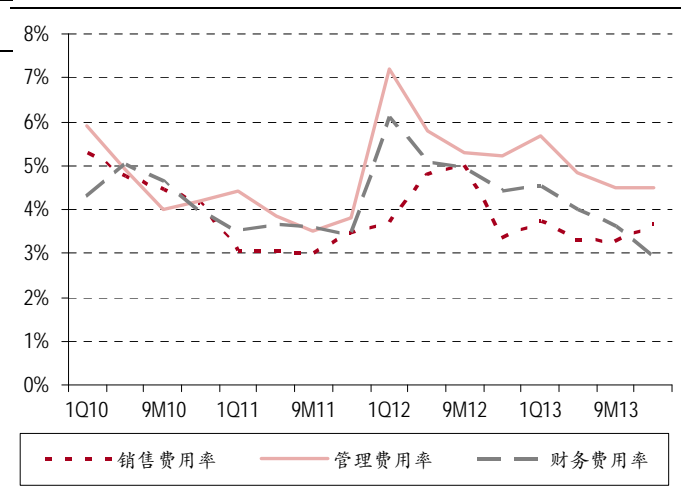
图表 1.13 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	FY12	FY13	同比变化 (%)	4Q12	4Q13	同比变化 (%)	9M12	9M13	同比变化 (%)
营业收入	4,658	6,179	32.6	1,468	2,088	42.2	3,190	4,091	28.2
营业成本	(3,744)	(4,566)	22.0	(1,110)	(1,416)	27.6	(2,635)	(3,150)	19.6
营业税金及附加	(34)	(39)	12.3	(13)	(16)	22.7	(21)	(22)	5.8
销售费用	(157)	(226)	44.2	4	(92)	(2,651.3)	(160)	(134)	(16.6)
管理费用	(243)	(277)	14.0	(75)	(93)	23.6	(168)	(185)	9.7
财务费用	(206)	(182)	(11.5)	(48)	(34)	(28.3)	(158)	(147)	(6.4)
资产减值损失	(11)	(38)	242.5	(6)	(33)	488.1	(5)	(5)	(8.5)
公允价值变动	0	0	37.4	0	0	472.6	0	(0)	(138.6)
投资收益	32	12	(61.4)	1	3	125.0	31	9	(70.3)
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	296	864	192.2	222	407	83.2	73	457	521.5
营业外收入	129	107	(17.4)	25	26	1.1	104	81	(21.9)
营业外支出	(32)	(33)	3.0	(16)	(18)	12.3	(16)	(15)	(6.0)
利润总额	393	938	138.5	232	415	79.1	161	523	223.8
所得税费用	(112)	(240)	113.8	(57)	(104)	82.2	(55)	(135)	146.9
净利润	281	698	148.4	174	310	78.1	107	388	263.3
少数股东损益	(91)	(260)	186.8	(58)	(108)	85.9	(33)	(152)	366.5
归属于母公司所有者的净利润	190	438	130.1	116	203	74.2	74	236	217.9

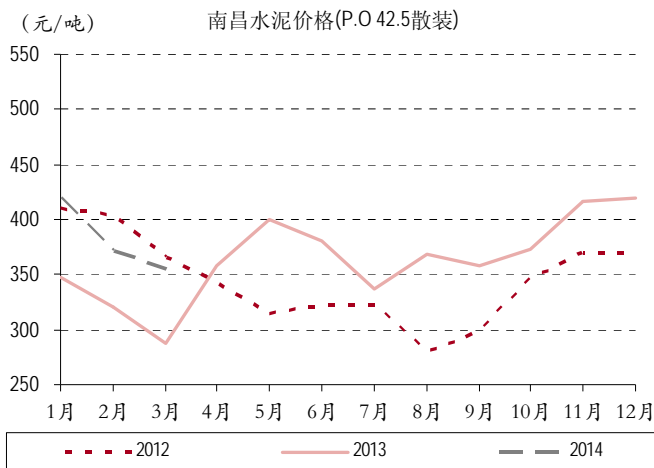
资料来源: 公司数据

图表 2. 利润率指标走势


资料来源: 公司数据

图表 3. 费用率指标走势


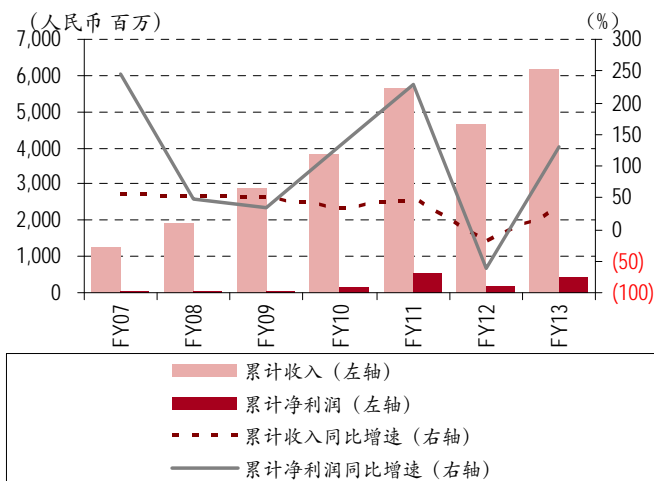
资料来源: 公司数据

图表 6. 江西地区水泥价格走势


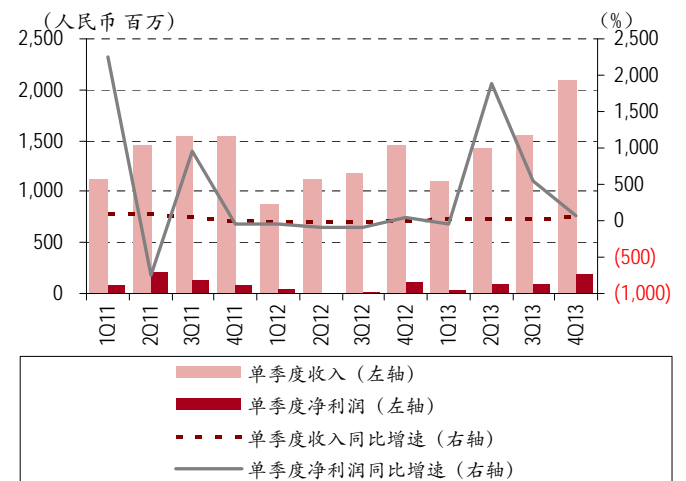
资料来源: 数字水泥网

图表 7. 江西地区水泥煤炭价格差

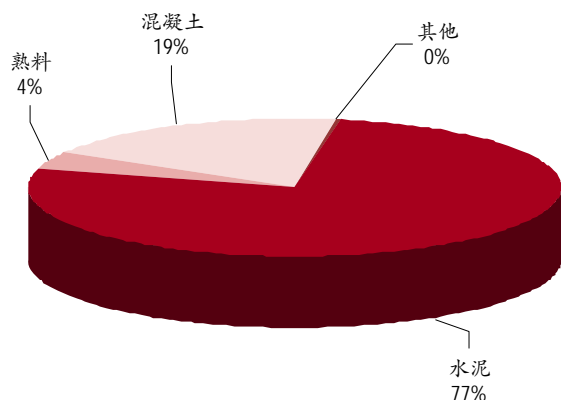

资料来源: 数字水泥网

图表 4. 公司累计收入利润情况


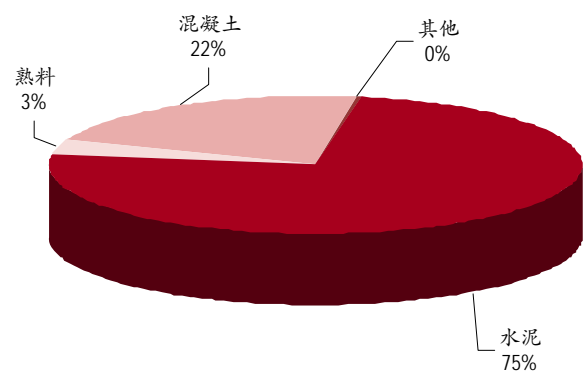
资料来源: 公司数据

图表 5. 公司单季度收入利润情况


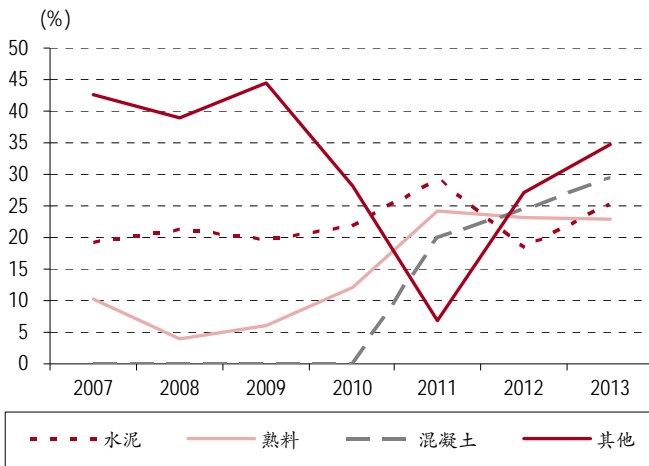
资料来源: 公司数据

图表 6. 2013 年主营业务收入分布


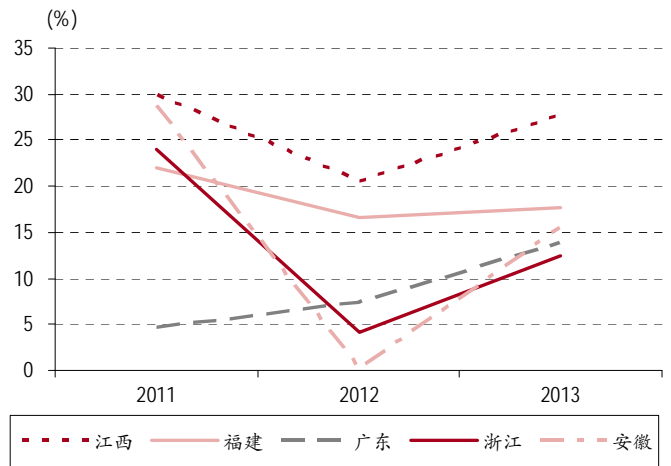
资料来源: 公司数据

图表 7. 2013 年主营业务毛利分布


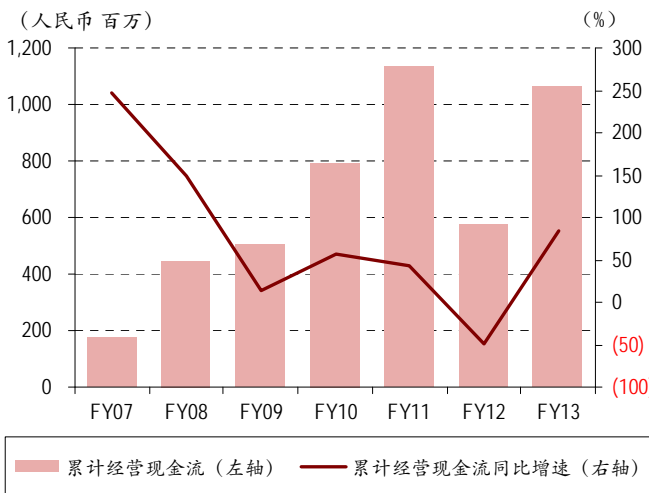
资料来源: 公司数据

图表 8. 公司分产品毛利率走势


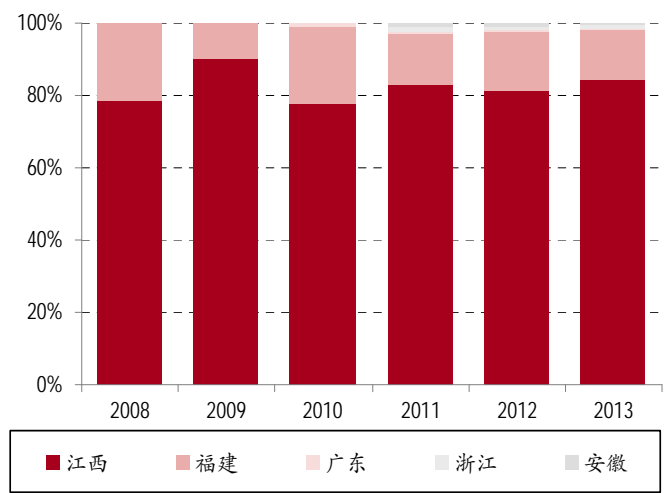
资料来源：公司数据

图表 9. 公司分地区毛利率走势


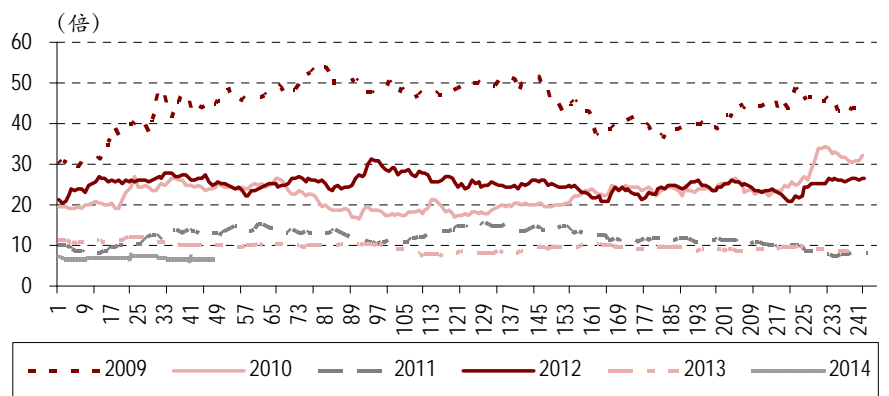
资料来源：公司数据

图表 10. 经营性现金流情况


资料来源：公司数据

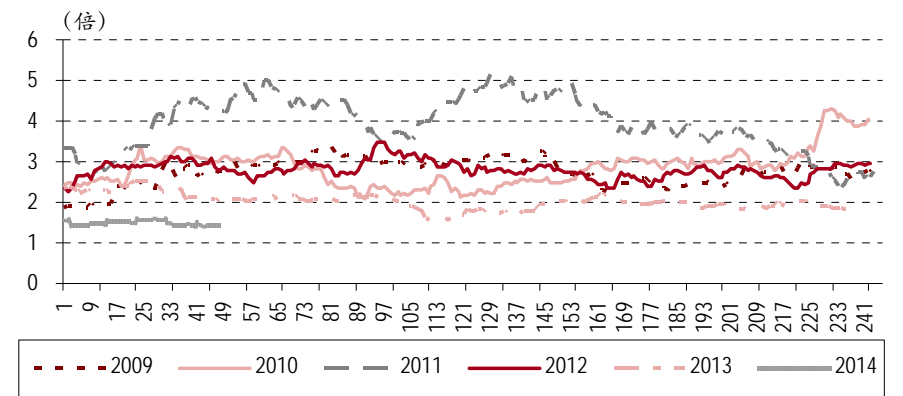
图表 11. 公司历年主要地区收入占比


资料来源：公司数据

图表 12. 江西水泥市盈率走势


资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 13.江西水泥市净率走势



资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	4,658	6,179	7,189	8,339	9,459
销售成本	(3,744)	(4,566)	(5,275)	(6,091)	(6,857)
经营费用	(74)	(130)	(210)	(301)	(381)
息税折旧前利润	840	1,483	1,703	1,947	2,222
折旧及摊销	(360)	(412)	(430)	(450)	(472)
经营利润(息税前利润)	480	1,071	1,273	1,497	1,750
净利息收入/(费用)	(206)	(182)	(179)	(176)	(176)
其他收益/(损失)	119	49	65	72	80
税前利润	393	938	1,159	1,393	1,654
所得税	(112)	(240)	(290)	(348)	(413)
少数股东权益	(91)	(260)	(323)	(389)	(461)
净利润	190	438	546	656	779
核心净利润	129	411	508	614	732
每股收益(人民币)	0.466	1.072	1.336	1.605	1.905
核心每股收益(人民币)	0.315	1.006	1.242	1.500	1.790
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.334	0.401	0.476
收入增长(%)	(18)	33	16	16	13
息税前利润增长(%)	(58)	123	19	18	17
息税折旧前利润增长(%)	(43)	77	15	14	14
每股收益增长(%)	(64)	130	25	20	19
核心每股收益增长(%)	(74)	220	23	21	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	393	938	1,159	1,393	1,654
折旧与摊销	360	412	430	450	472
净利息费用	206	182	179	176	176
运营资本变动	(269)	(270)	(232)	(332)	(455)
税金	(112)	(240)	(290)	(348)	(413)
其他经营现金流	2	42	(14)	(15)	(17)
经营活动产生的现金流	579	1,065	1,232	1,323	1,416
购买固定资产净值	(293)	(492)	(664)	(720)	(846)
投资减少/增加	(64)	(48)	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	4	0	3	3	4
投资活动产生的现金流	(353)	(540)	(664)	(719)	(844)
净增权益	165	49	0	0	0
净增债务	209	(145)	(145)	(20)	90
支付股息	(103)	(41)	(123)	(137)	(164)
其他融资现金流	(405)	(461)	(136)	(127)	(130)
融资活动产生的现金流	(134)	(599)	(404)	(283)	(204)
现金变动	92	(74)	164	321	369
期初现金	978	1,070	996	1,160	1,481
公司自由现金流	232	534	574	613	585
权益自由现金流	230	198	244	408	486

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,071	997	1,160	1,481	1,850
应收帐款	599	1,081	1,419	1,858	2,384
库存	526	380	500	655	841
其他流动资产	4	5	5	5	5
流动资产总计	2,199	2,463	3,084	3,999	5,080
固定资产	3,964	4,312	4,536	4,796	5,161
无形资产	758	811	824	838	851
其他长期资产	270	259	270	281	292
长期资产总计	4,991	5,382	5,630	5,915	6,304
总资产	7,191	7,846	8,714	9,914	11,384
应付帐款	1,334	1,274	1,485	1,731	1,972
短期债务	2,007	1,966	1,784	1,722	1,786
其他流动负债	123	114	127	141	157
流动负债总计	3,464	3,354	3,395	3,594	3,914
长期借款	698	608	645	687	713
其他长期负债	170	335	379	429	477
股本	409	409	409	409	409
储备	1,294	1,691	2,115	2,634	3,249
股东权益	1,703	2,100	2,524	3,043	3,658
少数股东权益	1,156	1,448	1,771	2,160	2,621
总负债及权益	7,191	7,846	8,714	9,914	11,384
每股帐面价值(人民币)	4.17	5.14	6.17	7.44	8.95
每股有形资产(人民币)	2.31	3.15	4.16	5.39	6.87
每股净负债(现金)(人民币)	4.00	3.86	3.10	2.27	1.59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	24.0	23.7	23.3	23.5
息税前利润率(%)	10.3	17.3	17.7	17.9	18.5
税前利润率(%)	8.4	15.2	16.1	16.7	17.5
净利率(%)	4.1	7.1	7.6	7.9	8.2
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	2.2	5.4	6.6	7.8	8.9
净权益负债率(%)	57.2	44.5	29.5	17.8	10.3
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	20.2	8.8	7.0	5.9	4.9
核心业务市盈率(倍)	29.9	9.4	7.6	6.3	5.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.0	10.9	8.9	7.3	6.1
市净率(倍)	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	6.6	3.6	3.1	2.9	2.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	4.5	3.9	3.4	3.1
周转率					
存货周转天数	55.0	36.2	30.5	34.6	39.8
应收帐款周转天数	44.5	49.6	63.5	71.7	81.8
应付帐款周转天数	104.7	77.0	70.0	70.4	71.4
回报率					
股息支付率(%)	21.5	28.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	11.8	23.1	23.6	23.6	23.2
资产收益率(%)	4.8	10.6	11.5	12.1	12.3
已运用资本收益率(%)	9.2	18.6	20.0	21.1	21.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371