



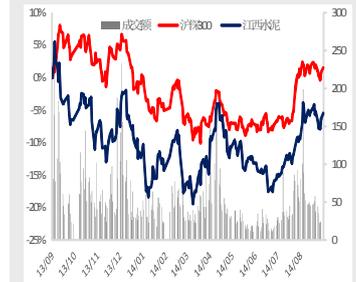
建材：江西水泥（000789）中报点评

2014年09月01日

内控比肩行业一流，外扩抢占市场份额

推荐（维持）

市场表现 截至 2014.09.01



市场数据	2014-8-31
A股收盘价（元）	9.70
一年内最高价（元）	10.93
一年内最低价（元）	8.32
上证指数	2,217.20
市净率	1.8
总股本（万股）	40,891
实际流通A股（万股）	40,889
限售流通A股（万股）	2
流通A股市值（亿元）	39.7

⑤ 上半年公司实现营业收入 28.59 亿元，同比增长 12.9%；归属于母公司所有者的净利润 2.52 亿元，同比增长 90.2%；按最新股本摊薄每股收益 0.62 元。

⑤ 管理和技术双轮驱动提升产能利用率

上半年在没有新增产能的情况下，公司通过管理和技术对标等措施，提高既有设备的利用率水平，共生产水泥 839.62 万吨、熟料 626.96 万吨，同比分别增长 3.98%和 6.62%；销售水泥、熟料 1,012.28 万吨，同比增长 0.27%；销售商品混凝土 194.56 万方，同比增长 44.96%。实现销售收入 28.59 亿元，同比增长 12.93%。

⑤ 煤炭成本下降助毛利率上升

上半年公司综合毛利率提高 4.6 个百分点至 26.3%。一方面受益煤炭价格持续下滑，上半年公司煤炭采购价格同比下降 5.92%，主要原材料成本的下降促使公司水泥熟料综合成本下降 3.1%。另一个是价格的同比上涨，上半年公司水泥熟料综合售价 221.5 元/吨，同比上涨 2.4%。上半年公司水泥制造板块的毛利率提升 7.01 个百分点至 28.09%。由于市场竞争激烈，商品混凝土板块毛利率下滑 4.6 个百分点。

⑤ 新增产能增强市场控制力

公司在于都的 4800t/d 熟料线项目 6 月点火投产，新增水泥产能 200 万吨/年。而下半年区域无其他新产能投放，公司在江西的市场占有率将进一步提升。在铁路和革命老区建设的基建投资的带动下，地区供需关系将逐步向好，价格也有望企稳向上。

⑤ 投资建议及评级

我们预计公司 2014 年收入 69.2 亿元，同比增长 12%，实现净利润 9.36 亿元，同比增长 34.2%，基本每股收益 1.42 元。以目前价格计，对应 PE 为 6 倍，给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

房地产市场大幅下滑，基建投资增速不达预期

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	4,658.4	6,179.0	6,920.5	7,612.5	8,373.8
同比增长(+/-%)	-17.5%	32.6%	12.0%	10.0%	10.0%
归属净利润（百万元）	281.0	698.0	936.8	1,060.8	1,188.1
同比增长(+/-%)	-64.1%	148.4%	34.2%	13.2%	12.0%
每股收益（元）	0.47	1.07	1.42	1.69	1.89
PE	20.82	9.05	6.83	5.75	5.14
PB	2.33	1.89	1.58	1.33	1.12

分析师：贺众营

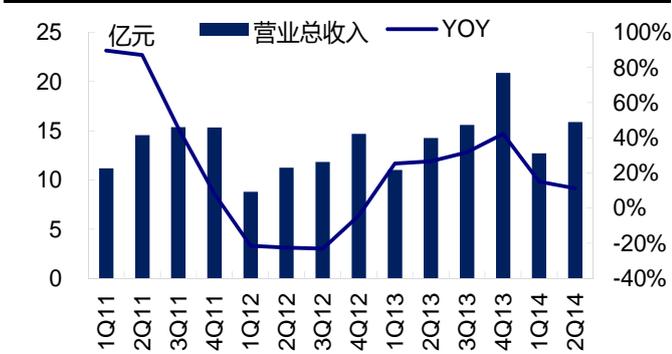
执业编号：S1490514050001

电话：010-58566805

邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

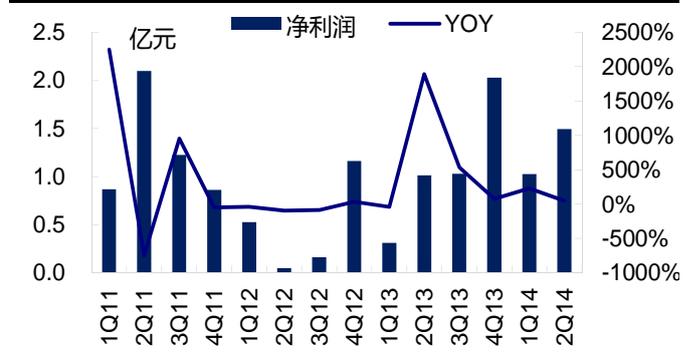
证券研究报告

**图表 1：上半年公司营业收入增长 12.9%**



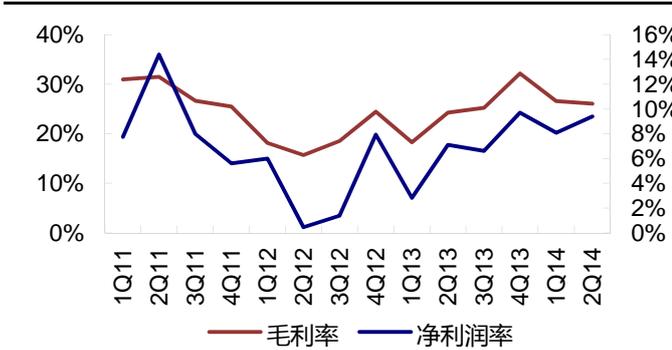
数据来源：Wind、华融证券

**图表 2：上半年公司净利润增长 90.2%**



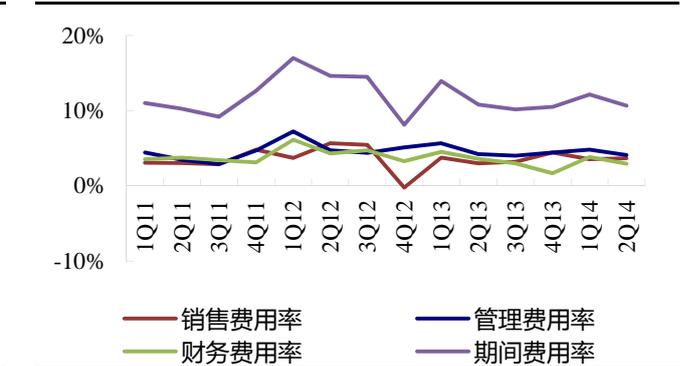
数据来源：Wind、华融证券

**图表 3：上半年公司毛利率提升 4.6 个百分点**



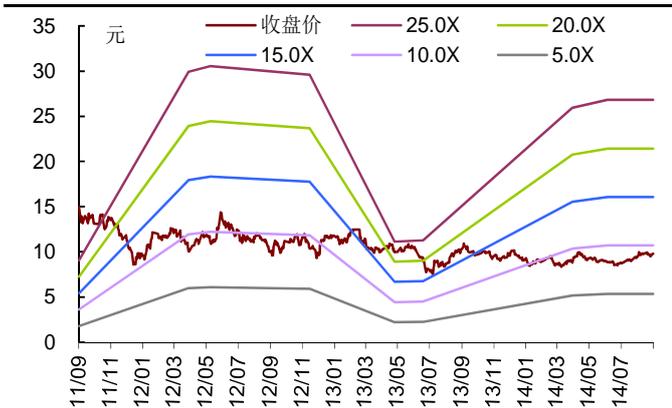
数据来源：Wind、华融证券

**图表 4：上半年公司期间费用率下降 0.8 个百分点**



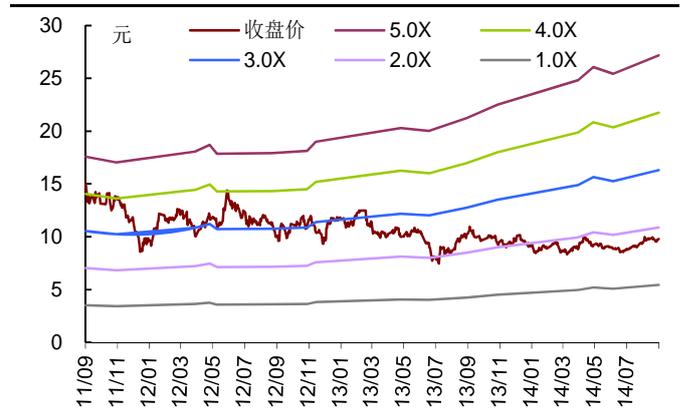
数据来源：Wind、华融证券

**图表 5：公司 PE-BAND**



数据来源：Wind、华融证券

**图表 6：公司 PB-BAND**



数据来源：Wind、华融证券

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>2,199.3</b>	<b>2,463.3</b>	<b>2,904.9</b>	<b>3,141.3</b>	<b>3,475.4</b>
现金	1,130.8	1,079.1	1,384.1	1,522.5	1,674.8
交易性投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收票据	121.7	222.4	180.1	239.6	250.4
应收款项	223.7	434.9	365.3	347.6	455.1
其他应收款	95.9	193.1	147.1	172.6	184.9
存货	525.9	380.5	652.1	690.9	719.1
其他	101.2	153.0	175.9	167.8	190.7
<b>非流动资产</b>	<b>4,991.5</b>	<b>5,382.4</b>	<b>7,009.3</b>	<b>8,199.2</b>	<b>9,240.1</b>
长期股权投资	200.8	200.6	200.6	200.6	200.6
固定资产	3,898.9	3,954.9	5,202.5	6,227.3	7,221.1
无形资产	553.0	584.2	587.1	589.8	592.4
其他	338.7	642.7	1,019.1	1,181.6	1,226.0
<b>资产总计</b>	<b>7,190.8</b>	<b>7,845.7</b>	<b>9,914.2</b>	<b>11,340.5</b>	<b>12,715.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,464.0</b>	<b>3,354.0</b>	<b>4,729.3</b>	<b>5,296.0</b>	<b>5,681.6</b>
短期负债	1,710.3	1,834.5	2,557.5	3,061.1	3,293.6
应付账款	594.3	783.4	959.9	1,076.2	1,175.7
预收账款	79.3	83.8	104.1	108.3	125.3
其他	1,080.0	652.3	1,107.8	1,050.3	1,087.0
<b>长期负债</b>	<b>868.0</b>	<b>943.3</b>	<b>873.9</b>	<b>879.7</b>	<b>912.6</b>
长期借款	200.4	110.0	110.0	110.0	110.0
其他	667.6	833.3	763.9	769.7	802.6
<b>负债合计</b>	<b>4,332.0</b>	<b>4,297.3</b>	<b>5,603.2</b>	<b>6,175.6</b>	<b>6,594.1</b>
股本	408.9	408.9	817.8	817.8	817.8
资本公积金	500.0	499.7	499.7	499.7	499.7
留存收益	794.2	1,191.7	1,189.4	1,672.1	2,212.7
少数股东权益	1,155.7	1,448.1	1,804.0	2,175.3	2,591.2
母公司所有者权益	1,703.2	2,100.3	2,506.9	2,989.6	3,530.2
<b>负债及权益合计</b>	<b>7,190.8</b>	<b>7,845.7</b>	<b>9,914.2</b>	<b>11,340.5</b>	<b>12,715.5</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>568.2</b>	<b>1,027.0</b>	<b>2,264.5</b>	<b>1,959.9</b>	<b>2,277.8</b>
净利润	281.0	698.0	936.8	1,060.8	1,188.1
折旧摊销	359.9	411.9	729.2	880.9	1,043.3
财务费用	210.9	191.6	125.0	96.3	108.7
投资收益	-14.6	-4.9	-35.7	-33.8	-22.2
营运资金变动	-269.0	-251.6	541.5	-43.5	-48.4
其他	-0.1	-18.0	-32.3	-0.8	8.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-352.6</b>	<b>-540.0</b>	<b>-2,313.9</b>	<b>-2,027.6</b>	<b>-2,050.5</b>
资本支出	-332.1	-491.1	-2,344.0	-2,044.0	-2,044.0
其他投资	-20.5	-49.0	30.1	16.4	-6.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>142.4</b>	<b>349.6</b>	<b>354.4</b>	<b>206.1</b>	<b>-75.0</b>
借款变动	26.3	33.8	723.0	503.6	232.5
普通股增加	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	77.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-102.9	-40.9	-174.2	-206.9	-231.7
其他	128.5	357.0	-194.4	-90.6	-75.8

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>4,658.4</b>	<b>6,179.0</b>	<b>6,920.5</b>	<b>7,612.5</b>	<b>8,373.8</b>
营业成本	3,744.2	4,566.4	5,052.0	5,519.1	6,029.1
营业税金及附加	34.3	38.5	41.5	45.7	50.2
营业费用	156.6	225.9	256.1	274.1	293.1
管理费用	243.2	277.2	311.4	335.0	360.1
财务费用	205.6	181.9	125.0	96.3	108.7
资产减值损失	11.0	37.7	-25.8	8.5	19.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	32.2	12.4	43.1	42.1	32.5
<b>营业利润</b>	<b>295.7</b>	<b>863.8</b>	<b>1,203.4</b>	<b>1,376.1</b>	<b>1,545.4</b>
营业外收入	129.5	106.9	100.6	106.8	111.0
营业外支出	32.1	33.0	28.5	29.8	30.9
<b>利润总额</b>	<b>393.1</b>	<b>937.7</b>	<b>1,275.5</b>	<b>1,453.0</b>	<b>1,625.5</b>
所得税	112.1	239.7	338.7	392.2	437.4
<b>净利润</b>	<b>281.0</b>	<b>698.0</b>	<b>936.8</b>	<b>1,060.8</b>	<b>1,188.1</b>
少数股东权益	90.5	259.6	356.0	371.3	415.8
归属母公司所有者净利润	190.5	438.4	580.8	689.5	772.3
EPS (元)	0.47	1.07	1.42	1.69	1.89

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	-17.5%	32.6%	12.0%	10.0%	10.0%
营业利润	-70.8%	192.2%	39.3%	14.3%	12.3%
净利润	-64.1%	148.4%	34.2%	13.2%	12.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	19.6%	26.1%	27.0%	27.5%	28.0%
净利率	6.0%	11.3%	13.5%	13.9%	14.2%
ROE	11.2%	20.9%	23.2%	23.1%	21.9%
ROIC	10.8%	18.3%	18.7%	17.6%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.2%	54.8%	56.5%	54.5%	51.9%
流动比率	0.63	0.73	0.61	0.59	0.61
速动比率	0.48	0.62	0.48	0.46	0.48
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.65	0.79	0.70	0.67	0.66
存货周转率	7.12	12.00	7.75	7.99	8.38
应收账款周转率	13.49	9.40	12.69	12.96	11.87
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.47	1.07	1.42	1.69	1.89
每股经营现金	1.42	2.60	5.54	4.79	5.57
每股净资产	4.17	5.14	6.13	7.31	8.63
每股股利	0.25	0.10	0.43	0.45	0.45
<b>估值比率</b>					
PE	20.82	9.05	6.83	5.75	5.14
PB	2.33	1.89	1.58	1.33	1.12

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

贺众营，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)