

2011年1月7日

# 江西水泥

## 看好2010年业绩拐点

**A**
**未有评级**

000789.SZ - 人民币 12.84

**李攀\***

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	4	33	47	69
相对新华富时A50指数(%)	4	36	45	91

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	396
流通股(%)	56.02
流通股市值(人民币 百万)	2,848
3个月日均交易额(人民币 百万)	179
净负债比率(%)	96.6
主要股东(%)	
江西水泥有限责任公司	43.98

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李大振为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

江西水泥四季度销售价格受周边省份限电影响大幅提升, 而本身产能发挥并未受到限电影响, 2010年新投产生产线产能得以有效释放。从长期来看, 预期2011年江西仅会有400万吨新增产能, 且会有部分落后产能淘汰, 而新增需求预计在600万吨以上, 整体供求关系进一步改善。各企业在限电中已经认识到合理的竞争关系对盈利能力的提升作用, 在竞争环境改善背景下, 未来企业间价格协同加强是大概率事件, 江西水泥利润有望大幅提升。

### 主要发现

- 水泥售价在2010年四季度同比大幅提升。2010年下半年以来华东多省限电, 水泥供给受限与旺季需求增加推动水泥价格大幅上升。虽然江西省并未限电, 但是周边省份价格上升带动了江西水泥价格大幅上涨, 四季度水泥(含熟料)不含税价达到330元/吨, 09年同期仅为240元/吨。
- 预期2010年销量近1,600万吨, 同比增长25%。公司在2010年两条5,000t/d生产线分别于年初和8月份投产, 我们预期2010年全年能够销售1,600万吨水泥(含熟料), 同比2009年增长25%左右。
- 企业间价格协同加强有利于水泥价格水平提升。2010年四季度多数水泥公司都享受了限电带来的盈利提升, 也逐渐认识到合理的竞争体系对公司整体盈利能力提高的益处, 目前企业间的价格竞争处于趋缓过程, 水泥企业之间协同关系的加强对2011年水泥价格整体提升起到积极作用。
- 2011年区域供求关系继续改善, 利于价格维持较高水平。我们预期江西2011年仅会有400万吨新增产能, 且会有落后产能淘汰, 而新增需求预计在600万吨以上, 重点工程对水泥需求也会进一步增加, 整体供求关系进一步改善。

### 图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	1,919	2,865	3,911	4,713	5,179
增长率(%)	52	49	36	21	10
归属母公司股东净利润(百万元)	49	66	132	287	357
增长率(%)	48	35	100	117	25
摊薄每股收益(元)	0.12	0.17	0.33	0.72	0.90
市盈率(倍)	104	77	38	18	14
每股经营现金流量(元)	1.13	1.28	1.67	2.97	2.63

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

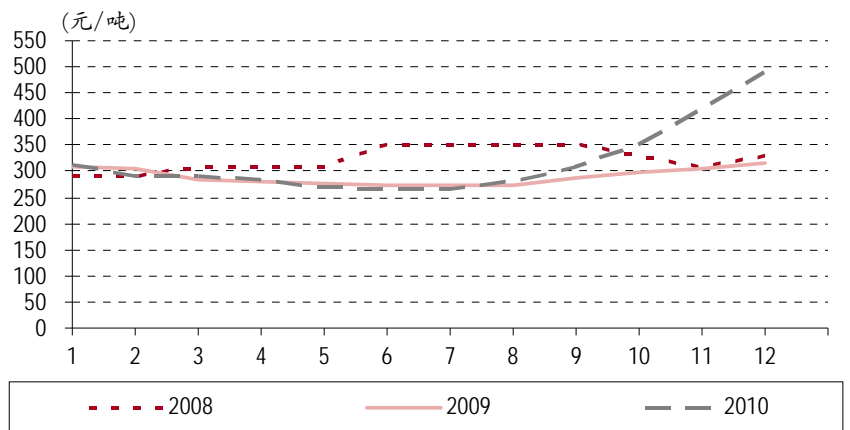
## 水泥售价受周边省份限电影响大幅提升，水泥生产并未受限电影响

2010年下半年以来华东地区多省拉闸限电，供给受限与旺季需求增加同时推动水泥价格大幅上升。但是江西省并未限电，所以公司的生产并未受到影响，同时周边的价格上升带动了江西省内水泥价格的大幅上涨。

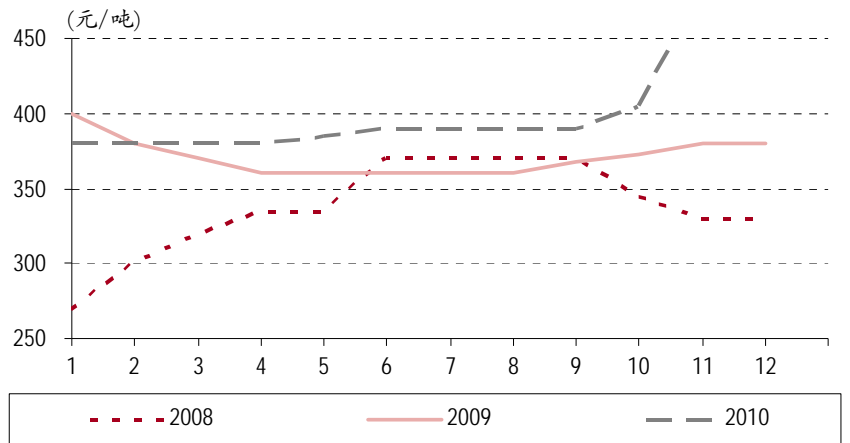
从8月下旬开始价格逐渐上涨，每次20-30元/吨的涨幅，各个区域间交替上涨，玉山公司与浙江相近，受浙江限电的影响，玉山地区价格最先上调，其他基地随着江西周边地区价格的上涨而逐渐提升。在涨价之前水泥和熟料均价约为210-220元/吨(不含税)，而四季度水泥和熟料均价达到330元/吨(不含税)，同比09年四季度240元/吨的价格涨幅明显。

公司生产的万年青水泥存在一定的品牌溢价，相比与其他品牌的水泥吨价格高了20元左右。

图表 2. 南昌水泥价格(P.O42.5 散装)



资料来源：公司数据

**图表 3. 福州水泥价格 (P.O42.5 散装)**


资料来源：公司数据

### 水泥全年销量预期近 1,600 万吨，同比增长 25%

公司在瑞金的 5,000t/d 生产线于 2010 年初投产，万年的 5,000t/d 生产线 8 月份投产，该生产线在旺季产能得到释放，自 8 月份以来基本处于满产的状态。2009 年公司销售水泥 (含熟料) 1,264 万吨，我们预期 2010 年全年能够销售 1,600 万吨，同比增长 25% 左右。

在福建省市场，公司每年有近 150 万吨的销售，在收购华盛水泥之前，由于非本地厂家在福建难以进入重点工程招标范畴，收购后逐步打破了这一限制，公司今年在福清销售 50 多万吨水泥。在福清的生产基地是粉磨站，熟料从安徽、大连等地运输过来，是公司开拓福建市场的一个基地，在福建省其他地区的销售相比与去年基本持平。

**图表 4. 公司生产线情况**

公司名称	权益	生产线	产能	权益产能	备注
江西玉山	40%	2*2500	200	80	
江西万年	100%	2*2500	200	200	
		1*3000	120	120	
		1*5000	200	200	2010 年 8 月投产
江西瑞金	46%	1*5000	200	92	
		1*5000	200	92	2010 年初投产
江西国兴	40%	1500	60	24	
		2500	100	40	
江西锦溪	50%	1*2500	100	50	
		1*3000	120	60	
		1500	958		

资料来源：公司数据

## 公司拥有铁路运输线便利条件，有利于扩大销售半径

从竞争对手情况来看，除了亚东水泥可以通过水路运输外，省内其他水泥公司都是只能通过公路运输，而江西水泥各个厂都是有铁路专运线运输的，万年、玉山可以通过铁路专运线运输到福州，瑞金的可以通过铁路专运线运输到厦门。铁路的运输半径较大，拓展了销售半径。

## 企业间价格协同加强有利于水泥价格水平提升

江西区域内部主要的水泥公司包括海螺、南方、亚东、红狮等，以往有一部分水泥从浙江和湖南进入江西省，2010年由于受限电影响，浙江水泥供给受限，进入江西的水泥很少。外部省份水泥价格大幅上升对推动省内价格上涨起到一定作用。

从整个华东区域来看，在国家节能减排的大背景下，个别水泥企业产量有所下降，市场整体供求关系导致水泥销售价格提高。从对上市企业的盈利能力影响来看，在水泥需求较为刚性的情况下，水泥价格的上涨幅度远高于因限电而导致的产量的降低幅度，对于江西水泥而言产量甚至未受限电影响。四季度以来，多数水泥公司都享受了限电带来的盈利提升，也逐渐认识到合理的竞争体系对公司整体盈利能力提高的益处。从历史经验看，即使不存在限电因素，企业间的价格竞争也处于逐渐缓和的状态，如浙江 2010 上半年并未限电，但是很多企业停窑检修适当减产，使浙江省水泥价格同比有较大的增幅，据了解浙江省部分水泥企业已有 2011 年停窑检修的计划，浙江省水泥供求关系的改善也将对江西省 2011 年上半年水泥价格维持高位产生正面影响。我们认为水泥企业之间协同关系的加强对 2011 年水泥价格维持较高水平存在非常重要的意义。

## 2011 年区域供求关系继续改善，有助价格维持较高水平

江西明年预期仅会投产两条 5,000t/d 的生产线，总产能近 400 万吨，江西省 2010 年的销量预期在 6,600 万吨，按照需求自然增长 10% 计算，新增需求在 600 万吨以上，省内落后产能 800 万吨，明年还会淘汰一部分，明年的供求关系较好。

从江西和福建的重点工程对水泥的需求量来看，2011年会比2010年更多，2010年已经开工了沪昆铁路，明年还会继续施工，2011年会新开工赣州-龙岩的铁路、核电站项目、赣州地铁、九江-景德镇-衢州铁路等项目，公司过去每年供给重点工程的水泥在200-300万吨，随着重点工程开工量的增加，销售给重点工程部分有望进一步提升。

从需求划分来看，公司在农村地区的销售约占60%，建材下乡可能对公司形成一定的利好，但是更多的是把需求从后期往前提而已，总体增量并不大。

### 技术改造后使用本地无烟煤可降低成本

煤炭价格从四月份以来缓步上涨，价格在800元/吨，过去两年煤炭价格区间在600-1,300元/吨。公司的技术改造正在进行之中，使用本地的无烟煤替代外地煤炭，而本地的无烟煤比外地的煤炭吨价格要低150元/吨。公司在赣州的生产线在今年基本可以实现70%的煤炭本地化，瑞金生产线目前接近一半，玉山的设备改造已经准备好，但是由于处于旺季，所以等到2011年的淡季择机改造，万年生产线新的5,000t/d生产线逐步使用本地的贫瘦煤，总体来看，2010年仅有30%的使用本地的煤，2011年仍有比较大提升空间，预期最高能够接近60-70%。

瑞金二线2010年配置了余热发电，吨熟料发电在30度左右，目前全部生产线已经都配了余热发电。

### 未来可能向混凝土业务拓展

江西区域内小水泥厂较少，多数都是落后产能，收购的可能性不大，公司有可能收购一些少数股东权益并向下游混凝土方向拓展。目前江西省内各县内只能批一条混凝土生产线，预计公司会去争取获得混凝土生产线的资格或者寻求与已经获得资格主体的合作。

### 非经常性损益预计可为 2010 和 2011 年各贡献超过 5,000 万利润

公司参股南方水泥获得的 4,232 万投资收益可于 2010 年可以计入投资收益；出售闪亮制药 25% 股权的投资收益将计入 2011 年投资收益，预计这部分可以贡献 3,000 万左右；子公司南昌万年青因为南昌水泥厂拆迁可以获得 5,130 万元搬迁补偿，扣除 1,713 万搬迁损失仍有 3,417 万可计入利润，目前公司已经收到 1,000 万元，剩余部分将于 2011 年收到。我们预计非经常性损益将于 2010 年和 2011 年分别贡献 5,200 万和 5,400 万利润。



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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