

评级：中性（维持）

建材行业

调研报告

第一创业证券研究所

分析师：李志锐

巨国贤

电话：0755-82485036

0755-25832951

邮件：lizhirui@fcsc.cn jguoxian@fcsc.cn

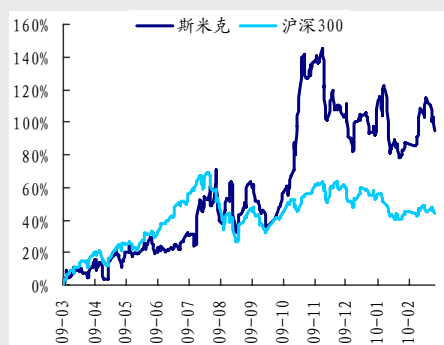
公司信息

当前股价(元)	12.03
52 周股价交易区间(元)	5.45/15.79
总市值(百万元)	4,571
流通市值(百万元)	1,268
流通股占比	27.7%
主要股东	斯米克工业有限公司

交易数据

公司股价一年来累计涨幅	94.82%
沪深 300 一年来累计涨幅	44.23%
日均成交额(百万元)	100.4
市盈率(倍)	106.8
市净率(倍)	5.4

公司股价与沪深 300 指数比较



相关报告

20100301: 斯米克(002162)-产能释放拉动 10 年业绩大幅改善

斯米克（002162）调研报告

——江西产能释放，力拓中端市场

要点：

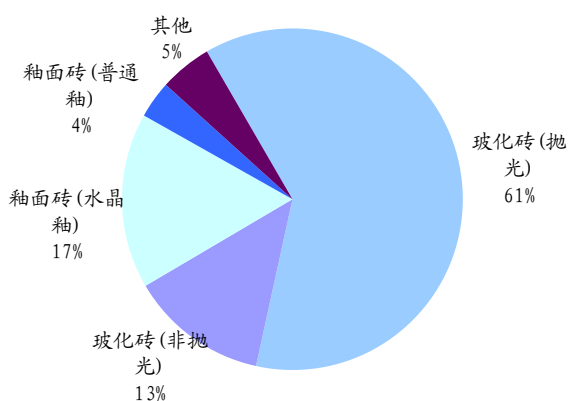
- **江西基地全面投产，预计 10 年瓷砖销量增长 50%以上。**10 年公司在江西 1500 万平方米产能将有望全部达产，预计产能利用率为 80%，新增 1200 万平方米中档瓷砖产量。由于此前公司在中档瓷砖市场涉足较少，此次产能大幅释放，公司表示将在经营管理方面做出相应调整，10 年工作重心将由之前以管理和内控为主向以市场开拓为主转变。考虑到新增产能的贡献，预计公司 10 年瓷砖销量增速将超过 50%，达到 1900 万平方米以上。
- **中档瓷砖销售占比上升使得 10 年公司销售均价上升幅度较小。**公司计划 10 年实现销售收入 14 亿以上，同比增长 50%，主要依靠中档瓷砖的销量增长。不过考虑到 10 年公司中档瓷砖销售占比上升，而中档瓷砖售价要低于高档瓷砖，因此在瓷砖市场整体价格回升的情况下，由于公司产品销售结构的变化，瓷砖整体销售均价回升幅度相对较小，预计约为 3%。
- **江西基地瓷砖生产成本较低拉动公司整体成本下降。**由于江西基地使用煤层气作为原材料，而同等热值煤层气价格要比目前天然气价格低 60%以上；此外，新生产线维修支出较少，加之江西人力成本亦要低于上海 20-30%，以及中档瓷砖所用的色釉料等原材料均要低于高档瓷砖，因此我们判断江西基地的瓷砖单位生产成本将较上海基地低 25-35%。由于 10 年江西基地的产品销售占比上升，预计公司单位产品成本将较 09 年下降 4%。
- **库存管理将更上一层楼。**由于公司产品 SKU 编码多达 5000-6000 余种，加之销售网点需保持备货量，使得库存水平居高不下。公司未来将继续加大存货管理力度，逐步减少销售不理想的 SKU 品种。此外，中档瓷砖 SKU 较少也有助于未来的存货管理，预计未来几年公司存货周转天数有望降至 120 天左右。
- **10 年业绩大幅改善，但估值偏高，维持中性评级。**产能释放以及瓷砖市场回暖的背景下，公司 10 年业绩将大幅改善，营业收入有望增长 50%以上，而由于利润率回升，净利润增速将接近 90%。不过公司目前股价对应的 10 年 PE 为 107 倍，处于行业同类公司的较高水平，继续维持其中性评级。

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	976	1,480	1,736	1,949
YOY	13.1%	51.6%	17.3%	12.3%
净利润(百万元)	25	47	61	73
YOY	-25.9%	88.7%	29.0%	19.6%
每股收益(元)	0.07	0.11	0.15	0.17
每股净资产(元)	2.3	2.2	2.4	2.6
市盈率(倍)	183.2	106.8	82.8	69.2
市净率(倍)	5.2	5.4	5.0	4.6
净资产收益率	2.8%	5.0%	6.0%	6.6%

1、江西基地全面投产，预计 10 年瓷砖销量增长 50%以上

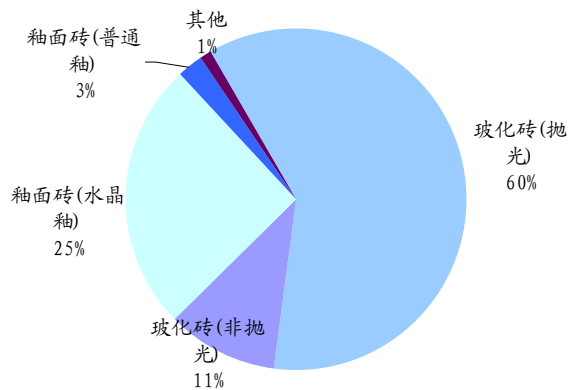
江西基地全面投产，预计 10 年销量增长 50%以上。公司目前产品以抛光玻化砖和水晶釉面砖等高档产品为主，09 年二者的营业收入占比分别为 61%和 17%，营业利润分别占 60%和 25%。09 年公司瓷砖销量约为 1276 万平米，较 08 年增长 22.9%，主要是由于江西基地部分产能建成投产，新增了大约 238 万平米销量。10 年公司在江西 1500 万平米的产能将有望全部达产，预计产能利用率为 80%，新增 1200 万平米的中档瓷砖产量。由于此前公司在中档瓷砖市场涉足较少，此次产能大幅释放，公司表示将在经营管理方面做出相应调整，10 年工作重心将由之前以管理和内控为主向以市场开拓为主转变。考虑到新增产能的贡献，预计公司 10 年瓷砖销量增速将超过 50%，达到 1900 万平米以上。

图 1、公司 09 年 74%的营业收入来自于玻化砖



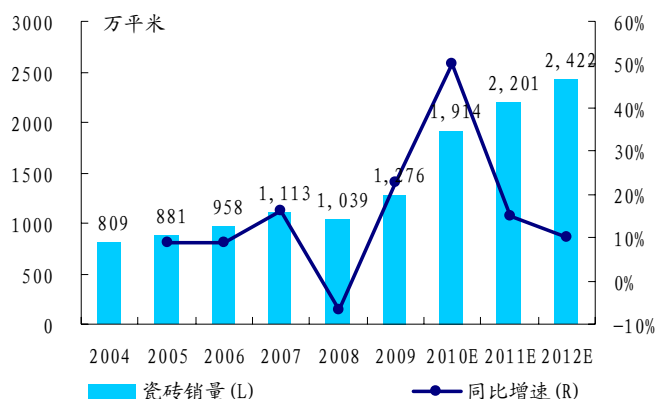
资料来源：公司公告

图 2、公司 09 年 71%的营业利润来自于玻化砖



资料来源：公司公告

图 3、预计 10 年公司瓷砖销量增长 50%以上



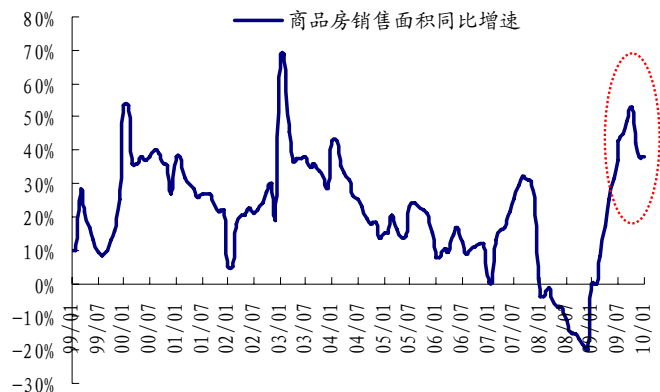
资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

2、中档瓷砖占比上升，公司 10 年销售均价上升幅度较小

需求复苏拉动瓷砖价格继续回升。公司 09 年瓷砖销售均价同比下降了 8.3%，主要是受金融危机的影响以及下游需求疲软所致，但在房地产销量持续回升的拉动下，09 年二季度开始，瓷砖价格即开始出现回升态势。瓷砖下游需求主要是房地产，尽管 09 年四季度以来政府出台多项行业调控政策，但 10 年房地产行业数据仍比较乐观。

1-2 月全国商品房销售面积同比增速达 38.2%，尽管部分是由于 09 年低基数的原因，但仍较房地产行业调整之前的 07 年增长 33.2%，近三年复合增长率超过 10%。与瓷砖需求同步性较大的商品房竣工面积增速尽管出现调整，但作为销售面积的滞后指标，预计未来将有望逐步好转。我们对 10 年瓷砖需求持乐观态度，预计在下游需求的拉动下，瓷砖售价将上升约 10%。

图 4、10 年 1-2 月全国商品房销售面积同比增长 38.2%



资料来源：公司公告

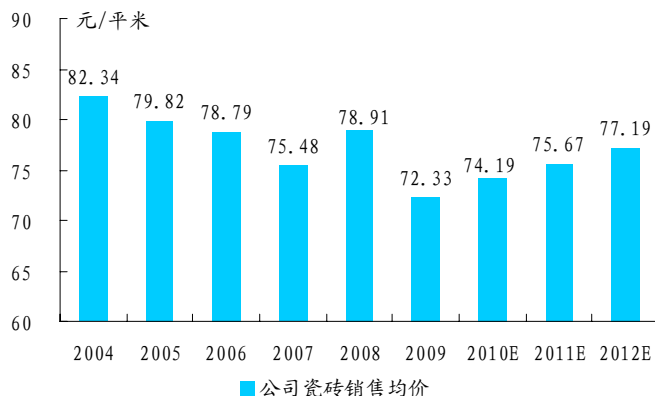
图 5、10 年 1-2 月全国商品房竣工面积同比增长 5.6%



资料来源：公司公告

中档瓷砖销售占比上升使得 10 年公司销售均价上升幅度较小。公司计划 10 年实现销售收入 14 亿以上，同比增长 50%，主要依靠中档瓷砖的销量增长。公司认为 10 年中档瓷砖的销售主要是跑量，高档和超高档瓷砖的销售仍然需注重价格。不过考虑到 10 年公司中档瓷砖销售占比上升，而中档瓷砖售价要低于高档瓷砖，因此在瓷砖市场整体价格回升的情况下，由于公司产品销售结构的变化，瓷砖整体销售均价回升幅度相对较小，预计约为 3%。

图 6、中档瓷砖销售占比上升使得 10 年公司销售均价上升幅度较小



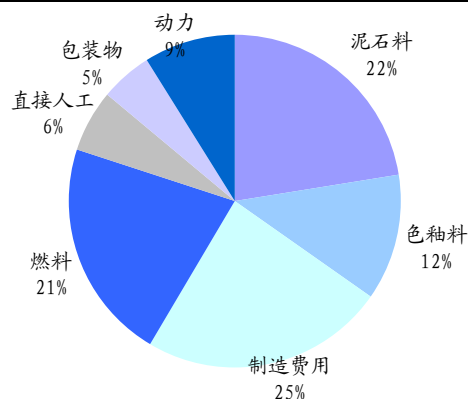
资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

3、江西基地瓷砖生产成本较低拉动公司整体成本下降

江西基地瓷砖生产成本较低拉动公司整体成本下降。公司目前产品的主要构成为燃料、泥石料和制造费用，三者占比分别为 21%、22%和 25%，此外色釉料占 12%。由于江西基地将使用煤层气作为原材料，而同等热值的煤层气价格要比目前天然气价格低 60%以上；此外，新生产线维修支出较少，加之江西的人力成本亦要低于上海

20-30%，以及中档瓷砖所用的色釉料等原材料均要低于高档瓷砖，因此我们判断江西基地的瓷砖单位生产成本将较上海基地低 25-35%。由于 10 年江西基地的产品销售占比上升，预计公司单位产品成本将较 09 年下降 4%。售价回升以及单位成本下降的拉动下，预计 10 年公司销售毛利率将上升约 4-5 个百分点。

图 7、09 年燃料占公司总成本约 21%



资料来源：公司数据

4、库存管理更上一层楼，存货周转天数将继续下降

库存管理更上一层楼，存货周转天数将继续下降。由于瓷砖的规格、颜色、款式较多，为满足客户需求并及时供货，公司产品的 SKU（最小可管理的库存单位）编码多达 5000-6000 余种，各销售网点均保持一定量的备货，使得公司库存水平始终保持在高位水平，04-06 年存货占总资产的比例约 30%，09 年仍接近 20%，存货量大积压了较大的资金。公司表示未来将继续加大存货管理力度，逐步减少销售不理想的 SKU 品种，改善库存结构。此外，中档瓷砖的 SKU 较少也有助于未来的存货管理，我们认为未来几年公司存货周转天数有望从 09 年的 184 天降至 120 天左右。

表 1、未来几年公司存货周转天数有望从 09 年的 184 天降至 120 天

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
存货	306	320	312	303	364	334	414	417	429
总资产	1,048	1,049	1,076	1,477	1,672	1,691	1,882	2,105	2,327
营业收入	718	746	797	904	864	976	1,480	1,736	1,949
营业成本	433	477	502	607	569	693	989	1,155	1,291
存货/总资产	29.1%	30.5%	29.0%	20.5%	21.7%	19.7%	22.0%	19.8%	18.4%
存货/营业收入	42.5%	42.9%	39.1%	33.5%	42.1%	34.2%	28.0%	24.0%	22.0%
存货/营业成本	70.6%	67.1%	62.1%	49.9%	63.9%	48.2%	41.9%	36.1%	33.2%
存货周转天数	258	239	230	185	214	184	138	131	119

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

5、10 年业绩大幅改善，但估值偏高，维持中性评级

10 年业绩大幅改善，但估值偏高，维持中性评级。在公司产能释放以及瓷砖市场逐步回暖的情况下，公司 10 年业绩将大幅改善，营业收入有望增长 50%以上，而由

于利润率回升，预计净利润增速将接近 90%。不过公司目前股价对应的 10 年 PE 为 107 倍，处于行业同类公司的较高水平，故我们继续维持其中性评级。

表 2、10 年公司业绩将大幅改善

	项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量	玻化砖	617	651	715	801	776	968	1,452	1,670	1,837
	YOY		5.5%	9.8%	12.0%	-3.1%	24.8%	50.0%	15.0%	10.0%
	釉面砖	192	230	243	312	263	308	462	531	584
	YOY		20.0%	5.7%	28.4%	-15.9%	17.2%	50.0%	15.0%	10.0%
	合计	809	881	958	1,113	1,039	1,276	1,914	2,201	2,422
	YOY		8.9%	8.8%	16.1%	-6.7%	22.9%	50.0%	15.0%	10.0%
价格	玻化砖售价	91.6	88.1	84.9	81.3	83.5	74.8	77.1	78.6	80.2
	YOY		-3.8%	-3.7%	-4.3%	2.7%	-10.4%	3.0%	2.0%	2.0%
	釉面砖售价	52.4	56.3	60.8	60.7	65.4	64.5	65.1	66.4	67.7
	YOY		7.5%	8.0%	-0.3%	7.8%	-1.4%	1.0%	2.0%	2.0%
	平均售价	82.3	79.8	78.8	75.5	78.9	72.3	74.2	75.7	77.2
	YOY		-3.1%	-1.3%	-4.2%	4.6%	-8.3%	2.6%	2.0%	2.0%
成本	泥石料	10.1	11.0	12.5	12.6	13.4	12.5	12.6	12.6	12.6
	色釉料	7.2	7.9	5.6	6.0	6.8	6.8	6.7	6.8	6.8
	包装物	2.8	3.1	2.3	2.6	3.1	2.7	2.8	2.8	2.9
	直接人工	2.4	2.4	2.1	2.4	3.0	3.5	3.4	3.5	3.6
	燃料	8.5	8.7	9.3	9.9	11.8	12.0	9.9	10.1	10.3
	动力	4.0	4.1	4.0	4.1	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
	制造费用	14.4	13.0	12.9	12.4	12.4	13.4	13.2	13.6	14.0
	成本合计	49.3	50.1	48.7	50.0	54.8	55.8	53.7	54.5	55.3

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 3、公司目前估值偏高，维持中性评级

公司	股价	评级	EPS			PE			PB		
	3月12日		08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
海螺水泥	41.71	强烈买入	1.48	1.92	2.52	28.26	21.72	16.58	2.92	2.62	2.32
华新水泥	21.72	谨慎买入	1.14	1.10	1.35	19.06	19.72	16.07	1.78	1.64	1.53
冀东水泥	16.65	强烈买入	0.37	0.82	1.17	45.27	20.35	14.28	3.20	3.04	2.73
祁连山	16.32	谨慎买入	0.45	0.91	1.08	36.61	17.98	15.10	5.39	4.86	4.08
赛马实业	36.27	谨慎买入	1.40	2.11	2.43	25.89	17.17	14.91	4.10	3.27	2.67
塔牌集团	14.69	谨慎买入	0.49	0.68	0.94	30.16	21.46	15.66	3.17	2.93	2.66
天山股份	22.64	中性	0.62	1.09	1.28	36.79	20.84	17.73	5.49	4.88	4.12
青松建化	19.79	中性	0.33	0.63	0.75	59.97	31.41	26.39	5.33	4.84	4.36
福耀玻璃	12.16	强烈买入	0.25	0.54	0.71	48.64	22.57	17.18	3.48	5.19	4.40
南玻A	20.30	谨慎买入	0.34	0.69	0.81	59.78	29.28	25.01	5.20	4.87	4.31
金晶科技	14.54	谨慎买入	0.19	0.31	0.62	76.53	46.90	23.45	3.76	3.58	3.28
斯米克	12.03	中性	0.07	0.11	0.15	183.2	106.8	82.8	5.18	5.37	4.97
平均						54.18	31.35	23.76	4.08	3.92	3.45

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

主要财务指标预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	584	709	856	1,002	
货币资金	94	124	238	331	
交易性金融资产	5	5	5	5	
应收款项	139	153	183	220	
预付款项	12	13	14	17	
存货	334	414	417	429	
其他流动资产	0	0	0	0	
非流动资产	1,108	1,173	1,249	1,325	
长期投资及金融资产	0	0	0	0	
投资性房地产	0	0	0	0	
固定资产	935	981	1,030	1,082	
在建工程	36	47	66	82	
无形资产	118	124	130	137	
其他非流动资产	5	5	5	6	
资产总计	1,691	1,882	2,105	2,327	
流动负债	712	802	907	979	
短期借款	142	124	103	81	
应付账款	333	366	403	443	
预收帐款	16	17	18	19	
其他	221	295	383	437	
长期负债	96	144	187	243	
长期借款	96	144	187	243	
其他	0	0	0	0	
负债合计	808	946	1,094	1,223	
少数股东权益	2	2	2	2	
股本	380	418	418	418	
资本公积	362	362	362	362	
留存收益	53	60	93	136	
股东权益合计	883	936	1,011	1,105	
负债和股东权益	1,691	1,882	2,105	2,327	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	174	183	274	286	
净利润	25	47	61	73	
折旧摊销	57	153	160	168	
财务费用	-25	-14	-31	-37	
投资损失	47	33	37	40	
存货减少	31	-81	-2	-12	
其它	0	0	0	0	
投资活动现金流	-114	-93	-111	-133	
资本支出	-110	-88	-105	-126	
长期投资	0	0	0	0	
其他	-5	-5	-6	-6	
筹资活动现金流	-125	-60	-49	-60	
债务融资	-95	-19	-21	-23	
权益融资	0	0	0	0	
其它	-30	-41	-28	-37	
汇率变动影响	0	0	0	0	
现金净增加额	-65	29	114	94	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	976	1,480	1,736	1,949	
减: 营业成本	693	989	1,155	1,291	
营业税金及附加	1	2	2	3	
销售费用	223	354	415	466	
管理费用	37	56	66	74	
财务费用	17	19	21	23	
资产减值损失	3	5	6	7	
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	27	55	71	85	
加: 营业外收入	25	0	0	0	
减: 营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	27	55	71	85	
减: 所得税费用	2	8	11	13	
净利润	25	47	61	73	
归属母公司净利润	25	47	61	73	
少数股东损益与调整	0	0	0	0	
BPS (元)	0.07	0.11	0.15	0.17	

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
成长能力					
营业收入	13.1%	51.6%	17.3%	12.3%	
营业毛利	-3.8%	73.4%	18.3%	13.1%	
EBIT	-10.6%	68.8%	24.2%	17.7%	
净利润	-25.9%	88.7%	29.0%	19.6%	
获利能力					
毛利率	29.0%	33.2%	33.5%	33.7%	
EBIT/收入	4.5%	5.0%	5.3%	5.6%	
净利率	2.6%	3.2%	3.5%	3.7%	
ROE	2.8%	5.0%	6.0%	6.6%	
ROIC	3.6%	5.2%	6.0%	6.4%	
偿债能力					
资产负债率	47.8%	50.3%	52.0%	52.5%	
利息保障倍数	2.58	3.96	4.47	4.74	
速动比率	0.35	0.37	0.48	0.59	
经营现金流/当期债务	0.22	0.19	0.25	0.23	
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.79	0.82	0.84	
应收账款天数	51.9	37.7	38.5	41.2	
存货天数	175.8	153.0	131.7	121.2	
每股指标 (元)					
EBIT/股本	0.12	0.18	0.22	0.26	
每股经营现金流	0.46	0.44	0.66	0.69	
每股净资产	2.32	2.24	2.42	2.64	
估值比率					
P/E	183.2	106.8	82.8	69.2	
P/B	5.2	5.4	5.0	4.6	
P/S	4.7	3.4	2.9	2.6	
EV/EBITDA	46.9	22.8	20.1	18.1	

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120