

潜伏在春天，收获在来年

—福建水泥 2010 年报、2011 年一季报点评

发布日期：2011-04-28



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- 公司业绩2010年及2011年一季度大幅提升，实现扭亏。公司2010年底新增熟料产能150万吨，增加产能超三成，预计新增产能将助推业绩2011年大幅提升，2012年相比2011年净利增长在60%以上。
- 公司毛利率大幅攀升，主要是由于外部行业供需状况改善，水泥价格走高，以及公司内部成本控制、余热发电降低成本等原因导致。
- 我们预期二季度公司盈利能力将大幅提升，二季度净利润超过3600万，比一季度增加50%。而下半年属于水泥传统旺季，随着通胀压力减小，省物价局出台直接干预水泥价格措施的可能性不大，盈利比上半年高是大概率事件。
- 公司管理层换届，“十二五”规划彰显公司扩展雄心。公司2011年产能增长33%，“十二五”期间产能扩展为现在2.6倍，外部处于福建省快速发展、固定资产投资高于全国平均水平的有利环境，公司成长可期。
- 2011年新建水泥产能或将提高公司资产负债率三到五个百分点。如果公司所需项目资金全部使用债务融资，资产负债率将由现在的63.34%提高3%-5%，达到66%-68%，在行业内属于比较高的负债率水平，但尚在可接受范围内。
- 我们预计，公司“十二五”期末每股收益将超过1元，2011-2012年每股收益将达到0.35元、0.56元，2012年较2011年净利润增长率达60%，对应现在股价的PE为2011年31倍、2012年19.5倍。虽然在估值上看表面不具有很大的优势，但比较吨水泥市值是相当有吸引力的，公司的吨水泥市值只有554元，在行业中处在第六位。给与福建水泥“推荐”评级，六个月目标价14元，建议中长线投资者逢低积极吸纳，潜伏在春天，收获在来年。

风险提示：公司产能扩张不顺利 福建省水泥新批产能超过预期 省物价局再度出台价格干预措施

福建水泥 600802

评级	推荐
目标价格：	14 元
当前价格：	11.14 元
	2011-04-25

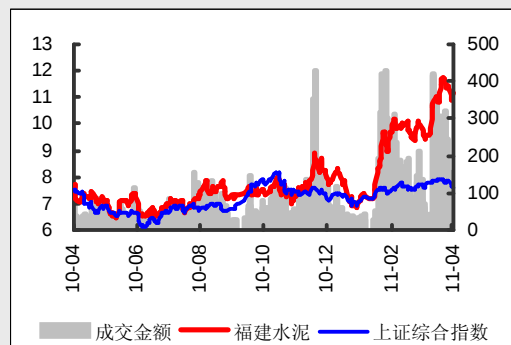
基础数据

总市值(百万)	4254.07
总股本/流通股本(百万)	381.87/381.87
流通市值(百万)	4254.07
每股净资产	2.91
净资产收益率	0.63

交易数据

52 周内股价区间	6.35/12.67
11 年市盈率	31.82
市净率	3.83

一年期走势图



研究员：左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人：谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

一、公司业绩2010年及2011年一季度大幅提升，实现扭亏

2011年一季度公司实现主营业务收入3.77亿，同比提升50%，主营业务成本2.74亿，同比上升幅度只有23%，远小于主营业务收入的提升幅度，显示公司的盈利状况在明显改善。一季度实现归属于母公司股东净利润2389万，同比增长180%，EPS 0.06元。

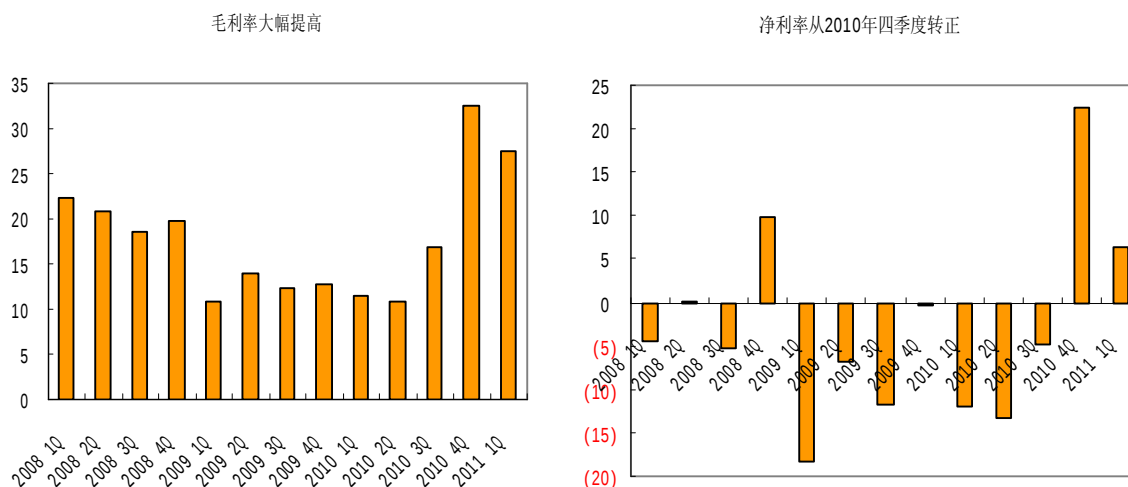
公司新增产能将助推业绩2011年大幅提升。2010年公司共生产熟料 349.02 万吨（统计口径，下同），生产水泥 440.46万吨，同比分别增长-0.67%、9.22%。2010年公司9#窑项目矿山征地、拆迁等涉农问题，取得突破性进展，12月18日9#窑成功点火，正式投产后将新增熟料产能150万吨，增加产能超三成，预计将在2011年陆续贡献利润。

二、公司毛利率大幅攀升

公司毛利率大幅攀升，一季度毛利率达到27.4%，而去年同期只有 11.44%。公司毛利率提升由内外部因素共同促成。

从外部看，从2010 年水泥供需关系就开始改善，水泥价格恢复上涨。2010 年公司水泥平均账面售价约 290 元/吨，同比上涨 25.79 元。一方面由于国家对水泥产业实行“汰旧控新”的政策，2010 年福建省水泥产量增速大幅放缓，低于上年 19.3 个百分点。另一方面，随着项目建设力度加大，尤其是2010年8月后，福建省项目建设全面提速，固定资产投资加快，对水泥需求也逐步增加，同时启动落后产能336.4万吨关停计划，加之周边省份节能限电，水泥供给紧张进一步促使价格上涨。

从公司内部看，公司炼石水泥厂实现 100%燃用无烟煤，关停工艺较为落后的 1 号窑（2 号窑于 2009 年 2 月关停），8 号窑纯低温余热发电项目实现并网发电，增强了公司成本管控基础。公司炼石水泥厂所有 3 台窑均配备了余热发电，装机容量 12MW，2010年余热发电实现利润 2437万元，比2009年增加954 万元。这些因素都在一定程度缓解了成本压力，为主营毛利率提高作出贡献。



2010年四季度毛利率、净利率创多年新高，主要是由于价格走高导致的，而2010年底，福建省水泥价格大幅上涨，为迅速平抑水泥市场价格，根据《价格法》相关规定，福建省自去年12月1日起，对全省水泥价格实施干预措施，实行水泥出厂最高限价管理、实行限制销售环节和差率管理等措施。所以2011年一季报毛利率、净利率都有所下滑。目前，福建省水泥价格逐渐趋向稳定并有所回落，水泥市场供求关系比较平衡。福建省物价局3月发布信息，解除对水泥实施的价格干预措施，由经营者自主定价。我们预期二季度公司盈利能力将大幅提升，从公司公布的预测上也可以看出这一点，公司预计2011年1-6月净利润6000万，一季度净利润2389万，则二季度超过3600万，比一季度增加50%。而下半年属于水泥传统旺季，随着通胀压力减小，省物价局出台直接干预水泥价格措施的可能性不大，盈利比上半年高是大概率事件。

三、公司管理层换届，“十二五”规划彰显公司扩展雄心

2010年6月原管理层任期届满，公司高管大换血：董事长、副董事长、董事总经理兼会计师。独立董事也变动较大。

表 1：福建水泥高管大换血

姓名	职务(注)	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期
郑盛端	董事长	男	42	2010-6-25	2013-6-24
薛武	副董事长	男	47	2010-6-25	2013-6-24
高嶙	董事总经理兼总会计师	男	50	2010-6-25	2013-6-24
潘琰	独立董事	女	55	2010-6-25	2013-6-24
郑新芝	独立董事	男	55	2010-6-25	2013-6-24
胡继荣	独立董事	男	54	2010-6-25	2013-6-24

资料来源：公司公告

表 2：公司上届部分高管

姓名	职务(注)	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期
李建寅	董事长	男	57	2009年4月16日	2010年6月27日

请务必阅读正文之后的重要声明

林锦瑞	副董事长	男	58	2007年6月28日	2010年6月27日
何友栋	董事总经理	男	47	2007年6月28日	2010年6月27日
林顺贵	董事副总经理	男	54	2007年6月28日	2010年6月27日
于宁杰	独立董事	男	44	2007年6月28日	2010年6月27日
颜永明	独立董事	男	48	2007年6月28日	2010年6月27日
潘琰	独立董事	女	55	2007年6月28日	2010年6月27日

资料来源：公司公告

值得注意的是，新任董事长郑盛端有煤矿行业背景，这对于公司向上游整合发展或将产生积极作用。另外，南方水泥今年成为了公司第二大股东，未来可能在内部管理上给与公司支持，促使公司进一步降低成本、提高营运水平及盈利能力。

公司的外部环境未来处于比较有利的趋势中。“十二五”期间，是福建省处于加快海西建设、实现跨越发展的关键阶段，全省经济将保持年均增长10%以上的发展势头。福建省在城市群建设、新农村建设、综合交通体系建设等方面的进度将进一步加快，对水泥的需求量也将进一步加大。

2010年福建市场的竞争依旧处于“战国纷争”时代，产品成本仍然是决定竞争力的关键要素。截至2009年底，福建省水泥企业185家，全年生产水泥5446.50万吨，比上年增长25.3%，平均规模29.44万吨/年，全年新投产水泥生产线5条，新增熟料产能620万吨。十一五期间，福建省淘汰落后产能快速高效推进，全省共淘汰落后水泥产能水泥2626万吨，超额完成“十一五”淘汰落后水泥产能1668万吨的目标。同时省内新型干法水泥发展迅速，产品同质化快速提高，截至目前省内尚无产能超千万吨的大型水泥企业。

面对这一机遇，公司规划在“十二五”期间水泥主业新增1000万吨水泥产能，力争“十二五”期末水泥产能（含在建）达到2000万吨。总体布局为加快推进公司永安1000万吨级生产基地、顺昌500万吨级生产基地、沿海500万吨水泥粉磨基地和省外熟料供应基地建设，促进产能规模快速扩张。2011年公司将加快项目建设，实现“已投产和在建项目水泥产能达到1000万吨，力争1200万吨”的发展目标。公司9#窑2010年末已经投产，如果顺利达产新增150万吨产能，公司的现有产能就已达到750万吨，则2011年内新建产能将达250万吨，甚至450万吨。

四、2011年新建水泥产能或将提高公司资产负债率三到五个百分点

按照之前公司项目投资估算（2009年公司安砂带9000kW纯低温余热发电的4500t/d熟料水泥生产线（9#窑）项目），所需资金额将在3亿-5.4亿。如果公司所需项目资金全部使用债务融资，资产负债率将由现在的63.34%提高3%-5%，达到66%-68%，在行业内属于比较高的负债率水平，但尚在可接受范围内。

表 3：水泥上市公司资产负债率

证券代码	证券简称	2010 年报资产负债率	2011 年一季报资产负债率
600539.SH	狮头股份	17.73	18.03
600425.SH	青松建化	40.70	43.80
600585.SH	海螺水泥	41.02	39.28
600668.SH	尖峰集团	41.66	40.10
002233.SZ	塔牌集团	51.47	49.19
600449.SH	赛马实业	55.39	—

请务必阅读正文之后的重要声明

600720.SH	祁连山	56.56		58.80
000877.SZ	天山股份	58.74		65.03
000885.SZ	同力水泥	62.96		64.17
000789.SZ	江西水泥	64.56	—	
600802.SH	福建水泥	66.80		63.34
600881.SH	亚泰集团	67.20		67.55
600801.SH	华新水泥	68.29		69.29
600318.SH	巢东股份	68.96		66.69
000401.SZ	冀东水泥	69.29	—	
601992.SH	金隅股份	70.06	—	
600217.SH	*ST 秦岭	84.38		86.60
000673.SZ	*ST 当代	100.96	—	
600678.SH	*ST 金顶	135.70	—	

注：表中未标注数据相应公告暂未发布 资料来源：wind 爱建证券

五、盈利预测及公司评级

鉴于公司2011年产能增长33%，“十二五”期间产能扩展为现在2.6倍的雄心规划，以及福建省快速发展、固定资产投资高于全国平均水平的有利环境。我们预计，公司“十二五”期末每股收益将超过1元，2011-2012年每股收益将达到0.35元、0.56元，年净利润增长率达60%，对应现在股价的PE为2011年 31倍、2012年 19.5倍。虽然在估值上看表面不具有很大的优势，但比较吨水泥市值是相当有吸引力的，公司的吨水泥市值只有554元，在行业中处在第六位。给与福建水泥“推荐”评级，建议中长线投资者逢低积极吸纳，潜伏在春天，收获在来年。

表 4：水泥上市公司吨水泥市值测算表

证券简称	总股本 百万股	2010 年每股收益 元	收盘价 元	2010 年末水泥产能 万吨	总市值 百万元	吨水泥市值 元
华新水泥	404	1.42	50.13	6000	20232	337
冀东水泥	1213	1.15	26.66	9000	32332	359
同力水泥	253	0.51	14.95	824	3776	458
赛马实业	195	2.88	35.9	1300	7005	539
江西水泥	396	0.39	16.65	1204	6592	547
福建水泥	382	0.02	10.89	750	4159	554
祁连山	475	1.03	19.67	1200	9341	778
塔牌集团	405	0.77	20.75	1075	8408	782
四川双马	616	—	11.41	800	7027	878
海螺水泥	3533	1.75	39.09	15000	138100	921
天山股份	389	1.39	40.28	1480	15667	1059
亚泰集团	1895	0.26	8.21	1300	15556	1197
巢东股份	242	0.27	18.85	380	4562	1200
金隅股份	4284	0.70	14.7	4000	62971	1574
*ST 秦岭	661	0.46	7.41	292	4897	1677

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

青松建化	479	0.75	25.12	700	12025	1718
狮头股份	230	0.01	11.09	137	2551	1862

注：同力水泥、塔牌集团、亚泰集团、ST秦岭、狮头股份因没有产能数据，表中使用2010年产量。天山股份引用2010年销量。四川双马引用四川双马+都江堰拉法基合计产能，四川双马持股50%都江堰拉法基，都江堰拉法基三期项目合计520万吨产能，四川双马权益产能概算估计为540万吨，但公司公布口径有矛盾之处，暂引用800万吨产能计算。

资料来源：上市公司公告 爱建证券

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1149.20	1356.25	1679.00	2568.87
增长率(%)	-673.89%	18.02%	23.80%	53.00%
归属母公司股东净利润	-96.15	8.14	133.65	213.85
增长率(%)	——	——	1542.71%	60.00%
每股收益(EPS)	-0.25	0.02	0.35	0.56
市盈率(P/E)	56.0	——	31.8	19.5
市净率(P/B)	2.82	2.07	3.83	2.89

资料来源：爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。