

福建水泥（600802）

推荐（首次）

受益行业景气，期待经营改善

市场数据

报告日期	2011-7-28
收盘价(元)	14.59
总股本(百万股)	381.87
流通股本(百万股)	381.87
总市值(百万元)	5571.54
流通市值(百万元)	5571.54
净资产(百万元)	1261.38
总资产(百万元)	3458.36
每股净资产	3.30

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1356	2195	2656	3175
同比增长(%)	18.0%	61.9%	21.0%	19.6%
净利润(百万元)	8	236	278	471
同比增(%)	-91.5%	2801.0%	17.9%	69.4%
毛利率(%)	19.5%	28.7%	27.0%	30.0%
净利率(%)	0.6%	10.8%	10.5%	14.8%
净资产收益率(%)	0.7%	15.6%	14.8%	19.3%
每股收益(元)	0.02	0.62	0.73	1.23
每股经营现金流(元)	0.62	0.45	1.60	1.79

相关报告

投资要点

事件:

福建水泥发布半年报: 2011 年上半年公司实现营业收入 87266 万元, 较去年同期增长 55.83%, 营业利润 10078 万元, 同比增长 240%, 实现归属母公司净利润 9175 万元, 同比增长 228.83%, EPS 为 0.24 元。

点评:

- 水泥产销量低于预期, 价格上涨是公司业绩改善主要原因。公司上半年熟料、水泥产量分别为 186、200 万吨, 熟料、水泥销量分别为 25、193 万吨。我们测算公司熟料窑运转率、粉磨产能利用率分别为 81.3%、47%, 低于公司 85%、55% 的正常水平。我们测算公司上半年吨产品售价为 395 元(1Q、2Q 分别为 368、417 元), 价格上涨助推业绩大幅改善。
- 煤油电价格上涨、人工成本上涨、会计政策变更推升成本大幅上升。公司上半年吨产品生产成本达到 284 元/吨(1Q、2Q 分别为 268、303 元/吨)。公司采购煤价大幅上升, 去年同期仅为 700 元/吨, 而今年上升至 1000 元/吨。公司变更会计政策, 将往年计入销售费用的包装费用转而计入生产成本, 该项变更导致吨产品成本出现 12 元的上升。

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012

联系人: 陈文 王挺

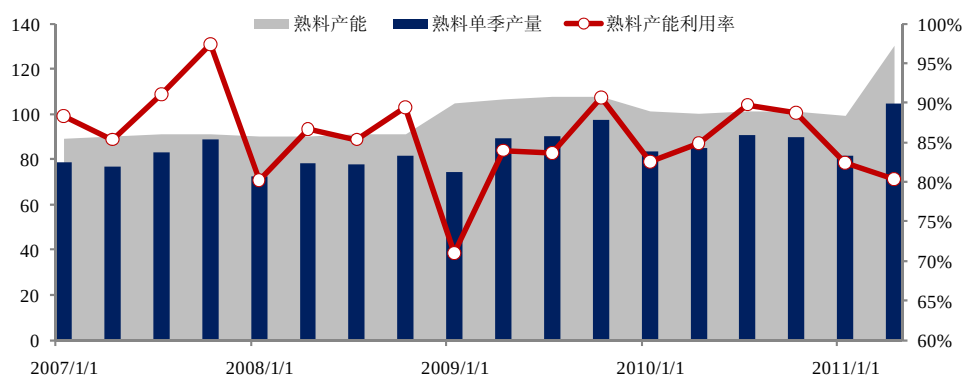
021-3856 5950

Email:chenwyf@xyzq.com.cn

- **三项费用暂无实质改善。**吨水泥对应营业税金及附加由去年同期 0.85 元上涨至 4.8 元。如考虑会计政策变更因素，吨水泥销售费用基本持平。职工薪酬增长导致吨水泥管理费用大幅上升，由去年同期 30 元上涨至 39 元。吨水泥财务费用同比基本持平。
- **内部整合是公司长期看点。**公司受制于体制因素，错过了中国水泥行业飞速发展的大机遇，产能规模及盈利能力都长期停滞不前。福建能源集团入主后，对公司管理层进行了大幅调整，我们期待公司内部整合可能带来的经营改善。未来经营层面改善将体现在两个方面：产能规模的较快扩张，管理费用率降低。公司正加快新产能的建设力度，建福水泥厂 11#窑有望在明年投产，届时公司熟料产能将达到 543 万吨。公司持有兴业银行的股票，可适时变现用于推进生产线的建设。
- **落后产能淘汰目标低于预期。**截至 2010 年底，福建省仍有约 1400 万吨落后熟料产能，如能在 2~3 年内淘汰，区域高景气度仍能维持。但是 2011 年福建省落后熟料产能淘汰目标仅为 67 万吨，低于我们的预期。我们预计福建省 2011、2012 两年共将投放 1215 万吨熟料产能。假设福建省 2011、2012 年水泥需求分别增长 15%、10%，我们测算 2011、2012 年区域熟料产能利用率分别达到 101%、96%，2012 年区域景气度存在小幅下降风险。如果产能限制政策延续，2013 年将几乎没有新产能投放，景气度将提升。
- **盈利预测及评级：**我们预计 11-13 年 EPS 分别为 0.62、0.73、1.23，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**紧缩超预期导致需求下降；落后产能淘汰低于预期

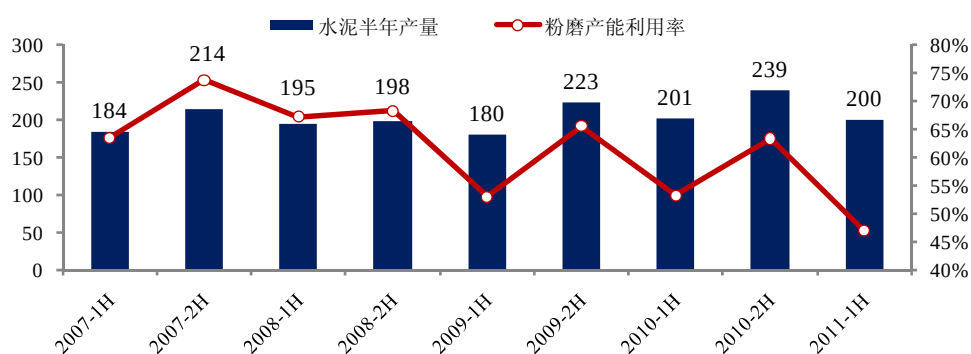
熟料窑运转率低于我们预期，安砂建福公司石灰石供应问题应该是主要原因

图 1、福建水泥熟料产能、产量、运转率，万吨



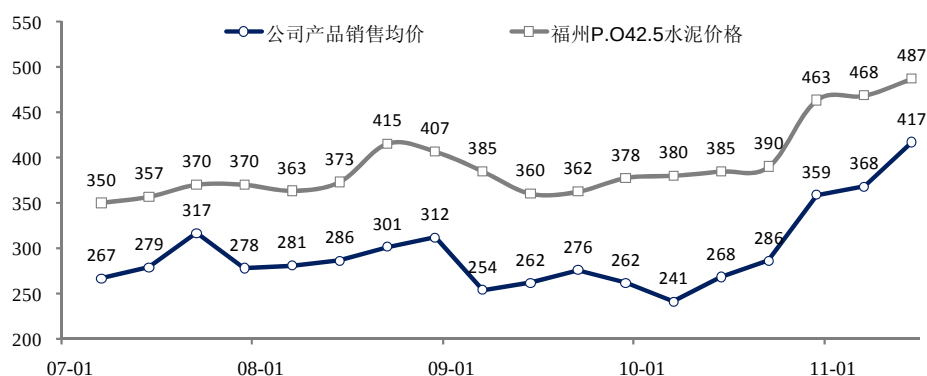
数据来源：公司资料，Cbminfo，兴业证券研究所

图 2、公司水泥产量、粉磨产能利用率，万吨



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、公司吨产品销售均价持续攀升，超出预期，元/吨

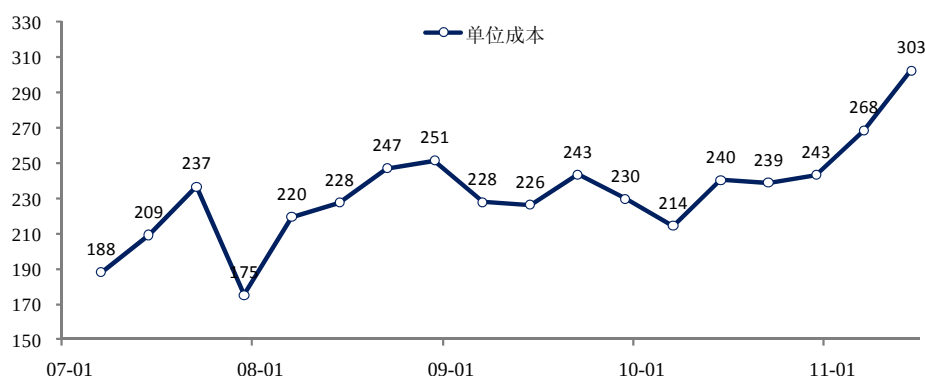


数据来源：数字水泥网，公司资料，兴业证券研究所

注：公司产品均价为不含税价格，福州 P.O42.5 水泥价格为市场含税价格

煤油电价格上升、人工成本上升、会计政策变更共同导致单位成本大幅上升

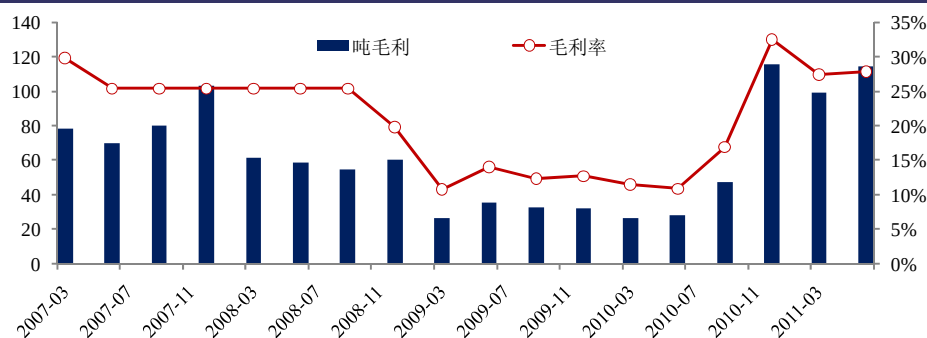
图 4、公司产品单位成本均价持续上升，元/吨



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

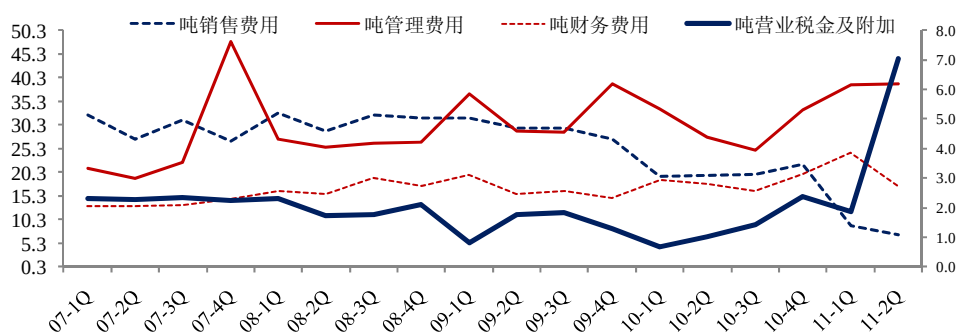
如考虑会计变更因素，公司 2011 年 1Q、2Q 毛利率相对 2011 年 4Q 持续走高

图 5、公司产品吨毛利及毛利率，元/吨



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、营业税金及附加、三项费用变动情况，元/吨



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

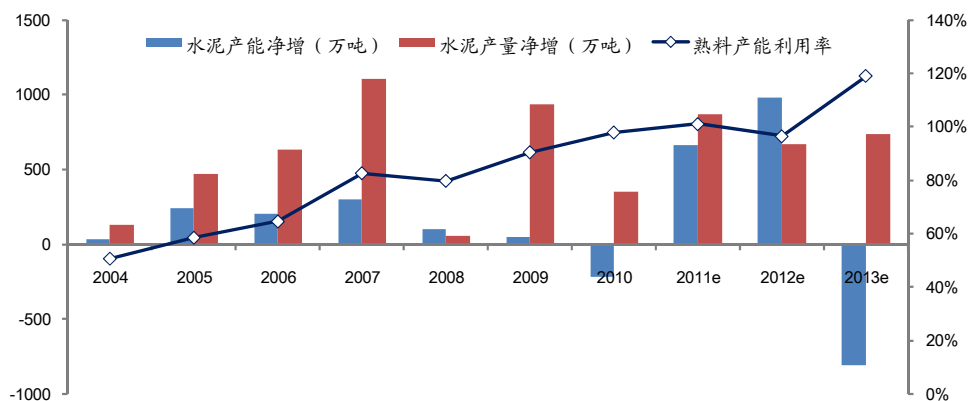
基本假设:

(1) 2011、2012、2013 落后熟料产能淘汰量分别为: 67、699、699 万吨

(2) 2011、2012、2013 新干法熟料产能投放分别为: 1076、140、155 万吨

(3) 2011、2012、2013 需求增速分别为 15%、10%、10%

图 7、区域水泥产能变化、需求变化、产能利用率预测



数据来源: 兴业证券研究所

表 2、盈利预测假设

	单位	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料：年末产能	万吨	307	363	341	443	543	543
熟料：有效产能	万吨	307	362	343	418	493	543
熟料：产能利用率		101%	97%	102%	100%	100%	100%
熟料：产量	万吨	310	351	349	418	493	543
水泥：年末产能	万吨	580	710	755	885	1215	1215
水泥：有效产能	万吨	580	679	755	852	1076	1215
产能利用率：粉磨		68%	59%	58%	55%	55%	55%
水泥：产量	万吨	393	403	440	469	592	668
销量：水泥	万吨	393	405	437	469	592	668
熟料系数		1.35	1.24	1.35	1.3	1.3	1.3
销量：熟料	万吨	18	26	23	57	38	28
销量：熟料+水泥	万吨	411	431	460	526	630	697
吨产品均价	元	296	264	292	415	420	454
营业收入：水泥&熟料		120637	113421	133688	218279	264354	316284
营业收入：其他	万元	1445	1248	1232	1232	1232	1232
营业收入：合计	万元	123224	114920	135625	219512	265586	317516
吨产品成本		234	231	235	296	306	318
营业成本：水泥&熟料		96190	99448	108091	155428	192978	221399
营业成本：其他	万元	1180	994	863	986	986	986
营业成本：合计	万元	98176	100536	109155	156414	193964	222384
毛利率：水泥、熟料		21%	13%	20%	29%	27%	30%
毛利率：其他		18%	20%	30%	20%	20%	20%
综合毛利率		20%	13%	20%	29%	27%	30%
吨产品营业税金及附加	元/t	2.0	1.4	1.4	3	2	2
营业税金及附加	万元	814	617	643	1578	1259	1393
吨产品销售费用	元/t	31.5	29.2	20.3	8	8	8
销售费用	万元	12962	12591	9347	4208	5038	5574
吨产品管理费用	元/t	26.5	33.4	29.7	38	35	32
管理费用	万元	10906	14381	13660	19987	22041	22295
吨产品财务费用	元/t	17	16	18	20.5	19.7	16.1
财务费用	万元	7025	7050	8339	10800	12400	11200
吨水泥毛利	元/t	62	33	57	119	113	136
吨水泥利润	元/t	-15	-47	-12	49.5	48.3	77.9

资料来源：兴业证券研究所

表 3、福建水泥分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	308	361	435	377	495.4	60.6%	560	873	55.8%	水泥价格大涨 煤炭价格上涨、会计政策 变更
营业成本	275	300	294	274	357.5	30.0%	498	631	26.9%	
毛利	33	61	141	103	137.9	311.8%	62	241	287.5%	
销售费用	22	25	26	9	8.2	-63.1%	42	17	-59.2%	会计政策变更 员工薪酬上涨
管理费用	31	31	40	39	45.7	46.2%	66	85	29.0%	
财务费用	20	20	24	25	20.3	0.7%	39	45	14.3%	
资产减值	0	0	-1	3	-2.2	-1236.8%	1	0	-53.5%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	48	0	17.1	-	16	17	6.4%	
营业利润	-42	-17	98	26	74.6	-	-72	101	-	
利润总额	-42	-17	109	31	76.5	-	-72	108	-	
净利润	-41	-18	97	24	67.9	-	-71	92	-	
EPS	-0.108	-0.046	0.254	0.063	0.2	-	-0.187	0.240	-	
销售费用率	7.2%	6.9%	6.1%	2.4%	1.7%	-5.6%	7.6%	2.0%	-5.6%	
管理费用率	10.1%	8.6%	9.2%	10.4%	9.2%	-0.9%	11.7%	9.7%	-2.0%	
财务费用率	6.5%	5.6%	5.5%	6.5%	4.1%	-2.4%	7.0%	5.2%	-1.9%	
所得税率	-0.8%	-5.2%	11.0%	22.6%	11.5%	12.3%	-0.6%	14.7%	15.3%	
毛利率	10.9%	16.9%	32.5%	27.4%	27.8%	17.0%	11.1%	27.7%	16.5%	
净利润率	-13.4%	-4.9%	22.3%	6.3%	13.7%	27.1%	-12.7%	10.5%	23.2%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	675	1432	1556	1833
货币资金	268	439	531	635
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	38	176	212	254
其他应收款	17	66	80	95
存货	208	469	388	445
非流动资产	2688	3451	3749	3803
可供出售金融资产	918	1144	1259	1384
长期股权投资	2	2	2	2
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	999	1430	1717	1815
在建工程	530	566	431	242
油气资产	0	0	0	0
无形资产	191	237	271	287
资产总计	3364	4883	5305	5635
流动负债	1374	2432	2460	2194
短期借款	658	1190	1169	809
应付票据	137	78	252	289
应付账款	139	313	194	222
其他	440	851	846	873
非流动负债	872	929	958	989
长期借款	679	679	679	679
其他	193	250	278	310
负债合计	2247	3361	3418	3183
股本	382	382	382	382
资本公积	718	888	973	1068
未分配利润	-16	220	498	970
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	1117	1523	1887	2452
负债及权益合计	3364	4883	5305	5635

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8	236	278	471
折旧和摊销	96	133	160	178
资产减值准备	0	50	28	5
无形资产摊销	7	9	12	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	77	106	120	108
投资损失	-65	-17	-23	-26
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	114	378	-12	82
经营活动产生现金流量	237	172	613	685
投资活动产生现金流量	-318	-905	-466	-208
融资活动产生现金流量	3	904	-55	-373
现金净变动	-78	171	92	104
现金的期初余额	346	268	439	531
现金的期末余额	268	439	531	635

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1356	2195	2656	3175
营业成本	1092	1564	1940	2224
营业税金及附加	6	16	13	14
销售费用	93	42	50	56
管理费用	137	200	220	223
财务费用	83	106	120	108
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	65	17	23	26
营业利润	9	285	336	577
营业外收入	13	13	14	15
营业外支出	1	3	3	3
利润总额	21	295	348	589
所得税	12	59	70	118
净利润	8	236	278	471
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	8	236	278	471
EPS (元)	0.02	0.62	0.73	1.23

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.0%	61.9%	21.0%	19.6%
营业利润增长率	-89.6%	3025.8	18.2%	71.5%
净利润增长率	-91.5%	2801.0	17.9%	69.4%
盈利能力(%)				
毛利率	19.5%	28.7%	27.0%	30.0%
净利率	0.6%	10.8%	10.5%	14.8%
ROE	0.7%	15.6%	14.8%	19.3%

偿债能力(%)

资产负债率	66.8%	68.8%	64.4%	56.5%
流动比率	0.49	0.59	0.63	0.84
速动比率	0.34	0.40	0.47	0.63

营运能力(次)

资产周转率	39.1%	53.2%	52.1%	58.0%
应收帐款周转率	1854.1	2053.7	1368.7	1361.3

每股资料(元)

每股收益	0.02	0.62	0.73	1.23
每股经营现金	0.62	0.45	1.60	1.79
每股净资产	2.91	3.97	4.92	6.40

估值比率(倍)

PE	660.4	22.8	19.3	11.4
PB	4.8	3.5	2.9	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。