

福建水泥（600802）调研简报

福建水泥 600802

从价格上看，公司所在销售区域内价格走势尚算平稳。福建省水泥价格基本上与华东地区水泥价格走势保持一致。目前价格在 430~440（出厂价含税），仍没到底处于下降通道。目前公司产能利用率在 80%左右，库存则在 80%~90%的水平，库存压力很大，省内其他小企业库存量则更大。据我们了解到，江浙地区为应对目前需求不振的情况，已从 8 月 25、26 号开始陆续实施停窑限产，并且停窑时间由原来的 10 天增加到 15 天。

从供需情况看，上半年出现了淡季不淡的情况，但是下半年有可能会出现旺季不旺的情况。公司 7、8 月日出货量在 1.3~1.4 万吨左右，低于 4 月份的 1.5 万吨左右。需求萎靡主要是受到资金面的影响，保障性住房开工率不足及大型铁路等重点工程项目开工少，是直接导致需求不振的原因。

目前福建省水泥供需仍处于供大于求的状况，并且外埠进入的水泥比较多，货源主要是来自于海螺及万年青。外埠每年进入福建 800~1000 万吨水泥，占福建省产量的 15%左右。外埠水泥进入福建主要以水路为主，水路运输具有成本比较低的优势。据悉海螺水泥 2011 年计划进入福建省 500 万吨，且海螺入闽水泥以水路运输为主，每吨运费大致在 50 元左右，极具竞争优势。江西万年青入闽水泥则走陆路，运输成本较高，每吨运费 86 元，公司运输成本较万年青便宜每吨便宜 20 元左右。

公司用烟煤运送到生产基地的成本较高，每吨大概在 1,000 元左右。水泥生产另一主要原料是石灰石，南方与北方石灰石差距比较大，开采成本高，品位也相对要低一些。目前公司熟料消耗标煤成本为 113 元/吨，自有石灰石开采 15 元/吨。公司 2011 年中报显示，公司自今年起将把袋装水泥包装费列入产品成本核算，而去年是在销售费用中核算，目前公司吨水泥袋装成本为 21 元左右。公司吨水泥平均成本在 280~295 元。

认为随着不利因素的逐步消化，公司在四季度仍将是较好的投资标的。预计公司 11、12、13 年基本每股收益可以达到 0.64、0.88、1.05 元/股，对应昨日收盘价 11.21 元，11、12、13 年动态 PE 为 17.52X、12.74X、10.68X，我们维持公司“增持”评级。

维持 **增持**

分析师：陈柏儒

投资咨询执业证书编号：

S0630511020004

联系信息：

010-59707113

cbr@longone.com.cn

日期

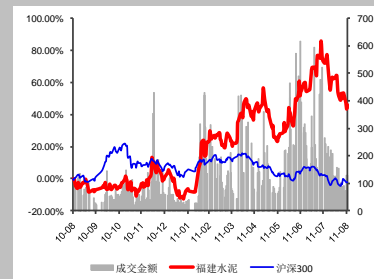
分析：2010 年 8 月 31 日

调研：有

价格

当前市价：11.21 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.02	0.64	0.80	1.05
PE	561	17.52	14.01	10.68

相关研究报告

110728	案头简报	首次增持
--------	------	------

一、福建水泥简介

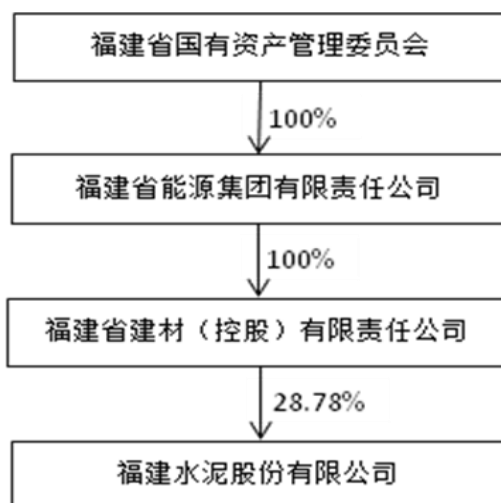
1、公司历史沿革

公司是国有控股大型水泥生产企业，是福建省首批规范上市的5家上市公司之一，为福建省最大的水泥生产企业。公司前身分别为福建省永安水泥厂、福建水泥厂。福建省永安水泥厂为当年国家重点建设项目，创建于1958年7月，1986年5月1日，经福建省政府批准，更名为“福建水泥厂”。1993年11月改制设立股份制公司，更名为“福建水泥股份有限公司”。1994年1月3日，公司以质优企业获准股票在上海证券交易所挂牌上市。1998年12月28日，兼并了当时的福建省第二大水泥企业——福建省顺昌水泥厂，实现了省内第一、第二大水泥企业的强强联合。

2、公司股权结构

按照福建省委、省政府关于推进国有企业战略性重组、实施大公司大集团战略的要求，公司第一大股东福建省建材（控股）有限责任公司（以下简称“福建建材控股”）和福建省煤炭工业（集团）有限责任公司于2009年12月7日合并重组为福建省能源集团有限责任公司（以下简称“福建能源集团”），福建建材控股作为福建能源集团全资子公司，福建能源集团成为本公司实际控制人。福建能源集团为省属五大企业集团之一，以煤炭、电力、港口、建材、民爆化工为主业，发展相配套的加工、运输、仓储、服务业。

图1 福建水泥股权结构图



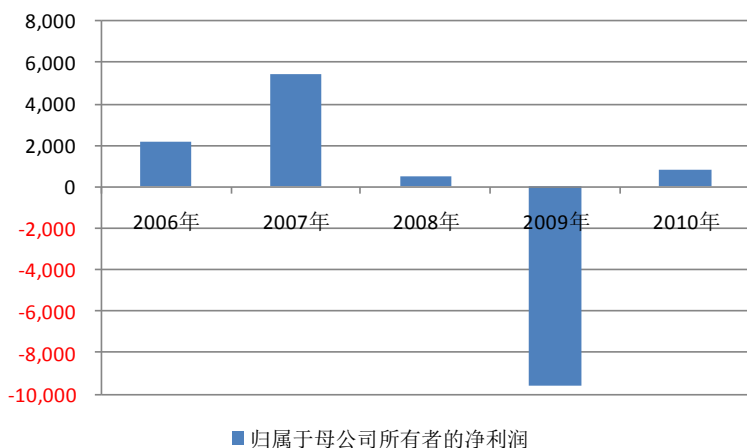
资料来源：东海证券研究所、公司年报

3、公司历史经营情况

2011年上半年，公司实现营业收入87,266.04万元，同比增长55.83%；利润总额10,756.68万元；归属于上市公司股东的净利润为9,175.19万元；实现基本每股收益0.24元。去年同期，公司利润总额为-7,184.47万元；归属于上市公司股东的净利润为-7,122.1万元；基本每股收益-0.19元。

图2 历史数据简评及图对比

单位: 万元

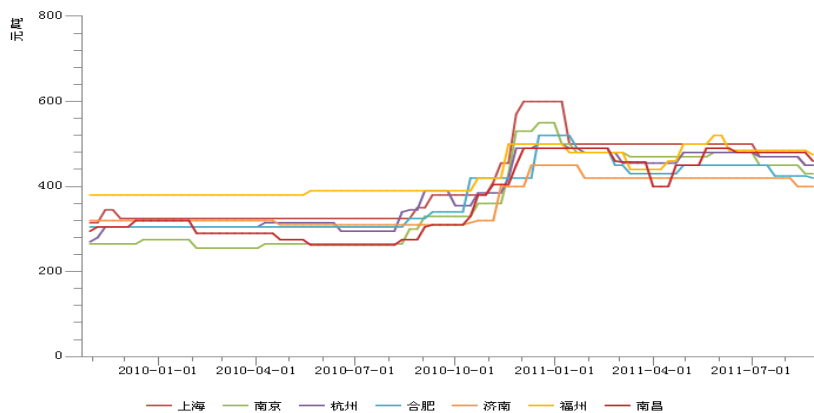


资料来源: 东海证券研究所、公司年报

二、公司近期情况

从价格上看, 公司所在销售区域内价格走势尚算平稳。福建省水泥价格基本上与华东地区水泥价格走势保持一致。福建省水泥价格从去年8月份开始快速上涨, 11月末至12月初见顶, 然后是两个月左右的一个制衡过程。春节过后, 由于开工不足致使水泥价格开始下跌, 4月底又接近去年高点, 5月初到达了最高点, 从6月中旬开始价格下降。目前价格在430~440(出厂价含税), 仍没到底处于下降通道。目前公司产能利用率在80%左右, 库存则在80%~90%的水平, 库存压力很大, 省内其他小企业库存量则更大。据我们了解到, 江浙地区为应对目前需求不振的情况, 已从8月25、26号开始陆续实施停窑限产, 并且停窑时间由原来的10天增加到15天。现阶段福建省内的水泥企业尚无法做到联合限产, 主要是由于市场集中度不高所导致的。省内红师、金牛、华润、台泥及公司所占市场份额不相上下, 省内并无一家独大的企业。另外省内还有众多小水泥企业, 竞争相当激烈, 故在市场集中度进一步提高之前, 福建省内水泥暂时无法实现行动统一。

图3 福建省水泥价格走势



从供需情况看，上半年出现了淡季不淡的情况，但是下半年有可能会出现旺季不旺的情况。公司 7、8 月日出货量在 1.3~1.4 万吨左右，低于 4 月份的 1.5 万吨左右。需求萎靡主要是受到资金面的影响，保障性住房开工率不足及大型铁路等重点工程项目开工少，是直接导致需求不振的原因。我们与管理层的共同了解到，目前公司基本没有感受到保障性住房带来的新增需求，另外，目前没有大型铁路工程上马，铁路项目对公司水泥需求影响很大。重点工程水泥需求量占到公司总销量的 30%左右，四季度重点工程有可能会下降。但是公司管理层表示，短期内虽然新增需求低于预期，但是整体需求情况还算是较为正常。

目前福建省水泥供需仍处于供大于求的状况，并且外埠进入的水泥比较多，货源主要是来自于海螺及万年青。外埠每年进入福建 800~1000 万吨水泥，占福建省产量的 15%左右。外埠水泥进入福建主要以水路为主，水路运输具有成本比较低的优势。据悉海螺水泥 2011 年计划进入福建省 500 万吨，且海螺入闽水泥以水路运输为主，每吨运费大致在 50 元左右，极具竞争优势。江西万年青入闽水泥则走陆路，运输成本较高，每吨运费 86 元，公司运输成本较万年青每吨便宜 20 元左右。公司 2011 年原销售计划为 550 万吨，但是由于需求萎靡公司上半年只完成了 218.45 万吨水泥及熟料的销售，依照目前的需求情况来看，公司全年很难完成之前的销售计划，预计公司今年可以完成 500 万吨左右水泥及熟料的销售。

水泥制造中煤炭所占成本的比重较高，而公司的煤炭成本较华东地区其他公司要略高一些。主要原因是公司使用的烟煤运送到生产基地的成本较高，每吨大概在 1,000 元左右。水泥生产另一主要原料是石灰石，南方与北方石灰石差距比较大，开采成本高，品位也要相对低一些。目前公司熟料消耗标煤成本为 113 元/吨，自有石灰石开采 15 元/吨。公司 2011 年中报显示，公司自今年起将把袋装水泥包装费列入产品成本核算，而去年是在销售费用中核算，目前公司吨水泥袋装成本为 21 元左右。公司吨水泥平均成本在 280~295 元。公司一直是将维修费用纳入到管理费用核算，这一点有别于其他水泥上市公司纳入成本核算。该项费用较高，每年大概需要 5,000 万元左右，未来公司新线投产后，规模效应增大，吨成本及吨费用将会有一定幅度的下降。

三、公司投资建议

公司规划在“十二五”期间水泥主业新增 1,000 万吨水泥产能，力争“十二五”期末水泥产能（含在建）达到 2,000 万吨。总体布局为加快推进公司永安 1,000 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 1,000 万吨，力争 1,200 万吨”的发展目标。公司对淘汰的 1#、2#号窑技改完成后，预计在明年中期将有一条 5,000t/d 的生产线投产，届时公司在省内份额将进一步扩大，有利于提高公司在福建省水泥市场的话语权。

截止到去年年底，福建省新型干法熟料产能约 2,800 万吨（共有 32 条生产线），占省内熟料总产能的 64.40%；新型干法水泥产能约 3,500 万吨，占省内全部水泥产能的 62%，低于全国 70%的水平。此外，福建省约有 1,500 万吨落后水泥产能将在“十二五”期间被全部淘汰。若福建省可以实现新上项目补充淘汰落后产能，那么公司作为福建省内唯一一家国资水泥企业，将第一个从中收益。

目前，公司直销比例已达到了 30%~40%，很大程度上降低了中间商所吞噬的利润。而且高标号产品所占比例已提高至 60%~70%，该类产品毛利率更高。另外能源集团入驻公司后，我们判断公司在煤炭方面很有可能收益，从而降低生产成本。“十二五”期间水泥行业将处于高盈利时期，我们判断未来 2~3 年水泥价格仍将维持高位运行。虽然目前受到保障房开工不足、铁路工程进度放缓等不利因素的影响，致使需求萎靡，但

是我们认为随着旺季的到来，不必过分担心水泥需求。预计9月底、10月随着需求回暖，价格有望稳重有升。

综上所述，我们认为公司所处福建省内的销售环境尚算良好，并没有出现严重供求不平衡的情况，在旺季到来之后公司盈利将会有较好的表现。从二级市场的情况来看，我们认为随着不利因素的逐步消化，公司在四季度仍将是较好的投资标的。预计公司11、12、13年基本每股收益可以达到0.64、0.80、1.05元/股，对应昨日收盘价11.21元，11、12、13年动态PE为17.52X、14.01X、10.68X，我们维持公司“增持”评级。

盈利预测简表 (单位: 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,149	1,356	2,150	3,200	3,800
二、营业总成本	1,361	1,412	1,938	2,915	3,639
营业成本	1,005	1,092	1,475	2,320	2,900
营业税金及附加	6	6	10	15	18
销售费用	126	93	158	210	260
管理费用	144	137	200	250	305
财务费用	71	83	95	120	135
资产减值损失	10	0	0	0	0
三、投资净收益	125	65	75	75	75
四、营业利润	-88	9	287	360	456
加: 营业外收入	5	13	9	9	10
减: 营业外支出	2	1	2	2	2
五、利润总额	-85	21	294	367	467
减: 所得税	10	12	50	62	67
六、净利润	-96	8	244	304	400
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-96	8	244	304	400
七、基本每股收益(元)	-0.25	0.02	0.64	0.80	1.05

作者简介

陈柏儒: 水泥行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业水泥制造行业所属上市公司。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897