

产能扩张？取决于发改委！

---福建水泥（600802）调研报告

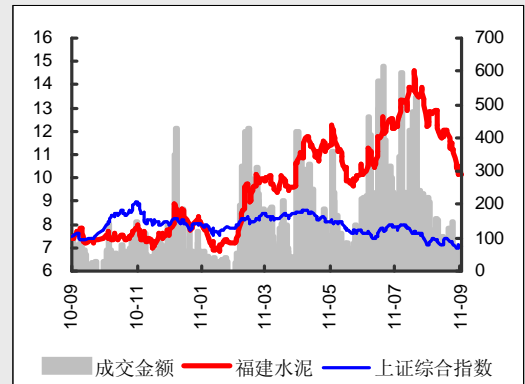
所属行业 水泥 2011-9-13

评级 中性

基础数据

总股本/流通股本（百万）	381.87
总市值/流通市值（百万）	3887.47
51周最高/最低价	6.86/14.59
每股净资产（元）	3.17
净资产收益率（%）	7.58

一年内走势图



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

水泥高景气度依旧 建筑建材异彩纷呈--
建筑建材行业中期投资策略报告

事件：

最近我们调研了公司，针对区域供需状况、公司中报情况及下一步产能扩张情况进行了解。

投资亮点：

- I 公司主要销售区域福建省，本省控制审批比较合理，供需控制的好，福建省建材协会预计本省需求十二五年末不会超过8000万。2010年消费量6000万，外省输入800-900万。前些年每年新增需求300-400万，海西建设以来每年500-800万在增，淘汰与新上产能比较平衡。
- I 四季度是往年的旺季，但由于今年到年底省内新增产能超过1000万吨，且需求方面没有去年下半年“大于150天”所激发的需求猛增，水泥价格大涨概率很低，小幅上涨或者维持稳定是大概率事件。
- I 公司扩张主要取决于发改委审批进度。福建省内没有新批的生产线，较其他市场不同的是，本省的产能有缺口，要依靠外埠的水泥进入。因此国家在审核新线的时候会考虑到这一方面，可能会有所倾斜，新线得到批复的概率不小。而且福建水泥之前在福建建设中做出过很大贡献，现在人员负担重，在获批可能上比其他公司大。
- I 公司费用率大幅下降主要因为会计处理，未来下降空间不大。福建水泥2011年中报三费同比大幅下降近10个百分点，部分原因在于原来包装成本计入销售费用，导致销售费用高，而现在计入成本。新生产线上来之后，除了新线的财务费用增加，其他费用比例会因为规模效应降低，但空间应该不大。
- I 福建水泥2011年中报EPS为0.24元，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.5元、0.72元、0.49元，但由于下半年区域内新增水泥产能较多，可能出现旺季不旺的状况，暂时给与公司“中性”评级。

风险提示：下游需求萎缩、区域新增产能投产导致价格大幅下滑、公司欲扩产的生产线发改委不批

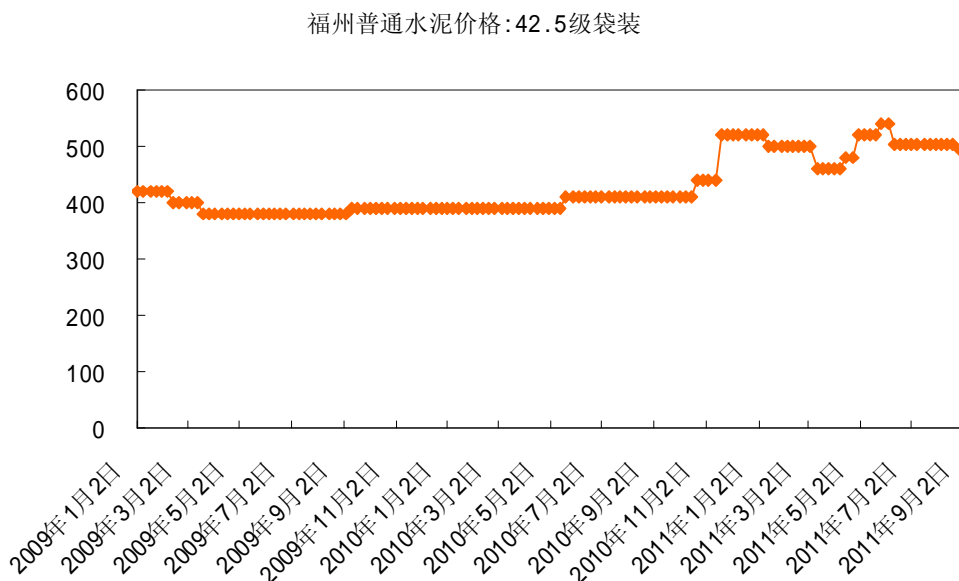
一、福建现在供需平衡，新增供给千万，四季价格大概率稳定

公司主要销售区域福建省，本省控制审批比较合理，供需控制的好，福建省建材协会预计本省需求十二五年末不会超过 8000 万。2010 年消费量 6000 万，外省输入 800-900 万。前些年每年新增需求 300-400 万，海西建设以来每年 500-800 万在增，淘汰与新上产能比较平衡。现在只剩 1000 多万落后产能，将逐年淘汰，今年会淘汰 200 多万。新增供给方面，今年投产 6-7 条线，大部分是 5000 吨/天的线，今年到年底新增超过 1000 万吨（已有 3000 多万新干法，增加 1000 多万，与 6000 多万需求相比，全部落后产能淘汰后是有缺口的）。

四季度是往年的旺季，但由于今年到年底省内新增产能超过 1000 万吨，且需求方面没有去年下半年“大于 150 天”所激发的需求猛增，水泥价格大涨概率很低，小幅上涨或者维持稳定是大概率事件。

外省输入最大的担忧在于海螺水泥下半年投产的三条日产 1.2 万吨新线，因为海螺水运到福建市场的成本才每吨 50 元，比江西水泥的万年青进来火车运费每吨 85-90 元低很多，甚至比福建水泥自己从产地到海岸市场的运费每吨 65-70 元还有优势。但我们预计海螺计划今年在福建 500 万吨销售，对福建市场有影响，但不会造成很大冲击。因为海螺在福建也没有码头，只有中转库，而中转库不是海螺自己建，是由经销商建，建设质量很难保证，有漏洞不好监管，但会影响海螺水泥在当地的口碑，海螺对此也会有顾虑，故在福建的销售规模不太会短期内大幅增加。

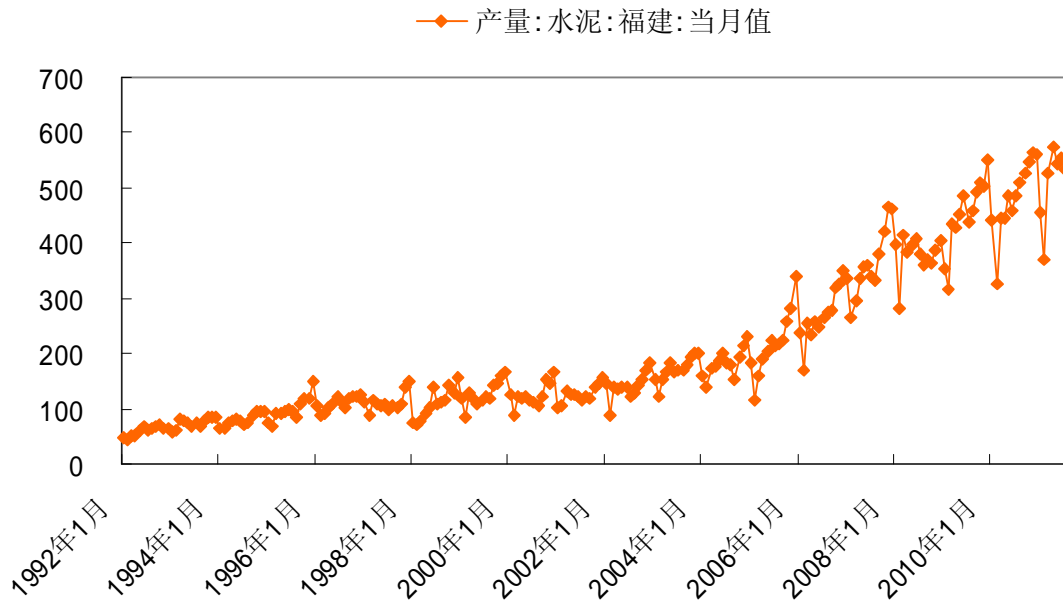
图 1：公司销售区域福州水泥价格近两月略有回调



请务必阅读正文之后的重要声明

数据来源：wind 爱建证券

图 2：福建水泥产量月度值



数据来源：wind 爱建证券

这次 723 事故后不少高铁项目停建（海西的铁路建设原规划是到 2015 年左右，福建境内、海峡西岸铁路总里程将达 6000 公里，总投资将达 3500 亿元，福建省形成三纵六横的高速铁路网），这些高铁项目停建会对水泥需求造成影响，但对公司影响不大，海西建设、包括高速公路建设（高速公路至 2012 年底，基本建成“两纵四横”主骨架，通车里程力争突破 3000 公里；至 2015 年底，争取建成“三纵八横”主骨架，基本建成海西高速公路网，通车里程力争超过 5000 公里），将对公司这部分需求下滑有弥补。

二、公司扩张主要取决于发改委审批进度

目前公司产能 600 万吨，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，力争实现“已投产和在建项目水泥产能达到 1000 万吨的发展目标”。

目前的状况是，福建省内没有新批的生产线，较其他市场不同的是，本省的产能有缺口，要依靠外

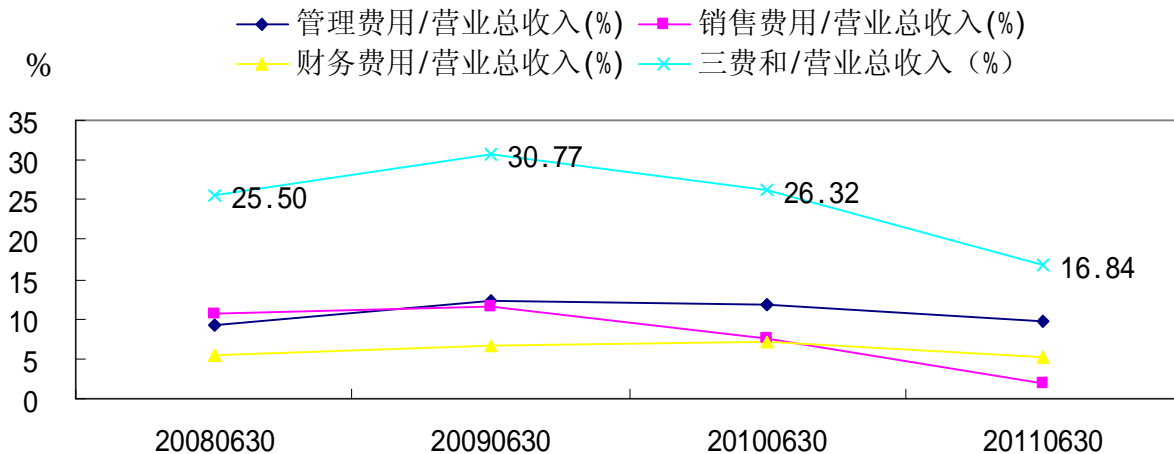
请务必阅读正文之后的重要声明

埠的水泥进入。因此国家在审核新线的时候会考虑到这一方面，可能会有所倾斜，新线得到批复的概率不小。而且福建水泥之前在福建建设中做出过很大贡献，现在人员负担重，在获批可能上比其他公司大。

三、公司费用率大幅下降主要因为会计处理，未来下降空间不大

福建水泥 2011 年中报三费同比大幅下降近 10 个百分点，原来销售费用高，包装成本计入销售费用（吨销售费用江西水泥才 10 来块），普通包装袋成本吨 20 多元，而现在计入成本，这样销售费用会降低，但同时毛利率会下降。江西水泥等企业维修费用记生产成本，而福建水泥的维修费用计入管理费用（3000-4000 万），所以管理费用高，但由于行业内这两种会计处理方式都是长期存在，故公司的维修费用暂时没法改到生产成本，管理费用也会维持在现在水平。新生产线上来之后，除了新线的财务费用增加，其他费用比例会因为规模效应降低，但空间应该不大。

图 4：福建水泥三费同比大幅下降近 10 个百分点



资料来源：WIND 公司公告

四、盈利预测及评级

福建水泥 2011 年中报 EPS 为 0.24 元，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.72 元、0.49 元，但由于下半年区域内新增水泥产能较多，可能出现旺季不旺的状况，暂时给与公司“中性”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

表 1: 三表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1232.24	1149.20	1356.25	2050.00	2870.00	3280.00
增长率(%)	0.04%	-6.74%	18.02%	51.15%	40.00%	14.29%
归属母公司股东净利润	5.02	-96.15	8.14	191.53	275.09	185.87
增长率(%)	-90.74%	-2016.75%	108.46%	2254.01%	43.63%	-32.43%
每股收益(EPS)	0.013	-0.252	0.021	0.502	0.720	0.487
每股股利(DPS)	0.030	0.000	0.000	0.382	0.548	0.371
每股经营现金流	0.126	-0.035	0.643	0.531	1.973	0.644
销售毛利率	20.33%	12.52%	19.52%	29.00%	26.00%	20.00%
销售净利率	0.46%	-8.33%	0.60%	9.40%	9.64%	5.70%
净资产收益率(ROE)	0.49%	-6.59%	0.73%	16.57%	22.53%	14.69%
投入资本回报率(ROIC)	4.61%	-2.67%	4.61%	16.83%	20.73%	20.20%
市盈率(P/E)	780.32	-40.71	481.08	20.44	14.23	21.06
市净率(P/B)	3.82	2.68	3.53	3.39	3.21	3.09
股息率(分红/股价)	0.003	0.000	0.000	0.037	0.054	0.036

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1232.24	1149.20	1356.25	2050.00	2870.00	3280.00
减: 营业成本	981.76	1005.36	1091.55	1455.50	2123.80	2624.00
营业税金及附加	8.14	6.17	6.43	11.43	16.00	18.28
营业费用	129.62	125.91	93.47	123.00	149.24	147.60
管理费用	109.06	143.81	136.60	205.00	258.30	262.40
财务费用	70.25	70.50	83.39	79.48	65.09	49.92
资产减值损失	-6.47	9.67	0.22	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	57.40	124.64	64.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-2.72	-87.58	9.10	175.60	257.57	177.80
加: 其他非经营损益	7.43	2.12	11.48	17.12	19.22	9.22
利润总额	4.71	-85.47	20.58	192.72	276.79	187.02
减: 所得税	-0.99	10.22	12.40	0.00	0.00	0.00
净利润	5.70	-95.69	8.19	192.72	276.79	187.02
减: 少数股东损益	0.68	0.46	0.05	1.19	1.70	1.15
归属母公司股东净利润	5.02	-96.15	8.14	191.53	275.09	185.87

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	166.73	39.55	84.75	20.50	28.70	32.80
应收和预付款项	169.90	276.70	195.86	455.46	470.98	621.16
存货	191.31	166.08	207.89	300.37	441.26	475.04
其他流动资产	5.70	5.67	3.45	3.45	3.45	3.45
长期股权投资	4.92	4.66	1.74	1.74	1.74	1.74
投资性房地产	4.92	4.79	4.66	4.05	3.44	2.83
固定资产和在建工程	1120.03	1259.48	1529.82	1269.61	1009.40	749.18
无形资产和开发支出	123.84	172.03	190.53	164.36	138.20	112.03
其他非流动资产	495.37	1317.88	941.93	929.81	917.70	917.70

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

资产总计	2282.73	3246.84	3160.62	3149.35	3014.85	2915.92
短期借款	703.00	628.50	658.49	591.10	92.89	24.83
应付和预收款项	230.84	313.79	456.53	465.74	762.08	685.70
长期借款	236.04	775.48	679.47	679.47	679.47	679.47
其他负债	81.32	61.86	249.34	249.34	249.34	249.34
负债合计	1251.21	1779.63	2043.84	1985.66	1783.79	1639.34
股本	381.87	381.87	381.87	381.87	381.87	381.87
资本公积	543.94	1075.90	717.86	717.86	717.86	717.86
留存收益	98.12	1.98	10.11	55.83	121.50	165.87
归属母公司股东权益	1023.94	1459.75	1109.84	1155.56	1221.23	1265.60
少数股东权益	7.58	7.46	6.94	8.13	9.83	10.98
股东权益合计	1031.52	1467.21	1116.78	1163.69	1231.06	1276.58
负债和股东权益合计	2282.73	3246.84	3160.62	3149.35	3014.85	2915.92
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	48.12	-13.27	245.71	202.96	753.36	246.02
投资性现金净流量	-111.45	-298.60	-317.53	17.12	19.22	9.22
筹资性现金净流量	148.49	361.34	2.91	-284.32	-764.38	-251.13
现金流量净额	85.16	49.47	-68.91	-64.25	8.20	4.10

请务必阅读正文之后的重要声明

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, 本报告的任一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。

请务必阅读正文之后的重要声明