

# 产能集中投放，业绩增长存隐忧 中性 评级

## 事件:

公司发布 2011 年年报, 公司营业收入 18.76 亿元, 较上年增长 38.3%; 实现利润总额 1.50 亿元, 较上年增长 6 倍之多; 归属于上市公司股东的净利润为 1.25 亿元, 每股收益 0.327 元。利润分配预案: 每 10 股派发现金红利 0.5 元 (含税)。

## 点评:

2011 年度公司营业收入相对于去年同期有较大增长, 主要是受益于销售价格的较大提升和商品销量的增加。受益于国家水泥产业整合政策, 行业集中度不断提高, 同时, 我国固定资产投资增速平稳, 2011 年我国水泥价格提升明显, 行业利润增长 67%, 远超产销量增幅。

毛利率提升和期间费用率下降促使公司利润大幅增加。销售价格提升促使公司主营业务综合毛利率同比增加 3.38 个百分点至 22.62%。为了区别散装水泥和袋装水泥的成本, 公司本年度将原计入销售费用的袋装水泥包装费列入产品成本, 因此, 实际毛利率增幅更高。考虑会计调整, 按实际情况核算的三项期间费用率同比下降了 3.25 个百分点至 16.04%。受益于毛利率提升和费用率下降公司利润总额同比增长 6.3 倍。

福建地区水泥供大于求已成定局, 2012 年面临激烈竞争。福建省新投产 7 条新型干法水泥熟料生产线, 新增熟料产能 1008 万吨, 全年水泥产量达到 6570.86 万吨, 同比增长 17.8%, 高出全国平均增速 6.1 个百分点。2012 年, 福建省还将有新的熟料生产线投产, 加上本年新增产能的急剧释放, 不算外省入闽水泥, 预计省内自产水泥供应将突破 7000 万吨, 短期内供大于求已成定局, 市场竞争将更加激烈。

水泥产品的区域性很强, 福建水泥和南方水泥拟“强强联手”, 有利于东南地区水泥业务的整合。公司以存量 (产能) 资产通过合资公司及其筹融资功能提升所带来的财务杠杆作用, 获取更大的增量产能资产, 对公司把握机遇、加快规划目标实现产生积极作用。

我们认为, 受区域供大于求和市场竞争恶化的影响, 预计公司业绩将有所下滑, 预计 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.26 元、0.30 元, 对应目前股价 PE 为 32 和 27 倍, 给予公司“中性”评级。

## 建材行业研究组

### 联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hsec.com

## 市场表现



数据来源: WIND

## 股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	61849	6174 股
20110930	59289	6441 股
20110630	52810	7231 股

数据来源: 港澳资讯

## 机构持股汇总

报告日期	20110930	20110630
机构持股	17977 万股	18866 万股
占流通 A 股比例	47.08%	49.40%
持股家数及退出	9	13

数据来源: WIND

表 5-6: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1876	2063	2476	2847	<b>流动资产</b>	778	803	928	1041
营业成本	1456	1671	2005	2306	现金	178	178	178	178
营业税金及附加	16	10	12	14	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	40	52	62	71	应收票据	41	46	55	63
管理费用	159	186	223	256	应收款项	38	39	47	54
财务费用	98	48	61	72	其它应收款	74	81	97	112
资产减值损失	(1)	0	0	0	存货	254	291	350	402
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	193	168	201	231
投资收益	17	17	17	17	<b>非流动资产</b>	2832	2322	2642	2936
<b>营业利润</b>	124	114	129	144	长期股权投资				
营业外收入	31	8	10	10	投资	2	2	2	2
营业外支出	4	1	2	2	固定资产	1460	1986	2343	2669
<b>利润总额</b>	150	121	137	152	无形资产	291	262	236	212
所得税	25	20	23	26	其他	1079	73	62	53
净利润	125	100	114	127	<b>资产总计</b>	<b>3610</b>	<b>3126</b>	<b>3571</b>	<b>3977</b>
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	1859	1467	1809	2101
<b>归属于母公司净利润</b>	125	100	114	126	短期借款	756	763	1029	1254
<b>EPS (元)</b>	0.33	0.26	0.30	0.33	应付账款	243	279	335	385
<b>年成长率</b>					预收账款	47	50	60	69
营业收入	38%	10%	20%	15%	其他	813	375	384	393
营业利润	1266%	-9%	14%	12%	<b>长期负债</b>	370	187	187	187
净利润	1436%	-20%	14%	11%	长期借款	187	187	187	187
<b>获利能力</b>					其他	183	0	0	0
毛利率	22.4%	19.0%	19.0%	19.0%	<b>负债合计</b>	<b>2228</b>	<b>1654</b>	<b>1996</b>	<b>2288</b>
净利率	6.7%	4.9%	4.6%	4.4%	股本	382	382	382	382
ROE	10.2%	7.6%	8.0%	8.2%	资本公积				
<b>偿债能力</b>					金	711	711	711	711
资产负债率	61.7%	52.9%	55.9%	57.5%	留存收益	135	225	328	441
净负债比率	39.6%	30.4%	34.1%	36.2%	少数股东权益				
					权益	201	201	202	202
					归属于母公司所有者权益				
					益	1228	1318	1421	1534
					<b>负债及权益合计</b>	<b>3657</b>	<b>3173</b>	<b>3618</b>	<b>4025</b>

流动比率	0.4	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.3	6.1	6.3	6.1
应收帐款周转率	49.5	53.6	57.2	56.1
应付帐款周转率	7.6	6.4	6.5	6.4
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.33	0.26	0.30	0.33
每股经营现金	0.62	0.67	0.91	1.05
每股净资产	3.22	3.45	3.72	4.02
每股股利	0.08	0.03	0.03	0.03

<b>现金流量表</b>				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
<b>现金流</b>	237	257	346	400
<b>投资活动现金流</b>				
<b>现金流</b>	(318)	291	(557)	(557)
<b>筹资活动现金流</b>				
<b>现金流</b>	3	(548)	211	157
<b>现金净增加额</b>	(78)	0	0	0

**分析师简介:**

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生姚艺对报告亦有贡献。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。