

区域整合的领头羊，海峡经济区奠定未来需求 **增持** 评级

投资要点:

福建水泥“十二五”期间将大幅扩张水泥产能，预计2015年公司的水泥总产能将达到2000万吨，占据20%以上的市场份额。作为福建省唯一具有国资背景的企业，企业合作和企业整合保证公司扩张按计划顺利完成。“十二五”海峡西岸经济区建设规划给未来几年水泥供应带来需求保证。

报告摘要:

- 公司2011年盈利较快增长，扭转过去四年经营颓势。2011年公司实现营业收入187,563.78万元，同比增长38.30%，扭转过去四年经营状况不佳颓势。公司收入的增加主要受益于水泥价格的大幅提升和国家政策引导下的稳定的固定资产投资增长。
- “十二五”期间公司将大规模扩张产能。公司在2011年投产了安砂建福4500t/d熟料水泥生产线，同时建福厂综合节能技改项目和德化海峡水泥项目进展顺利。目前公司水泥产能670万吨，加上在建产能共1000万吨。公司预计在2015年达到2000万吨产能。福建水泥和南方水泥于2012年共同组建合资公司的协议将为其扩张和发展带来帮助。
- 外地企业进入福建，公司具备竞争优势。目前福建省水泥市场主要有红狮、华润、金牛和福建水泥四家实力相当的企业，总共占据了50%的市场份额，海螺等企业外运水泥进入福建市场也给公司带来巨大压力。福建水泥集中经营福建省内业务，销售半径为180公里，在公司的销售范围内能够拥有一定的本土优势，同时其作为当地唯一的国资背景企业具备政策优势。
- 2012年福建省水泥供过于求，“十二五”期间投资拉动需求增长。随着2012年新型干法熟料水泥生产线的大量投产，新增的产能依然显著高于淘汰的落后产能，短期内供过于求已成定局。我们预测2012年福建省水泥生产7900万吨，需求7500万吨。“十二五”期间海峡西岸经济区各项基础设施投资建设保证未来水泥需求增长。
- 我们预计公司2012、2013年的EPS分别为0.47、0.68，对应当前股价的PE分别为18.89、13.06，给予“增持”的评级。

	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1876	2310	3065	3801
营业利润(百万元)	1456	1793	2356	2895
净利润(百万元)	125	180	259	346
每股收益(元)	0.33	0.47	0.68	0.90

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)

市场表现



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: 港澳资讯

目录

一、公司过去几年经营状况不佳，2011 年扭转颓势.....	5
二、产能扩张、企业合作带来增长点.....	7
三、福建水泥市场竞争激烈，公司具备本土竞争优势.....	8
四、供给分析：2012 年福建地区水泥产能保持增长.....	11
（一）2012 年福建省水泥价格下跌明显	11
（二）产能预测：2012 年福建水泥产能将达到 7900 万吨	11
五、需求分析：“十二五”规划框架下新增投资拉动需求.....	15
（一）福建省“十二五”发展规划预示未来水泥需求具有增长潜力	16
（二）回归分析：GDP 和交通建设投资对福建省产量的解释力最强.....	17
（三）通过 GDP 预测 2012 年水泥需求 7548.87 万吨	19
（四）通过交通建设投资预测 2012 年水泥需求 7500.43 万吨	19
六、公司水泥业务运营分析与盈利预测.....	21
（一）2012 年水泥供过于求导致价格优势丧失	21
（二）煤价企稳，成本压力较弱	22
（三）公司费用率高于行业平均	22
（四）公司较大的资本性支出导致偿债能力减弱	23
（五）公司毛利率略高于行业平均	23
（六）主要盈利数据预测	24
（七）敏感性分析和弹性分析	25

插图

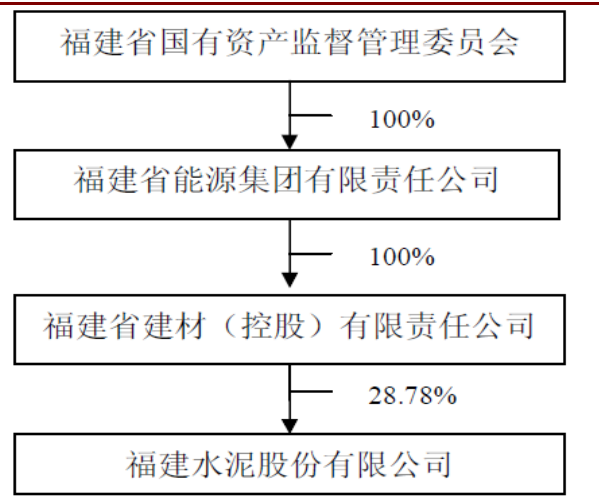
图 1: 福建水泥股东关系图.....	5
图 2: 公司主要产品.....	5
图 3: 过去五年营业收入.....	6
图 4: 过去五年净利润.....	6
图 5: 过去五年毛利率.....	6
图 6: 公司三费率.....	6
图 7: 公司按产品毛利率对比.....	6
图 8: 公司水泥产能分布图.....	7
图 9: 福建水泥与南方水泥合作示意图.....	8
图 10: 福建省水泥流向.....	8
图 11: 外地企业进入福建流程.....	9
图 12: 福建的水泥市场结构.....	9
图 13: 红狮集团和福建水泥 2011 年对比.....	9
图 14: 福建水泥市场分布.....	9
图 15: 金牛水泥市场分布.....	9
图 16: 华润水泥市场分布.....	10
图 17: 红狮水泥市场分布.....	10
图 18: 海螺水泥与福建水泥出厂价对比.....	10
图 19: 海螺水泥与福建水泥吨成本对比.....	10
图 20: 按地区水泥价格对比图.....	11
图 21: 按公司水泥价格对比图.....	11
图 22: 福建省新型干法熟料水泥生产线一览.....	12
图 23: 福建省 2010、2011 淘汰落后产能.....	13
图 24: 福建省水泥新增和淘汰产能对比.....	14
图 25: 福建省新型干法水泥产能比例.....	14
图 26: 各地区“十二五”水泥工业发展规划.....	14
图 27: 全国水泥固定资产投资.....	15
图 28: 福建水泥固定资产投资.....	15
图 29: 福建省产能预测.....	15
图 30: 近三年我国水泥需求结构.....	15
图 31: 福建省“十二五”发展总体规划.....	16
图 32: 福建省“十二五”固定资产投资.....	16
图 33: 水泥产量与 GDP 散点图.....	17
图 34: 水泥产量与城镇固定资产投资散点图.....	17
图 35: 水泥产量与农村固定资产投资散点图.....	17
图 36: 水泥产量与房地产投资散点图.....	17
图 37: 水泥产量与交通建设投资散点图.....	18
图 38: 2001 年至今 GDP 增速.....	19
图 39: 交通建设投资额.....	19
图 40: 福建省交通建设“十二五”发展指标.....	20
图 41: 福建省“十二五”公路规划.....	20
图 42: 福建省“十二五”铁路规划.....	20

图 43: 福建省“十二五”港口规划.....	21
图 44: 福建省“十二五”机场规划.....	21
图 45: 2012 年水泥供需关系	21
图 46: 水泥成本结构图.....	22
图 47: 焦煤平均价格走势.....	22
图 48: 销售费用/营业收入对比	22
图 49: 管理费用/营业收入对比	22
图 50: 财务费用/营业收入对比	22
图 51: 三费率对比.....	22
图 52: 过去五年短期偿债能力.....	23
图 53: 过去五年长期偿债能力.....	23
图 54: 毛利率对比.....	23
图 55: 过去五年盈利能力.....	23
图 56: 主要盈利预测.....	24
图 57: 敏感性分析.....	25
图 58: 弹性分析	25
图 59: 公司 2012-2014 年公司利润预测	26

一、公司过去几年经营状况不佳，2011 年扭转颓势

福建水泥股份有限公司是福建省最大的几家水泥生产企业之一，福建省建材（控股）有限责任公司是其最大股东，控股比例达到 28.78%，南方水泥有限公司为第二大控股股东，持股 7.88%。福建建材控股是福建能源集团全资子公司，因而福建能源集团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: 福建水泥股东关系图



资料来源：公司年报，宏源证券

福建水泥主要产品为“建福牌”、“炼石牌”两种品牌的水泥。建福牌、炼石牌水泥系列产品有 P·O52.5、P·O42.5R、P·II42.5、P·O42.5、P·C32.5R、P·C32.5 等品种等级。

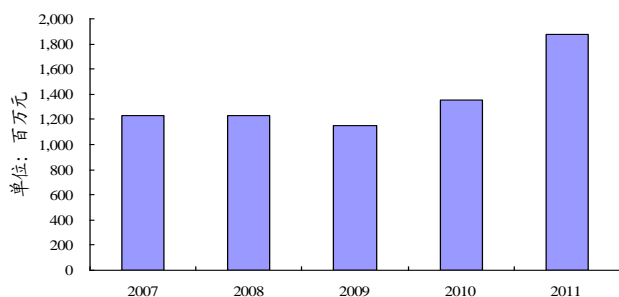
图 2: 公司主要产品

品牌	“建福”牌	“炼石”牌
产品	建福牌 525 号普通硅酸盐水泥、425 号普通硅酸盐早强水泥	炼石牌 525 号硅酸盐水泥、525 号普通硅酸盐水泥、425 号普通硅酸盐水泥
特点	三天、二十八天富裕强度高，产品质量稳定，均匀性好、早强、快硬、强度高、有较好的抗冻性和耐磨性、碱含量低、水化热相对较低	产品质量稳定、均匀性好、早强、快硬、和易性好、干缩变形小、水热化低、后期强度高。
用途	适用于大体积混凝土工程、大坝、水下工程、公路、桥梁、隧道、机场、高层建筑、港口码头以及工业和民用建筑等。	特别适用于大体积混凝土工程、碾压混凝土工程、大坝、水下工程、公路、桥梁、机场、隧道、高层建筑、港口码头以及工业和民用建筑。
案例	长乐国际机场、厦门机场、青州大桥、厦门大桥、安砂水电站、五里亭立交桥、高速公路、厦门国贸大厦、长城大厦、名流大厦、世纪之光、厦门海滨大厦、夏禾路道路改造工程。	水口水电站、厦门邮电大厦、福建长乐国际机场、武夷山国际机场、福建炼油化工厂、厦门东渡码头、福厦高速公路

资料来源：公司网站，宏源证券

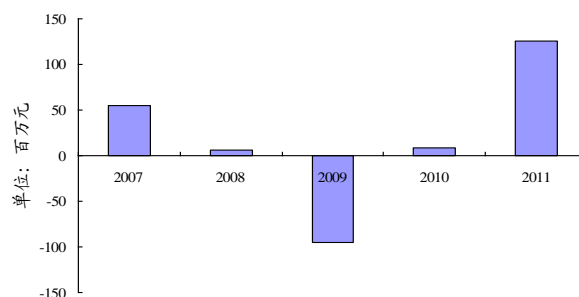
从 2007 年至 2010 年，公司的经营状况并不令人满意，我们从公司过去五年的营业收入和净利润可以看出，在 07 至 10 年，公司的营业收入增长趋势微弱，净利润更是出现了下滑的趋势，尤其在 2009 年，受国际金融危机的影响福建省对水泥产品的需求持续低迷，同时产能释放导致价格下滑，出现了较大的亏损。公司的毛利率还算正常，除了 2009 年只有 12.5% 之外，其他年份都能够高于或接近 20%。

图 3: 过去五年营业收入



资料来源: 公司年报, 宏源证券

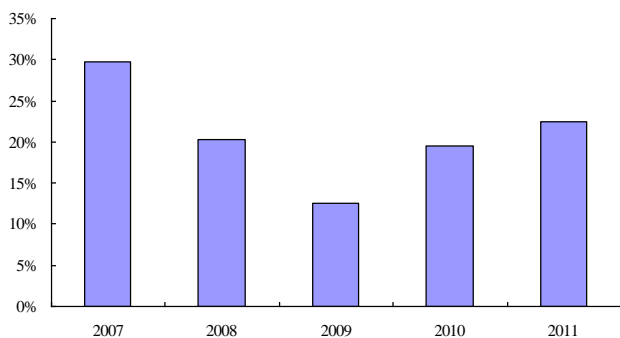
图 4: 过去五年净利润



资料来源: 公司年报, 宏源证券

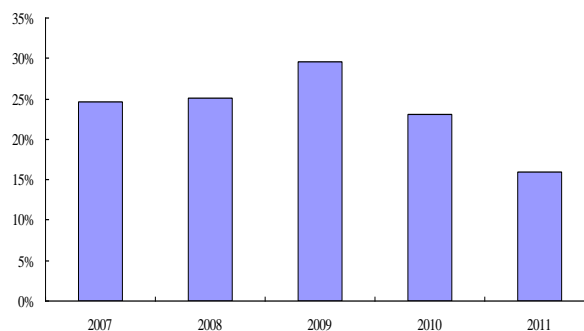
公司的经营业绩不佳一方面是由于体制问题, 由于福建水泥国企的性质, 退休冗员较多, 历史包袱沉重; 同时公司扩张缓慢, 在市场上未有大的动作, 且设备更新较慢, 产能低, 能耗高; 而且公司成本管理不足, 近年来三费率处于 20%-30% 的水平, 显著高于同类企业海螺水泥、江西水泥 10%-20% 的三费率。

图 5: 过去五年毛利率



资料来源: 公司年报, 宏源证券

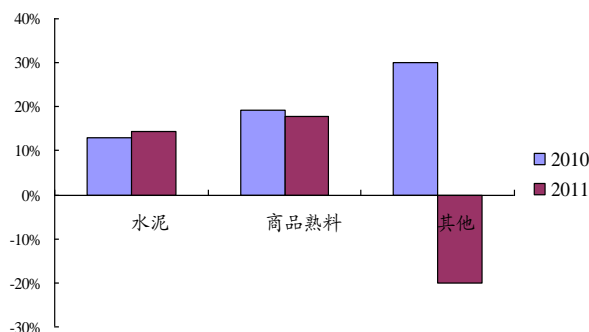
图 6: 公司三费率



资料来源: 公司年报, 宏源证券

2011 年公司共生产熟料 392.72 万吨, 生产水泥 435.79 万吨, 同比分别增长 12.52%、-1.06%, 销售商品 503.69 万吨 (水泥 443.96 万吨、熟料 59.73 万吨), 同比增长 9.41%。全年实现营业收入 187,563.78 万元, 同比增长 38.30%, 营业利润 12,430.44 万元, 利润总额 15,048.76 万元。

图 7: 公司按产品毛利率对比



资料来源: 公司年报, 宏源证券

2011 年公司水泥的毛利率同比有所上升, 这得益于 2011 年水泥价格的明显提升, 同时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计入产品成本, 因此, 实际毛利率增幅会更高。考虑会计调整, 公司的三费率下降至 16.04%。

2011 年的经营状况跟前四年相比明显有好转，这受益于国家水泥产业政策，产业整合持续推进，行业集中度不断提高，加上近几年我国固定资产投资规模加大和增速平稳，2011 年我国水泥行业利润增长 67% 远超产销量增幅。

二、产能扩张、企业合作带来增长点

公司在 2011 年加大了产能建设力度。安砂建福公司 4500t/d 熟料水泥生产线已于 3 月投产，至此公司水泥产能增到 600 万吨；建福厂综合节能技改项目（200 万吨产能）已于 5 月开工，目前进展顺利，计划于 2012 年 6 月投产；通过增资取得 52% 权益的德化海峡水泥项目（一条 4500t/d 熟料水泥生产线）目前正常投建，计划在 2013 年 3 月建成投产；石狮工业废渣综合利用项目（一条年产 150 万吨水泥粉磨生产线）已基本完成前期工作，待履行决策程序后具体实施；金银湖、建福厂两个余热发电项目均已通过能源合同方式招标建设。

图 8：公司水泥产能分布图

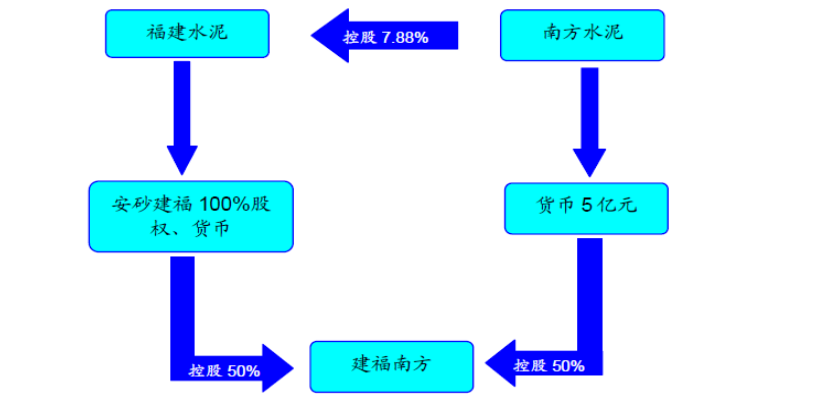


资料来源：公司年报，宏源证券

为抢占机遇，破解发展资金瓶颈问题，公司对引入合作伙伴、借助外部资源促进共赢发展，进行了深入调研，并与南方水泥有限公司进行了多次实质性洽商。南方水泥有限公司系中央企业中国建筑材料集团有限公司下属的中国建材股份有限公司的控股子公司。截至目前，其水泥产能规模超过 1.4 亿吨，市场范围覆盖浙江、上海、江苏、安徽、湖南、江西、广西等省区市，产能、产销规模、资产和盈利水平均居我国同行企业前列。

2012 年 2 月，福建水泥和南方水泥签署了《合作框架协议》，约定公司以“建福”品牌区域资产出资、南方水泥以现金出资的方式共同组建合资公司。继 2 月签订框架协议之后，公司 5 月 15 日晚公告称，拟与南方水泥共同对全资子公司建福南方增资 9.5 亿元，使其注册资本增至 10 亿元，双方各占 50% 股权。此次福建水泥拟以所持安砂建福 100% 股权以及货币方式出资 4.5 亿元，南方水泥以货币出资 5 亿元。通过本次增资，建福南方除持有安砂建福股权之外，预计可吸收股东投资资金 6.2 亿元左右。

图 9: 福建水泥与南方水泥合作示意图



资料来源: 公司年报, 宏源证券

在该协议的实施过程中, 福建水泥需拿出部分存量(产能)资产与对方的等额现金资产合作共同注入合资公司, 该用于合作的存量(产能)资产因其规模大小及区域属性不同将对本公司产生程度不一的相应影响。总体而言, 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, 将获取更大的增量产能资产, 对本公司加快规划目标实现产生积极作用; 同时, 在协议实施的一定期限内对本公司经营成果会带来暂时和相应的负面影响。福建水泥在着重考虑公司长期发展的情况下签订了该协议。

三、福建水泥市场竞争激烈, 公司具备本土竞争优势

从 2008 年以来, 公司所有的业务收入都是在福建省范围内。我们只关注福建境内的水泥产销情况。

图 10: 福建省水泥流向



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

从福建省的水泥流向图中可以看出, “西产东销”的格局非常明显, 水泥的生产与石灰石资源分布紧密相关, 石灰石主要分布于西南部的龙岩, 北部的南平顺昌, 中西部的三明永安, 龙岩-永定-武平一带成为水泥的主要产地。而经济发达的东部沿海是主要的水泥消费市场所在, 由厦门、漳州、泉州组成的“闽南金三角”为福建省最大的水泥市场, 占全省消费量的一半。“西产东销”格局和便利的水运条件也为外埠水泥带来进入的空间: 安徽、江苏广东的熟料、水泥通过江运倒海运方式进入福州等北部地区; 江西通过铁路攫取福州市市场份额。

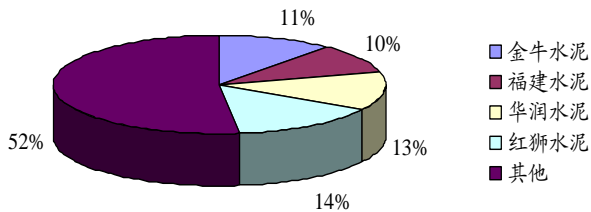
图 11: 外地企业进入福建流程



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

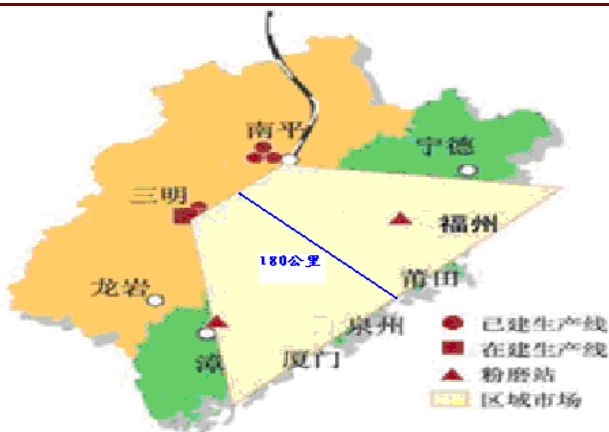
在过去多年受两岸关系不明朗影响, 福建地区水泥建设未大规模启动, 但外来企业从未停止过对这片土地的关注, 他们的进入打破了过去福建水泥一元独大的格局, 华润、金牛、红狮纷纷在福建建设水泥生产线, 并且拥有了超过福建水泥的产能。目前四家企业在福建占据了 50% 的市场份额, 总产能超过 3000 万吨/年。华润 2011 年新投产三条新型干法水泥生产线, 总产能达到 890 万吨; 金牛水泥 2011 年产能 780 万吨; 红狮集团 2011 年在福建水泥产能 1000 万吨, 水泥产量达 731.9 万吨、熟料产量 495 万吨, 均居福建省水泥企业第一位。

图 12: 福建的水泥市场结构



资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 14: 福建水泥市场分布



资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 13: 红狮集团和福建水泥 2011 年对比

	福建水泥	金牛水泥	华润水泥	红狮水泥
重要股东	福建能源集团		华润集团	高盛集团
注册地	福建	浙江	香港	浙江
业务范围	福建	福建、江西	广东、广西、云南、福建海南、山西	浙江、江西、福建、四川、云南、贵州、广西、湖南、新疆和甘肃
主要产品	“建福”牌水泥, “炼石”牌水泥	“金牛”牌水泥	“华润”牌水泥	“红狮”牌水泥
在福建产能	670 万吨	780 万吨	890 万吨	1000 万吨

资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 15: 金牛水泥市场分布



资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 16: 华润水泥市场分布



资料来源: 公司网站, 宏源证券

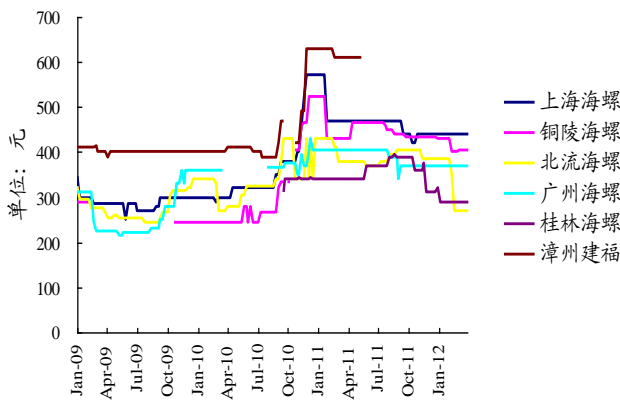
图 17: 红狮水泥市场分布



资料来源: 公司网站, 宏源证券

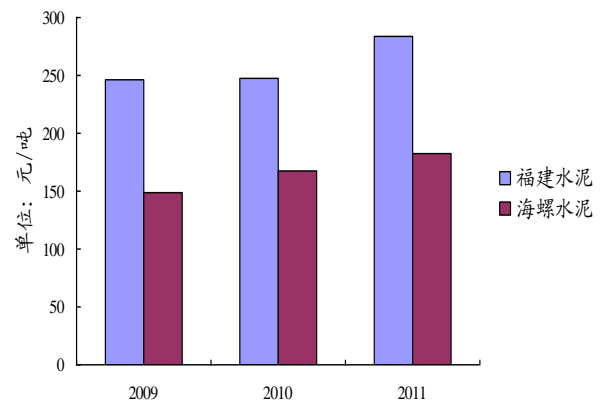
除了企业在当地设厂与福建水泥竞争外, 福建市场腹地受到邻省安徽、江西和江苏的水泥企业海陆夹击, 通过水路(江运倒海运)、铁路、公路角逐福建市场。安徽海螺将福建省作为长三角销售市场之外的重要延伸市场, 利用海运通过沿海强大的中转库上岸进入, 来势凶猛, 对泉州以北的各地区形成了巨大的冲击力; 江西万年青通过传统的外福线(江西外洋—福州铁路线)进入福州市场, 成为福州市场的主导企业之一。

图 18: 海螺水泥与福建水泥出厂价对比



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

图 19: 海螺水泥与福建水泥吨成本对比



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

虽然福建水泥市场面临激烈竞争, 但福建水泥仍然具备发展空间。其原因如下:

首先, 由于福建水泥的所有业务都在福建省范围内, 其销售区域相对比较集中, 运输线路较为固定, 且销售半径在 180 公里左右, 属于铁路运输的可行性距离范围内, 所以有天然的地域优势, 由于目前福建省内水泥供给足够, 其他中小企业要在福建再建立生产销售据点不仅没有运输成本优势, 而且政府审批困难重重。

其次, 虽然省内四家水泥龙头企业都在迅速扩张, 且占据一半市场份额, 但是由于各家公司产能接近, 市场份额接近, 且在建产能也彼此相近, 所以四家企业很难选出绝对的龙头。福建水泥作为四家中唯一当地国资背景企业, 在政策、市场上均有天生的优势, 如果公司把握“十二五”发展机会, 迅速扩张产能, 依然可能成为龙头企业。

再次, 福建市场落后产能占比较高, 新型干法比例仅为 60%, 与全国 80% 的比例相比还有差距, 因此淘汰落后产能在“十二五”期间是重要目标, 1000 多吨的落后产能将会会在 2015 年之前淘汰, 所以公司依然有充分发展

和扩张的空间。如果 2015 年福建水泥产能能够按照计划达到 2000 万吨，其市场份额预计将超过 20%，公司将在四家公司中脱颖而出。

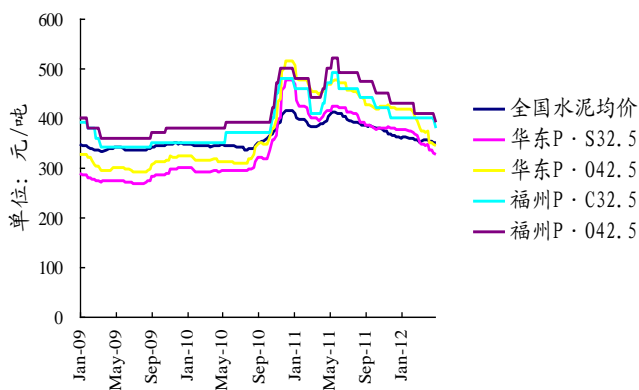
最后，对于外运企业进入福建市场，一方面像江西万年青这样的铁路运输成本较高，火车运费每吨 85-90 元，与福建水泥从产地到海岸市场每吨 65-70 元的运费相比处于劣势，另一方面，即使像海螺水泥这样通过水运降低运输成本至每吨 50 元，但海螺在福建没有码头，只有中转库，而中转库不是海螺自己建，是由经销商建，建设质量很难保证，有漏洞不好监管，会影响海螺水泥在当地的口碑，海螺对此也会有顾虑，故在福建的销售规模不太会短期内大幅增加。福建水泥长期专注于福建省内水泥销售，其品牌和口碑保证公司对抗外来企业竞争。

四、供给分析：2012 年福建地区水泥产能保持增长

（一）2012 年福建省水泥价格下跌明显

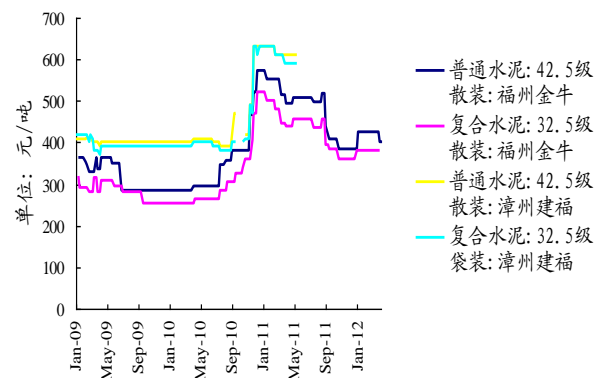
进入 2012 年以来，全国水泥价格整体走低，华东各省市水泥价格与全国均价变动非常一致，也称频繁走低态势，不同地区价格回落 20-60 元/吨。上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西共五省一市，P.O42.5 散装仅有上海和福州销售价格仍在 400 元/吨以上，其他省份全部跌至 350 元/吨左右。

图 20：按地区水泥价格对比图



资料来源：wind，宏源证券

图 21：按公司水泥价格对比图



资料来源：wind，宏源证券

福州的水泥价格虽然一直高于华东平均水平和全国平均水平，但其下跌趋势依然明显。水泥价格下跌，一是受前期国家宏观调和货币紧缩政策影响，下游建筑工程启动缓慢，水泥市场需求呈现低迷态势，企业发货量仅有往年的 50% 左右；二是春节前后新增产能投放市场导致沿江熟料价格大幅下跌 60-70 元/吨，水泥价格有下行空间；三是 2 月底 3 月初随着各企业原停产生产线陆续开启，水泥库存压力不断增加，企业心态渐生变化，在重重压力下各地区水泥价格不约而同出现大幅下跌。

（二）产能预测：2012 年福建水泥产能将达到 7900 万吨

2011 年，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。

图 22: 福建省新型干法熟料水泥生产线一览

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年熟料产能	
					生产线	企业
龙岩	1	福建龙麟集团福龙水泥厂		1000	31.00	186.00
	2			5000	155.00	
	3	福建龙岩合丰水泥有限公司		1000	31.00	31.00
	4	福建龙岩三德水泥建材工业公司	一线	2000	62.00	139.50
	5		二线	2500	77.50	
	6	福建永定兴鑫水泥有限公司		2500	77.50	155.00
	7		二线	2500	77.50	
	8	龙岩市春驰水泥有限公司	一线	1000	31.00	186.00
	9		二线	2500	77.50	
	10			2500	77.50	
	11	漳平红狮水泥有限公司	一线	5000	155.00	310.00
	12		二线	5000	155.00	
	13	龙岩蓝田水泥厂		2500	77.50	77.50
	14	福建漳平振鸿水泥有限公司	一线	2500	77.50	77.50
	15	国产实业(福建)水泥有限公司		5000	155.00	155.00
	16	福建塔牌水泥有限公司	一线	5000	155.00	310.00
	17		二线	5000	155.00	
	18	华润水泥(龙岩)有限公司		5000	155.00	155.00
	19	华润水泥(永定)有限公司	一线	5000	155.00	310.00
	20		二线	5000	155.00	
南平	21	福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	一线	2000	62.00	133.30
	22		二线	2300	71.30	
	23	福建水泥股份有限公司		2500	77.50	77.50
	24	南平水泥股份有限公司		700	21.70	21.70
	25	福建永春美岭水泥厂		2500	77.50	77.50
泉州	26	安溪三元岩水泥有限公司		1000	31.00	31.00
	27	安溪三元岩水泥有限公司		5000	155.00	155.00
	28	福建水泥股份有限公司建福水泥厂		1700	52.70	52.70
三明	29	福建永安金银湖水泥有限公司		2500	77.50	77.50
	30	福建安砂建福水泥有限公司		5000	155.00	155.00
	31	永安万年水泥公司	一线	2500	77.50	232.50
	32		二线	5000	155.00	
	33	将乐金牛水泥有限公司	一线	2500	77.50	310.00
	34		二线	2500	77.50	
	35	福建红火水泥有限公司	三线	5000	155.00	155.00
	36			5000	155.00	
	37	永安市谋成水泥发展有限公司	一线	2500	77.50	155.00
	38		二线	2500	77.50	
	39	明狮水泥有限公司		2500	77.50	77.50

资料来源: 数字水泥, 宏源证券

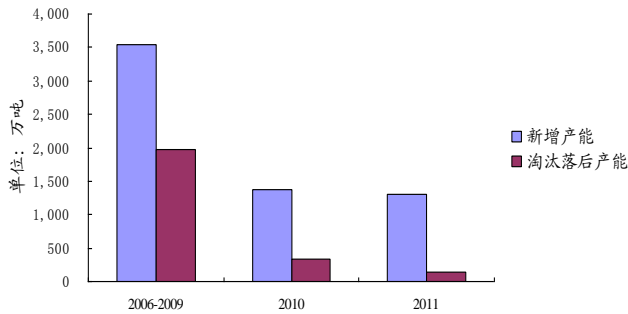
图 23: 福建省 2010、2011 淘汰落后产能

序号	省份	企业名称	淘汰生产线(设备) 型号及数量	产能 (万吨)
2010年淘汰落后产能				
1	福建	福建长汀童菲水泥有限公司	机立窑	24
2	福建	永安市凌鹰水泥有限公司	机立窑	8.8
3	福建	永安市太湖水泥厂	机立窑	8.8
4	福建	永安市金山水泥厂	机立窑	10
5	福建	永安市南山水泥厂	机立窑	10
6	福建	永安市融盛水泥有限公司	机立窑	10
7	福建	福建省永安市西华水泥厂	机立窑	10
8	福建	永安八闽水泥股份有限公司	机立窑	17.6
9	福建	福建省大田县济阳五建石凤水泥有限公	机立窑	10
10	福建	福建省大田石凤水泥有限公司	机立窑	10
11	福建	明溪县昌盛水泥熟料有限公司	机立窑	8.8
12	福建	福建省将乐飞达水泥有限公司	机立窑	6.6
13	福建	福建省大田县岩城水泥有限责任公司	机立窑	8.8
14	福建	福建省大田东岩水泥有限公司	机立窑	6.6
15	福建	福建沙县洛山水泥有限公司	机立窑	10
16	福建	福建省明溪县翰仙水泥有限公司	机立窑	10
17	福建	永安市金信工贸有限公司	机立窑	10
18	福建	永安市永富水泥有限公司	机立窑	10
19	福建	永安市永大水泥有限公司	机立窑	20
20	福建	永安飞桥水泥厂	机立窑	20
21	福建	永安市新华水泥有限公司	机立窑	20
22	福建	福建省永安市马岩水泥有限公司	机立窑	38.8
23	福建	福建省永安市双安建材有限公司	机立窑	10
24	福建	永安市永胜水泥有限责任公司	机立窑	10
25	福建	将乐县延乐水泥有限责任公司	机立窑	10
26	福建	福建省安溪三元岩水泥有限公司	机立窑	17.6
2011年淘汰落后产能				
1	福建	武夷山南灵建材有限公司	Φ2.4×10米水泥磨2台	17
2	福建	顺昌冠燕水泥有限公司	Φ2.4×10米水泥磨2台	17
3	福建	福建省宁化建峰水泥有限公司	Φ2.2×7米磨1台	15
4	福建	大田铭溪石凤水泥熟料有限公司	Φ2.9×10米机立窑1台	8.8
5	福建	上杭县吊钟岩水泥厂	Φ2.5×8.5米机立窑1台	6
6	福建	福建省龙江建材厂	Φ2.5×8.5米机立窑2台	12
7	福建	长汀县童坊水泥厂	Φ2.5×8.5米机立窑2台	12
8	福建	福建水泥股份有限公司	Φ4×42米立波尔窑2台Φ2.74×3.96米配套 磨机2台	51

资料来源: 数字水泥, 宏源证券

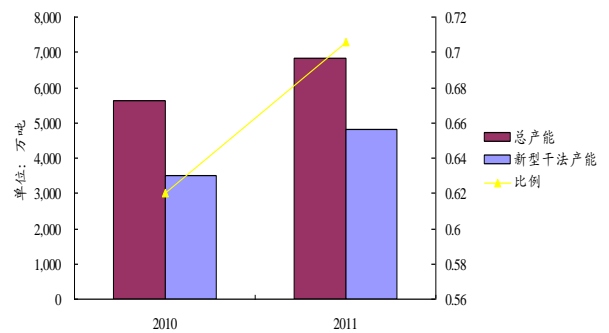
2010年福建省淘汰落后产能336.4万吨，“十一五”期间福建省共淘汰水泥落后产能2231万吨，超额完成了国家制定的“十一五”计划目标1668万吨，2011年淘汰落后产能138.8万吨。淘汰落后产能的规划会在十二五继续，从过去的新增产能和淘汰产能的数量对比可以看出，新增产能要大于淘汰的落后产能。

图 24: 福建省水泥新增和淘汰产能对比



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

图 25: 福建省新型干法水泥产能比例



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

根据国家水泥工业“十二五”发展规划，与华东其他地区不再新增产能或严格控制产能的要求不同，福建省的规划要求是“可立足海西建设需要，加快结构调整，淘汰落后产能，适度发展新型干法水泥熟料”。国家的宽松政策给福建省企业淘汰落后产能并新建先进生产线提供了支持。

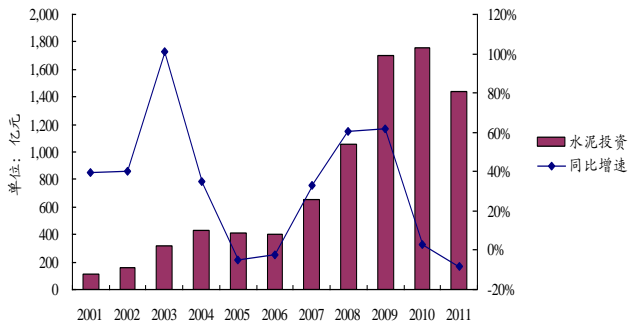
图 26: 各地区“十二五”水泥工业发展规划

<p>华北。京津冀统筹发展，北京、天津原则上不再新增水泥熟料产能，由河北等周边地区统筹供给。河北、山西资源丰富，要在减量置换的前提下，依托现有企业适度发展新型干法水泥熟料。内蒙古可结合当地建设需求，着重调整优化结构，适度发展新型干法水泥熟料。</p>
<p>东北。重点调整优化结构，通过淘汰落后、兼并重组、减量置换、技术改造，提高新型干法比重，满足当地需要。</p>
<p>华东。长三角区域统筹发展，上海原则上不再新增水泥产能，由周边地区统筹供给。江苏、浙江、安徽、山东水泥工业规模较大，要严格控制产能扩张，着重改造提升现有企业。江西资源、交通具有优势，坚持减量置换，依托现有企业适度发展新型干法水泥熟料。福建可立足海西建设需要，加快结构调整，淘汰落后产能，适度发展新型干法水泥熟料。</p>
<p>中南。广东、广西统筹发展，珠三角中心城市原则上不再新增水泥产能，由周边地区统筹供给。广东着重改造提升现有企业，优化结构。广西具有资源、交通优势，在控制现有总量基础上，可立足当地需求并适度兼顾周边供给。湖北、湖南、河南应控制总量、淘汰落后。海南是国际旅游岛，原则上保持基本自给，少部分外进，应严控新上水泥熟料生产线项目。</p>
<p>西南。着重淘汰落后水泥产能。川渝要严格控制产能扩张，在加快淘汰落后产能的同时，着重改造提升现有企业。其他地区要结合当地建设需要，坚持减量置换，加快淘汰落后产能，调整优化结构。</p>
<p>西北。可立足当地建设需求，加快淘汰落后，适度建设规模适宜的新型干法水泥生产线。</p>

资料来源: 中国水泥网, 宏源证券

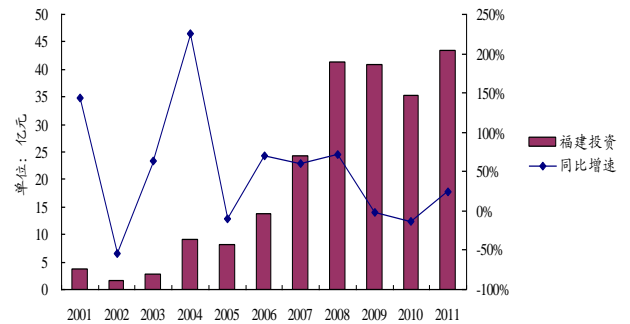
从水泥固定资产投资的角度看到，2011年全国水平的水泥固定资产投资在减少，而福建却有大幅的增加。福建省水泥生产的发展水平较低，市场中小企业、落后产能比例高，需要更多的投入来更新技术，淘汰落后产能，从近况来看，未来福建省的产量依然会保持增长态势，同时 2011 年增加的水泥固定资产投资会在后几年对扩大产能发挥作用。

图 27: 全国水泥固定资产投资



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

图 28: 福建水泥固定资产投资



资料来源: 数字水泥, 宏源证券

由于 2010 年福建的新型干法水泥占比仅有 62%，低于全国 81% 的平均水平，2011 年该比例达到 70%，我们根据“十二五”规划目标预计 2015 年达到 90%，再根据落后产能淘汰计划，我们可以预计未来几年福建省水泥产能的变化。

图 29: 福建省产能预测

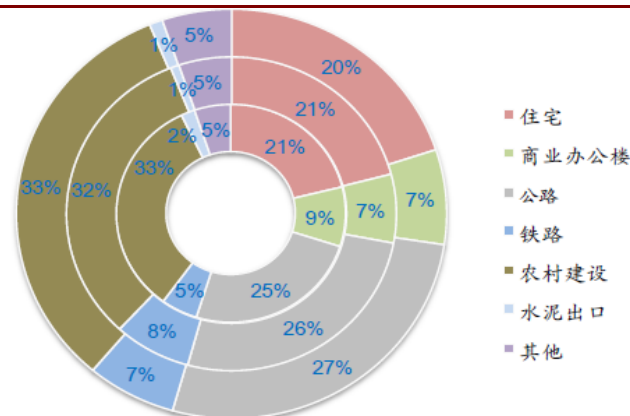
(单位: 万吨)	2007-2009	2010	2011	2012E	2013E-2015E
年初产能	3097	4656.4	5700	6871.2	7951.2
新增产能	3534	1380	1310	1278	2291.6
淘汰落后产能	1974.6	336.4	138.8	198	931.6
年末产能	4656.4	5700	6871.2	7951.2	9311.2
新型干法水泥产能	2120	3500	4810	6088	8379.6

数据来源: 公司年报, 宏源证券

五、需求分析：“十二五”规划框架下新增投资拉动需求

由于公司的所有水泥业务都只限于福建省境内，福建省的发展和建设就影响了福建水泥所有的经营情况，从水泥的基本用途来看，农村建设、房地产开发、公路、铁路、港口等基础设施建设投资均是水泥大户。福建省“十二五”规划对于以上方面的设计暗示着未来水泥的需求仍然保持较高水平。

图 30: 近三年我国水泥需求结构



资料来源: wind, 宏源证券

(一) 福建省“十二五”发展规划预示未来水泥需求具有增长潜力

图 31: 福建省“十二五”发展总体规划

总体要求: 科学发展, 加快建设, 先行先试, 全面提升, 达到东部地区平均水平, 海峡西岸经济区建设迈上新的台阶。			
国民生产总值	农村发展	城市建设	交通设施建设
综合“十一五”的发展态势, 根据国务院对福建的要求, “十二五”年均增长速度高位目标应定为 13%, 2015 年 GDP 可达 2.4 万亿元。如果考虑“十二五”时期应更加注重结构优化、生态资源保护等因素, 这一时期低位目标也应在 11% 左右, 2015 年 GDP 总量突破 2 万亿元。	按照高产、优质、高效、生态、安全的要求, 加快转变农业发展方式, 促进农业结构优化升级, 构建现代农业产业体系。推进农产品出口加工基地建设, 扩大特色优势农产品出口; 加强农业基础设施建设, 提高土地产出率和资源利用率; 健全新型农业社会化服务体系, 加快信息服务平台建设, 发展农村现代流通业。	要加快海峡西岸城市群建设, 统筹区域内各项建设安排, 做大做强中心城市, 推动城市联盟, 促进城际协作, 逐步形成以区域中心城市为骨干、中小城市和小城镇为基础的城镇体系; 加快培育新兴发展区域, 形成以港口为依托的重要港湾地区。	围绕发展大港口、大通道、大物流, 加快建设海峡西岸北部、中部、南部三大港口群, 构筑“三纵六横九环”海峡铁路网、“三纵八横”高速公路网, 加快建设以大型海、空港为依托, 以快速铁路、高速公路和国道普通公路为骨架的综合交通运输通道和综合交通枢纽, 形成内地到福建的便捷交通走廊。

数据来源: 公司网站, 宏源证券

2011 年福建省固定资产投资 9692.55 亿元, 计划 2012 年增长 18%, 达到 11437.21 亿元。

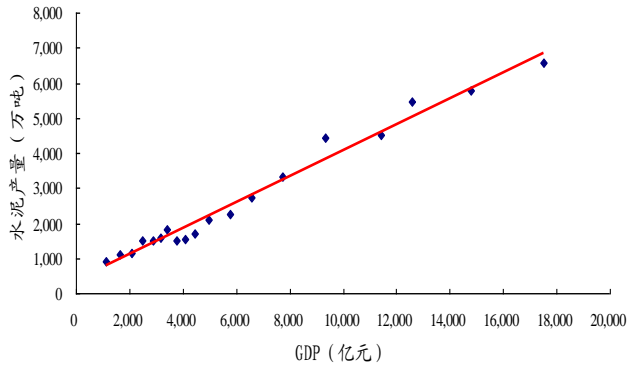
图 32: 福建省“十二五”固定资产投资

房地产	未来 5 年, 该省房地产投资年均增长为 10% 左右, 总额可达到 1 万亿元。“十二五”期间, 全省预计商品房销售、竣工面积均达到 1 亿平方米, 将逐步形成总量基本平衡、结构基本合理、房价与消费能力基本适应的住房供需格局, 城镇居民人均住房建筑面积将达到 37.5 平方米。
公路	在“十一五”完成两纵三横高速公路网基础上, “十二五”要建设福安——上饶、厦门——沙县、永定——莆田、永安——宁化以及若干条相邻县市之间的高速公路, 建设福州、泉州绕城高速, 要对大批连接县与县、县与乡镇的省道、县道进行改造, 还要建设一批通往较大自然村的农村公路。
铁路	在温福、福厦快速铁路通车的基础上, 完成向塘——莆田(分支福州)、厦门——深圳、漳州——龙岩等快速铁路以及龙岩——赣州的快速路改造, 完成北京——福州高速铁路建设, 动工建设昆明——福州、杭州——广州高速铁路福建段, 还要完成沿海各港口的疏港铁路。
港口	“十二五”是福建港口建设的关键时期, 要彻底改变长期以来福建港口“多、小、散”的局面, 集中力量建设深水大港。新成立的福州、湄洲湾、厦门三个港务局, 要真正承担起跨越行政区划、统筹建设深水大港、统筹利用深水岸线的作用。“十二五”期间, 厦门港要建设成世界级集装箱大港, 在现有 4 个 10 万吨级集装箱泊位基础上, 再建设 3—4 个同等级泊位; 湄洲湾港集中力量建设湄洲湾南岸斗尾作业区和北岸东吴作业区, 形成以石油、木材、煤等杂货为主的散货港, 建设依托泉州台商投资区的秀涂港。
机场	到 2015 年末, 基本建成分工合理、功能互补、干支协调的区域性航空枢纽, 逐步实现各设区市均有一座机场, 各县市 1.5 小时车程可享受航空服务, 全省民航旅客吞吐量超过 4400 万人次, 货邮吞吐量超过 70 万吨。

数据来源: 公司网站, 宏源证券

(二) 回归分析: GDP 和交通建设投资对福建省产量的解释力最强

图 33: 水泥产量与 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券

图 33 是水泥产量与 GDP 的散点图。从图中可以看出, 石膏板产量与水泥产量存在较为显著的正相关关系, 说明 GDP 对水泥产量有着较大的影响。

对 1993 年至 2011 年水泥产量(Y)和 GDP(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.369X + 381.0455, \quad p = 0.000, \quad R^2 = 0.979$$

p 值为 0, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, GDP 对石膏板产量的影响为 0.369, 即 GDP 每增加 1 亿元, 水泥产量增加 0.369 万吨。

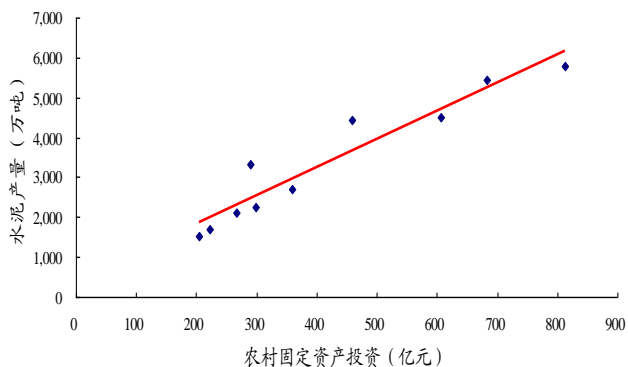
图 34 是水泥产量与城镇固定资产投资散点图。从图中可以看出, 城镇固定资产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系, 说明城镇固定资产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 2001 年至 2010 年水泥产量(Y)和城镇固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.723X + 1081.418, \quad p = 0.000, \quad R^2 = 0.94$$

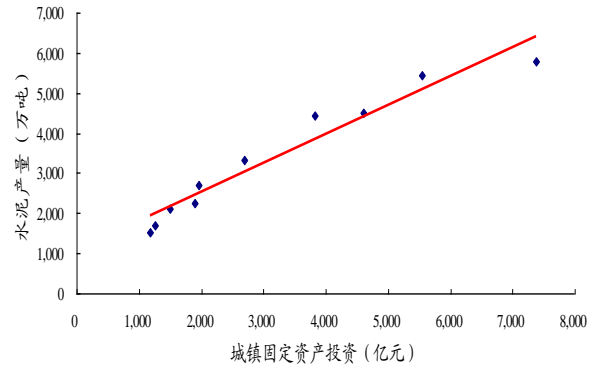
p 值为 0, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, GDP 对石膏板产量的影响为 0.723, 即城镇固定资产投资每增加 1 亿元, 水泥产量增加 0.723 万吨。

图 35: 水泥产量与农村固定资产投资散点图



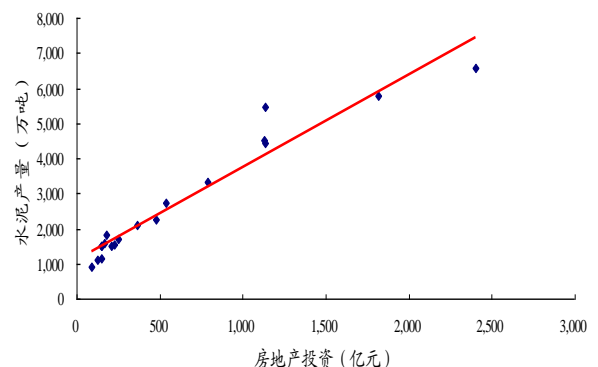
资料来源: wind, 宏源证券

图 34: 水泥产量与城镇固定资产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

图 36: 水泥产量与房地产投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

图 35 是水泥产量与农村固定资产投资的散点图。从图中可以看出，农村固定资产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明农村固定资产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 2001 年至 2010 年水泥产量(Y)和农村固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y=7.054X+420.4867, p=0.000, R^2=0.91$$

p 值为 0，说明 X 对 Y 的影响非常显著，GDP 对石膏板产量的影响为 7.054，即城镇固定资产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 7.054 万吨。

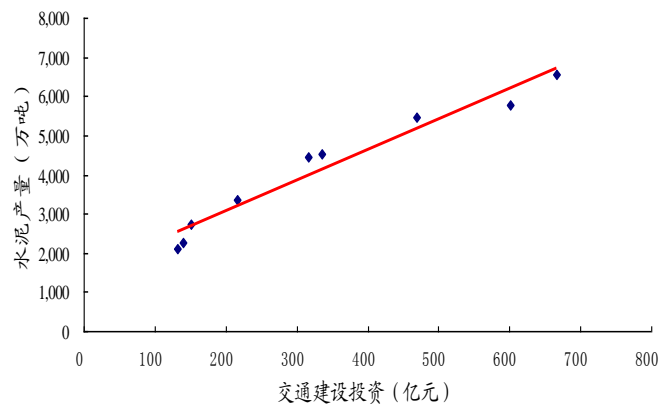
图 36 是水泥产量与房地产投资的散点图。从图中可以看出，房地产投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明房地产投资对水泥产量有着较大的影响。

对 1993 年至 2011 年水泥产量(Y)和房地产投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y=2.637X+1118.648, p=0.000, R^2=0.937$$

p 值为 0，说明 X 对 Y 的影响非常显著，房地产投资对石膏板产量的影响为 2.637，即房地产投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 2.637 万吨。

图 37: 水泥产量与交通建设投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

图 37 是水泥产量与交通建设投资的散点图。从图中可以看出，交通建设投资与水泥产量存在较为显著的正相关关系，说明交通建设投资对水泥产量有着较大的影响。

对 2003 年至 2011 年水泥产量(Y)和交通建设投资(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y=7.826X+1499.449, p=0.000, R^2=0.954$$

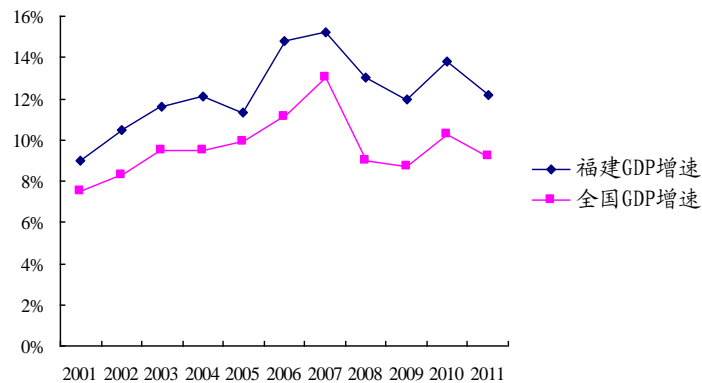
p 值为 0，说明 X 对 Y 的影响非常显著，交通建设投资对石膏板产量的影响为 7.826，即交通建设投资每增加 1 亿元，水泥产量增加 7.826 万吨。

我们对上面的五个回归模型做选择，认为城镇固定资产投资、农村固定资产投资和房地产投资 R^2 相比于 GDP 和交通建设投资要小，并且城镇固定资产投资和农村固定资产投资缺 2011 年的数据，所以我们选取 GDP 和交通建设投资来预测福建省 2012 水泥产量。

(三) 通过 GDP 预测 2012 年水泥需求 7548.87 万吨

福建省在 2002 年至 2011 年的 10 年中，GDP 的增长均超过了 10%，并且每年的增幅都高于全国水平。2011 年，全省生产总值 17500 亿元，增长 12.2%。跟据 2011 年政府工作报告，2012 年福建经济社会发展的主要预期目标是全省生产总值增长 11% 以上。由于 2012 经济形势严峻，GDP 增长速度应该下滑，照 11% 的增长速度，2012 年 GDP 达到 19425 亿元，代入估计的方程式 2012 年福建省水泥产量是 7548.87 万吨。

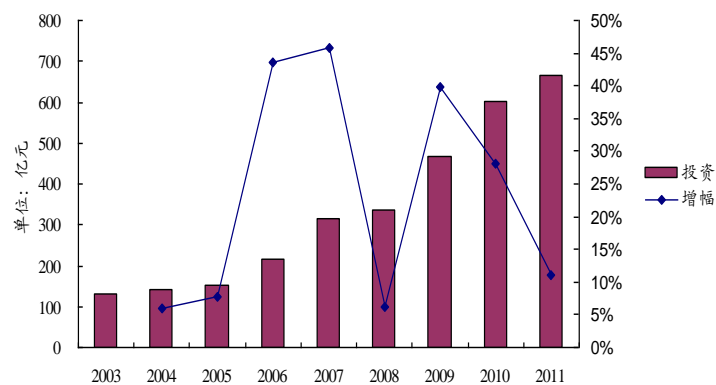
图 38: 2001 年至今 GDP 增速



资料来源: wind, 宏源证券

(四) 通过交通建设投资预测 2012 年水泥需求 7500.43 万吨

图 39: 交通建设投资额



资料来源: wind, 宏源证券

从 2003 年至今，福建省在“十五”、“十一五”规划的引导下，“保增长、保就业、保民生”，加大了交通建设投资。“十一五”期间，公路水路交通投资累计超过 2200 亿元，居全国前六位，为“十五”期间交通投资的三倍，超过新中国成立后 56 年的投资总和，投资增速为全国平均水平的 1.7 倍。我们从上图看出 2001 年至 2011 年交通建设投资额呈逐年上升的趋势。

“十二五”期间福建省将开创福建跨越发展和海峡西岸经济区建设新局面，交通发展仍然大有可为，下表是福建省“十二五”期间交通基础设施发展规划指标。

图 40: 福建省交通建设“十二五”发展指标

指标	2005年	2010年	2015年	10年至15年增长率
公路网总里程(公里)	86194	90000	105000	17%
有路面铺装率	45%	70%	90%	29%
等级公路比重	64.4%	76%	85%	12%
高速公路里程(公里)	1208	2400	5000	108%
高速公路通县级行政中心比例	-	77%	100%	30%
二级及以上公路里程(公里)	7828	10440	20000	92%
国省干线二级以上公路比重	65%	80%	90%	13%
沿海港口深水泊位数(个)	66	122	200	64%
沿海港口深水泊位比例	19.5%	27.8%	40.0%	44%
沿海港口设计通过能力(万吨)	13738	32102	55000	71%
沿海港口总通过能力适应度	0.65	1	1.1	10%
集装箱设计通过能力(万标箱)	539	1282	1700	33%
集装箱通过能力适应度	1.04	1.6	1.1	-31%
沿海港口专业化泊位通过能力比例	45.5%	76.3%	85.0%	11%
陆岛交通码头接线路面硬化率	60%	80%	100%	25%
国家公路运输枢纽客、货运站场建成率	-	17%、12%	60%、45%	71.7%、275%
民用机场总数(个)	5	5	6	20%

资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 41: 福建省“十二五”公路规划



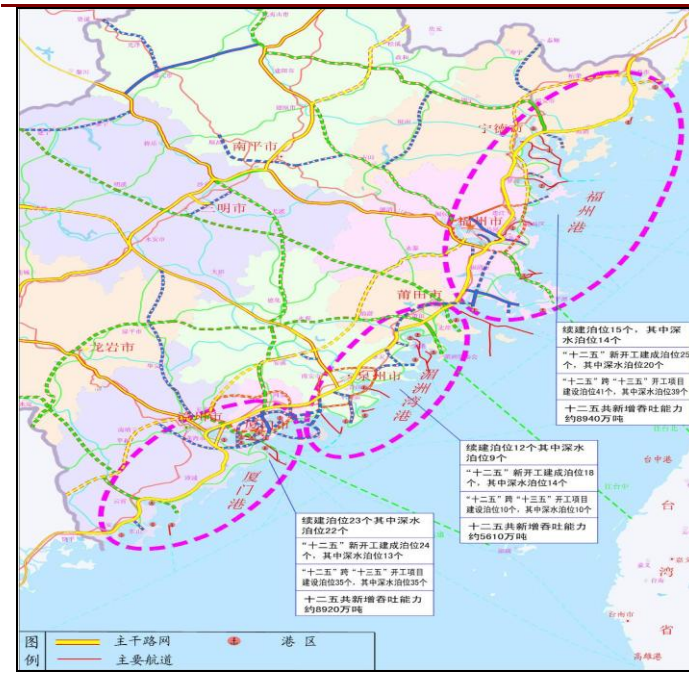
资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 42: 福建省“十二五”铁路规划



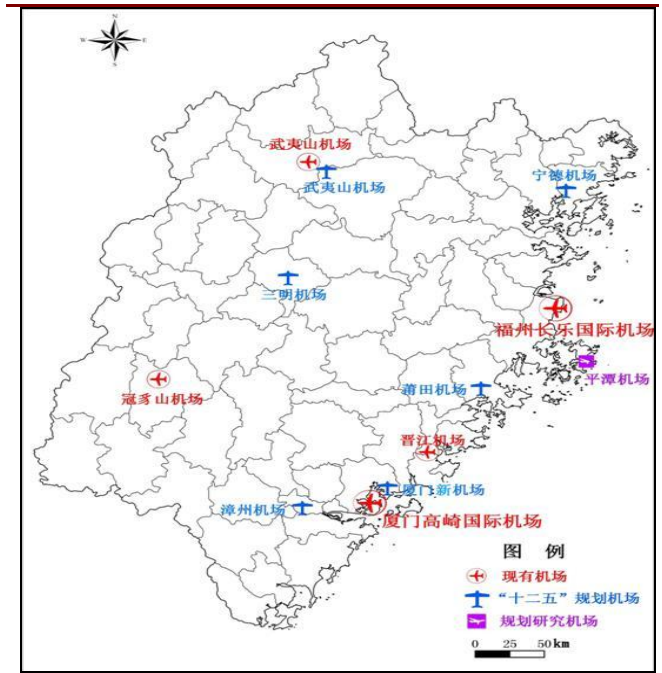
资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 43: 福建省“十二五”港口规划



资料来源：公司网站，宏源证券

图 44: 福建省“十二五”机场规划



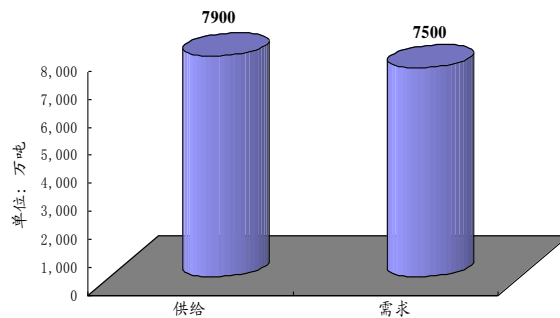
资料来源：公司网站，宏源证券

综合考虑交通建设的历史增长率和未来发展规划，我们预测 2012 年交通建设投资增速保持 15% 的增速，达到 766.8 亿元，代入原方程式得到 2012 年的预计需求 7500.43 万吨。

六、公司水泥业务运营分析与盈利预测

(一) 2012 年水泥供过于求导致价格优势丧失

图 45: 2012 年水泥供需关系



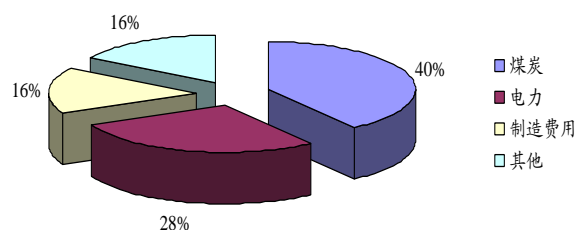
资料来源：wind，宏源证券

随着福建水泥新增产能的提升和不断提高的新型干法比例，福建水泥的供应会逐年增加，通过前面的预测我们可以看出，2012 年福建省的水泥产量将达到 7900 万吨，可测算出来的需求只有 7500 万吨，水泥供过于求的形势很难改变，2011 年价格带来的收入上涨优势将不复存在，2012 年水泥价格的下降势必出现，给福建水泥的销售收入带来压力。

(二) 煤价企稳，成本压力较弱

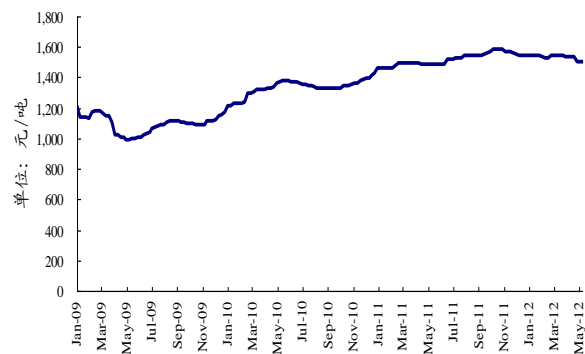
水泥生产的主要成本来自于煤电，占据将近 70% 的份额，而电力的成本又受到煤炭价格的影响，所以分析煤炭价格的走势可以预测公司的生产成本。

图 46: 水泥成本结构图



资料来源: wind, 宏源证券

图 47: 焦煤平均价格走势

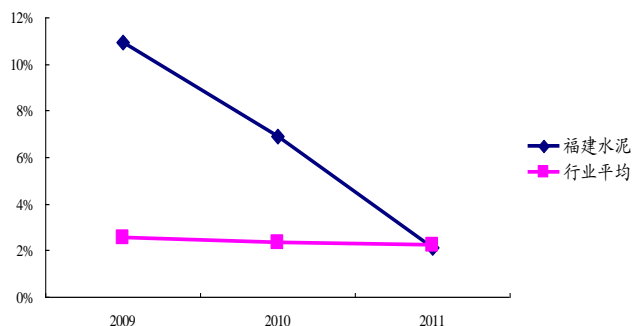


资料来源: wind, 宏源证券

进入 2012 年之后，煤炭价格保持稳定，并略显上升态势，煤价的企稳给公司不会造成太大的成本压力。

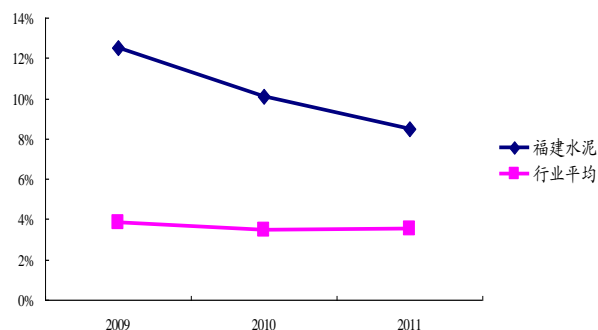
(三) 公司费用率高于行业平均

图 48: 销售费用/营业收入对比



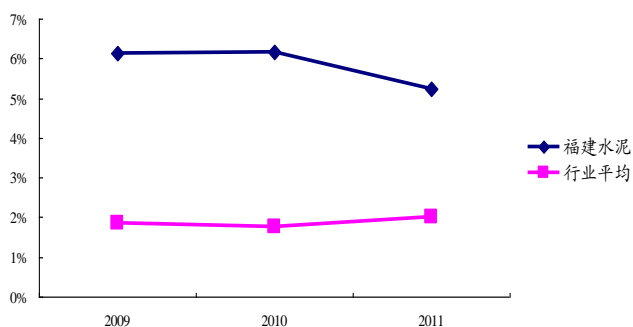
资料来源: wind, 宏源证券

图 49: 管理费用/营业收入对比



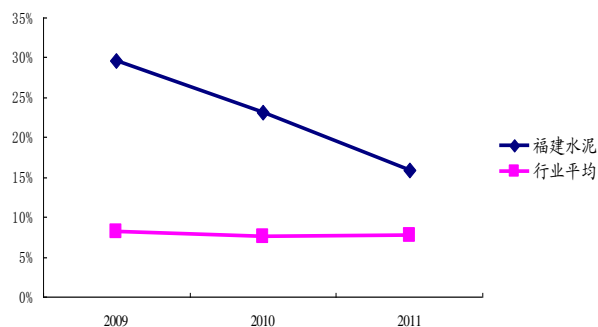
资料来源: wind, 宏源证券

图 50: 财务费用/营业收入对比



资料来源: wind, 宏源证券

图 51: 三费率对比

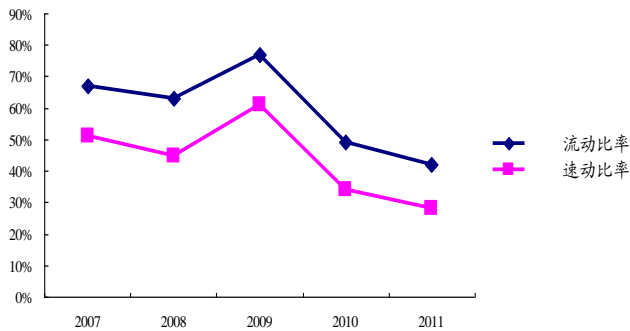


资料来源: wind, 宏源证券

从上面四幅图可以看出，公司的销售费用、管理费用和财务费用与营业收入的比例显著高于行业平均，三费率也明显高于行业平均，公司对费用的控制有待加强，公司 2011 年将原计入销售费用的袋装水泥包装费计入产品成本，导致销售费用率下滑，是其该年低于行业平均的原因。

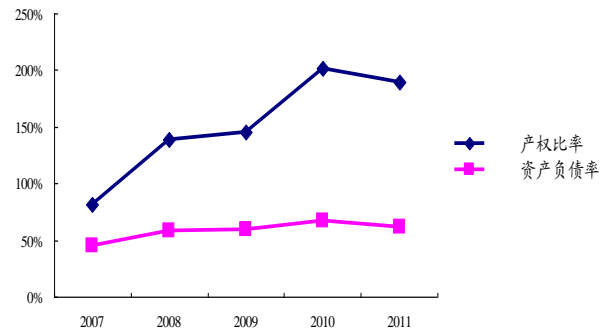
(四) 公司较大的资本性支出导致偿债能力减弱

图 52: 过去五年短期偿债能力



资料来源: wind, 宏源证券

图 53: 过去五年长期偿债能力

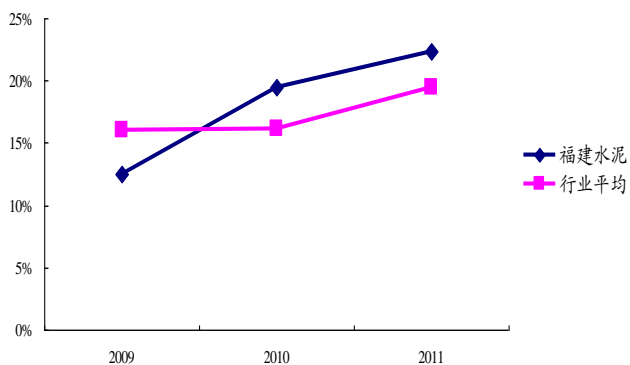


资料来源: wind, 宏源证券

由于公司近几年建设项目较多，持续保持较大的资本性支出，而公司规模较小，尚未完成转型升级，加上前些年度主营处于微利或者亏损状态，使公司资金状况始终处于极度紧张的状态，流动性问题已成为公司进一步发展的瓶颈。公司的流动比例和速动比例在最近三年出现下滑的趋势，产权比率和资产负债率在最近五年上升，为破解资金瓶颈，公司将在努力运营好存量资产提升自我造血功能的同时，继续盘活非主业资产，加强和拓展与战略合作伙伴关系，多形式多途径解决偿债问题。

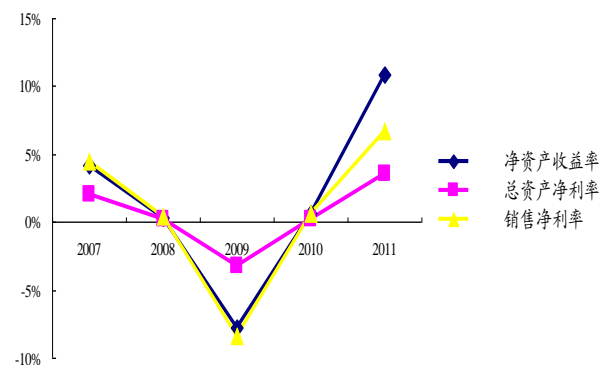
(五) 公司毛利率略高于行业平均

图 54: 毛利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

图 55: 过去五年盈利能力



资料来源: wind, 宏源证券

上图显示，公司过去五年的盈利能力呈倒“U”形，由好转坏，再由坏转好，过去三年公司的毛利率跟行业平均交互增长，且数值十分接近，公司的盈利能力略高于行业平均水平。

(六) 主要盈利数据预测

我们主要预测福建水泥水泥业务的营业收入，并通过估测其他业务收入来预计营业总收入，具体的数据预测结果见图 56。

图 56: 主要盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
水泥收入				
平均售价 (元/吨)	366.91	377.92	396.82	416.66
产能 (万吨)	670.00	870.00	1,100.00	1,300.00
销量 (万吨)	503.69	609.00	770.00	910.00
增长率 (YOY)	15.17%	20.91%	26.44%	18.18%
销售收入 (百万元)	1,848.11	2,301.54	3,055.49	3,791.59
增长率 (YOY)	37.90%	24.53%	32.76%	24.09%
毛利率	22.76%	22.39%	23.13%	23.86%
平均成本 (元/吨)	283.39	293.31	305.04	317.24
销售成本 (百万元)	1,427.40	1,786.24	2,348.80	2,886.89
增长率 (YOY)	31.73%	25.14%	31.49%	22.91%
毛利 (百万元)	420.71	515.30	706.69	904.69
增长率 (YOY)	63.96%	22.48%	37.14%	28.02%
占总销售额比重	99.56%	99.63%	99.70%	99.75%
占主营业务利润比重	100.18%	99.69%	99.77%	99.81%
其他业务收入				
销售收入 (百万元)	8.15	8.50	9.10	9.50
增长率 (YOY)	-9.85%	4.25%	7.06%	4.40%
毛利率	-9.41%	18.82%	17.58%	17.89%
销售成本 (百万元)	8.92	6.90	7.50	7.80
增长率 (YOY)	49.56%	-22.66%	8.70%	4.00%
毛利 (百万元)	-0.77	1.60	1.60	1.70
增长率 (YOY)	-124.93%	-308.45%	0.00%	6.25%
占总销售额比重	0.44%	0.37%	0.30%	0.25%
占主营业务利润比重	-0.18%	0.31%	0.23%	0.19%
总收入				
销售总收入 (百万元)	1856.26	2310.04	3064.59	3801.09
销售总成本 (百万元)	1436.32	1793.14	2356.30	2894.69
毛利 (百万元)	419.94	516.90	708.29	906.39
平均毛利率	22.62%	22.38%	23.11%	23.85%

数据来源: 公司年报, 宏源证券研究所

(七) 敏感性分析和弹性分析

水泥业务是公司的主要业务，水泥价格和销量的波动直接影响企业的盈利，下表给出了公司 EPS 对于水泥价格销量变动的敏感性分析：

图 57：敏感性分析

价格/销量	318	338	358	378	398	418	438
519	-0.37	-0.14	0.08	0.31	0.53	0.75	0.98
549	-0.35	-0.11	0.12	0.36	0.60	0.84	1.07
579	-0.34	-0.09	0.16	0.42	0.67	0.92	1.17
609	-0.32	-0.06	0.21	0.47	0.73	1.00	1.26
629	-0.31	-0.04	0.23	0.51	0.78	1.05	1.32
649	-0.30	-0.02	0.26	0.54	0.82	1.10	1.39
669	-0.29	0.00	0.29	0.58	0.87	1.16	1.45

数据来源：公司年报，宏源证券研究所

固定销量为 609 万吨，我们做弹性分析，看价格变动率对 EPS 的变动率的影响，由此可以计算出 EPS 的价格弹性为 10.59。

图 58：弹性分析

水泥价格（元）	价格波动	EPS	EPS 波动	弹性
453.60	20%	1.47	212%	10.59
434.70	15%	1.22	159%	10.59
415.80	10%	0.97	106%	10.59
396.90	5%	0.72	53%	10.59
378.00	0%	0.47	0%	0.00
359.10	-5%	0.22	-53%	10.59
340.20	-10%	-0.03	-106%	10.59
321.30	-15%	-0.28	-159%	10.59
302.40	-20%	-0.53	-212%	10.59

数据来源：公司年报，宏源证券研究所

我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.47、0.68，对应当前股价的 PE 分别为 18.89、13.06，给予“增持”的评级。

图 59: 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
营业收入	1876	2310	3065	3801	流动资产	778	861	994	1201
营业成本	1456	1793	2356	2895	现金	178	183	100	100
营业税金及附加	16	12	15	19	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	40	58	77	95	应收票据	41	51	68	84
管理费用	159	208	276	342	应收款项	38	44	58	72
财务费用	98	48	54	59	其它应收款	74	91	120	149
资产减值损失	(1)	0	0	0	存货	254	313	411	505
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	193	180	237	291
投资收益	17	17	17	17	非流动资产	2832	2356	2706	3028
营业利润	124	209	304	408	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	2019	2407	2761
利润总额	151	216	312	416	无形资产	291	262	236	212
所得税	25	36	53	70	其他	1079	73	62	53
净利润	125	180	259	346	资产总计	3610	3217	3700	4229
少数股东损益	0	0	1	1	流动负债	1859	1487	1736	1954
归属于母公司净利润	125	179	259	346	短期借款	756	756	879	975
EPS (元)	0.33	0.47	0.68	0.90	应付账款	243	300	394	484
年成长率					预收账款	47	54	71	87
营业收入	38%	23%	33%	24%	其他	813	377	393	408
营业利润	1266%	68%	45%	34%	长期负债	370	187	187	187
净利润	1436%	44%	44%	34%	长期借款	187	187	187	187
获利能力					其他	183	0	0	0
毛利率	22.4%	22.4%	23.1%	23.8%	负债合计	2228	1674	1923	2141
净利率	6.7%	7.8%	8.4%	9.1%	股本	382	382	382	382
ROE	10.6%	13.4%	16.4%	18.3%	资本公积				
偿债能力					金	661	661	661	661
资产负债率	61.7%	52.0%	52.0%	50.6%	留存收益	138	299	532	843
净负债比率	39.6%	29.3%	28.8%	27.5%	少数股东权益				
					权益	201	201	202	203
					归属于母公司所有者权益				
					益	1181	1342	1575	1886
					负债及权益合计	3610	3217	3700	4229

流动比率	0.4	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4
营运能力				
资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	6.3	6.3	6.5	6.3
应收帐款周转率	49.5	56.5	59.8	58.1
应付帐款周转率	7.6	6.6	6.8	6.6
每股资料 (元)				
每股收益	0.33	0.47	0.68	0.90
每股经营现金	0.33	0.82	1.18	1.50
每股净资产	3.09	3.51	4.12	4.94
每股股利	0.08	0.05	0.07	0.09

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
经营现金流	125	311	449	573
投资活动现金流				
投资现金流	(135)	255	(593)	(593)
筹资活动现金流				
筹资现金流	(139)	(562)	60	20
现金净增加额	(149)	5	(83)	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黎泉宏对报告亦有贡献。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱			
华北区域	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com			
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com	李岚	02151782236	lilan@hysec.com
华东区域	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com									
华南区域															
QFII															

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, 任何机构和個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。