畅享海西建设，整合促盈利回升

增持 维持

目标价格：7.00

投资要点：我们近期调研了福建水泥，具体观点如下：随着海西经济建设加快，福建区域的需求有望超出华东其他区域，当地水泥企业受益。福建水泥与华润合作，未来将在市场整合和成本控制方面提升盈利。

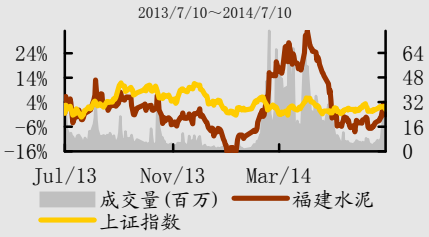
报告摘要：

- **福建或是华东地区最后一个高增长区域。**随着海峡西岸城镇建设，福建省的水泥需求将超过周边主要省份。未来几年区域内的产能增长有限，外围低价水泥仅供沿海和北部周边，区域整体供需格局持续改善。
- **成本和运输问题制约公司发展。**公司产能约 1000 万吨，占全省产能约 13%，与华润水泥并列为福建省内两大水泥企业。公司产能主要分布在南平、永安等福建西部内陆地区。由于福建省资源能源相对缺乏、公司运营成本较高等问题致使福建水泥过往毛利率低于主要水泥企业。运输瓶颈也导致过往公司与外省水泥竞争中缺乏优势。
- **强强联合，未来市场格局有望优化，成本回落促盈利改善。**福建水泥近期公告实际控制人福能集团与华润水泥合作进一步实现对水泥、混凝土产业板块的战略合作。此次合作对公司的意义在于：（1）区域市场共享，优化竞争格局。（2）加强成本控制能力，改善盈利能力。
- **投资建议：**海西建设加快，福建水泥作为区域内的最大的水泥生产企业是直接的受益者。公司引入战略投资者，优化市场结构，盈利改善空间较大。预计 2014-2016EPS 为 0.16、0.35、0.42 元，对应的 PE 分别为 23.6、12.3、9.4 倍。我们给予 “增持”评级。
- **风险提示：**1、海西经济建设力度低于预期。2、华润战略投资后的整合效果低于预期。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	1618.81	1819.58	2125.89	2484.26	2730.69
增长率（%）	-13.69	12.40	16.83	16.86	9.92
归母净利润(百万)	28.78	19.05	62.72	134.07	160.61
增长率（%）	-76.94	-33.83	229.33	113.75	19.79
每股收益	0.08	0.05	0.16	0.35	0.42
市盈率	200.20	302.56	23.6	11.0	9.2

建材研究组
分析师：
顾益辉(S1180514060001)
电话：021-65051157
Email：guyihui@hysec.com
王钦(S1180514050004)
电话：021-65051130
Email：wangqin3@hysec.com

市场表现



相关研究

《兔宝宝：环保新品和 O2O 战略开启高增长》 2014/6/29

《政策力挺，管网建设将提速》 2014/6/16

《长海股份：全资收购天马，外延式扩张开启成长》 2014/6/9

目录

福建水泥概况：老牌企业，雄踞闵西， **4**

过往盈利能力低于行业平均，成本制约发展 5

公司上半年运营情况：量价略有回升 6

2014 年福建区域景气：海西发展保障需求景气 **6**

福建受益海西建设，需求增速远超长三角 6

新增产能稀少，但警惕外围潜在进入 8

未来战略：引入华润，市场整合和成本控制共推业绩 **8**

区域市场共享，优化竞争格局 8

成本控制加强，盈利能力有望提升 9

盈利预测与估值 **9**

插图

图 1: 福建省主要水泥产能分布.....4
图 2: 福建水泥收入以及增速.....5
图 3: 福建水泥净利润以及增速.....5
图 4: 福建水泥与主要水泥企业毛利率相比偏低.....5
图 5: 福建地区水泥价格走势.....6
图 6: 福建省水泥产量走势.....6
图 7: 福建省固定资产投资额以及增速.....6
图 8: 福建省房地产投资以及增速.....7
图 9: 福建省基建以及增速.....7
图 10: 2013 年福建省的固定资产投资增速在华东七省份中最高.....7
图 11: 福建省历史水泥产能增速.....8
图 12: 福建省主要水泥企业市场占有率情况.....8
图 13: 福建水泥和华润水泥的毛利率.....9
图 14: 福建水泥 ROE 与华润水泥 ROE.....9
图 15: 财务三张表预测.....12

表格

表 1 福建水泥主要生产线分布.....4
表 2: 福建省各个地区的主要生产线.....10

福建水泥概况：老牌企业，雄踞闵西，

福建水泥旗下共有水泥生产线 7 条，水泥年产能约 1000 万吨（含 2014 年即将投产的海峡水泥一期 5000t/d 生产线），占福建省产能的 13%。公司过往几年发展缓慢，区域中华润水泥 2009 年以来新建、并购齐头并进大举进入福建市场，目前华润也拥有熟料生产线 6 条，水泥产能年 1090 万吨。华润与公司产能相当，并列为福建省内两大水泥企业。产能从区域分布来看，福建水泥的产能主要分布在南平、永安等福建西部内陆地区，而华润水泥的 70-80%产能主要集中在福建江沿海。

表 1 福建水泥主要生产线分布

	生产线	产能	地点
1	福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	2000（T/D）	福建省南平市顺昌县
2	福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	2300（T/D）	福建省南平市顺昌县
3	福建水泥股份有限公司	2500（T/D）	福建省南平市顺昌县
4	福建水泥股份有限公司安砂建福水泥	4500（T/D）	福建省永安市安砂县
5	福建永安金银湖水泥有限公司	2500（T/D）	福建省永安市大湖镇金银湖
6	永安建福水泥有限公司	5000（T/D）	福建省三明市永安市曹远镇
7	海峡水泥一期(2014 年投产)	5000（T/D）	福建省宁德
总计熟料产能		738（万吨）	
总计水泥产能（万吨）		1033（万吨）	

资料来源：卓创资讯，宏源证券

图 1：福建省主要水泥产能分布

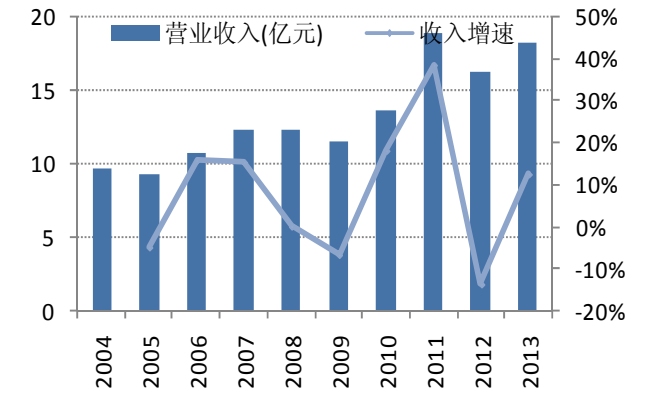
资料来源：国家建材检测局，板材品牌网，宏源证券

过往盈利能力低于行业平均，成本制约发展

2013 年福建水泥实现营业收入 18.2 亿元，同比上升 12.4%归属上市公司股东净利润仅 1905 万元。公司过往几年盈利能力不强，主要原因在于成本较高导致毛利率低于主要的水泥上市企业。2013 年公司毛利率仅仅为 12%，低于海螺的同期的 33%，也低于行业平均水平的 26%。

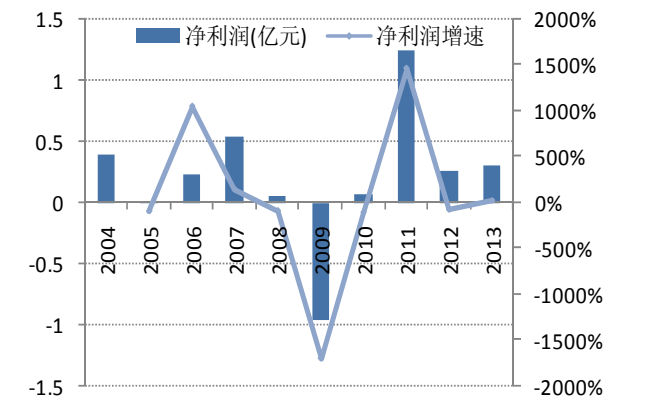
由于福建省资源、能源短缺致使本土水泥企业生产成本较高，另外运输瓶颈等问题也导致本省企业与外省水泥竞争中缺乏成本优势。以目前大力发展的平潭岛为例，目前供应平潭岛的主要水泥是海螺经沿江基地海陆运送而非本土水泥企业供应。 海螺生产成本较低， 且海路运输成本约 60 元/吨， 而福建水泥从陆路进入平潭岛的成本在 100 元/吨。

图 1：福建水泥收入以及增速



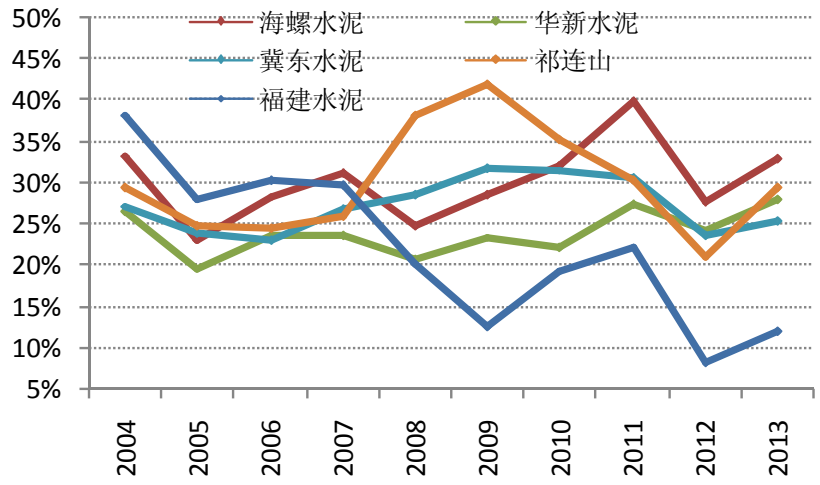
资料来源：Wind， 宏源证券

图 2：福建水泥净利润以及增速



资料来源：Wind，宏源证券

图 4：福建水泥与主要水泥企业毛利率相比偏低

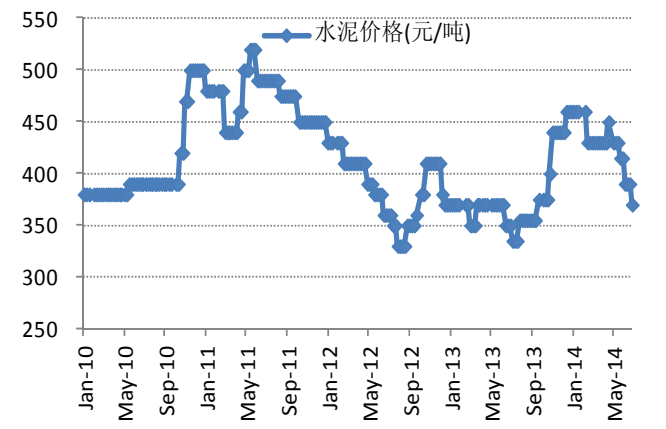


资料来源：Wind，宏源证券

公司上半年运营情况：量价略有回升

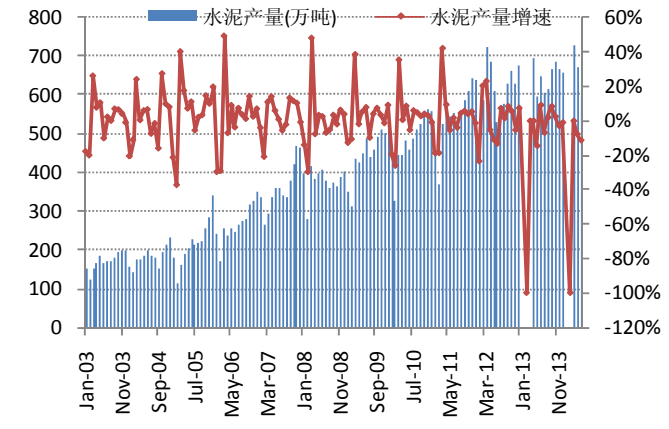
公司预告上半年盈利 1000 万，考虑到一季度的淡季影响， 二季度的盈利能力处于近几年较高水平。2014 年上半年预计公司实现水泥熟料销售含熟料约 320 万，上半年同比增长 20%左右。价格方面，2014 年上半年公司水泥销售均价也摆脱了 2011 年以来连续下行的趋势。公司 2012 年水泥熟料均价 293 元/吨，2013 年 274 元/吨，2014 年上半年预计比 2013 年略有回升。

图 5：福建地区水泥价格走势



资料来源：Wind， 宏源证券

图 6：福建省水泥产量走势



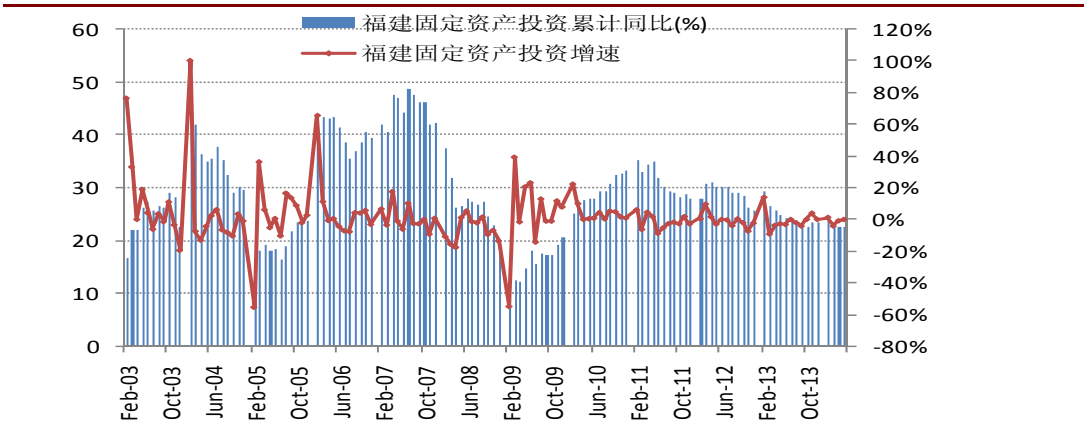
资料来源：Wind，宏源证券

2014 年福建区域景气：海西发展保障需求景气

福建受益海西建设，需求增速远超长三角

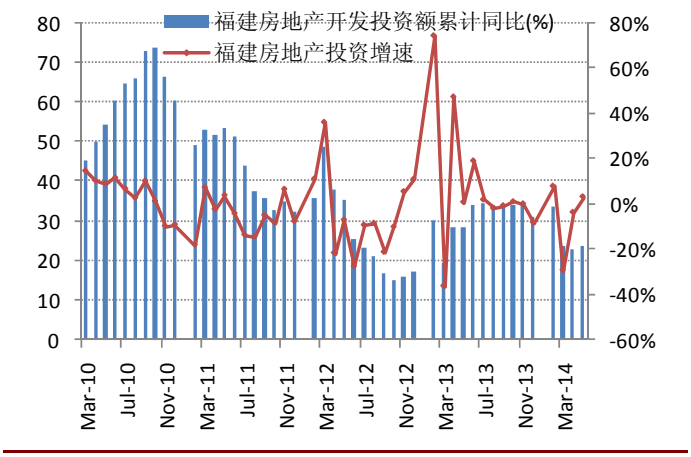
福建或是华东地区最后一块高增长区域。2013 年固定资产投资增速为 23.5%，为华东七省市中增速最高的区域。预计随着海西政策推进，海峡西岸城镇建设，福建省的水泥需求将超过周边主要省份。省内重点工程方面，如三明机场、205 国道改造，平潭岛二期跨海大桥已经施工招标，公司拥有在手订单充足，未来的需求仍然有保障。

图 7：福建省固定资产投资额以及增速



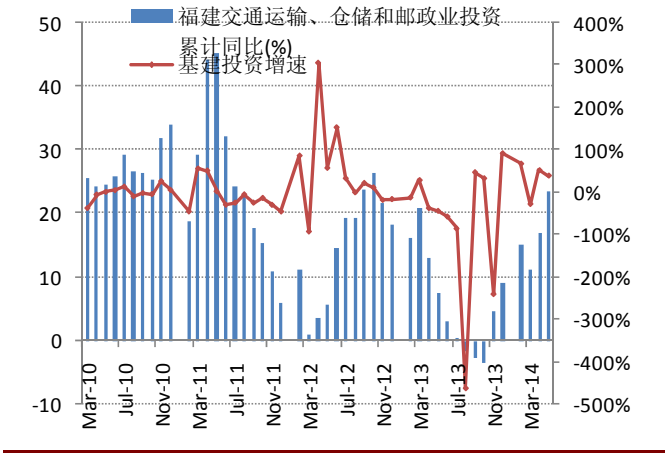
资料来源：Wind，宏源证券

图 8：福建省房地产投资以及增速



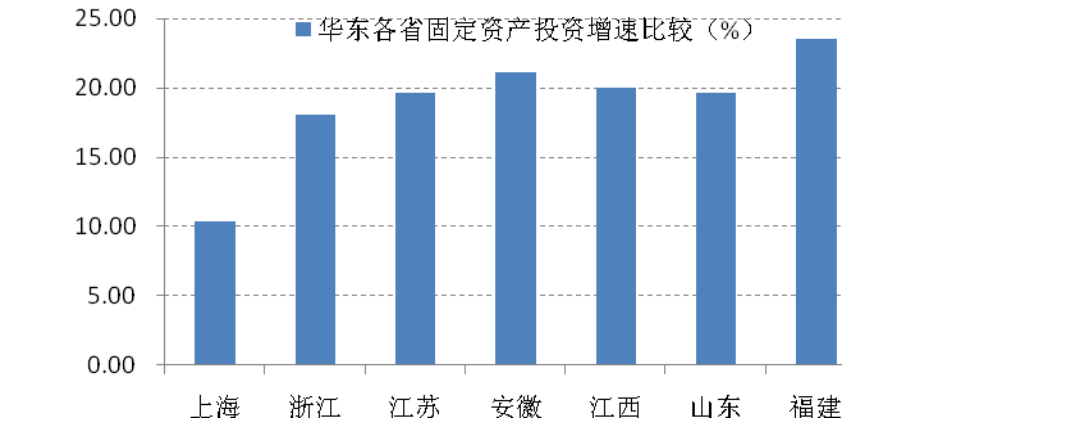
资料来源：Wind， 宏源证券

图 9：福建省基建以及增速



资料来源：Wind，宏源证券

图 10：2013 年福建省的固定资产投资增速在华东七省份中最高

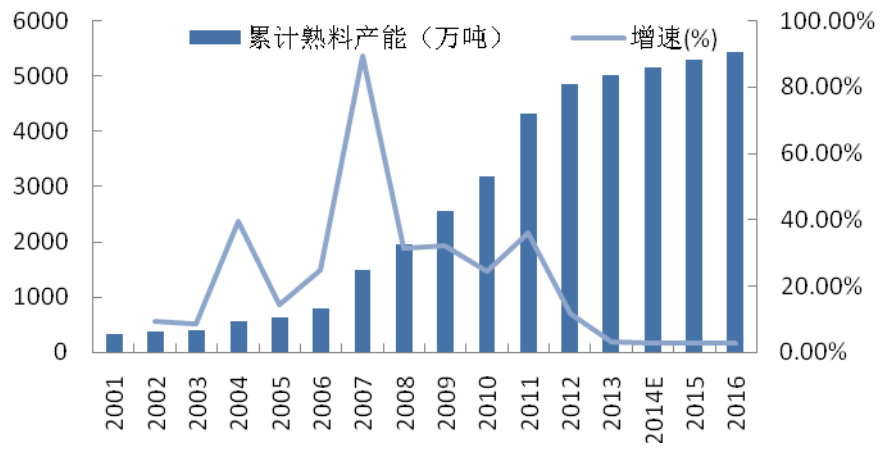


资料来源：Wind，宏源证券

新增产能稀少，但警惕外围潜在进入

2014 年新增产能仅仅为公司海峡水泥的 5000t/d 生产线投产，预计未来几年区域内的产能增长有限，潜在的威胁来自于外围低价水泥的冲击。 就目前来看海螺等外围水泥的供应仅仅影响福建北部和沿海区域，对整体区域景气影响有限。

图 11：福建省历史水泥产能增速



资料来源：卓创资讯，宏源证券

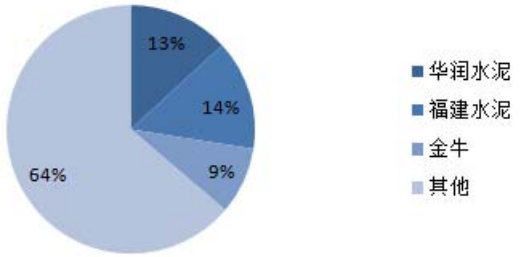
未来战略：引入华润，市场整合和成本控制共推业绩

福建水泥近期公告实际控制人福能集团与华润水泥签署了《福建省建材（控股）有限责任公司增资扩股协议书》，福能集团以其持有的福建水泥 28.78%的股份，评估值为 7.1 亿元，作为出资投入额，占增资后福建建材注册资本及总股权的 51%。华润水泥则相应的投入 6.82 亿元，取得福建建材 49%的股权。其中，华润水泥将直接货币出资 3.78 亿元，另将其旗下 9 家商品混凝土公司 100%的股权，作价 3.04 亿元出资。福建建材也由国有独资公司转变为中外合资公司。未来福建水泥与华润将进一步实现对水泥、混凝土产业板块的战略合作。

区域市场共享，优化竞争格局

未来福建水泥和华润水泥将成立销售联合公司，共享销售网络，优化资源配置。福建水泥和华润水泥是福建省当地最大的两家水泥企业， 两者产能占比达到 25%以上，此次强强联合，福建区域内的集中度提升，行业整合的主导力量基本形成。

图 12：福建省主要水泥企业市场占有率情况

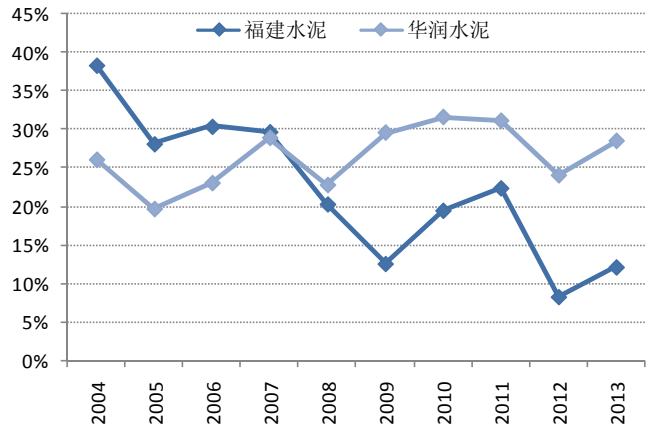


资料来源：卓创资讯，宏源证券

成本控制加强，盈利能力有望提升

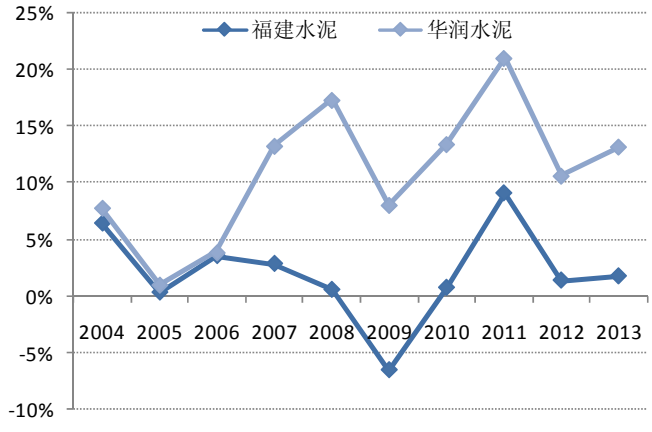
过往公司作为国有企业，机制缺乏活力。此番引入华润的战略投资，有望引进先进的管理理念。华润水泥的 ROE 和毛利率均大幅高于福建水泥,我们认为未来华润的入主将提升福建水泥的盈利能力。

图 13：福建水泥和华润水泥的毛利率



资料来源：Wind， 宏源证券

图 14：福建水泥 ROE 与华润水泥 ROE



资料来源：Wind，宏源证券

盈利预测与估值

海西建设加快，福建水泥作为为区域内的最大的水泥生产企业是直接的受益者。公司引入战略投资者，优化市场结构，盈利改善的空间较大。假设 2014-2016 年公司水泥熟料综合销量为 739、850、934 万吨，均价为 285、290、290 元/吨。预计 2014-2016EPS 为 0.16、0.31、0.41 元，对应的 PE 分别为 23.6、12.3、9.4 倍。我们首次给予福建水泥“增持”评级。

风险提示:

1、海西经济建设力度低于预期。2、华润战略投资后的整合效果低于预期。

表 2: 福建省各个地区的主要生产线

地区	企业名称	设计产能（t/d)	地址	备注
龙岩	福建龙麟集团福龙水泥厂	1000 5000	福建省龙岩市新罗区曹溪镇	
	华润水泥（岩山）有限公司	4500	福建省龙岩市新罗区岩山乡	2011.8 点火
	华润水泥（永定）有限公司	4500	福建省龙岩市永定县龙潭镇	2011.8 点火
	华润水泥（龙岩曹溪）有限公司	4500 2500	福建省龙岩市新罗区	原名三德水泥被华润收购
	华润水泥（雁石）有限公司	4500	福建省龙岩市	2012.4.21 点火
	福建省永定闽福建材有限公司	2500 2500	福建省龙岩市永定县	原名福建永定兴鑫水泥有限公司
	龙岩市春驰水泥有限公司	1000 2500 2500	福建省龙岩市新罗区适中镇新祠村	
	漳平红狮水泥有限公司	5000 4500	福建省漳平市	
	龙岩蓝田水泥厂	2500	福建省龙岩市新罗区	
	福建漳平振鸿水泥有限公司	2500	福建省龙岩市漳平市	被华润收购
	国产实业(福建)水泥有限公司	5000	福建省龙岩市永定县坎市镇	
	福建塔牌水泥有限公司	4500 4500	福建省龙岩市武平县岩前镇	
南平	福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	2000 2300	福建省南平市顺昌县	
	福建水泥股份有限公司	2500	福建省南平市	
泉州	福建永春美岭水泥厂	2500 3800	福建省泉州市永春县 福建省泉州市	2012.10.21 点火
	三元集发水泥有限公司	5000	福建省泉州市安溪县湖头工业园区	2012 年年底投产
	安溪三元岩水泥有限公司	1000	福建省泉州市安溪县	
三明	福建水泥股份有限公司安砂建福水泥	4500	福建省永安市安砂县	福建南方
	福建永安金银湖水泥有限公司	2500	福建省永安市大湖镇金银湖工业区	
	永安建福水泥有限公司	5000	福建省三明市永安市曹远镇	2012.8.10 点火
	永安市谋成水泥发展有限公司	2500 3500	福建省永安市曹远镇	
	永安万年水泥公司	2500 5000	福建省永安市曹远镇	

大田红狮水泥有限公司	4500	福建省三明市大田县太华镇	
福建省明狮水泥有限公司	2500	三明市明溪县雪峰农场元明堂	
三明鑫城水泥	2500	福建省三明市	2012 年 4 月投产
将乐金牛水泥有限公司	2500	福建省三明市将乐县	
	2500		
	5000		
三明金牛水泥有限公司	4500	福建省三明市三元区岩前镇	
福建红火水泥有限公司	5000	福建省三明市清流县嵩溪镇	

资料来源：卓创资讯，宏源证券

图 15：财务三张表预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1071	852	932	985
现金	655	213	248	273
应收账款	13	26	28	29
其他应收款	51	75	84	90
预付账款	54	160	153	147
存货	182	263	278	294
其他流动资产	116	116	141	152
非流动资产	3621	3876	3832	3727
长期投资	2	0	0	0
固定资产	1848	2242	2408	2428
无形资产	375	367	360	353
其他非流动资产	1396	1268	1063	946
资产总计	4693	4728	4764	4712
流动负债	2522	2470	2358	2136
短期借款	1639	1773	1607	1336
应付账款	283	302	341	380
其他流动负债	601	394	410	419
非流动负债	375	394	395	389
长期借款	230	230	230	230
其他非流动负债	145	164	165	160
负债合计	2896	2863	2752	2525
少数股东权益	741	747	760	775
股本	382	382	382	382
资本公积	518	518	518	518
留存收益	152	214	348	509
归属母公司股东权益	1055	1118	1252	1412
负债和股东权益	4693	4728	4764	4712

利润表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1820	2126	2484	2731
营业成本	1600	1793	2017	2217
营业税金及附加	10	10	13	14
营业费用	51	53	57	63
管理费用	158	181	199	218
财务费用	101.4	112	116	104.1
资产减值损失	0.9	2.1	1.7	1.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	112	100	80	50
营业利润	10	74	181	213
营业外收入	36	26	25	29
营业外支出	5	9	10	8
利润总额	41	92	196	235
所得税	10	23	49	59
净利润	31	69	147	176
少数股东损益	12	6	13	15
归属母公司净利润	19	63	134	161
EBITDA	289	379	532	579
EPS（元）	0.05	0.16	0.35	0.42

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	248	39	397	448
净利润	31	69	147	176
折旧摊销	178	193	235	261
财务费用	101	112	116	104
投资损失	-112	-100	-80	-50
营运资金变动	36	-244	-20	-1
其他经营现金流	13	9	20	7
投资活动现金流	-506	-303	-100	-98
资本支出	580	300	200	150
长期投资	19	100	-25	-6
其他投资现金流	94	97	75	45
筹资活动现金流	197	-179	-282	-375
短期借款	438	134	-166	-271
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-215	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-313	-116	-104
现金净增加额	-61	-443	36	25

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	12.4%	16.8%	16.9%	9.9%
营业利润	-69.5%	664.5%	144.6%	17.8%
归属于母公司净利润	-30.4%	229.3%	113.7%	19.8%
获利能力				
毛利率 (%)	12.1%	15.6%	18.8%	18.8%
净利率 (%)	1.0%	3.0%	5.4%	5.9%
ROE(%)	1.8%	5.6%	10.7%	11.4%
ROIC(%)	3.1%	4.5%	7.2%	7.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.7%	60.6%	57.8%	53.6%
净负债比率 (%)	71.4%	69.9%	66.7%	62.0%
流动比率	0.42	0.35	0.40	0.46
速动比率	0.35	0.24	0.28	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.45	0.52	0.58
应收账款周转率	23.23	24.62	22.75	22.99
应付账款周转率	6.12	6.13	6.27	6.15
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.16	0.35	0.42
每股经营现金流(最新摊	0.65	0.10	1.04	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.76	2.93	3.28	3.70
估值比率				
P/E	128.12	37.08	17.35	14.48
P/B	2.31	2.08	1.86	1.65
EV/EBITDA	14	10	7	7

资料来源：宏源证券

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员，中国人民大学金融学硕士，4 年建筑建材行业经验，4 年证券行业研究经验，曾任职于中投证券、民生证券，2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员，美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士，中央财经大学学士，4 年证券行业研究经验，曾经供职于华泰联合证券，2014 年加盟宏源证券研究所

机构销售团队

公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚　曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴　蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵　然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。