

# 福建水泥 (600802)

证券研究报告

2020年04月21日

## 价格同比显著，业绩弹性领先

公司发布 2019 年报，全年实现营收 30.44 亿元，同比增长 3.27%；归母净利 4.67 亿元，同比增长 38.34%，扣非后归母 3.93 亿元，同比提高 18.98%。其中，四季度实现收入 10.69 亿元，同比增长 12.3%，扣非后归母 1.55 亿元，同比增长 257.55%。

### 点评：Q4 发力，持续降费，分红超预期

四季度加速追赶，抬高次年价格起点。2019 前三季度受雨水天气、新增产能影响，福建省内水泥价格连续明显下滑，四季度水泥量价发力扭转前三季下滑势头，价格弹性贡献突出，在 2019 年二、三季度公司扣非后归母净利分别下滑 10.94%、50.62% 的背景下，四季度同比增长 257.75%。

**吨指标方面**，2019 全年公司水泥+熟料吨均价 306 元，同比下降 8 元；吨成本 212 元，同比微增 2 元；吨毛利 95 元，同比下降 9 元。吨期间费用 29.3 元，同比下降 6.3 元，其中，吨销售、管理、财务费用分别下降 1、2.3、3.1 元。（扣非归母口径）吨净利 43 元，同比提高 7 元，（净利润口径）吨净利 54 元，同比提高 10 元。

**销量方面，关注产能新增**：公司实现水泥产量 891.92 万吨、销量 896.32 万吨，分别同比增长 0.05%、1.08%，主因炼石厂 4、5#窑资产处置及产能指标转让，全年运转时间很少。当前在建 2 条产线，炼石厂项目计划今年 5 月水泥磨投产、今年 10 月窑投产，安砂二期争取明年上半年投产，建成后可合计新增熟料产能 303.5 万吨。

**价格方面，前三季度价格持续下滑，四季度大涨提高次年价格起点**。四季度前期被雨水压制需求释放，叠加春节早下游赶工，及周边省份入闽水泥减少，福建本地供不应求价格大涨。例如，四季度 42.5 级均价同比：福州（同比+50 元/吨），厦门（+86 元/吨），莆田（+63 元/吨），宁德（+95 元/吨），南平（+82 元/吨）。

**成本费用方面**，水泥吨成本上升 0.92 元/吨，占比 29.65%的原材料成本提高 15.77%，占比一半的能源下降 6.73%。三项费用均同比下降，销售费用下降 15.85%，主因本期自备车费用、装车、运费及代理费减少。管理费用同比降低 12.04%，主因本期绝大部分细项目费用均有不同程度下降，精简人员职工薪酬总额减少，停工损失下降 17%，修理费及备品备件下降 10%。财务费用大幅降低 33.81%，主因以自有资金归还部分借款大幅减少利息支出（-23%），同时利息收入增加（+49%）等。

**现金流方面**，经营活动产生的现金流量净额同比下降 30.87%，主因受价格下降和成本上升影响，及叠加增值税税率下调导致销售商品收现的减少等。投资活动产生的现金流量净额同比下降 20.4 倍，主因本期收购子公司建福南方少数股东 30%权益和实施炼石厂技改项目。筹资活动产生的现金流量净额同比增加 57.02%，主因持续以自有资金归还部分债务，债务规模不断下降。期末资产负债率 61.86%，连续 3 年下滑，10 年内仅 2012 年 56.58%低于 2019 年。当前在手货币资金 6.35 亿元。

**分红超预期**，2019 年分红比例 13.09%，2017-18 年分别 0、3.73%，比前值进步显著，体现公司自我积累逐渐加强，同时兼顾股东回报。未来重点项目开支较大，两个技改项目（新产线）2020 年计划投资 10.4 亿元，规模扩大致流动资金需求加大。

**短期重视一季报窗口期**，福建大部分地区当期价格同比仍高 40 元以上，当前日发货表现突出，整体片区价格筑底，静待价格回升、同比增幅扩大，全年盈利弹性值得期待，二三季度价格弹性逐季释放。我们看好全年基建景气，估值显著偏低。维持盈利预测不变，预计 20-21 年归母净利分别为 7.7-8.2 亿元，对应 PE 分别为 5.9X、5.6X，维持买入评级。

**风险提示**：地产投资力度与重点工程进程不及预期；雨水天气影响公司量价。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,947.37	3,043.78	3,713.42	3,899.09	4,094.04
增长率(%)	60.68	3.27	22.00	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	804.91	1,034.00	1,271.86	1,347.56	1,427.17
净利润(百万元)	337.50	466.91	766.91	815.53	865.36
增长率(%)	(322.33)	38.34	64.25	6.34	6.11
EPS(元/股)	0.88	1.22	2.01	2.14	2.27
市盈率(P/E)	13.46	9.73	5.93	5.57	5.25
市净率(P/B)	5.31	3.26	2.87	2.03	1.60
市销率(P/S)	1.54	1.49	1.22	1.17	1.11
EV/EBITDA	4.18	3.11	3.17	2.83	2.10

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.9 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	381.87
流通 A 股股本(百万股)	381.87
A 股总市值(百万元)	4,544.30
流通 A 股市值(百万元)	4,544.30
每股净资产(元)	3.05
资产负债率(%)	62.30
一年内最高/最低(元)	13.45/6.98

### 作者

李阳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519060001  
yanglitf@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《福建水泥-公司深度研究:石灰石资源优势突出，受益中长期格局改善》 2020-02-22
- 《福建水泥-首次覆盖报告:高弹性低估值，关注预期差》 2020-02-05

## 1. 事件

公司发布 2019 年报，全年实现营收 30.44 亿元，同比增长 3.27%；归母净利 4.67 亿元，同比增长 38.34%，扣非后归母 3.93 亿元，同比提高 18.98%。其中，四季度实现收入 10.69 亿元，同比增长 12.3%，归母净利 2.09 亿元，扣非后归母 1.55 亿元，同比增长 257.55%。

## 2. Q4 发力，持续降费，分红超预期

**四季度加速追赶，抬高次年价格起点。**2019 前三季度受雨水天气、新增产能影响，福建省内水泥价格连续明显下滑，截止三季度末，42.5 级参考价格（元/吨）对比年初表现：福州（比年初下降 89 元），泉州（-40 元），厦门（-30 元），莆田（-43 元），宁德（-35 元），三明（-79 元）等。**四季度水泥量价发力扭转前三季下滑势头，其中价格弹性贡献突出**，在 2019 年二、三季度公司扣非后归母净利分别下滑 10.94%、50.62%的背景下，四季度同比大幅增长 257.75%，扭转下滑势头。

- **吨指标方面**，2019 全年公司水泥+熟料吨均价 306 元，同比下降 8 元；吨成本 212 元，同比微增 2 元；吨毛利 95 元，同比下降 9 元。吨期间费用 29.3 元，同比下降 6.3 元，其中，吨销售费用、吨管理费用、吨财务费用分别下降 1、2.3、3.1 元。**（扣非归母口径）吨净利 43 元，同比提高 7 元，（净利润口径）吨净利 54 元，同比提高 10 元。**
- **销量方面，关注产能新增**：2019 年公司实现水泥产量 891.92 万吨、销量 896.32 万吨，分别同比增长 0.05%、1.08%，**主因炼石厂 4、5#窑资产处置及产能指标转让，全年运转时间很少**。当前在建 2 条产线，其中炼石厂项目计划今年 5 月水泥磨投产、今年 10 月窑投产，安砂二期工程 2019 年底动工、争取 2021 上半年建成投产，2 条产线建成后可新增熟料年产能 303.5 万吨。
- **价格方面，前三季度价格持续下滑，四季度大涨提高次年价格起点。**四季度以来公司所在的福建区域多轮提价，前期被雨水压制需求释放，叠加春节早下游赶工，因此需求释放更为集中，同时周边省份错峰限产、减排、限运、矿山整治等环保政策影响下水泥库存持续低位，入闽水泥减少，福建本地供不应求价格大涨。例如，四季度 42.5 级平均价格同比表现：**福州（同比+50 元/吨），厦门（+86 元/吨），莆田（+63 元/吨），宁德（+95 元/吨），南平（+82 元/吨）。**
- **成本费用方面**，水泥吨成本上升 0.92 元/吨，占比 29.65%的原材料成本提高 15.77%，占比一半的能源下降 6.73%。熟料吨成本涨幅较多，单吨提高 15.82 元，与熟料销量下降 35%、单位平摊增加有关。**公司销售费用下降 15.85%**，主因本期自备车费用、装车、运费及代理费减少，职工薪酬降低。**管理费用同比降低 12.04%**，主因本期加大绩效考核，绝大部分细项目费用均有不同程度下降，精简人员职工薪酬总额减少，停工损失下降 17%，修理费及备品备件下降 10%。**财务费用大幅降低 33.81%**，主因经营净现金流持续良好，以自有资金归还部分借款大幅减少利息支出（-23%），同时利息收入增加（+49%），以及减少担保费支出。
- **现金流方面，经营活动产生的现金流量净额同比下降 30.87%**，主因受价格下降和成本上升影响，水泥盈利能力同比有所下降，水泥成本上升及经营性应付项目金额减少 -3,544.69 万元使报告期采购等付现同比较大幅度增加，并叠加增值税税率下调导致销售商品收现的减少和支付的各项税费、为职工支付的现金增加，导致经营活动净现金流量同比下降。**投资活动产生的现金流量净额同比下降 20.4 倍**，主因本期收购子公司建福南方少数股东 30%权益和实施炼石厂技改项目，使投资支付的现金大幅增加所致。**筹资活动产生的现金流量净额同比增加 57.02%**，主因近二年公司经营净现金流状况良好，持续以自有资金归还部分债务，融入资金持续少于归还债务流出资金，**债务规模不断下降**，本期还债流出资金同比远低于上年金额所致。期末资产负债率为 61.86%，连续 3 年下滑，近 10 年内仅 2012 年的 56.58%低于 2019 年。公司当前在手货币资金 6.35 亿元。
- **分红超预期，2019 年分红比例 13.09%**，2017-2018 年分别为 0、3.73%，比前值进步显著，体现公司自我积累逐渐加强，同时兼顾股东回报。未来重点项目开支较大，两

个技改项目（新产线）2020年计划投资 $54260+50150=104410$ 万元，公司在现有资金（现有+新增经营现金流）基础上，尚需债务融资7亿多元。同时产销规模扩大导致流动资金需求加大。

- **非经常性项目方面**，按照不具有可持续性分类，2019年对应合计增厚利润0.8亿元，包括产能指标转让收入（1.89亿元）、资产处置收益（1929.35万元），以及营业外支出（向永安市人民政府捐赠交通公益资金9000万元、海峡水泥部分矿山报废5,834.25万元）等，2018年同类科目影响利润0.69亿元。而兴业银行及证券的现金股利合计2214万元，具有一定的可持续性，2018年同样带来2214万元增厚。

### 3. 关注价格同比，盈利弹性领先

**短期角度**，①重视一季报窗口期，疫情影响行业量价，福建地区连调四轮情况下，价格同比角度大部分地区仍高出40元以上，例如截止4月17日，42.5级参考价格，福建龙岩同比去年高76元，南平（+60元），漳州（+41元），泉州（+40元），厦门（+41元），莆田（+46元），福州（+38元），三明（+20元），宁德（+28元）。

②当前日发货表现突出，整体片区价格筑底，静待回调、同比增幅扩大（去年二三季度持续降价）。

③二三季度展望：占优低基数，价格同比有望继续扩大，同时复工到赶工销量恢复明显，盈利弹性值得期待。

**中长期角度**，我们第二篇深度《石灰石资源优势突出，受益中长期格局改善》从石灰石角度入手，侧面探讨水泥价格存在“资源底”，省内供给关系中长期边际向好。

我们首次覆盖研究《高弹性低估值，关注预期差》提示更新固有印象：疫情影响偏短期，福建格局改善，错峰意识增强，公司治理提升，以及重大基建工程投资增厚龙头订单，估值低向上弹性大。

我们看好全年基建景气，估值显著偏低。预计20-21年归母净利润分别为7.7-8.2亿元，对应PE分别为5.9X、5.6X，维持买入评级。如果扣除公司持有的近6亿元兴业银行和兴业证券股权，对应2020年动态PE略超5X。维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	699.69	635.14	1,515.33	1,949.54	2,541.29
应收票据及应收账款	63.66	0.00	83.73	32.49	35.74
预付账款	3.04	1.58	10.91	2.09	11.56
存货	159.19	132.07	179.96	144.97	196.20
其他	77.46	133.18	213.94	81.63	208.68
<b>流动资产合计</b>	<b>1,003.05</b>	<b>901.97</b>	<b>2,003.87</b>	<b>2,210.72</b>	<b>2,993.47</b>
长期股权投资	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20
固定资产	1,936.76	1,693.40	1,681.16	1,813.56	1,930.73
在建工程	12.65	43.08	37.85	58.71	65.22
无形资产	397.65	382.92	366.02	349.13	332.23
其他	642.77	901.99	395.94	478.65	584.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,000.03</b>	<b>3,031.58</b>	<b>2,491.17</b>	<b>2,710.24</b>	<b>2,922.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,003.08</b>	<b>3,933.55</b>	<b>4,495.03</b>	<b>4,920.96</b>	<b>5,916.17</b>
短期借款	1,370.50	1,272.17	1,200.00	1,412.85	1,200.00
应付票据及应付账款	680.38	458.97	1,001.33	298.37	929.85
其他	425.57	516.69	356.28	524.30	393.90
<b>流动负债合计</b>	<b>2,476.45</b>	<b>2,247.83</b>	<b>2,557.61</b>	<b>2,235.52</b>	<b>2,523.75</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	1.29	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.37	185.59	162.36	164.44	170.79
<b>非流动负债合计</b>	<b>145.37</b>	<b>185.59</b>	<b>162.36</b>	<b>165.73</b>	<b>170.79</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,621.82</b>	<b>2,433.41</b>	<b>2,719.97</b>	<b>2,401.25</b>	<b>2,694.54</b>
少数股东权益	525.79	104.77	189.98	280.60	376.75
股本	381.87	381.87	381.87	381.87	381.87
资本公积	213.90	184.28	184.28	185.89	185.89
留存收益	165.96	589.69	1,203.21	1,857.25	2,463.00
其他	93.73	239.53	(184.28)	(185.89)	(185.89)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,381.26</b>	<b>1,500.14</b>	<b>1,775.07</b>	<b>2,519.72</b>	<b>3,221.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,003.08</b>	<b>3,933.55</b>	<b>4,495.03</b>	<b>4,920.96</b>	<b>5,916.17</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	411.22	503.19	766.91	815.53	865.36
折旧摊销	233.38	204.24	154.36	173.64	193.20
财务费用	92.78	63.19	44.35	36.25	27.07
投资损失	(22.13)	(22.14)	(18.00)	(21.50)	(20.00)
营运资金变动	309.33	(922.21)	629.96	(379.55)	209.36
其它	(91.55)	818.70	83.85	90.93	96.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>933.03</b>	<b>644.97</b>	<b>1,661.43</b>	<b>715.30</b>	<b>1,371.40</b>
资本支出	(37.55)	(67.70)	143.23	307.92	293.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.25	(372.63)	(242.50)	(597.05)	(574.13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>22.70</b>	<b>(440.33)</b>	<b>(99.27)</b>	<b>(289.13)</b>	<b>(280.49)</b>
债权融资	1,370.50	1,273.76	1,213.32	1,419.11	1,206.63
股权融资	(137.30)	30.19	(468.16)	(34.63)	(27.07)
其他	(1,865.53)	(1,575.73)	(1,427.14)	(1,376.43)	(1,678.72)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(632.32)</b>	<b>(271.79)</b>	<b>(681.98)</b>	<b>8.05</b>	<b>(499.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>323.40</b>	<b>(67.15)</b>	<b>880.18</b>	<b>434.22</b>	<b>591.74</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,947.37</b>	<b>3,043.78</b>	<b>3,713.42</b>	<b>3,899.09</b>	<b>4,094.04</b>
营业成本	1,975.26	1,968.22	2,246.62	2,339.45	2,456.42
营业税金及附加	58.41	54.75	44.56	46.79	49.13
营业费用	59.25	49.87	55.70	66.28	69.60
管理费用	186.81	164.32	185.67	194.95	204.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	19.50	20.47
财务费用	85.13	56.35	44.35	36.25	27.07
资产减值损失	103.29	(4.68)	80.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	(0.18)	0.36	(1.37)	0.32	0.24
投资净收益	22.13	22.14	18.00	21.50	20.00
其他	(104.12)	(77.67)	(33.27)	(43.63)	(40.49)
<b>营业利润</b>	<b>561.38</b>	<b>810.12</b>	<b>1,073.15</b>	<b>1,137.68</b>	<b>1,206.90</b>
营业外收入	4.63	1.90	2.00	5.00	5.00
营业外支出	52.53	155.02	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>513.48</b>	<b>657.01</b>	<b>1,065.15</b>	<b>1,132.68</b>	<b>1,201.90</b>
所得税	102.26	153.82	213.03	226.54	240.38
<b>净利润</b>	<b>411.22</b>	<b>503.19</b>	<b>852.12</b>	<b>906.15</b>	<b>961.52</b>
少数股东损益	73.72	36.28	85.21	90.61	96.15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>337.50</b>	<b>466.91</b>	<b>766.91</b>	<b>815.53</b>	<b>865.36</b>
每股收益(元)	0.88	1.22	2.01	2.14	2.27

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	60.68%	3.27%	22.00%	5.00%	5.00%
营业利润	-323.07%	44.31%	32.47%	6.01%	6.08%
归属于母公司净利润	-322.33%	38.34%	64.25%	6.34%	6.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.98%	35.34%	39.50%	40.00%	40.00%
净利率	11.45%	15.34%	20.65%	20.92%	21.14%
ROE	39.45%	33.46%	48.38%	36.42%	30.42%
ROIC	27.72%	47.11%	72.43%	87.28%	65.41%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.50%	61.86%	60.51%	48.80%	45.55%
净负债率	48.56%	42.57%	-17.01%	-21.05%	-41.43%
流动比率	0.41	0.40	0.78	0.99	1.19
速动比率	0.34	0.34	0.71	0.92	1.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	66.34	95.63	88.70	67.10	120.00
存货周转率	19.03	20.90	23.80	24.00	24.00
总资产周转率	0.73	0.77	0.88	0.83	0.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.88	1.22	2.01	2.14	2.27
每股经营现金流	2.44	1.69	4.35	1.87	3.59
每股净资产	2.24	3.65	4.15	5.86	7.45
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.46	9.73	5.93	5.57	5.25
市净率	5.31	3.26	2.87	2.03	1.60
EV/EBITDA	4.18	3.11	3.17	2.83	2.10
EV/EBIT	5.74	3.86	3.61	3.25	2.43



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com