

福建水泥 (600802)

一季度超预期，关注价格同比

公司2020年一季度实现营收4.32亿元，同比减少25.21%；归母净利润7513.47万，同比提高4.27%；扣非后归母净利润7416.16万元，同比提高7.02%。一季度销售毛利率40.13%，同比提高11.55%。

受疫情影响，福建地区Q1实现水泥产量1544.23万吨，同比下降21.24%；Q1福州高标水泥均价为556.82元/吨，同比提高约91.82元/吨（以省会城市价格观察区域趋势）。**一季度公司销售毛利率40.13%，同比大幅提高11.55%。**期间费用方面，财务费用同比下降2.89%，财务费用率上升0.88个百分点，报告期末短期借款13.71亿，与去年同期持平，无长期借款。管理费用同比提高12.63%，管理费用率8.26%，同比提高2.78个百分点，预计与停工损失增加有关，以及管理费用中刚性成本较多。销售费用同比下降30.39%，销售费用率2.02%，同比下降0.15个百分点。

此外还需关注，预付款项期末数较期初数增加1,343.98万元，增幅853.10%，系本期子公司预付材料及电费所致，其中预付电费745.41万元。其他流动资产期末数较期初增加1,235.77万元，增幅252.27%，系本期公司春节停厂检修，待摊大修费用增加所致。其他非流动资产期末数较期初增加11,258.62万元，增幅92.67%，主因增加炼石厂技改建设项目预付设备款。

关注价格同比，盈利空间可观。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，截止4月24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)。发货方面，截止上周，福建福州、龙岩、宁德发货率为90%，其中龙岩同比上升5个百分点，环比上升10个百分点。库存方面，福州、龙岩库存均为60%，环比下降5个百分点，同比下降20个百分点。

需求加速恢复，基建景气提升，龙头企业供应重点项目具备技术、品质、保供等优势。3月福建省重点项目完成投资429亿，同比增长4%，占年度计划投资的8.6%。3月初在建省重点项目全部复工，3月底续建的1036个在建省重点项目基本实现满负荷复工。2020年福建全省重点项目1567个，总投资3.84万亿，与2019年基本持平，在建项目1257个，总投资2.97万亿，**年度计划投资5005亿**，2019年实际完成投资4948亿元，其中，交通完成776亿元。2020年，交通类项目117个，全年将完成交通运输投资900亿元，高速公路计划新增通车里程400公里以上，实现高速公路通车里程突破6000公里，铁路在建和运营里程突破5000公里。公司助力重点工程建设，安砂建福3月发运P.O52.5水泥创历史最高纪录，有力支持浦梅铁路、兴泉铁路、莆炎高速等项目建设。

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。看好全年基建景气，估值显著偏低。我们预计20-21年归母净利润分别为7.7-8.2亿元，对应PE分别为5.8X、5.4X，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)	13.06	9.44	5.75	5.40	5.09
市净率(P/B)	5.15	3.16	2.78	1.97	1.55
市销率(P/S)	1.50	1.45	1.19	1.13	1.08
EV/EBITDA	4.18	3.11	3.06	2.73	2.01

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	11.54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)	4,406.82
流通A股市值(百万元)	4,406.82
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	61.67
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

- 1 《福建水泥-年报点评报告:价格同比显著，业绩弹性领先》 2020-04-21
- 2 《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
- 3 《福建水泥-首次覆盖报告:高弹性低估值，关注预期差》 2020-02-05

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
流动资产合计	1,003.05	901.97	2,003.87	2,210.72	2,993.47
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
非流动资产合计	3,000.03	3,031.58	2,491.17	2,710.24	2,922.70
资产总计	4,003.08	3,933.55	4,495.03	4,920.96	5,916.17
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
流动负债合计	2,476.45	2,247.83	2,557.61	2,235.52	2,523.75
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
非流动负债合计	145.37	185.59	162.36	165.73	170.79
负债合计	2,621.82	2,433.41	2,719.97	2,401.25	2,694.54
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)
股东权益合计	1,381.26	1,500.14	1,775.07	2,519.72	3,221.62
负债和股东权益总	4,003.08	3,933.55	4,495.03	4,920.96	5,916.17

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
经营活动现金流	933.03	644.97	1,661.43	715.30	1,371.40
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)
投资活动现金流	22.70	(440.33)	(99.27)	(289.13)	(280.49)
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)
筹资活动现金流	(632.32)	(271.79)	(681.98)	8.05	(499.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	323.40	(67.15)	880.18	434.22	591.74

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
营业收入	2,947.37	3,043.78	3,713.42	3,899.09	4,094.04
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)
营业利润	561.38	810.12	1,073.15	1,137.68	1,206.90
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
利润总额	513.48	657.01	1,065.15	1,132.68	1,201.90
所得税	102.26	153.82	213.03	226.54	240.38
净利润	411.22	503.19	852.12	906.15	961.52
少数股东损益	73.72	36.28	85.21	90.61	96.15
归属于母公司净利润	337.50	466.91	766.91	815.53	865.36
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	13.06	9.44	5.75	5.40	5.09
市净率	5.15	3.16	2.78	1.97	1.55
EV/EBITDA	4.18	3.11	3.06	2.73	2.01
EV/EBIT	5.74	3.86	3.49	3.13	2.32

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