

审慎推荐-A (维持)

福建水泥 600802.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 10.38 元
 2015年03月25日

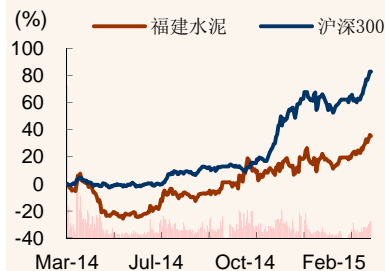
自贸区建设和与华润水泥的合作将成为今年看点

基础数据

上证综指	3691
总股本(万股)	38187
已上市流通股(万股)	38187
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	60.7%
主要股东	福建省建材(控股)有
主要股东持股比例	28.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	45	31
相对表现	1	-18	-52



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《福建水泥(600802)——自贸区助力水泥需求提升,携手华润增强自身实力》2014-12-16

王晶晶

0755-82943246
 wangjj@cmschina.com.cn
 S1090511040035

韩创

0755-83295441
 hanchuang@cmschina.com.cn
 S1090514070004

公司发布 2014 年年报,收入和净利润分别增长 13.3%、160.3%,投资收益对业绩的影响较大。福建自贸区建设有望提升区内水泥需求,公司与华润水泥的合作将改善供给格局,且促进其运营水平提升,继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **2014 年净利润大幅增长 160.3%, 实现 EPS 为 0.13 元, 投资收益影响较大。**公司 2014 年实现收入、营业利润和净利润分别为 20.6 亿元、7048 万元、4958 万元,同比分别增长 13%、628%和 160%,实现 EPS 为 0.13 元。公司是兴业银行和兴业证券的发起股东,近几年通过出售相关股票而获得的投资收益对业绩影响较大。2013、2014 年公司投资收益分别为 1.1 亿元和 7600 万元,若扣掉投资收益之后则 2013、2014 年营业利润分别为-1 亿元和-600 万元。
- **销量增长成本下降, 2014 年水泥主业开始好转。**1、我们预计公司 2014 年水泥熟料销量约为 783 万吨,同比增长 21.9%。销量增长主要来自产能释放和产能利用率提高,2014 年公司新增海峡水泥 5000t/d 熟料线,另外通过粉磨站的新建和技改新增水泥产能 400 万吨。2、公司 2014 年水泥吨售价为 263 元,同比下滑 20 元,主要是受整个华东地区水泥景气度下滑的影响。3、随着煤价下跌和产能利用率提高,公司 2014 年水泥吨成本下降 29 元至 220 元,其中吨能源成本下降 18 元至 117 元,吨原材料成本下降 6 元至 56 元。4、公司 2014 年吨销售、管理费用分别为 8 元和 21 元,同比变动 0、-4 元。
- **福建自贸区建设提升需求,与华润合作既改善竞争格局也提升自身实力,维持“审慎推荐-A”投资评级。**我们认为在自贸区建设的大背景下,福建省内水泥需求增速今年有望回升。且福建的水泥产能释放基本结束,今年供需格局较去年明显好转。此外华润水泥与福建水泥在福建省内产能占比达 32%,两家企业合作之后将增强在区内的话语权。今年两家水泥的销售工作将正式由合资子公司统一负责,成为两家水泥整合元年。福建水泥的运营效率较低,我们认为华润水泥入股之后或将对公司经营施加更大影响,福建水泥的运营效率将会提升。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.27、0.47、0.59 元,继续维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示: 自贸区建设进展较慢,公司与华润水泥合作的进度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1820	2062	2474	3047	3384
同比增长	12%	13%	20%	23%	11%
营业利润(百万元)	10	70.48	137	264	337
同比增长	-71%	628%	94%	93%	28%
净利润(百万元)	19	50	105	180	223
同比增长	-34%	160%	112%	72%	24%
每股收益(元)	0.05	0.13	0.27	0.47	0.59
PE	206.6	79.3	37.5	21.8	17.6
PB	3.7	2.9	2.8	2.5	2.3

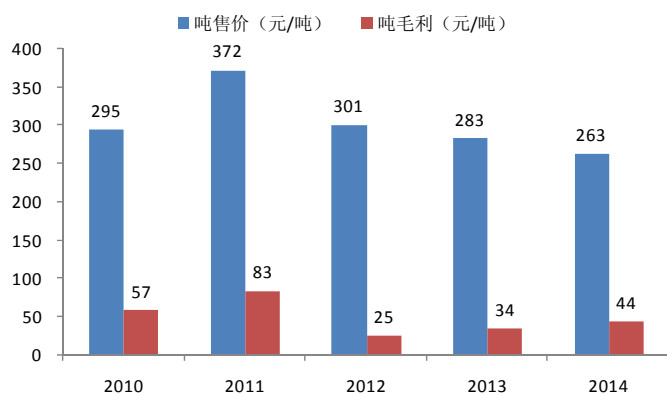
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 分季度财务指标 (单季度)

单位:百万元	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入	309	397	408	706	388	522	515	637
营业毛利	17	33	22	148	70	107	58	107
营业费用	9	11	13	18	12	15	15	17
管理费用	45	38	35	39	44	42	43	38
财务费用	23	37	19	24	29	28	19	15
投资收益	0	24	0	88	2	31	1	43
营业利润	-61	-32	-46	149	-16	45	-21	63
归母净利润	-54	-26	-37	136	-23	33	-24	64
EPS (元)	-0.14	-0.07	-0.10	0.36	-0.06	0.09	-0.06	0.17
主要比率								
毛利率	5.50%	8.28%	5.42%	20.90%	18.14%	20.46%	11.26%	16.77%
营业费用率	2.87%	2.88%	3.23%	2.53%	3.11%	2.85%	2.91%	2.66%
管理费用率	14.73%	9.59%	8.69%	5.53%	11.37%	8.02%	8.42%	5.91%
营业利润率	-19.80%	-8.03%	-11.32%	21.08%	-4.12%	8.60%	-4.17%	9.88%
有效税率	-4.14%	-12.23%	-9.76%	0.74%	-38.54%	17.68%	-17.53%	7.28%
净利率	-17.34%	-6.56%	-9.13%	19.24%	-6.01%	6.40%	-4.71%	10.00%
YoY								
收入	-9.49%	-5.08%	4.72%	50.22%	25.66%	31.35%	26.21%	-9.69%
归母净利润	-18.15%	-16.47%	-55.74%	-35.16%	-56.45%	-228.08%	-34.90%	-53.07%

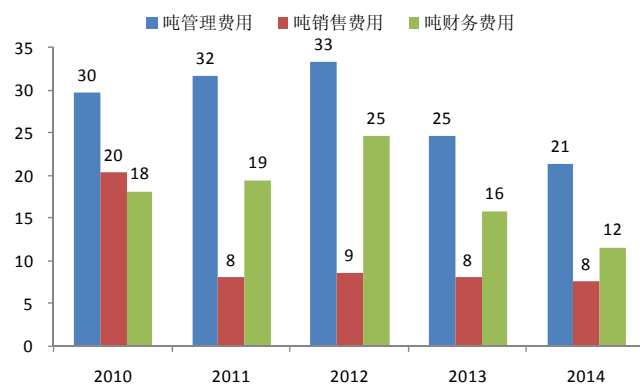
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 福建水泥历年吨售价和吨毛利



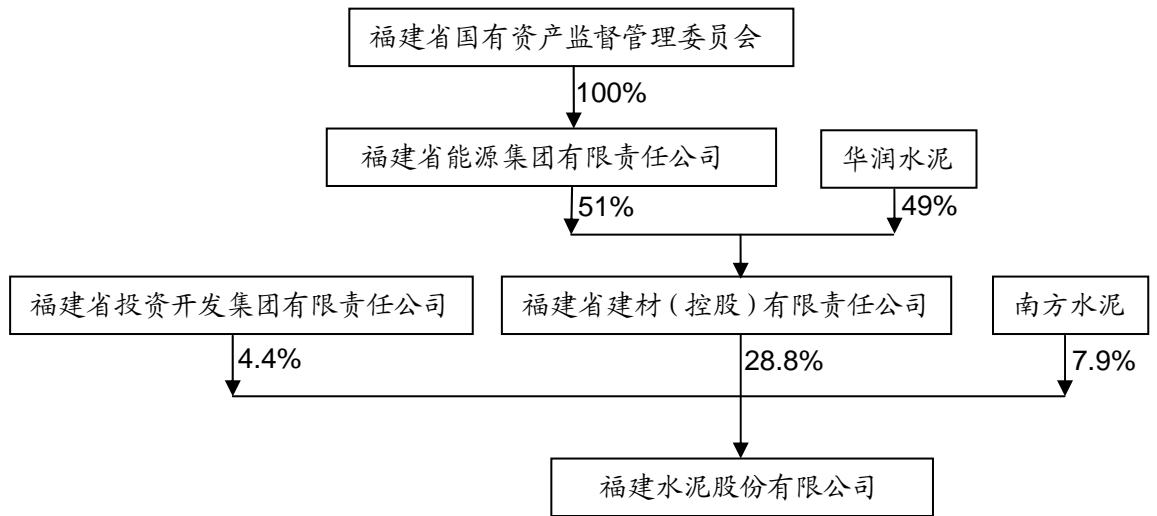
资料来源: 统计局, 招商证券

图 3: 福建水泥吨三项费用情况



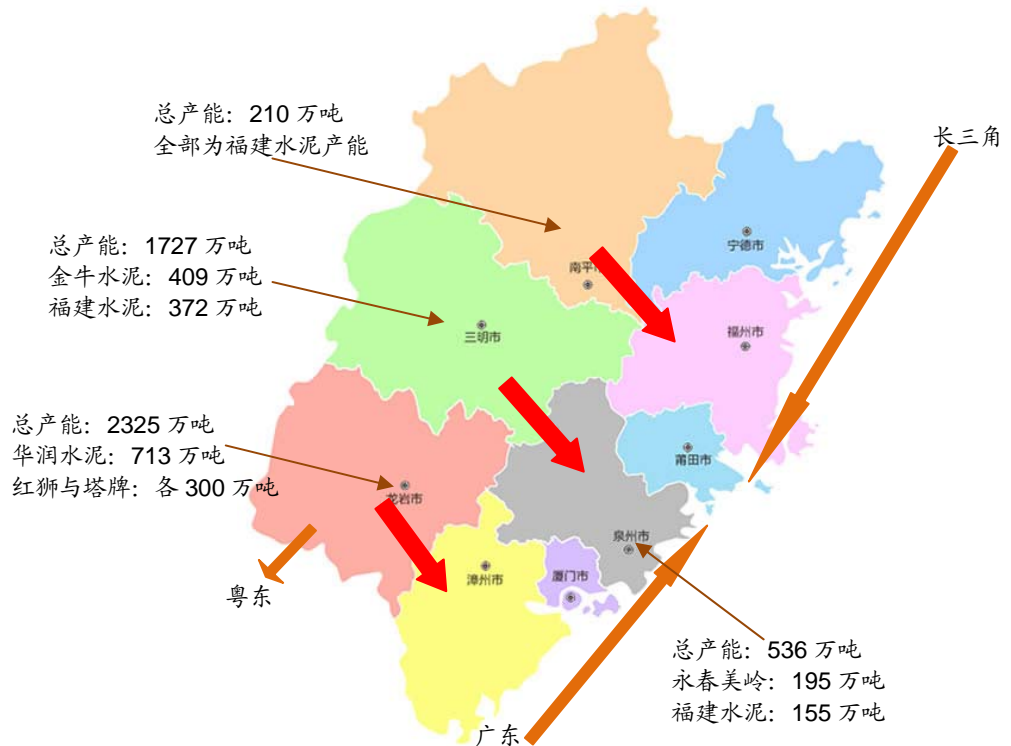
资料来源: 统计局, 招商证券

图 4: 福建水泥股权结构图



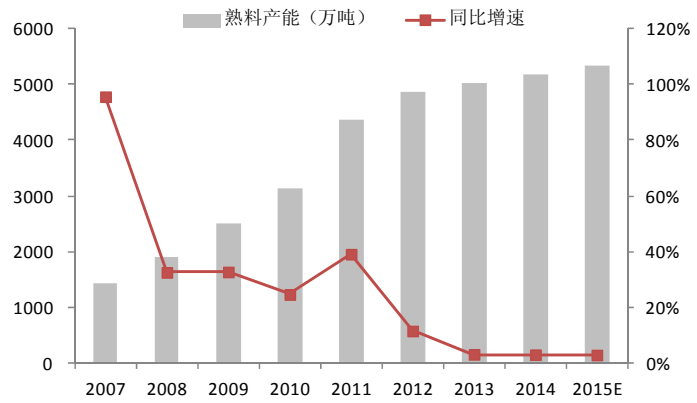
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 福建省熟料产能分布和水泥竞争格局示意图



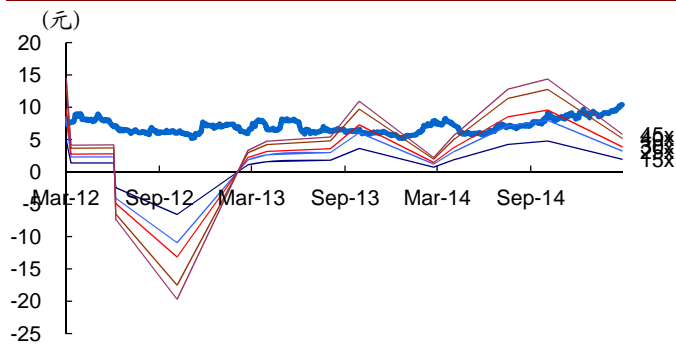
资料来源: 卓创资讯, 招商证券

图 6: 福建省历年熟料产能和增速: 产能释放接近尾声



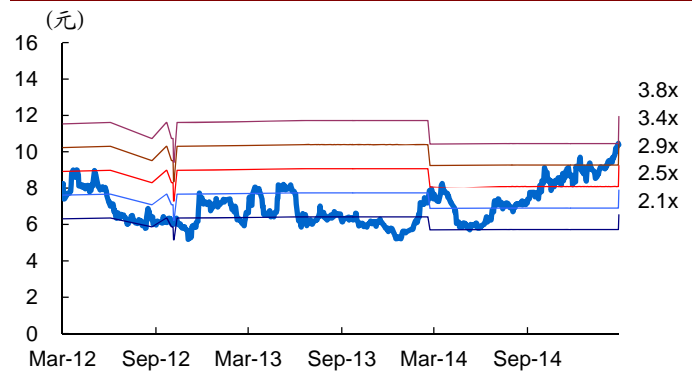
资料来源: 数字水泥网, 卓创资讯, 招商证券

图 7: 福建水泥历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 8: 福建水泥历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1071	942	672	855	890
现金	655	533	200	284	259
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	108	43	52	64	71
应收款项	13	8	3	3	4
其它应收款	51	37	44	54	60
存货	182	224	258	308	339
其他	63	97	116	142	158
非流动资产	3621	4461	3879	3773	3677
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	1848	2741	1810	1747	1689
无形资产	375	371	304	274	246
其他	1396	1349	1765	1753	1742
资产总计	4693	5403	4551	4628	4567
流动负债	2522	2828	1723	1587	1279
短期借款	1639	1815	751	466	65
应付账款	283	352	418	499	550
预收账款	52	72	85	102	112
其他	549	590	468	520	552
长期负债	375	452	586	586	586
长期借款	230	95	230	230	230
其他	145	357	357	357	357
负债合计	2896	3280	2309	2174	1865
股本	382	382	382	382	382
资本公积金	518	777	777	777	777
留存收益	155	196	269	418	588
少数股东权益	741	769	805	869	947
归属于母公司所有者权益	1055	1355	1428	1577	1746
负债及权益合计	4693	5403	4551	4628	4567

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	248	570	421	489	498
净利润	19	50	105	180	223
折旧摊销	178	225	220	207	196
财务费用	110	90	60	48	28
投资收益	(112)	(76)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	40	174	72	47	31
其它	14	108	25	66	80
投资活动现金流	(506)	(1198)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(580)	(200)	(100)	(100)	(100)
其他投资	74	(998)	0	0	0
筹资活动现金流	197	(27)	(121)	(304)	(423)
借款变动	521	(998)	(90)	(285)	(401)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(138)	258	0	0	0
股利分配	(191)	599	(31)	(31)	(54)
其他	5	113	0	12	32
现金净增加额	(61)	(655)	200	85	(25)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1820	2062	2474	3047	3384
营业成本	1600	1720	2046	2442	2688
营业税金及附加	10	14	16	20	22
营业费用	51	59	74	88	98
管理费用	158	167	200	244	271
财务费用	101	90	60	48	28
资产减值损失	1	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	112	76	60	60	60
营业利润	10	70	137	264	337
营业外收入	36	30	30	30	30
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	41	96	162	290	363
所得税	10	23	20	46	61
净利润	31	73	142	244	302
少数股东损益	12	23	37	63	79
归属于母公司净利润	19	50	105	180	223
EPS (元)	0.05	0.13	0.27	0.47	0.59

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	12%	13%	20%	23%	11%
营业利润	-71%	628%	94%	93%	28%
净利润	-34%	160%	112%	72%	24%
获利能力					
毛利率	12.1%	16.6%	17.3%	19.9%	20.6%
净利率	1.0%	2.4%	4.2%	5.9%	6.6%
ROE	1.8%	3.7%	7.3%	11.4%	12.8%
ROIC	3.3%	-0.7%	4.9%	8.0%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	60.7%	50.7%	47.0%	40.8%
净负债比率	44.1%	38.4%	21.5%	15.0%	6.4%
流动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7
存货周转率	7.8	8.5	8.5	8.6	8.3
应收帐款周转率	93.3	199.3	476.2	1042.2	993.7
应付帐款周转率	6.1	5.4	5.3	5.3	5.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.05	0.13	0.27	0.47	0.59
每股经营现金	0.65	1.49	1.10	1.28	1.30
每股净资产	2.76	3.55	3.74	4.13	4.57
每股股利	0.60	0.60	0.08	0.14	0.18
估值比率					
PE	206.6	79.3	37.5	21.8	17.6
PB	3.7	2.9	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	32.3	22.9	21.2	17.0	15.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007年加盟招商证券，获2012-2013年新财富最佳分析师和水晶球分析师非金属建材行业第四、五名，STARMINE大陆香港区原材料行业第三名；入围2009年新财富最佳策略分析师。

韩创，中山大学金融学硕士和理学学士，2012年加入招商证券，从事建材行业研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。