

建筑材料

2019年01月11日

海螺水泥 (600585)

——业绩符合预期，8%股息率或可期，春季躁动值得期待

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019年01月10日

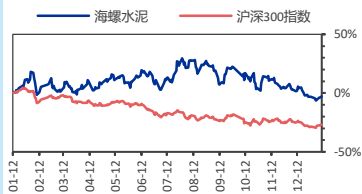
收盘价(元)	29.33
一年内最高/最低(元)	39.88/27.23
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	117311
上证指数/深证成指	2535.10/7428.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	19.56
资产负债率%	22.75
总股本/流通A股(百万)	5299/4000
流通B股/H股(百万)	-/1300

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海螺水泥(600585)点评：三季报继续超预期，延续全年业绩向上期权判断》 2018/10/25

《海螺水泥(600585)点评：再续华章，全年业绩有望开启3时代》 2018/08/23

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

戴铭余 A0230118010003
daimy@swsresearch.com

联系人

陈泳含
(8621)23297818×7216
chenyh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全年业绩 285-317 亿元，符合申万宏源预期。**公司发布 2018 年年度业绩预增公告，预计全年实现归母净利润 285 亿元~317 亿元，同比增加 80%~100%。我们此前的盈利预测 301 亿元位于预告区间中枢位置，基本符合预期。单 4 季度看，我们预计公司实现归母净利润约 94 亿元，同比增长约 56%，其中，受天气影响公司自产自销水泥熟料综合销量同比小幅回落，增长主要来源于价格提升。
- **真实需求延续改善，价格下调或成春季躁动的冲锋号。**近日，受江浙沪皖等地雨雪天气影响水泥需求持续萎缩，长三角沿江熟料价格一次性下调 160 元/吨，跌至 360 元/吨（2018 年初熟料价格一次性下调 170 元/吨至 350 元/吨），与去年似曾相识。我们认为，一步到位式下调既是海螺对沿江熟料控制力的彰显亦是对外来熟料的又一次警告，但与去年不同的是，今年的天气因素约束下水泥真实需求未完全释放，从下游看，Q4 起基建投资增速触底反弹，房地产建筑工程投资增速 11 月由负转正，新开工面积增速更是回升至 21.7%，趋势与水泥产量增速背离隐含的是需求的阶段性滞后，后续集中释放下春季躁动值得期待。
- **行业格局重塑提升公司盈利底部，估值有望迎来修复。**如果说 2017 年的周期品是同步景气向上，2018 年则是传统周期的滑铁卢和水泥行业的凯旋门，分化背后是隐藏在供给侧改革主线下的行业格局重塑。截至目前，全国已有 14 家水泥联合公司成立，隐形集中度显著提升，其中海螺核心布局区域华东 CR5 中枢高达 74%，已基本具备发达国家水泥企业“公用事业化”的基础。我们认为，2019 年将是各大区域、集团企业继续保持和加固协同关系之年，在南方水泥等企业以量换价的让步下，有望看到 2019 年水泥价格的高位持平和长期价格底部的抬升。以当前股价和 2017 年分红率（40%）外推，我们预计公司 2018、2019 年和长期盈利底部对应股息率分别为 7.7%、8.5%、3.8%，估值具备向上修复空间。
- **盈利预测与估值：**我们认为，2019 年行业格局重塑将使水泥价格维持稳定，而新增产能、骨料业务的增量贡献叠加煤价回落预期将使公司业绩存在继续上行空间。我们维持公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 300.89 亿元、329.08 亿元、343.59 亿元，对应每股收益分别为 5.68 元、6.21 元、6.48 元。目前股价对应 18-20 年 PE 为 5.1 倍、4.7 倍和 4.5 倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	75,311	77,792	114,605	121,989	126,300
同比增长率(%)	34.65	55.46	52.20	6.40	3.50
净利润(百万元)	15,855	20,716	30,089	32,908	34,359
同比增长率(%)	85.87	111.20	89.78	9.40	4.40
每股收益(元/股)	2.99	3.91	5.68	6.21	6.48
毛利率(%)	35.1	41.4	42.4	42.7	42.2
ROE(%)	17.7	20.0	26.7	24.9	22.9
市盈率	10		5	5	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50,976	55,932	75,311	114,605	121,989	126,300
营业收入同比增长率 (yoy)	-16.10%	9.72%	34.65%	52.20%	6.40%	3.50%
减: 营业成本	36,888	37,770	48,888	65,996	69,927	72,967
毛利率 (%)	27.64%	32.47%	35.09%	42.40%	42.70%	42.20%
减: 营业税金及附加	425	672	947	1,414	1,505	1,558
主营业务利润	13,663	17,489	25,476	47,195	50,557	51,775
主营业务利润率 (%)	26.80%	31.27%	33.83%	41.18%	41.44%	40.99%
减: 销售费用	3,105	3,276	3,572	3,782	3,904	3,915
减: 管理费用	3,178	3,144	3,460	4,240	4,392	4,420
减: 财务费用	570	337	216	85	-517	-1,241
经营性利润	6,811	10,733	18,229	39,088	42,778	44,681
经营性利润同比增长率 (yoy)	-50.73%	57.58%	69.85%	114.43%	9.44%	4.45%
经营性利润率 (%)	13.36%	19.19%	24.20%	34.11%	35.07%	35.38%
减: 资产减值损失	0	378	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,881	399	2,027	0	0	0
营业利润	8,667	10,760	20,825	39,087	42,778	44,679
加: 营业外净收入	1,373	893	403	320	320	320
利润总额	10,039	11,653	21,229	39,407	43,098	44,999
减: 所得税	2,411	2,703	4,800	8,669	9,482	9,900
净利润	7,628	8,951	16,429	30,737	33,617	35,099
少数股东损益	112	421	574	649	709	741
归属于母公司所有者的净利润	7,516	8,530	15,855	30,089	32,908	34,359
净利润同比增长率 (yoy)	-31.63%	13.48%	85.87%	89.78%	9.40%	4.40%
全面摊薄总股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
每股收益 (元)	1.42	1.61	2.99	5.68	6.21	6.48
归属母公司所有者净利润率 (%)	14.74%	15.25%	21.05%	14.50%	-	-
ROE	10.66%	11.13%	17.73%	26.70%	24.90%	22.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。