

2019年08月22日

行业维持高景气, 海中模式深化

海螺水泥 (600585)

事件概述

海螺水泥公布 2019H1 业绩。2019H1 公司实现收入 716.4 亿元, 同比增长 56.6%, 实现归母净利润 152.6 亿元, 同比增长 17.9%。

► **水泥 2019H1 维持高景气。** 受益于基建补短板及地产投资韧性, 水泥行业 2019H1 维持较高的景气度。2019H1, 公司自产自销水泥 1.46 亿吨, 同比增长 6%, 平均售价 330 元/吨, 同比增长 19 元/吨, 吨毛利 155 元/吨, 同比增长 11 元/吨, 吨净利 113 元/吨, 同比提升 10 元/吨。我们测算 2019Q2, 公司实现水泥熟料销量 8400 万吨左右, 同比基本持平, 平均售价 333 元/吨, 环比提升 6 元/吨, 吨毛利 161 元/吨, 环比提升 14 元/吨。

► **海中模式深化, 贸易量大增。** 2019H1, 公司水泥熟料贸易量 5700 万吨, 同比增长 9 倍, 我们测算 Q2 贸易量 3300 万吨左右, 环比 Q1 增长 900 万吨。海中模式深化加强了华东地区大企业的协同, 并有效缓解进口熟料的威胁。

► **骨料有望成为新增增长点。** 2019H1 公司骨料业务收入同比增长 33%, 毛利率维持 68.6% 的高位, 此外截止 2019H1 公司骨料产能 4070 万吨 (新投产 200 万吨), 向着 1 亿吨产能的中长期目标再进一步。随着矿山资源的逐渐收紧, 我们认为骨料业务的价值将逐渐显现, 并有望成为公司成长新的一极。

投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润 318.8/326.7/334.7 亿元, 同比增长 6.9%/2.5%/2.4%, 给予公司基于市盈率、市净率两种方法的平均估值 47.78 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

需求低于预期致销量、吨毛利低于预期, 系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75311	128403	152192	159831	168464
YoY (%)	34.65%	70.50%	18.53%	5.02%	5.40%
归母净利润(百万元)	15854.67	29814.28	31880.55	32673.34	33470.80
YoY (%)	85.87%	88.05%	6.93%	2.49%	2.44%
毛利率 (%)	35.09%	36.74%	32.83%	31.65%	30.41%
每股收益 (元)	2.99	5.63	6.02	6.17	6.32
ROE	17.73%	26.46%	23.64%	20.71%	18.48%
市盈率	13.09	6.96	6.51	6.35	6.20

资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 47.78
最新收盘价: 39.91

股票代码: 600585
52 周最高价/最低价: 44.56/28.23
总市值(亿) 2,114.95
自由流通市值(亿) 1,596.28
自由流通股数(百万) 3,999.70



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

相关研究

1. 业绩点评

1.1. 水泥行业 2019H1 维持高景气

受益于基建补短板，2019H1 铁路、道路运输投资同比分别增长 14.1%/8.1%，而低库存下地产投资及新开工体现韧性，从而使得水泥行业需求同比坚实增长，行业景气度维持高位。2019H1，公司自产自销水泥 1.46 亿吨，同比增长 6%，平均售价 330 元/吨，同比增长 19 元/吨，吨毛利 155 元/吨，同比增长 11 元/吨，吨净利 113 元/吨，同比提升 10 元/吨。我们测算 2019Q2，公司实现水泥熟料销量 8400 万吨左右，同比基本持平，平均售价 333 元/吨，环比提升 6 元/吨，吨毛利 161 元/吨，环比提升 14 元/吨。

表 1 公司水泥业务经营情况

	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19
水泥熟料销量 (万吨)	13,400	16,115	13,721	16,079	14,600
同比增速	4.7%	8.2%	2.4%	-0.2%	6.4%
平均售价 (元/吨)	231	260	311	343	330
同比增速	26.5%	24.6%	34.5%	31.7%	6.2%
平均成本 (元/吨)	(155)	(164)	(166)	(178)	(175)
同比增速	23.0%	18.9%	7.4%	9.0%	5.2%
吨毛利	76	96	144	164	155

资料来源：公司各期财报，华西证券研究所

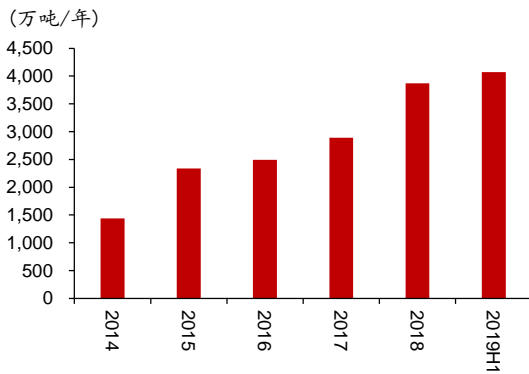
1.2. 海中模式深化，贸易量大增

公司与中国建材联合成立海中贸易平台进行水泥、熟料贸易（后文简称“海中模式”）以减少大企业熟料外卖，加强地区协同。2019H1，公司水泥熟料贸易量 5700 万吨，同比增长 9 倍以上，我们测算 Q2 贸易量 3300 万吨左右，环比 Q1 增长 900 万吨。海中模式深化加强了华东地区大企业的协同，并有效缓解进口熟料的威胁，为稳定华东市场做出了重要贡献。

1.3. 骨料有望成为新的增长点

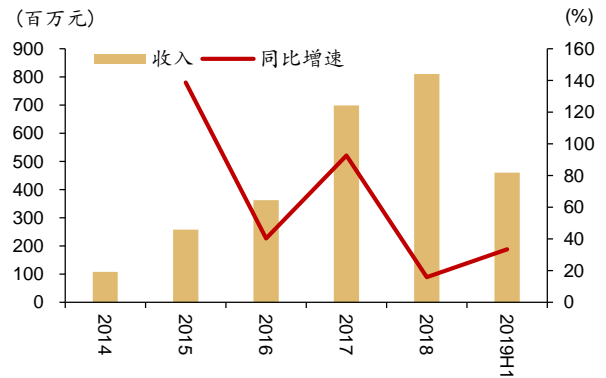
2019H1 公司骨料业务收入同比增长 33%，毛利率维持 68.6% 的高位，此外截止 2019H1 公司骨料产能 4070 万吨（新投产 200 万吨），向着 1 亿吨产能的中长期目标再进一步。随着矿山资源的逐渐收紧，我们认为骨料业务的价值将逐渐显现，并有望成为公司成长新的一极。

图1 公司骨料产能



资料来源：公司各期财报，华西证券研究所

图2 公司骨料业务收入



资料来源：公司各期财报，华西证券研究所

2. 盈利预测及估值

考虑到 1) 专项债新规或使 2019H2 基建投资加速, 2) 地产新开工低库存下预计仍能维持稳定增长, 我们认为 2019H2 全国水泥行业供需格局仍将维持良好, 而当前水泥库存处于低位, 为旺季涨价提供了良好的条件。我们预计 2019Q4 旺季涨价幅度将略小于 2018Q4, 但由于 2018H2 公司重点区域华东受进博会影响停产, 我们预计 2019H2 公司水泥熟料销量同比将小幅增长, 因此我们预计 2019 年全年公司吨毛利同比提升幅度将小于 2019H1。

表 2 公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水泥熟料销量 (万吨)	29,515	29,800	30,755	31,062	31,373
同比增速	6.6%	1.0%	3.2%	1.0%	1.0%
平均售价 (元/吨)	247	328	337	337	337
吨毛利	87	155	159	159	159
自产水泥熟料收入 (百万元)	72,892	97,737	103,561	104,597	105,642
水泥贸易收入 (百万元)	87	25,210	42,844	49,270	56,661
其他业务收入 (百万元)	2,332	5,456	5,787	5,964	6,160
总营业收入 (百万元)	75,311	128,403	152,192	159,831	168,464
同比增速	34.6%	70.5%	18.5%	5.0%	5.4%
归母净利润 (百万元)	15,855	29,814	31,881	32,673	33,471
净利率	21.1%	23.2%	20.9%	20.4%	19.9%
同比增速	85.9%	88.0%	6.9%	2.5%	2.4%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

由于当前水泥行业盈利处于高位，我们预计 2020 至 2021 年，主要水泥企业的策略将以稳价为主，公司水泥价格及吨毛利将总体保持稳定，而销量将随公司产能的增长小幅增长。我们同时预计 2019-2020 年，公司水泥熟料贸易量将明显增长，但由于水泥贸易本身毛利极低，我们预计贸易量的增长对净利润增长没有直接帮助。我们同时预计公司其他业务收入也将随骨料业务增长而增长。基于上述假设，我们预计公司 2019-2021 年净利润 318.8/326.7/334.7 亿元，同比增长 6.9%/2.5%/2.4%，EPS6.02/6.17/6.32 元。

考虑到水泥行业较强的周期性，我们采用市盈率、市净率两种估值方法对公司进行估值，同时由于市场对于水泥行业高盈利的可持续性更加关注，我们的市盈率估值针对 2020 年盈利预测。我们选取了 A 股四家华东水泥企业或其余区域大型龙头企业作为可比公司，则可比公司平均市盈率 6.29 倍，平均市净率 1.92 倍。考虑到公司是水泥行业核心资产，盈利能力、资产质量及规模冠绝行业，我们给予公司 20% 的估值溢价，则两种方法估值分别为 46.57/48.98 元（公司 2018 年每股净资产 21.26 元），我们取两种方法均值 47.78 元/股作为我们的最终估值。

表 3 可比公司估值（股价取自 8 月 22 日）

	市盈率 2020	市净率 2018
华新水泥	6.13	2.23
金隅集团	7.59	0.82
冀东水泥	6.40	1.95
上峰水泥	5.05	2.66
平均	6.29	1.92

资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 风险提示

需求不及预期：水泥行业竞争相对同质化。如果行业整体需求不及预期，则公司销量可能低于我们预期。

吨毛利低于预期：若公司水泥售价低于预期或煤炭成本高于预期，则水泥业务吨毛利可能低于我们预期。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦或影响 A 股整体走势。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	128402.63	152191.60	159831.22	168463.53	净利润	30636.01	32866.55	33683.86	34505.98
YoY (%)	70.50%	18.53%	5.02%	5.40%	折旧和摊销	4953.41	4706.95	4770.77	4867.99
营业成本	81230.03	102222.22	109244.01	117235.89	营运资金变动	1523.68	-3964.29	-283.61	-319.32
营业税金及附加	1457.67	1727.73	1814.46	1912.45	经营活动现金流	36058.97	32615.85	37177.66	38061.30
销售费用	3733.29	4424.96	4647.08	4898.06	资本开支	-4698.30	-2030.00	-2030.00	-2030.00
管理费用	3752.17	4109.17	4315.44	4548.52	投资	-22094.89	0.00	0.00	0.00
财务费用	-474.09	-1446.16	-2408.32	-3422.03	投资活动现金流	-25669.70	-1280.00	-1280.00	-1280.00
资产减值损失	206.99	206.99	206.99	206.99	股权募资	181.90	0.00	0.00	0.00
投资收益	658.49	750.00	750.00	750.00	债务募资	-3842.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	39882.36	41544.50	42601.73	43665.19	筹资活动现金流	-10980.00	-13705.15	-10334.29	-10573.84
营业外收支	-253.16	970.00	970.00	970.00	现金净流量	-590.73	17630.70	25563.36	26207.46
利润总额	39629.20	42514.50	43571.73	44635.19	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	8993.18	9647.95	9887.87	10129.21	成长能力 (%)				
净利润	30636.01	32866.55	33683.86	34505.98	营业收入增长率	70.50%	18.53%	5.02%	5.40%
归属于母公司净利润	29814.28	31880.55	32673.34	33470.80	净利润增长率	88.05%	6.93%	2.49%	2.44%
YoY (%)	88.05%	6.93%	2.49%	2.44%	盈利能力 (%)				
每股收益	5.63	6.02	6.17	6.32	毛利率	36.74%	32.83%	31.65%	30.41%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	23.86%	21.60%	21.07%	20.48%
货币资金	37619.11	55249.81	80813.17	107020.62	总资产收益率 ROA	19.94%	18.84%	16.83%	15.23%
预付款项	2108.93	2108.93	2108.93	2108.93	净资产收益率 ROE	26.46%	23.64%	20.71%	18.48%
存货	6022.72	7579.16	8099.79	8692.34	偿债能力 (%)				
其他流动资产	26302.20	28669.92	29524.71	30490.57	流动比率	2.76	3.58	4.43	5.21
流动资产合计	72052.96	93607.82	120546.59	148312.46	速动比率	2.44	3.21	4.06	4.83
长期股权投资	3181.99	3181.99	3181.99	3181.99	现金比率	1.44	2.12	2.97	3.76
固定资产	60320.46	56881.36	54401.22	52335.26	资产负债率	22.15%	17.49%	15.80%	14.52%
无形资产	8371.84	8058.42	7745.01	7431.59	经营效率 (%)				
非流动资产合计	77494.39	75580.45	73602.69	71527.71	总资产周转率	0.95	0.95	0.88	0.81
资产合计	149547.35	169188.27	194149.28	219840.17	每股指标 (元)				
短期借款	1376.93	1376.93	1376.93	1376.93	每股收益	5.63	6.02	6.17	6.32
应付账款及票据	6395.73	8048.57	8601.44	9230.69	每股净资产	21.26	25.45	29.77	34.19
其他流动负债	18379.30	16686.33	17225.26	17835.11	每股经营现金流	6.80	6.15	7.02	7.18
流动负债合计	26151.96	26111.83	27203.63	28442.73	每股股利	1.69	1.81	1.85	1.90
长期借款	2606.58	2606.58	2606.58	2606.58	估值分析				
其他长期负债	4370.94	872.19	872.19	872.19	PE	6.96	6.51	6.35	6.20
非流动负债合计	6977.52	3478.77	3478.77	3478.77	PB	1.38	1.54	1.32	1.15
负债合计	33129.48	29590.60	30682.40	31921.50					
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30					
少数股东权益	3728.96	4714.95	5725.47	6760.65					
股东权益合计	116417.87	139597.67	163466.88	187918.67					
负债和股东权益合计	149547.35	169188.27	194149.28	219840.17					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。