

2019年10月22日

# 费用率再降，Q3 淡季再超预期

## 海螺水泥 (600585)

评级:	买入	股票代码:	600585
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	44.56/28.23
目标价格:	50.80	总市值(亿)	2,235.78
最新收盘价:	42.19	自由流通市值(亿)	1,687.47
		自由流通股数(百万)	3,999.70

### 事件概述

海螺水泥发布 2019 年三季报。2019Q3 公司实现营业收入 391.1 亿元，同比增长 22.0%，实现归母净利润 85.6 亿元，同比增长 10.1%。

► **淡季价格回落幅度小，费用率再降。** 我们认为公司业绩超市场预期。2019Q3 全国水泥需求保持强劲，我们测算公司 Q3 自产自销水泥熟料约 8600 万吨，同比增长约 12%，平均售价 312 元/吨，同比下滑 10 元/吨，环比 Q2 下滑 21 元/吨，吨毛利 143 元/吨，同比下滑 5 元/吨，环比下滑 18 元/吨，淡季回撤幅度有限。同时由于吨三费下降及非经常损益同比增长（其中财务利息收入前三季度 3.8 亿元，此科目预计将逐渐上升并不断拉低费用率），公司 Q3 吨净利 103 元/吨（不考虑少数股东，考虑经营性以外的收益），同比上升 2 元/吨。

► **海中模式提升华东市场秩序。** 根据我们测算，公司 2019Q3 水泥熟料贸易量 2730 万吨，同比增长 60.6%，海中模式进一步深化。而大企业熟料外卖的减少也增强了华东地区行业协同，减少了淡季水泥价格回撤幅度。

► **骨料业务推进迅速。** 公司 2019Q3 骨料业务收入同比继续保持高速增长，向着 2020 年 1 亿吨骨料产能的目标坚实前进。同时，随着优质矿山资源壁垒的逐渐体现，我们认为骨料业务有望成为公司新的增长点。

**投资建议：** 我们维持公司自产自销水泥业务吨毛利假设不变，并上调 2019-2021 年公司水泥贸易业务收入假设及 2019 年非经常性损益假设。考虑到水泥贸易业务利润较低，我们仅小幅上调 2019-2021 年净利润预测 2.6%/2.6%/2.6%至 328.3/336.4/344.6 亿元，同比增长 10.1%/2.5%/2.4%。基于公司 2020 年净利润预测 8x PE（与行业平均估值基本一致）估值，上调公司目标价 2.6%至 50.80 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

地产政策调控严于预期致需求低于预期，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	157484	165563	174697
YoY (%)	34.65%	70.50%	22.65%	5.13%	5.52%
归母净利润(百万元)	15854.67	29814.28	32827.88	33637.37	34455.36
YoY (%)	85.87%	88.05%	10.11%	2.47%	2.43%
毛利率 (%)	35.09%	36.74%	31.99%	30.81%	29.58%
每股收益 (元)	2.99	5.63	6.19	6.35	6.50
ROE	17.73%	26.46%	24.22%	21.15%	18.81%
市盈率	14.24	7.57	6.88	6.71	6.55

来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

研究助理: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

相关研究: 行业维持高景气, 海中模式深化

2019.8.23

## 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	128402.6	157484.5	165563.3	174697.1	净利润	30636.01	33732.67	34564.47	35405.01	
YoY (%)	70.50%	22.65%	5.13%	5.52%	折旧和摊销	4953.41	4706.95	4770.77	4867.99	
营业成本	81230.03	107110.26	114550.84	123021.19	营运资金变动	1523.68	-4160.32	-299.61	-337.58	
营业税金及附加	1457.67	1574.84	1655.63	1746.97	经营活动现金流	36058.97	32438.95	37195.27	38095.07	
销售费用	3733.29	4488.31	4718.55	4978.87	资本开支	-4698.30	-1830.00	-1830.00	-1830.00	
管理费用	3752.17	4409.57	4635.77	4891.52	投资	-	0.00	0.00	0.00	
财务费用	-474.09	-1452.09	-2431.15	-3466.95	22094.89	投资活动现金流	-	-580.00	-580.00	-580.00
资产减值损失	206.99	60.00	60.00	60.00	25669.70	股权募资	181.90	0.00	0.00	0.00
投资收益	658.49	1250.00	1250.00	1250.00	债务募资	-3842.88	0.00	0.00	0.00	
营业利润	39882.36	42464.87	43540.84	44628.12	筹资活动现金流	-	-	-	-	
营业外收支	-253.16	1170.00	1170.00	1170.00	10980.00	13989.72	10623.88	10869.59		
利润总额	39629.20	43634.87	44710.84	45798.12	-590.73	17869.23	25991.40	26645.48		
所得税	8993.18	9902.20	10146.38	10393.12	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
净利润	30636.01	33732.67	34564.47	35405.01	<b>成长能力 (%)</b>					
归属于母公司净利润	29814.28	32827.88	33637.37	34455.36	营业收入增长率	70.50%	22.65%	5.13%	5.52%	
YoY (%)	88.05%	10.11%	2.47%	2.43%	净利润增长率	88.05%	10.11%	2.47%	2.43%	
每股收益	5.63	6.19	6.35	6.50	<b>盈利能力 (%)</b>					
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率	36.74%	31.99%	30.81%	29.58%	
货币资金	37619.11	55488.34	81479.74	108125.21	净利率	23.86%	21.42%	20.88%	20.27%	
预付款项	2108.93	2108.93	2108.93	2108.93	总资产收益率 ROA	19.94%	19.25%	17.15%	15.48%	
存货	6022.72	7941.58	8493.26	9121.28	净资产收益率 ROE	26.46%	24.22%	21.15%	18.81%	
其他流动资产	26302.20	29262.14	30166.06	31188.04	<b>偿债能力 (%)</b>					
流动资产合计	72052.96	94800.99	122247.99	150543.46	流动比率	<b>2.76</b>	<b>3.53</b>	<b>4.36</b>	<b>5.13</b>	
长期股权投资	3181.99	3181.99	3181.99	3181.99	速动比率	2.44	3.15	3.98	4.75	
固定资产	60320.46	56881.36	54401.22	52335.26	现金比率	1.44	2.07	2.91	3.69	
无形资产	8371.84	8058.42	7745.01	7431.59	资产负债率	22.15%	17.80%	16.06%	14.75%	
非流动资产合计	77494.39	75727.44	73896.67	71968.68	<b>经营效率 (%)</b>					
资产合计	149547.35	170528.43	196144.66	222512.14	总资产周转率	0.95	0.98	0.90	0.83	
短期借款	1376.93	1376.93	1376.93	1376.93	<b>每股指标 (元)</b>					
应付账款及票据	6395.73	8433.43	9019.28	9686.20	每股收益	5.63	6.19	6.35	6.50	
其他流动负债	18379.30	17060.07	17630.21	18275.71	每股净资产	21.26	25.58	30.02	34.57	
流动负债合计	26151.96	26870.44	28026.42	29338.84	每股经营现金流	6.80	6.12	7.02	7.19	
长期借款	2606.58	2606.58	2606.58	2606.58	每股股利	1.69	1.86	1.91	1.95	
其他长期负债	4370.94	872.19	872.19	872.19	<b>估值分析</b>					
非流动负债合计	6977.52	3478.77	3478.77	3478.77	PE	7.57	6.88	6.71	6.55	
负债合计	33129.48	30349.20	31505.19	32817.61	PB	1.38	1.67	1.42	1.23	
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30						
少数股东权益	3728.96	4633.75	5560.85	6510.49						
股东权益合计	116417.9	140179.2	164639.5	189694.5						
负债和股东权益合计	149547.4	170528.4	196144.7	222512.1						

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。

郁昞：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 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。

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。