

高盈利水平维持，现金流持续充裕

——海螺水泥 (600585.SH) 2019 年三季度报点评

跨市场公司简报

◆1-9 月公司归母净利润同比增长 15.0%，EPS 4.49 元

报告期内公司营业收入 1107.6 亿元，同增 42.4%；归母净利润 238.2 亿元，同增 15.0%，EPS 4.49 元。单 3 季度实现营业收入 391.1 亿元，同增 22.0%；归母净利润 85.6 亿元，同增 10.1%，单季 EPS 1.61 元。

◆高盈利水平维持，现金流持续充裕

仅从自产口径测算，报告期内公司产品综合价格 325 元/吨，同比上升 10 元同增 3.3%；吨综合产品成本 173 元，同比上升 5 元同增 2.8%；吨毛利 152 元，同比上升 6 元；吨净利润 103 元，同比上升 6 元。单 3 季度，公司产品综合价格 312 元/吨，同比下降 9 元同降 2.8%；吨综合产品成本 169 元，同比下降 4 元同降 2.3%；吨毛利 143 元，同比下降 5 元；吨净利润 99 元，同比下降 2 元。经营性净现金流 260 亿元，同升 54 亿元，同增 21.4%，收益质量优，现金充裕；存款利息收入增加致使财务收益同比大幅增加 7.7 亿元。

1-9 月国内水泥累计产量 16.9 亿吨，同比增长 6.9%。公司自产水泥及熟料 2.32 亿吨，同增 8.5%。产能主要覆盖的泛长江流域需求整体稳中有升，受国内环保趋严及行业错峰生产常态化影响，区域水泥价格同比小幅提升，公司高盈利水平持续，“T”型战略布局下成本管控领先全行业，业绩稳健增长。此外，四季度南部需求旺季，受全国范围内严查运输超载影响，致使陆运费用大幅上升跨区域运输受限，将进一步支撑水泥价格表现。

◆盈利预测与投资建议

海螺水泥为国内水泥龙头，前瞻性战略布局不断完善区域控制力不断提升，扩张有序推进。行业供需格局持续向好，整体看全年业绩有保障。维持公司盈利预测 19-21 年 EPS 为 6.22、6.62、6.90 元，对于公司 A 股和 H 股均维持“买入”评级。

◆风险提示：

行业供需格局恶化的风险，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险，海外投资不确定性和汇兑损益风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	75,311	128,403	137,066	143,622	148,476
营业收入增长率	34.65%	70.50%	6.75%	4.78%	3.38%
净利润 (百万元)	15,855	29,814	32,959	35,079	36,542
净利润增长率	85.87%	88.05%	10.55%	6.43%	4.17%
EPS (元)	2.99	5.63	6.22	6.62	6.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.73%	26.46%	24.11%	22.08%	20.11%
P/E (A 股)	14	7	7	6	6
P/E (H 股)	14	7	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，汇率和股价时间为 2019 年 10 月 22 日

A 股：买入 (维持)

当前价：41.92 元

H 股：买入 (维持)

当前价：46.30 港元

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-52523816
chenhaowu@ebsec.com

胡添雅 (执业证书编号：S0930518110002)
021-52523817
hutianya@ebsec.com

市场数据

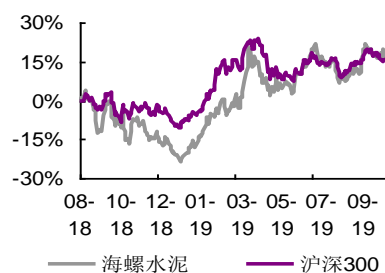
总股本(亿股)：52.99

总市值(亿元)：2221.47

一年最低/最高(元)：26.10/43.98

近 3 月换手率：20.85%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.99	1.17	3.68
绝对	-0.02	3.48	27.95

资料来源：Wind

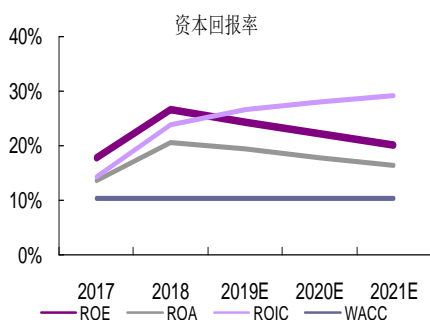
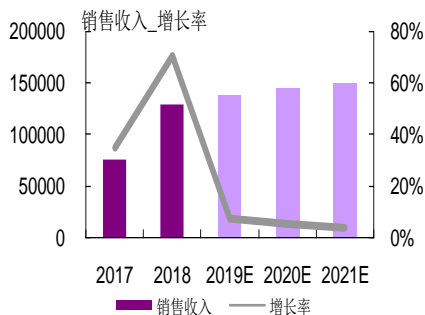
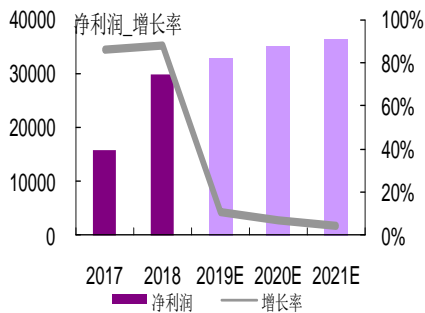
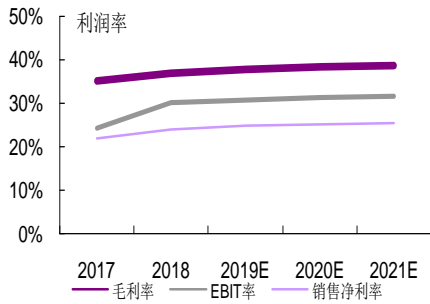
相关研报

业绩稳健增长，现金充裕

.....2019-08-23

战略布局不断完善，产能扩张有序推进

.....2019-04-03



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75,311	128,403	137,066	143,622	148,476
营业成本	48,888	81,230	85,490	88,828	91,452
折旧和摊销	4,833	4,953	9,264	9,592	9,928
营业税费	947	1,458	1,508	1,580	1,633
销售费用	3,572	3,733	3,975	4,165	4,306
管理费用	3,460	3,752	3,975	4,165	4,306
财务费用	216	-474	-411	-431	-445
公允价值变动损益	2	23	0	0	0
投资收益	2,027	658	1,500	1,500	1,500
营业利润	20,825	39,882	44,030	46,814	48,724
利润总额	21,229	39,629	43,764	46,580	48,522
少数股东损益	574	822	915	973	1,014
归属母公司净利润	15,855	29,814	32,959	35,079	36,542

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	122,143	149,547	175,031	202,997	231,532
流动资产	45,953	72,053	99,586	129,138	159,597
货币资金	24,760	37,619	64,460	92,307	121,489
交易型金融资产	2	25	0	0	0
应收帐款	1,060	1,233	1,357	1,422	1,470
应收票据	11,127	13,134	13,707	14,362	14,848
其他应收款	2,932	11,134	10,867	11,386	11,771
存货	4,705	6,023	6,830	7,097	7,307
可供出售投资	461	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,791	3,182	3,182	3,182	3,182
固定资产	59,668	60,320	58,463	56,332	53,980
无形资产	7,976	8,372	7,953	7,556	7,178
总负债	30,178	33,129	33,696	38,481	43,160
无息负债	16,199	22,896	25,690	26,374	27,054
有息负债	13,979	10,234	8,007	12,107	16,107
股东权益	91,964	116,418	141,335	164,516	188,372
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,226	13,234	13,234	13,234	13,234
未分配利润	70,590	94,045	118,048	140,255	163,097
少数股东权益	2,558	3,729	4,644	5,617	6,631

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	17,363	36,059	44,061	42,684	44,933
净利润	15,855	29,814	32,959	35,079	36,542
折旧摊销	4,833	4,953	9,264	9,592	9,928
净营运资金增加	10,213	22,616	61	2,991	2,057
其他	6,889	23,907	1,899	1,004	521
投资活动产生现金流	-5,203	-25,670	-6,453	-6,500	-6,500
净资本支出	3,552	4,698	8,000	8,000	8,000
长期投资变化	2,791	3,182	0	0	0
其他资产变化	-4,441	-24,153	1,547	1,500	1,500
融资活动现金流	-7,500	-10,980	-10,766	-8,337	-9,252
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,002	-3,746	-2,227	4,100	4,000
无息负债变化	2,965	6,697	2,794	685	680
净现金流	4,629	-571	26,841	27,847	29,182

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	34.65%	70.50%	6.75%	4.78%	3.38%
净利润增长率	85.87%	88.05%	10.55%	6.43%	4.17%
EBITDA 增长率	52.65%	88.40%	19.56%	6.02%	4.10%
EBIT 增长率	76.04%	111.18%	10.77%	6.57%	4.22%
估值指标					
PE	14	7	7	6	6
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	10	6	4	4	3
EV/EBIT	13	6	5	4	4
EV/NOPLAT	17	8	7	6	5
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	35.09%	36.74%	37.63%	38.15%	38.41%
EBITDA 率	30.62%	33.84%	37.49%	37.93%	38.19%
EBIT 率	24.20%	29.98%	30.73%	31.25%	31.51%
税前净利润率	28.19%	30.86%	31.93%	32.43%	32.68%
税后净利润率 (归属母公司)	21.05%	23.22%	24.05%	24.42%	24.61%
ROA	13.45%	20.49%	19.35%	17.76%	16.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.73%	26.46%	24.11%	22.08%	20.11%
经营性 ROIC	14.21%	23.65%	26.54%	27.97%	29.12%
偿债能力					
流动比率	2.18	2.76	3.73	4.70	5.67
速动比率	1.95	2.52	3.48	4.44	5.41
归属母公司权益/有息债务	6.40	11.01	17.07	13.13	11.28
有形资产/有息债务	8.08	13.65	20.79	16.09	13.89
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.99	5.63	6.22	6.62	6.90
每股红利	1.20	1.69	2.43	2.59	2.69
每股经营现金流	3.28	6.80	8.31	8.05	8.48
每股自由现金流(FCFF)	1.01	1.37	6.38	6.29	6.81
每股净资产	16.87	21.26	25.79	29.98	34.30
每股销售收入	14.21	24.23	25.86	27.10	28.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼