



2018-08-22

公司点评报告

买入/维持

海螺水泥(600585)

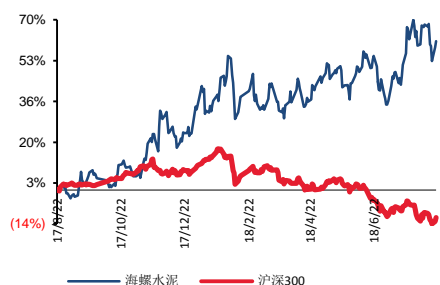
目标价: 47.8

昨收盘: 37.46

材料 材料 II

Q2 量价大超预期, 被低估的业绩弹性及确定性

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 5,299/5,299 |
| 总市值/流通(百万元) | 196,551/196,551 |
| 12 个月最高/最低(元) | 39.09/22.97 |

相关研究报告:

海螺水泥(600585)《重估海螺水泥: 凡有的, 还要加给他, 叫他有余》
--2018/08/16

证券分析师: 周雨

电话: 010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210090002

联系人: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

事件: 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营收 457.42 亿元 (+43.36%), 归母净利 129.42 亿元 (+92.68%), 超过此前业绩预告中枢(增速区间 80%~100%), 扣非后归母净利润为 127.45 亿元(+148.76%), 加权平均 ROE 为 13.65%, 同比提升 5.19 个百分点。

维持“买入”评级, 水泥行业首选。我们认为, 环保限产和行业自律性错峰生产持续造成供给收缩, 华东供需紧平衡打破, 极低的熟料库存会导致旺季提前到来且旺季更旺, 且接下来多地面临限产, 水泥价格弹性被市场低估, 华东区域确定性最高, 公司作为行业龙头, 2018 年盈利的弹性被明显低估, 维持 2018-20 年公司归母净利润 280、308 和 330.8 亿元, 维持买入评级, 18-20 年 PE 估值约为 7.09, 6.44 和 6 倍。

Q2 销量大超预期, 超越行业的增长反映了极强的综合竞争力。我们测算公司 Q2 水泥熟料综合销量为 8400 万吨, 同比增速为 11.99%, 远超市场预期, 也是从 2014 年以来二季度的最高增速; 我们认为销量的超预期, 基本反映两个方面, 第一是错峰生产和大气污染防治的双管齐下, 叠加环保督查问责制的趋严, 利好环保质量最好的海螺水泥, 所以海螺能够保证全国水泥企业最高的产能利用率; 第二是海螺的布局超强的选址布局能力有关, 海螺所在的华东、中南、西南等地需求稳中有升, 而在基本没有涉及的三北地区需求大幅下滑。我们判断, 下半年海螺经营的区域需求或比上半年环比更好, 尤其是西南的扶贫基建、新农村建设和东部地产投资的开工施工延续性, 这让今年水泥投资风险非常小。

价格弹性显著, 被市场低估。我们认为今年行业的最显著特点就是熟料的紧张, 除了小企业难以买到足够的货外, 大企业普遍的熟料库存存在淡季的时候都是非常的低(目前都低于 5 成), 因此今年 Q2 的价格体系非常坚挺, 我们认为供给端收到环保限产和错峰停产的力度是大于 2017 年的, 且持续性本轮可能长于以往任何一轮; 从目前供需来看完全支持盈利水平继续上行, 叠加目前 7 月普遍的低库存, 涨价的基础比以往更加牢固; 我们认为市场低估了公司的业绩弹性;

净现金的公司, 三费继续降低, 资产负债表的极致。上半年吨三项费用 21.69 元冠绝行业, 其中 Q2 为 19.04 元再次刷新纪录, 我们认为财务费用大幅度下降是主因, 2018Q2 财务费用是 -1.24 亿元, 公司上半年财务上净赚了 6550 万元, 主要是集团贷款偿还后支出减少, 我们测算有息负债为 104.22 亿元, 对比 Q1 下降了 29 亿元; 而存款和应收利息收入 4.9 亿元; 公司现金流充沛, 2018Q2 在手货币资金 249 亿元, 上半年经营活动净现金流 119 亿元同增 136%; 我们认为海螺是水泥行业的印钞机,

充沛的在手资金和现金流、和逐渐降低的折旧费用将使得吨三费进一步下降，海螺是价值的完美体现；

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 75311 | 100630 | 106750 | 111350 |
| (+/-%) | 34.65 | 33.62 | 6.08 | 4.31 |
| 净利润(百万元) | 15855 | 28002 | 30802 | 33083 |
| (+/-%) | 85.87 | 76.62 | 10.00 | 7.40 |
| 摊薄每股收益(元) | 2.99 | 5.28 | 5.81 | 6.24 |
| 市盈率(PE) | 9.81 | 7.09 | 6.44 | 6.00 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2018 年上半年经营情况

2018 年上半年实现营收 457.42 亿元 (+43.36%)，归母净利 129.42 亿元 (+92.68%)，超过业绩预告中枢(增速区间 80%~100%)，扣非后归母净利润为 127.45 亿元(+148.76%)，加权平均 ROE 为 13.65%，同比提升 5.19 个百分点。

图表 1: 18 年上半年公司经营情况

| 项目 | 2018 年 6 月 30 日 (千元) | 2017 年 12 月 31 日 (千元) | 本报告期末比年初数增减(%) |
|-------------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 11,946,486 | 5,047,043 | 136.70 |
| 营业收入 | 45,742,247 | 31,907,916 | 43.36 |
| 归属于上市公司股东的净利润 | 12,942,089 | 6,716,723 | 92.68 |
| 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 | 12,744,902 | 5,123,433 | 148.76 |
| 基本每股收益 (元/股) | 2.44 | 1.27 | 92.68 |
| 稀释每股收益 (元/股) | 2.44 | 1.27 | 92.68 |
| 扣除非经常性损益后的基本每股收益 (元/股) | 2.41 | 0.97 | 148.76 |
| 加权平均净资产收益率 (%) | 13.65 | 8.46 | 上升 5.19 个百分点 |
| 扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率(%) | 13.45 | 6.45 | 上升 7.00 个百分点 |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

投资建议

从股息率角度来看，维持合理市值 2600 亿元的判断，当前价位仍有 30%左右的修复空间。随着海螺行业话语权逐步提升，盈利中枢提升，长期来看有望充分公共事业化。若以 4.2~4.3%股息率为合理回报率，当前价位仍有 30%左右的空间，合理市值在 2600 亿元；

我们认为，环保限产和行业自律性错峰生产持续造成供给收缩，华东供需紧平衡打破，极低的熟料库存会导致旺季提前到来且旺季更旺，且接下来多地又面临限产，水泥价格弹性被市场低估，华东区域确定性最高，公司作为行业龙头，2018 年盈利的弹性被明显低估，我们维持 2018-2020 年归母净利润 280、308 和 330.8 亿元，对应 EPS 分别为 5.28、5.81 和 6.24 元，增速分比为 76.62%、10%和 7.4%，对应 18-20 年 PE 估值分别为 7.1、6.4 和 6 倍，维持“买入”评级，公司是我们水泥行业中的首选。

半年报业绩亮眼，量价齐超预期

我们认为这是一份令人惊叹的半年报：

1、17Q2 高基数下取得大幅增长超预期，预计 18Q3 增速 100%起步。拆分来看，Q2 单季营收 269.75 亿元同增 47.66%(Q1 同增 37.59%)，归母净利 81.64 亿元同增 78.90% (Q1 同增 121.90%)，单季度毛利率 46.3%同比提升 11.45 个百分点环比提升 5.05 个百分点，销售净利率 31.17%同比提升 5.02 个百分点环比提升 5.05 个百分点；我们认为 17Q2 单季度盈利 45.63 亿元是去年次高点（远高于 17Q3 的 30.91 亿元利润），因此 18Q2 的营收和利润增速水平远超行业预期，由于 17Q3 基数很低，我们判断 18Q3 业绩增长 100%是板上钉钉；

2、Q2 销量大超预期，超越行业的增长反映了极强的综合竞争力。2018Q1 和 Q2 我们测算水泥熟料综合外卖量分别为 5900 万吨、8400 万吨，同比增速为 0.02%、11.99%，Q2 的销量远超市市场预期，也是从 2014 年以来二季度的最高增速；

我们认为销量的超预期，基本反映两个方面，第一是错峰生产和大气污染防治的双管齐下，叠加环保督查问责制的趋严，利好环保质量最好的海螺水泥，所以海螺能够保证全国水泥企业最高的产能利用率；第二是海螺的布局，海螺所在的华东区域水泥需求基本持平 2017 年，中部区域江西上半年需求增长 7.79%、湖南和安徽等保持稳定，南部两广区域需求增速在 6-9%之间，西部的 5 省份需求增加 5.56%；而在海螺基本没有布局的三北地区需求大幅度下滑。我们认为这与海螺布局经营能力分不开；

我们判断，下半年海螺经营的区域需求或比上半年环比更好，尤其是西南的扶贫基建、新农村建设以及东部地产投资的开工施工延续性；这让今年水泥投资风险非常小；

图表 2：海螺水泥分区域营业情况

| 分地区 | 营业收入 (千元) | 营业收入 (千元) | 毛利率(%) | 营业收入 比上年同期增减 (%) | 营业成本 比上年同期增减 (%) | 毛利率比上年同期增减 (%) |
|------|------------|-----------|--------|------------------|------------------|----------------|
| 东部区域 | 13,982,379 | 8,219,139 | 41.22 | 53.37 | 34.58 | 上升 8.21 个百分点 |
| 中部区域 | 12,885,245 | 6,681,135 | 48.15 | 42.99 | 10.02 | 上升 15.54 个百分点 |
| 南部区域 | 6,708,285 | 3,376,664 | 49.66 | 41.15 | 14.95 | 上升 11.48 个百分点 |
| 西部区域 | 9,897,789 | 5,472,508 | 44.71 | 42.22 | 14.36 | 上升 13.47 个百分点 |
| 出口 | 843,798 | 617,315 | 26.84 | 33.70 | -4.13 | 上升 5.98 个百分点 |
| 海外 | 481,784 | 346,882 | 28.00 | 44.96 | 56.60 | 下降 5.35 个百分点 |

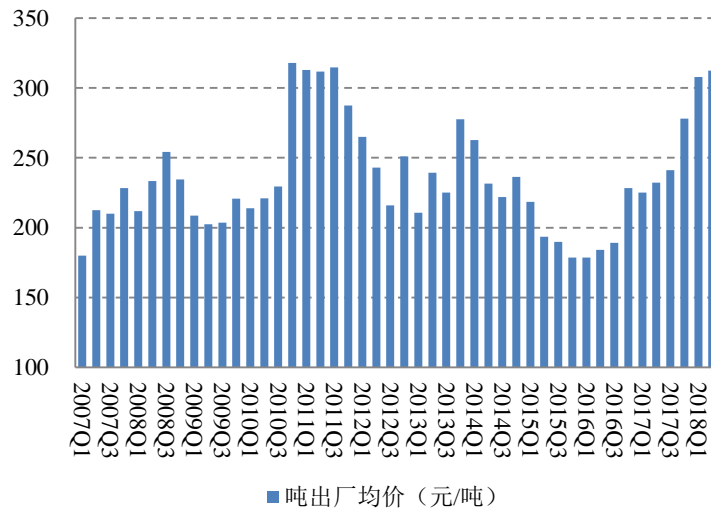
资料来源：公司公告，太平洋证券证券研究院

3、价格弹性显著，被市场低估；我们认为今年行业的最显著特点就是熟料的紧张，除了小企业难以买到足够的货外，大企业普遍的熟料库存在淡季的时候都是非常的低（目前都低于 5 成），因此今年 Q2 的价格体系非常坚挺，我们认为供给端收到环保限产和错峰停产的力度是大于 2017 年的，且持续性本轮可能长于以往任何一轮；

从盈利水平看，我们测算 2018H1 主营业务水泥熟料的吨出厂均价 310.5 元同增 35.6%，吨成本 173 元同增 11.8，这反映价格弹性显著，而成本中煤炭的变化虽同比上涨 100 元/吨以上，但对水泥影响不到 20 元/吨因此完全被消化；2018H1 吨毛利 137.36 元同增 85.26%，这是价格成本不对等上涨的结果，因此水泥的涨价基本都涨到利润中去；

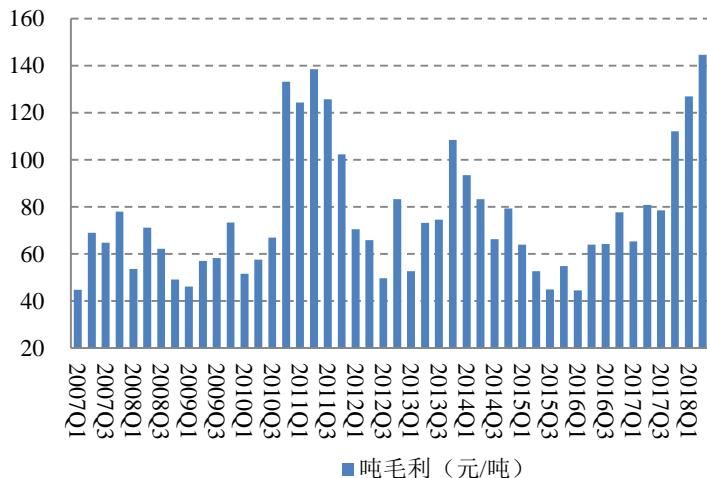
从 18Q2 单季度来看,吨出厂价 312 元环比提升 4.6 元,同比增长 34.6%;吨成本 167.8 元环比下降了 13 元,我们认为 1 季度主要是 2 月份春节期间的季节性下跌,3 月份基本恢复旺季,而 2 季度的正常销量水平下成本基本是真实成本;吨毛利 Q2 为 144.6 元同比增长 78.79%环比增长 17.6 元,此盈利水平创下历史新高;我们从供需来看完全支持盈利水平继续上行,叠加目前 7 月普遍的低库存,涨价的基础比以往更加牢固;我们认为市场低估了公司的业绩弹性;

图表 3: 18Q2 吨出厂价突破 310 元, 创近年来新高



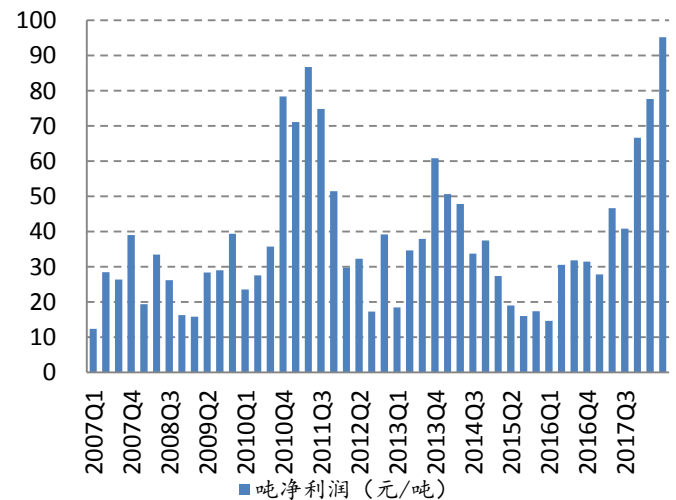
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 4: 18Q2 吨毛利突破 140 元



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 5: 18Q2 吨净利突破 95 元, 盈利水平进一步提升

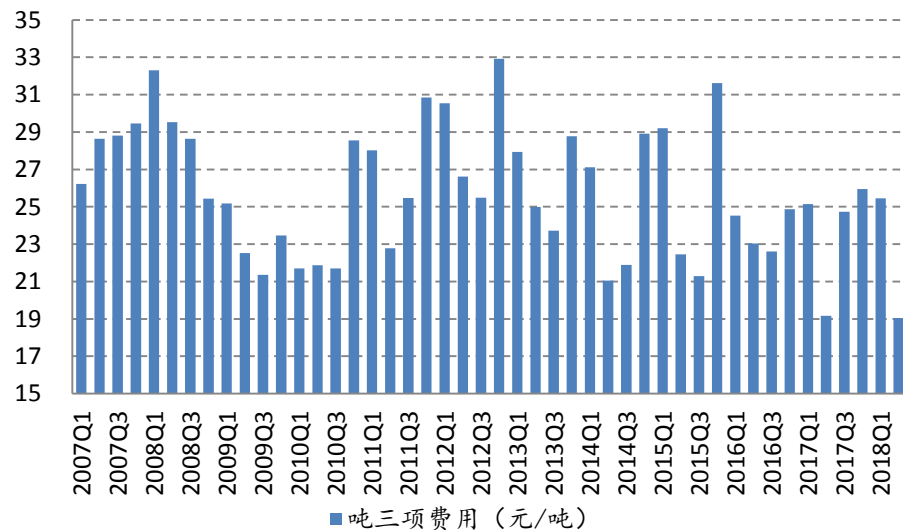


资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

4、净现金的公司, 三费继续降低, 资产负债表的极致。上半年吨三项费用 21.69 元冠

绝行业，其中 Q2 为 19.04 元再次刷新纪录，我们认为财务费用的大幅度下降是主因，2018Q2 财务费用是-1.24 亿元，公司上半年财务上净赚了 6550 万元，主要是集团贷款偿还后支出减少，我们测算有息负债为 104.22 亿元，对比 Q1 下降了 29 亿元；而存款和应收利息收入 4.9 亿元；公司现金流充沛，2018Q2 在手货币资金 249 亿元，上半年经营活动净现金流 119 亿元同增 136%；我们认为海螺是水泥行业的印钞机，充沛的在手资金和现金流、和逐渐降低的折旧费用将使得吨三费进一步下降，海螺是价值的完美体现；

图表 6: 18Q2 吨三费再创新低



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

5、加快全产业链一体化布局，骨料业务盈利突出。公司加快上下游产业链一体化建设，截止报告期末，公司水泥产能为 3.44 亿吨，骨料产能 3090 万吨，商混产能 60 万立方米。产业链一体化实现优势互补，综合竞争力进一步提升。随着环保不断趋严，矿山资源稀缺性凸显，公司骨料业务依托自身优质矿山资源发展迅速，上半年综合毛利率达到 71.15%，盈利水平突出，预计 18 年公司新增骨料产能 1450 万吨，到 2020 年达到 1 亿吨，有望成为公司新的业绩增长点。

6、并购和海外布局稳步推进。公司一方面做好国内生产线建设及并购项目（7 月 24 日并购了广东广英水泥 3 条线和 5 个粉磨站），另一方面稳步推进国际化进程，上半年柬埔寨马德望海螺投产，印尼北苏海螺主体工程已完工，即将建成投产，老挝、缅甸等项目有序推进中，预计到“十三五”末公司海外水泥产能将达到 5000 万吨，水泥版图进一步扩张，一方面公司顺应“一带一路”政策走出去，另一方面，海螺将优秀的公司文化传播出去，提升国际影响力。

风险提示

房地产及基建投资低于预期，需求端大幅下滑；
供给侧改革低于预期，落后产能退出缓慢，供需格局变差；
煤炭、矿石等价格上涨，带来成本提升。

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 15586 | 24760 | 54860 | 82416 | 111628 | 营业收入 | 55932 | 75311 | 100630 | 106750 | 111350 |
| 应收和预付款项 | 1236 | 1862 | 1868 | 2015 | 2089 | 营业成本 | 37770 | 48888 | 55336 | 57220 | 58581 |
| 存货 | 4549 | 4705 | 5262 | 5437 | 5566 | 营业税金及附加 | 672 | 947 | 1105 | 1266 | 1314 |
| 其他流动资产 | 8024 | 14626 | 15272 | 16801 | 17652 | 销售费用 | 3276 | 3572 | 3753 | 4003 | 4176 |
| 流动资产合计 | 29394 | 45953 | 77263 | 106670 | 136935 | 管理费用 | 3144 | 3460 | 4025 | 4270 | 4454 |
| 长期股权投资 | 3315 | 2791 | 2867 | 2932 | 2982 | 财务费用 | 337 | 216 | 101 | -411 | -825 |
| 投资性房地产 | 28 | 36 | 36 | 36 | 36 | 资产减值损失 | 378 | 0 | 25 | 18 | 15 |
| 固定资产 | 62278 | 59668 | 57490 | 53366 | 49904 | 投资收益 | 399 | 2027 | 880 | 650 | 500 |
| 在建工程 | 1521 | 2364 | 2134 | 1734 | 2134 | 公允价值变动 | 6 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 无形资产开发支出 | 7498 | 7976 | 8129 | 8284 | 8441 | 营业利润 | 10760 | 20825 | 37166 | 41036 | 44136 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | | 其他非经营损益 | 893 | 403 | 728 | 647 | 634 |
| 其他非流动资产 | 80120 | 76190 | 74011 | 69707 | 66853 | 利润总额 | 11653 | 21229 | 37894 | 41684 | 44770 |
| 资产总计 | 109514 | 122143 | 151273 | 176377 | 203788 | 所得税 | 2703 | 4800 | 8568 | 9425 | 10123 |
| 短期借款 | 1275 | 935 | 935 | 935 | 935 | 净利润 | 8951 | 16429 | 29326 | 32259 | 34647 |
| 应付和预收款项 | 5929 | 7130 | 8472 | 8796 | 9030 | 少数股东损益 | 421 | 574 | 1324 | 1457 | 1564 |
| 长期借款 | 5447 | 4860 | 4860 | 4860 | 4860 | 归母股东净利润 | 8530 | 15855 | 28002 | 30802 | 33083 |
| 其他负债 | 16563 | 17253 | 23665 | 24134 | 24614 | | | | | | |
| 负债合计 | 29215 | 30178 | 37932 | 38726 | 39439 | | | | | | |
| 股本 | 5299 | 5299 | 5299 | 5299 | 5299 | | | | | | |
| 资本公积 | 10684 | 10576 | 10576 | 10576 | 10576 | | | | | | |
| 留存收益 | 60034 | 73239 | 93293 | 116146 | 141279 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 76609 | 89406 | 109459 | 132313 | 157446 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 3690 | 2558 | 3882 | 5338 | 6903 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 80299 | 91964 | 113341 | 137651 | 164349 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 109514 | 122143 | 151273 | 176377 | 203788 | | | | | | |

| 现金流量表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营性现金流 | 13197 | 17363 | 34314 | 35206 | 38545 |
| 投资性现金流 | -4552 | -5203 | -986 | 708 | -975 |
| 融资性现金流 | -7151 | -7500 | -3228 | -8359 | -8359 |
| 现金增加额 | 21 | -31 | 0 | 0 | 0 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 毛利率 | 32.47% | 35.09% | 45.01% | 46.40% | 47.39% |
| 销售净利率 | 15.25% | 21.05% | 27.83% | 28.85% | 29.71% |
| 销售收入增长率 | 9.72% | 34.65% | 33.62% | 6.08% | 4.31% |
| EBIT 增长率 | 13.02% | 78.85% | 77.18% | 8.63% | 6.48% |
| 净利润增长率 | 13.48% | 85.87% | 76.62% | 10.00% | 7.40% |
| ROE | 11.13% | 17.73% | 25.58% | 23.28% | 21.01% |
| ROA | 7.79% | 12.98% | 18.51% | 17.46% | 16.23% |
| ROIC | 12.30% | 21.21% | 43.91% | 50.18% | 55.68% |
| EPS (X) | 1.61 | 2.99 | 5.28 | 5.81 | 6.24 |
| PE (X) | 10.53 | 9.81 | 7.09 | 6.44 | 6.00 |
| PB (X) | 1.17 | 1.74 | 1.81 | 1.50 | 1.26 |
| PS (X) | 1.61 | 2.06 | 1.97 | 1.86 | 1.78 |
| EV/EBITDA (X) | 5.39 | 5.50 | 3.63 | 2.76 | 2.01 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyew@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 上海销售 | 黄小芳 | 15221694319 | huangxf@tpyzq.com |
| 上海销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 上海销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 广深销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf@tpyzq.com |

| | | | |
|------|-----|-------------|-------------------|
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |
| 广深销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。