

海螺水泥 (600585)

证券研究报告

2019年01月10日

供需共振，龙头创新高

公司公告，初步核算 2018 年归母净利润将实现 285.72-317.76 亿元，同比将增加 126.84-158.88 亿元，同比大幅增长 80-100%。扣非后净利润预计 281.56-309.71 亿元，同比增加 100-120%。公司 18 年业绩实现大幅增长，符合我们预期。

多因素共振，供需共创佳绩。价格弹性贡献最大，2018 年价格中枢同比大幅上移。根据我们测算，全年均价约 320-330 元/吨，同比提高约 70-80 元/吨，吨毛利预计在 150-160 元左右。其中，四季度均价预计 350-360 元/吨，按照中报吨成本 172 元计算，吨毛利在 178-188 元之间，18Q4 盈利水平创新高。结合费用等判断，全年吨净利在 90-100 元之间。

回溯 2018 全年变化，从年初长三角大幅降价 170 元/吨，熟料价格普遍为 330 元/吨，到春季开工延迟至 4 月，水泥行业在“不那么乐观”的背景下开启涨价之路。淡季少雨叠加环保督查、自律停窑，地区流动性受到抑制，同时需求表现可观，例如 1-11 月浙江房地产开工面积累计同比增长 22.7%，房地产开发投资增速 22.5%，供需共振形成淡季不淡。进入四季度旺季，尽管长三角首次错峰在“治污”文件下发时已有预期，但是执行后如期甚至超预期大幅上涨。观察长三角水泥价格曲线可以发现，18 年涨价比 17 年提前约 15 天，前期预期影响下水泥价格涨幅相对趋缓，17 年 11 月中旬开始涨价，曲线更为陡峭。

长三角降价落地，意在一步到位，落地有利解决外来熟料问题，同时有利旺季上涨。1 月 5 日起长三角安徽沿江、苏南及浙江地区主导针对熟料出厂一次性大幅下调 160 元/吨。调整后沿江主导企业熟料出厂/离岸降至 350-360 元/吨左右。关于调整时间同比提前，我们认为与涨价节奏早、高价持续时间长有关。18 年 11 月初主要地区熟料价格到达顶点，长三角是 500-530 元/吨，截止目前已经持续 9 周。而 17 年 12 月初达到顶峰，普遍是 500 元/吨，持续 5 周后开始下调。因此，高价持续时间、市场对高价的接受度已经明显好于 17 年同期。

华东、华南地区是发展的核心重点，区域需求长期看好，销量增速有保障。公司全年自产自销水泥有望实现超 3 亿销量，达到 3-4 个百分点增长，大概率超过全国平均（1-11 月全国平均产量增速 2.32%）。其中，四季度旺季销量预计实现 8400-8500 万吨，平均日发货有望超过 90 万吨。从区域发展角度看，江浙、广东属于经济发达省份，人口净流入是需求本源，财政收入保障未来建设。从龙头占比提升角度看，供给侧改革去低端产能、环保关停或暂停排放不达标企业，特别是长三角首次参与秋冬环保错峰，行政力促使小产能退出，规范经营的龙头企业受益。同时，矿山与熟料资源属性、水路运输渠道长筑壁垒，优势长期发挥。

龙头价值低估，现金牛、低负债、高股息均是海螺亮点。我们提示各地“两会”陆续召开，关注区域投资定调及基建项目批复加快利好水泥需求。基于我们的分析和公司预告，我们预计 2018-19 归母净利润 301.17 亿、315.45 亿，对应 EPS 分别为 5.68、5.95 元，对应 PE 分别为 5.16X、4.93X。维持“买入”评级。

风险提示：基建项目落地不及预期；雨雪天气变化不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55,931.90	75,310.82	101,669.61	112,853.26	118,495.93
增长率(%)	9.72	34.65	35.00	11.00	5.00
EBITDA(百万元)	15,849.83	25,306.66	42,645.34	44,667.95	46,950.28
净利润(百万元)	8,529.92	15,854.67	30,116.92	31,545.27	33,152.33
增长率(%)	13.48	85.87	89.96	4.74	5.09
EPS(元/股)	1.61	2.99	5.68	5.95	6.26
市盈率(P/E)	18.22	9.80	5.16	4.93	4.69
市净率(P/B)	2.03	1.74	1.45	1.23	1.06
市销率(P/S)	2.78	2.06	1.53	1.38	1.31
EV/EBITDA	5.68	5.75	2.98	2.36	1.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	29.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,999.70
流通 A 股股本(百万股)	3,999.70
A 股总市值(百万元)	117,311.28
流通 A 股市值(百万元)	117,311.28
每股净资产(元)	19.56
资产负债率(%)	22.75
一年内最高/最低(元)	39.88/27.23

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

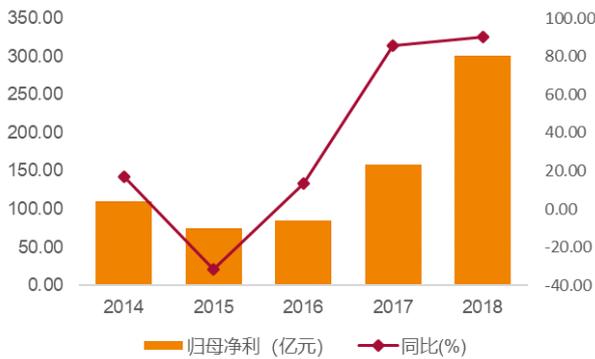
- 《海螺水泥-季报点评:水泥龙头单季业绩持续创新高》 2018-10-25
- 《海螺水泥-半年报点评:“泥龙”海螺,价值表率》 2018-08-23
- 《海螺水泥-公司研究简报:攻守兼备的现金牛企业》 2018-07-05



1. 事件

公司公告，初步核算 2018 年归母净利将实现 285.72-317.76 亿元，同比将增加 126.84-158.88 亿元，同比大幅增长 80-100%。扣非后净利润预计 281.56-309.71 亿元，同比增加 100-120%。公司 18 年业绩实现大幅增长，符合我们预期。

图 1：公司年度归母净利变化情况（18 取区间中值）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司单季度归母净利变化情况（18Q4 取区间中值）

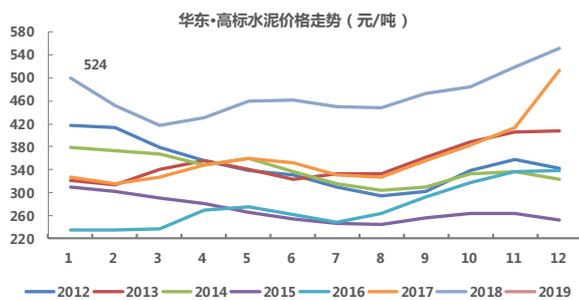


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 多因素共振，供需共创佳绩

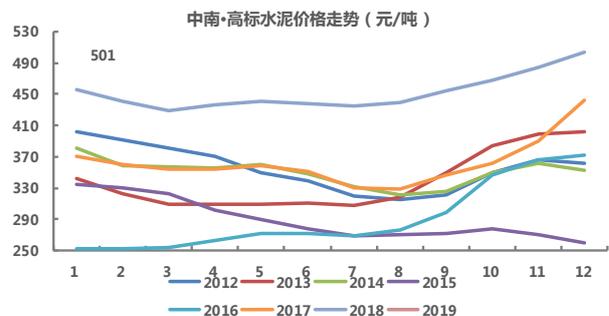
量价齐升，全年业绩实现同比大幅增长，价格弹性贡献最大，2018 年价格中枢同比大幅上移。根据我们测算，全年均价约 320-330 元/吨，同比提高约 70-80 元/吨，吨毛利预计在 150-160 元左右。其中，四季度均价预计 350-360 元/吨，按照中报吨成本 172 元计算，吨毛利在 178-188 元之间，18Q4 盈利水平创新高。结合费用等判断，全年吨净利在 90-100 元之间，Q4 吨净利预计超过 120 元。

图 3：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 4：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）

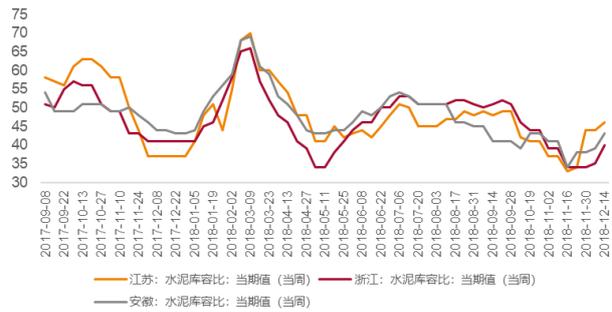
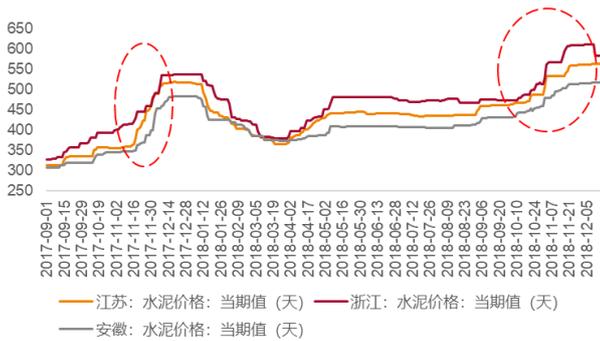


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

回溯 2018 全年变化，从年初长三角大幅降价 170 元/吨，熟料价格普遍为 330 元/吨，到春季开工延迟至 4 月，水泥行业在“不那么乐观”的背景下开启涨价之路。淡季少雨叠加环保督查、自律停窑，地区流动性受到抑制，同时需求表现可观，例如 1-11 月浙江房地产开工面积累计同比增长 22.7%，房地产开发投资增速 22.5%，供需共振形成淡季不淡。进入四季度旺季，尽管长三角首次错峰在“治污”文件下发时已有预期，但是执行后如期甚至超预期大幅上涨。观察长三角水泥价格曲线可以发现，18 涨价比 17 年提前约 15 天，前期预期影响下水泥价格涨幅相对趋缓，17 年 11 月中旬开始涨价，曲线更为陡峭。

图 5：长三角地区水泥价格当天值（元/吨）

图 6：长三角水泥库容比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

长三角降价落地，意在一步到位，落地有利于解决外来熟料问题，同时有利旺季上涨。1月5日起长三角安徽沿江、苏南及浙江地区主导针对熟料出厂一次性大幅下调160元/吨。调整后沿江主导企业熟料出厂/离岸降至350-360元/吨左右。关于调整时间同比提前，我们认为与涨价节奏早、高价持续时间长有关。18年11月初主要地区熟料价格到达顶点，长三角是500-530元/吨，截止目前已经持续9周。而17年12月初达到顶峰，普遍是500元/吨，持续5周后开始下调。因此，高价持续时间、市场对高价的接受度已经明显好于17年同期。

华东、华南地区是发展的核心重点，区域需求长期看好，销量增速有保障。公司全年自产自销水泥有望实现超3亿销量，达到3-4个百分点增长，大概率超过全国平均（1-11月全国平均产量增速2.32%）。其中，四季度旺季销量预计实现8400-8500万吨，平均日发货有望超过90万吨。**从区域发展角度看**，江浙、广东属于经济发达省份，人口净流入是需求本源，财政收入保障未来建设。浙江需求亮点包括大湾区建设、亚运会配套建设，例如：浙江省发改委网站发布浙江省都市圈城际铁路二期建设规划环境影响报告书公示。根据公示内容，2019年至2024年期间，杭州都市圈、宁波都市圈、温州都市圈、浙中城市群将规划新建9条城际铁路，线路总长526.2公里，设车站115座。广东地处粤港澳大湾区建设背景下，基建前景同样看好，例如：广东省发改委印发《供给侧结构性改革补短板重大项目2018年投资计划的通知》，共涉及9大类18个项目，总投资额超过1.9万亿元。**从龙头占比提升角度看**，供给侧改革去低端产能、环保关停或暂停排放不达标企业，特别是长三角首次参与秋冬环保错峰，行政力促使小产能退出，规范经营的龙头企业受益。同时，矿山与熟料资源属性、水路运输渠道长筑壁垒，优势长期发挥。

表 1：长三角、华南地区水泥产量表现

地区	11月		1-11月累计		占全国比重 (%)	10、11月合计	
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)		本月产量(万吨)	同比增长(%)
长三角	3,768.82	-2.7	36,401.21	1.5	18.21	7,759.72	7.2%
上海市	29.40	-26.70	369.58	-1.92	0.18	65.49	-17.5%
江苏省	1,359.78	-1.49	12,950.94	-7.74	6.48	2,760.97	7.9%
浙江省	1,163.86	1.90	11,218.78	14.06	5.61	2,400.39	10.1%
安徽省	1,215.78	-7.34	11,861.90	2.27	5.94	2,532.85	4.6%
华南	2935.79	6.12	26753.65	6.94%	13.38	-	-
广东省	1,539.23	4.49	14,273.03	5.70	7.14	-	-
广西区	1,179.27	5.01	10,556.28	7.48	5.28	-	-
海南省	217.29	27.58	1,924.34	13.68	0.96	-	-

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

龙头价值低估，现金牛、低负债、高股息均是海螺亮点。我们提示各地“两会”将陆续召开，关注区域投资定调，以及基建项目批复加快利好水泥需求。基于我们的分析和公司预

告，我们预计 2018-19 归母净利 301.17 亿、315.45 亿，对应 EPS 分别为 5.68、5.95 元，对应 PE 分别为 5.16X、4.93X。维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	15,585.98	24,759.78	46,288.40	68,452.60	86,644.60
应收账款	1,393.51	3,991.73	4,480.74	3,669.78	4,888.26
预付账款	581.05	801.89	875.66	950.06	848.98
存货	4,548.53	4,705.20	5,360.09	5,172.88	5,886.74
其他	7,285.25	11,694.25	9,241.76	12,748.02	15,034.41
流动资产合计	29,394.33	45,952.86	66,246.64	90,993.33	113,302.98
长期股权投资	3,315.43	2,790.76	2,890.76	3,390.76	4,190.76
固定资产	62,278.02	59,667.63	58,973.25	58,129.26	57,480.48
在建工程	1,521.04	2,364.22	1,882.11	2,191.05	2,695.53
无形资产	7,497.70	7,976.13	8,113.16	8,721.94	9,496.18
其他	5,507.59	3,390.99	2,604.86	1,877.49	1,016.30
非流动资产合计	80,119.79	76,189.73	74,464.14	74,310.51	74,879.25
资产总计	109,514.12	122,142.58	140,710.79	165,303.84	188,182.23
短期借款	1,275.21	934.81	934.81	934.81	934.81
应付账款	8,492.24	8,428.21	9,567.31	11,147.54	10,234.40
其他	7,281.77	11,751.28	11,319.66	11,303.01	12,321.79
流动负债合计	17,049.22	21,114.30	21,821.78	23,385.35	23,491.00
长期借款	5,447.25	4,860.48	6,500.00	5,340.39	6,340.39
应付债券	5,995.86	3,498.46	4,000.00	4,500.00	4,800.00
其他	723.02	705.23	750.00	800.00	1,000.00
非流动负债合计	12,166.13	9,064.17	11,250.00	10,640.39	12,140.39
负债合计	29,215.35	30,178.48	33,071.78	34,025.74	35,631.39
少数股东权益	3,689.85	2,557.81	3,812.68	5,127.07	6,508.42
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30
资本公积	10,684.32	10,576.32	10,614.92	10,614.92	10,614.92
留存收益	70,718.80	83,815.82	101,924.56	120,851.73	140,743.13
其他	(10,093.50)	(10,285.15)	(10,614.92)	(10,614.92)	(10,614.92)
股东权益合计	80,298.77	91,964.11	111,036.55	131,278.10	152,550.85
负债和股东权益总	109,514.12	122,142.58	140,710.79	165,303.84	188,182.23

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	8,950.64	16,428.73	30,116.92	31,545.27	33,152.33
折旧摊销	4,752.71	4,833.18	3,504.21	3,658.64	3,836.26
财务费用	369.89	202.94	130.00	94.80	80.50
投资损失	(348.31)	(2,019.48)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	714.28	562.75	2,518.06	(1,088.91)	(4,012.01)
其它	(1,242.47)	(2,645.10)	1,254.87	1,314.39	1,381.35
经营活动现金流	13,196.75	17,363.03	37,424.07	35,424.19	34,338.43
资本支出	5,987.38	3,316.09	1,755.23	3,350.00	4,100.00
长期投资	339.99	(524.67)	100.00	500.00	800.00
其他	(10,879.62)	(7,994.08)	(3,601.52)	(7,155.00)	(9,105.00)
投资活动现金流	(4,552.25)	(5,202.65)	(1,746.28)	(3,305.00)	(4,205.00)
债权融资	15,980.74	13,979.02	15,634.81	14,975.20	16,275.20
股权融资	(371.04)	(365.20)	(102.58)	205.20	319.50
其他	(22,760.65)	(21,113.43)	(23,718.66)	(22,373.31)	(28,536.13)
筹资活动现金流	(7,150.95)	(7,499.61)	(8,186.43)	(7,192.91)	(11,941.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,493.55	4,660.77	27,491.35	24,926.28	18,191.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	55,931.90	75,310.82	101,669.61	112,853.26	118,495.93
营业成本	37,769.96	48,887.73	54,901.59	63,197.83	66,357.72
营业税金及附加	672.45	946.99	1,118.37	1,410.67	1,421.95
营业费用	3,276.41	3,571.93	3,456.77	3,837.01	4,028.86
管理费用	3,143.60	3,459.69	3,151.76	3,498.45	3,673.37
财务费用	336.86	215.62	130.00	94.80	80.50
资产减值损失	377.85	(0.01)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	6.39	2.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	399.09	2,026.69	100.00	100.00	100.00
其他	(810.96)	(4,625.42)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营业利润	10,760.26	20,825.30	39,011.13	40,914.51	43,033.52
营业外收入	981.20	479.90	800.00	800.00	800.00
营业外支出	88.25	76.44	100.00	120.00	120.00
利润总额	11,653.21	21,228.76	39,711.13	41,594.51	43,713.52
所得税	2,702.56	4,800.02	8,339.34	8,734.85	9,179.84
净利润	8,950.64	16,428.73	31,371.79	32,859.66	34,533.68
少数股东损益	420.73	574.06	1,254.87	1,314.39	1,381.35
归属于母公司净利润	8,529.92	15,854.67	30,116.92	31,545.27	33,152.33
每股收益(元)	1.61	2.99	5.68	5.95	6.26

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.72%	34.65%	35.00%	11.00%	5.00%
营业利润	24.16%	93.54%	87.33%	4.88%	5.18%
归属于母公司净利润	13.48%	85.87%	89.96%	4.74%	5.09%
获利能力					
毛利率	32.47%	35.09%	46.00%	44.00%	44.00%
净利率	15.25%	21.05%	29.62%	27.95%	27.98%
ROE	11.13%	17.73%	28.09%	25.01%	22.70%
ROIC	11.52%	21.22%	38.84%	41.09%	44.73%
偿债能力					
资产负债率	26.68%	24.71%	23.50%	20.58%	18.93%
净负债率	-2.22%	-2.56%	-7.71%	-21.98%	-32.38%
流动比率	1.72	2.18	3.04	3.89	4.82
速动比率	1.46	1.95	2.79	3.67	4.57
营运能力					
应收账款周转率	43.38	27.97	24.00	27.69	27.69
存货周转率	12.73	16.28	20.20	21.43	21.43
总资产周转率	0.52	0.65	0.77	0.74	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.61	2.99	5.68	5.95	6.26
每股经营现金流	2.49	3.28	7.06	6.68	6.48
每股净资产	14.46	16.87	20.23	23.81	27.56
估值比率					
市盈率	18.22	9.80	5.16	4.93	4.69
市净率	2.03	1.74	1.45	1.23	1.06
EV/EBITDA	5.68	5.75	2.98	2.36	1.91
EV/EBIT	8.11	7.11	3.25	2.57	2.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com