

海螺水泥(600585)/水泥制造

份额提升盈利空前, 长期价值持续凸显

评级: 买入

市场价格: 29.33

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 孙颖

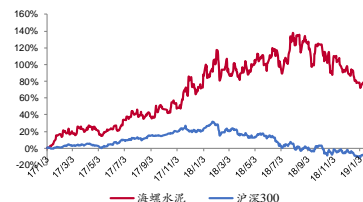
Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	40.00
市价(元)	29.33
市值(亿元)	1610
流通市值(亿元)	1173

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 “熟料资源化”下的集中度提升, 成本曲线分化下的盈利高增
- 2 资源禀赋和成本优势下的价值重估
- 3 海螺水泥: 中报盈利超预期

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	559.32	753.11	1125.03	1035.03	1014.33
增长率 yoy%	9.72%	34.65%	49.38%	-8.00%	-2.00%
净利润(亿元)	85.30	158.55	306.91	250.04	244.61
增长率 yoy%	13.48%	85.87%	93.57%	-18.53%	-2.17%
每股收益(元)	1.61	2.99	5.79	4.72	4.62
每股现金流量	2.49	3.28	5.63	7.14	4.15
净资产收益率	11.13%	17.73%	29.38%	21.84%	19.69%
P/E	18.22	9.80	5.06	6.22	6.35
PEG	0.43	0.65	0.08	0.15	0.42
P/B	2.03	1.74	1.49	1.36	1.25

备注:

投资要点

- **事件:** 海螺水泥公布 2018 年全年业绩预告, 预计 2018 年实现归母净利润 285.39~317.10 亿元, 同比大幅增加 80%~100%。预计 2018 年实现扣非归母净利润 281.56~309.71 亿元, 同比大幅增加 100%~120%。根据业绩指引, 公司 2018Q4 的归母净利润在 78.23~109.94 亿元之间, 单季度盈利有望再创历史新高。
- **点评:**
- **需求稳定, 供给整体收缩, 全年盈利能力大幅增长。** 2018 年南方地区整体房地产投资和基建投资情况较好, 特别是三四线城市新开工高增对需求形成了较好支撑, 海螺水泥相关业务区域 2018 年全年的水泥需求量维持高位。原材料管控增强, 同时环保趋严, 华东地区四季度错峰生产情况同比 2017 年有所加强(安徽本省部分企业秋冬季也开启了错峰生产), 而小型粉磨站、无矿熟料产线的生产能力受到了明显压制。因而在需求端韧性较强, 供给端持续收缩的大背景下, 海螺水泥 2018 年的盈利情况创下历史最佳水平。
- **销量与市场份额延续提升。** 2018 年以公司为主导的贸易平台业务范围持续扩张, 贸易量增长明显, 对于熟料资源和销售渠道的把控力进一步增强, 公司的市场控制能力与份额持续提升, 同时公司将旗下部分工厂的销售口径转入海中建材贸易有限公司, 带动公司收入较快增长; 海外项目相继建成投产, 包括柬埔寨和印尼两个项目点火, 同样贡献了部分增量。
- **展望 2019 年, 我们认为水泥行业的供需关系仍将相对稳定, 或呈现从高位的小幅走弱。** 当前存量需求仍处高位、叠加“逆周期”调节或将在 2019 年带来需求端较强的韧性; 而供给端受到行政化强约束导致供给曲线增长被抑制, 虽然供给端行政化约束在 2019 年可能会出现边际上的松动, 但是行业对于产能自发调节的极强能力将会使得在需求大幅下滑、供给约束彻底失效之前对行业盈利中枢起到稳定作用。我们认为本轮行业盈利的下行周期会更长而平缓。与此同时, 我们对 2019 年整体水泥需求并不悲观, 而水泥行业的盈利中枢或较市场当前预期为好。
- **从公司自身而言, 成长空间仍然较大, 中长期价值亟待发掘。** 公司资产价

值高，具备中长期可持续发展的基础，安全边际充足。首先，近年逐渐重估的石灰石资源是海螺资产负债表中的“一座金山”，而公司所处市场、资源禀赋和“T型”产能布局奠定了公司不可复制的成本优势和市场基础。未来即便水泥需求出现下滑，行业进入新一轮洗牌，海螺近年逐渐增强的竞争优势和行业集中度的提升也划定了公司极强的盈利安全边际，我们认为下一轮盈利的底部也会比2015年周期底部高。公司未来发展空间看点连连。近年积极开拓骨料市场，加强全产业链控制，按照规划到2020年公司将力争实现至少1亿吨/年的骨料产能。而在极强的资源禀赋导致海螺水泥发展骨料业务具备极好基础和较大潜力。而公司海外拓展步伐加快，全球布局降低企业经营风险。海螺水泥计划到“十三五”末海外新建产能5000万吨。从国内走向国际，海螺水泥借“一带一路”的东风逐步走向国际化，通过全球布局实现持续扩张。同时近年来在手资本的积累和资产负债表的不断优化，为公司在未来行业下行期的持续整合打下极强基础。而在下一轮洗牌后的海螺销量有望超过4亿吨，实现持续的逆势扩张。

- **投资建议：**我们认为海螺水泥是天然的价值土壤；建议投资者从内在价值角度出发，看长做长，寻找公司合理的配置机会；这也符合成熟市场水泥行业投资的趋势与规律。基于我们一贯的观点，随着传统产业逐渐退出我国经济增长主舞台，水泥行业向龙头集中的大趋势不会发生变化。在未来需求强刺激和供给侧约束逐渐退潮的过程中，海螺等水泥龙头企业的资金结构重要的转变期，近2-3年追求供给侧驱动带来ROE回升的资金会逐渐撤出，而对于投资时长不敏感、追求长期行业格局趋势确定性的和资金则会越来越多。从海螺的预期持有期收益来看，我们认为随着行业需求进入下行通道，实质性的产能去化能够逐步推进，海螺作为行业龙头将明显受益于集中的提升。当前海螺的所有者权益超过1000亿，PB约1.5X，到2019年底的动态PB约为1.2X；而未来经历过一轮周期之后的海螺，市场份额能够继续提升，盈利能力仍将回到较高水平；同时公司也在未来逐渐加强分红比例。从我们对海螺进行的DCF模型估值看，当前公司市值与资产价值接近，撇除盈利带来的短期波动影响，长期投资者在整个持有周期能够享受到较为稳定的股息收益回报、以及海螺作为龙头的二次成长红利。我们预计海螺水泥2019年净利润约为250亿，对应PE约为6.2X。维持“买入”评级。

- **风险提示：**
- 1. 宏观经济风险；2. 供给侧改革推进不达预期

图表 1: 基于 DCF 模型测算海螺的内在价值

吨营业收入	330	300	270	250	230	220	230	240	250	250	260	260	260
吨营业成本	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
吨税金及附加	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
吨毛利	150	120	90	70	50	40	50	60	70	70	80	80	80
吨销售费用	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
吨管理费用	12	12	10	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8
吨财务费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
吨投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
吨加: 营业外收入	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
吨减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
吨息税前利润	128	98	70	51	32	22	32	42	52	52	62	62	62
吨所得税	29	23	16	12	7	5	7	10	12	12	14	14	14
水泥和熟料销量 (万吨)	30,975	32,214	33,825	34,772	35,676	36,532	37,336	38,083	38,844	39,621	40,413	41,222	41,222
销量增长率 %	5.0%	4.0%	5.0%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%
息税前利润率	38.8%	32.7%	25.9%	20.4%	13.9%	10.0%	13.9%	17.5%	20.8%	20.8%	23.8%	23.8%	23.8%
新建、并购假设													
海外新建 (万吨)	1,000	1,000	1,000	500	500	-	-	-	-	-	-	-	-
单吨投资额	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
国内并购	500	1,000	1,000	1,000	1,000	500	-	-	-	-	-	-	-
单吨投资额	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
合计并购 (万吨)	1,500	2,000	2,000	1,500	1,500	500	-	-	-	-	-	-	-
所需资金 (亿元)	65	80	80	55	55	15	-	-	-	-	-	-	-
折旧													
折旧率	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
期末固定资产 (亿元)	611	638	662	662	662	625	577	533	492	454	419	387	357
加投资后的固定资产	662	691	718	717	717	677	625	577	533	492	454	419	387
1) 计算自由现金流													
收入	1,022	966	913	869	821	804	859	914	971	991	1,051	1,072	1,072
收入增长率 (%)	35.7%	-5.5%	-5.5%	-4.8%	-5.6%	-2.1%	6.8%	6.4%	6.3%	2.0%	6.1%	2.0%	0.0%
息税前利润率	38.8%	32.7%	25.9%	20.4%	13.9%	10.0%	13.9%	17.5%	20.8%	20.8%	23.8%	23.8%	23.8%
息税前利润	397	316	236	177	114	80	119	160	202	206	250	255	255
息税前利润增长率	90.2%	-20.3%	-25.2%	-25.1%	-35.7%	-29.7%	48.9%	34.0%	26.3%	2.0%	21.7%	2.0%	0.0%
有效税率 (%)	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
息税前利润率 x (1-有效税率)	305.7	243.5	182.0	136.3	87.6	61.6	91.7	122.9	155.2	158.3	192.6	196.5	196.5
加: 折旧	50.9	53.1	55.2	55.2	55.2	52.1	48.1	44.4	41.0	37.8	34.9	32.2	29.7
加: 资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减: 营运资本变化	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减: 资本支出	116	133	135	110	110	67	48	44	41	38	35	32	30
自由现金流	241	164	102	81	33	47	92	123	155	158	193	196	196
折现率													
无风险收益率	2.00%												
股权资产风险溢价	8.00%												
Beta值	1.0												
股权成本	10.00%												
债权成本	4.00%												
股权融资比例	100.00%												
债权融资比例	0.00%												
加权平均资本成本 (WACC)	10.00%	8%	9%	11%	12%								
永续增长率	1.00%												
自由现金流折现价值 (亿元)	1,749	2269	1,975	1570	1427								

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 财务摘要

损益表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	559.32	753.11	1,125.03	1,035.03	1,014.33
增长率	9.7%	34.6%	49.4%	-8.0%	-2.0%
营业成本	-377.70	-488.88	-641.36	-636.02	-628.88
% 销售收入	67.5%	64.9%	57.0%	61.5%	62.0%
毛利	181.62	264.23	483.67	399.00	385.44
% 销售收入	32.5%	35.1%	43.0%	38.6%	38.0%
营业税金及附加	-6.72	-9.47	-14.15	-13.01	-12.75
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-32.76	-35.72	-37.13	-37.13	-37.13
% 销售收入	5.9%	4.7%	3.3%	3.6%	3.7%
管理费用	-31.44	-34.60	-36.00	-33.12	-32.46
% 销售收入	5.6%	4.6%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	110.69	184.44	396.40	315.74	303.11
% 销售收入	19.8%	24.5%	35.2%	30.5%	29.9%
财务费用	-3.37	-2.16	5.58	10.89	16.31
% 销售收入	0.6%	0.3%	-0.5%	-1.1%	-1.6%
资产减值损失	3.78	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.06	0.02	0.02	-0.01	0.00
投资收益	3.99	20.27	1.00	1.00	1.00
% 税前利润	3.2%	9.8%	0.2%	0.3%	0.3%
营业利润	115.16	202.58	402.99	327.62	320.42
营业利润率	20.6%	26.9%	35.8%	31.7%	31.6%
营业外收支	8.93	4.03	3.80	3.80	3.80
税前利润	124.09	206.61	406.79	331.42	324.22
利润率	22.2%	27.4%	36.2%	32.0%	32.0%
所得税	-27.03	-48.00	-92.34	-75.23	-73.60
所得税率	21.8%	23.2%	22.7%	22.7%	22.7%
净利润	89.51	164.29	314.45	256.18	250.62
少数股东损益	4.21	5.74	7.55	6.15	6.01
归属于母公司的净利润	85.30	158.55	306.91	250.04	244.61
净利率	15.3%	21.1%	27.3%	24.2%	24.1%

资产负债表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	155.86	247.60	369.87	585.47	651.48
应收款项	79.05	151.19	223.82	126.94	222.44
存货	45.49	47.05	59.84	42.63	55.20
其他流动资产	13.55	13.69	16.18	13.71	16.14
流动资产	293.94	459.53	669.71	768.75	945.26
% 总资产	26.8%	37.6%	47.6%	52.0%	58.2%
长期投资	62.79	32.89	32.90	32.89	32.92
固定资产	622.78	596.68	562.67	527.55	491.30
% 总资产	56.9%	48.9%	40.0%	35.7%	30.2%
无形资产	74.98	79.76	79.19	78.56	77.87
非流动资产	801.20	761.90	735.77	708.44	679.97
% 总资产	73.2%	62.4%	52.4%	48.0%	41.8%
资产总计	1,095.14	1,221.43	1,405.48	1,477.19	1,625.23
短期借款	12.75	9.35	9.06	9.00	9.00
应付款项	100.42	105.72	133.56	99.18	143.36
其他流动负债	57.32	96.07	96.10	96.08	96.08
流动负债	170.49	211.14	238.72	204.26	248.44
长期贷款	54.47	48.60	47.00	47.00	47.00
其他长期负债	67.19	42.04	42.04	42.04	42.04
负债	292.15	301.78	327.76	293.30	337.48
普通股股东权益	766.09	894.06	1,044.60	1,144.62	1,242.46
少数股东权益	36.90	25.58	33.12	39.27	45.29
负债股东权益合计	1,095.14	1,221.43	1,405.48	1,477.19	1,625.23

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	1.61	2.99	5.79	4.72	4.62
每股净资产 (元)	14.46	16.87	19.71	21.60	23.45
每股经营现金净流 (元)	2.49	3.28	5.63	7.14	4.15
每股股利 (元)	0.50	0.50	2.90	2.83	2.77
回报率					
净资产收益率	11.13%	17.73%	29.38%	21.84%	19.69%
总资产收益率	8.17%	13.45%	22.37%	17.34%	15.42%
投入资本收益率	11.52%	21.22%	38.59%	29.50%	32.62%
增长率					
营业总收入增长率	9.72%	34.65%	49.38%	-8.00%	-2.00%
EBIT 增长率	20.15%	84.49%	94.11%	-20.30%	-3.98%
净利润增长率	13.48%	85.87%	93.57%	-18.53%	-2.17%
总资产增长率	3.53%	11.53%	15.07%	5.10%	10.02%
资产管理能力					
应收账款周转天数	8.3	12.9	17.0	18.0	19.0
存货周转天数	28.3	22.1	17.1	17.8	17.4
应付账款周转天数	39.5	34.5	33.0	32.0	35.0
固定资产周转天数	399.0	291.5	185.5	189.6	180.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-10.93%	-25.02%	-41.53%	-43.39%	-55.95%
EBIT 利息保障倍数	32.9	95.0	-71.3	-29.1	-18.6
资产负债率	26.68%	24.71%	23.32%	19.86%	20.77%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。