



海螺水泥(600585.SH)

【联讯建材年报点评】海螺水泥(600585):吨盈利创历史新高, Q1 增长确定

2019年03月22日

事项:

买入(维持)

当前价: 38.07 元

目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping_bf@lxsec.com

相关研究

《海螺水泥(600585) _【联讯建材公司点评】海螺水泥(600585):高增长高分红,低负债低估值》2018-03-23

《海螺水泥(600585) _【联讯建材中报点评】海螺水泥(600585):1H量价齐升,旺季叠加需求回暖,下半年或再超预期》2018-08-23

公司近期发布 2018 年年报,报告期内实现营业收入 1284.03 亿元,同比增长 70.50%,实现归母净利润 298.14 亿元,同比增长 88.05%,基本每股收益 5.63 元/股,同比增长 88.05%。此外,公司拟每股派 1.69 元(含税)。

评论:

◇ 自产水泥和熟料量价齐升,吨毛利高达 157 元创历史新高

2018 年公司水泥熟料自产品销量为 2.98 亿吨,同比增长 2.69%;自产品销售收入 986.31 亿元,同比增长 36.62%;自产品销售成本 518.37 亿元,同比增长 12.68%;自产品综合毛利率为 47.44%,较上年同期上升 11.17 个百分点。

2018 年公司水泥和熟料子产品吨收入 331 元,吨成本 174 元,吨毛利 157 元,同比分别提升 86 元、13 元和 73 元;水泥价格 18 年继续上涨,盈利能力显著提升。

◇ 贸易业务显著放量,“T”型战略进一步强化

报告期公司贸易业务实现收入 252.1 亿元,同比增长 1699.14%,营业成本 251.7 亿元,同比增长 1706.42%,毛利率为 0.17,同比下降 0.4 个百分点。非自产水泥和熟料业务销量达到 0.7 亿吨,同比增长 12 倍。报告期公司进一步完善“T”型发展战略,在长江中下游及沿海大力建设或租赁中转库等水路上岸通道,并逐步推进中心城市区域销售市场一体化建设,创建贸易平台,抢抓终端销售市场建设。

◇ 骨料产品毛利率上行明显

报告期公司骨料业务实现收入 8.1 亿元,同比增长 16.0%,毛利率高达 69.1%,同比上升 5.1 个百分点,主要得益于骨料价格大幅提升。

◇ Q4 收入继续走高,毛利率同比下滑或因贸易业务占比提升

从 Q4 单季度来看,公司收入 506.11 亿元,同比增长 100.26%;归母净利润 90.98 亿元,同比增长 50.48%,毛利率 29.59%,同比下滑 26.63 个百分点;Q4 收入增长快于利润我们判断主要因贸易业务增长较快,但因贸易业务毛利率较低,拖累整体毛利率下滑,实际上单从自产品来看,盈利能力环比同比均大幅上升。

◇ 期间费用率显著下降

报告期公司期间费用率 5.72%,较去年同期降低 4.12 个百分点,其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.01%、3.03%、0.06%和-0.38%,同比分别下降 1.84、1.61、0 和 0.67 个百分点,费用率下降为主营业务收入金额增加所致,研发费用率没有变动,主要是本集团下属子公司用于智能化工厂建设及耐火材料等新产品的研发费用投入同比增加所致。

◇ 国内外齐发力,产能持续扩张



报告期内，公司继续做好国内项目建设和并购，乐清海螺、建德海螺等 4 台水泥磨相继建成投产；建德海螺、江华海螺、阳春海螺、分宜海螺、兴业海螺等公司骨料项目建成投产。收购了广英水泥，增加熟料产能 270 万吨，水泥产能 400 万吨，骨料产能 130 万吨。

同时，公司积极推进海外项目建设，柬埔寨马德望海螺、印尼北苏海螺等 2 条熟料生产线及 4 台水泥磨相继建成投产，老挝琅勃拉邦海螺项目建设进入设备安装阶段，缅甸曼德勒海螺项目已开工建设，老挝万象海螺、乌兹别克斯坦卡尔希海螺等项目前期工作有序推进。

截至报告期末，公司熟料产能 2.52 亿吨，水泥产能 3.53 亿吨，骨料产能 3,870 万吨，商品混凝土 60 万立方米。公司规模持续扩大并向海外发展，产能将持续提升。

◇ 维持“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 1440、1586 和 1722 亿元，同比分别增加 12.1%、10.2%和 8.5%，净利润分别为 305.5、311.9 和 317.4 亿元，同比分别增长 2.5%、2.1%和 1.8%，EPS 分别为 5.77、5.89 和 5.99 元，对应 19-21 年 PE 分别为 7/6/6x。Q1 公司主要区域水泥价格依然高于去年同期，业绩增长确定，从全年来看，今年需求端大概率好于去年，水泥价格有望维持稳定，维持“买入”评级。

◇ 风险提示

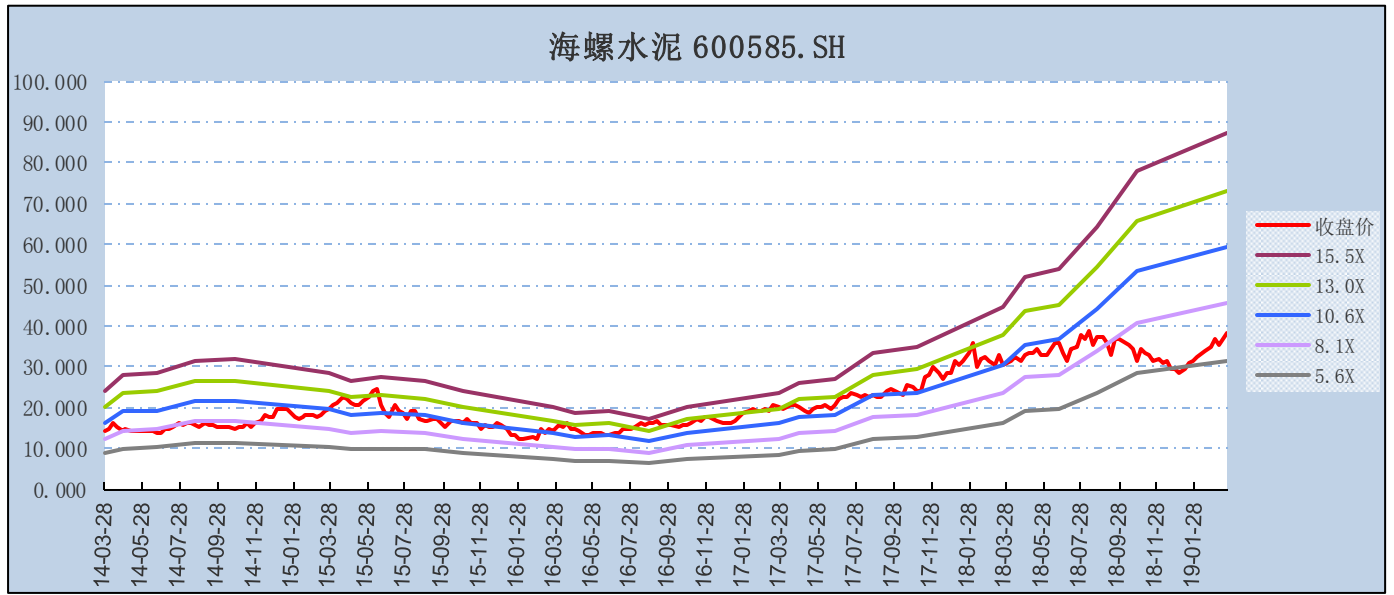
房地产下行的风险；

环保监管严格生产运营成本提升的风险；

煤电价格上涨的风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1504	1500	1500	1500	营业收入	128403	143997	158626	172153
应收款项	3503	4939	5467	5997	营业成本	81230	93119	106501	118845
存货净额	1675	1450	1456	1577	营业税金及附加	1458	1728	1904	2066
其他流动资产	595	2591	2869	3146	销售费用	3733	4176	4442	4820
流动资产合计	7276	10480	11292	12221	管理费用	3752	4743	5117	5444
固定资产	20576	22092	23900	22167	财务费用	(474)	(522)	(965)	(1398)
无形资产及其他	599	579	559	539	投资收益	658	500	500	500
投资性房地产	710	710	710	710	资产减值及公允价值变动	(184)	0	0	0
长期股权投资	1209	1225	1241	1257	其他收入	704	0	0	0
资产总计	30370	35086	37702	36894	营业利润	39882	41253	42127	42877
短期借款及交易性金融负债	8066	10872	11957	9093	营业外净收支	(253)	600	600	600
应付款项	3450	1967	1976	2141	利润总额	39629	41853	42727	43477
其他流动负债	820	2912	2988	3233	所得税费用	8993	9626	9827	10000
流动负债合计	12336	15751	16921	14466	少数股东损益	822	1674	1709	1739
长期借款及应付债券	3053	3053	3053	3053	归属于母公司净利润	29814	30553	31191	31738
其他长期负债	401	401	401	401					
长期负债合计	3454	3454	3454	3454	现金流量表（百万元）				
负债合计	15790	19205	20375	17920	净利润	29814	30553	31191	31738
少数股东权益	342	349	356	364	资产减值准备	209	2728	(249)	(259)
股东权益	14238	15532	16971	18609	折旧摊销	4953	8150	8623	8968
负债和股东权益总计	30370	35086	37702	36894	公允价值变动损失	184	0	0	0
					财务费用	(474)	(522)	(965)	(1398)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(6412)	4029	(573)	(523)
每股收益	5.63	5.77	5.89	5.99	其它	412	(1463)	1540	1573
每股红利	1.37	2.88	2.94	2.99	经营活动现金流	29161	43996	40533	41497
每股净资产	21.26	24.15	27.09	30.09	资本开支	(5090)	(3600)	(3600)	(3600)
ROIC	26%	28%	32%	33%	其它投资现金流	(23)	0	0	0
ROE	26%	24%	22%	20%	投资活动现金流	(5504)	(3600)	(3600)	(3600)
毛利率	37%	35%	33%	31%	权益性融资	182	0	0	0
EBIT Margin	30%	28%	26%	24%	负债净变化	(2254)	0	0	0
EBITDA Margin	34%	34%	31%	29%	支付股利、利息	(7284)	(15276)	(15595)	(15869)
收入增长	70%	12%	10%	9%	其它融资现金流	8097	1472	0	0
净利润增长率	88%	2%	2%	2%	融资活动现金流	(10797)	(13804)	(15595)	(15869)
资产负债率	25%	27%	26%	26%	现金净变动	12859	26592	21337	22028
息率	3.6%	7.6%	7.7%	7.9%	货币资金的期初余额	24760	37619	64211	85548
P/E	6.8	6.6	6.5	6.4	货币资金的期末余额	37619	64211	85548	107576
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	23005	39556	35761	36398
EV/EBITDA	5.4	5.0	5.0	5.0	权益自由现金流	28848	41430	36503	37475

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com