



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 充分受益地产韧性的超预期，发展路径清晰 ——海螺水泥（600585）2018 年年报点评

2019 年 04 月 9 日

强烈推荐/维持

海螺水泥 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年财报。公司 2018 年实现营业总收入 1284.03 亿元，较上年同期增长 70.50%；实现归属于上市公司股东的净利润为 298.14 亿元，较上年同期增长 88.05%。每股收益为 5.63 元，同比增长 88.05%。
- **量价齐升，营业收入高速增长。**公司 2018 年实现营业总收入 1284.03 亿元，较上年同期增长 70.50%。其中 2018 年 Q1-Q4 公司的营业收入分别为 188 亿元、270 亿元、320 亿元与 506 亿元；同比增长 37.59%、47.66%、76.77%、100.26%，单季度营收增速稳步提升向上。

2018 年公司水泥和熟料合计净销量为 3.68 亿吨，相比 2017 年的 2.95 亿吨同比增长 24.77%。2018 年全国水泥价格创下历史新高。作为行业龙头，公司具有明显的定价权优势，产品价格大幅上升。2018 年公司自产自销水泥熟料均价为 327.98 元/吨，相比 2017 年的 247.09 元/吨价格上涨约 81 元/吨。此外，集团在各区域市场创建了贸易平台，实现水泥熟料贸易业务销量 0.70 亿吨，同比增长 12 倍；贸易业务收入 252.10 亿元，同比增长 17 倍。

公司 42.5 级水泥（自产品销售）占主营业务收入比重最高，达到 51.19%，32.5R 级水泥（自产品销售）占主营收入比重的 19.76%，贸易业务占主营收入比重的 19.63%，熟料占主营收入比重的 5.16%，骨料及石子、商品混凝土与其他业务合计占主营收入比重的 4.24%。

中部、东部地区贡献了公司绝大部分的营收，分别占到营收总额的 51.29% 和 34.62%，西部、南部分别贡献了营收总额的 22.30% 和 12.69%。其中，东部地区营业收入增长速度最快达 43.27%，中部、南部、西部营业收入同比增长均为 35% 左右。受国内市场熟料资源阶段性紧张的影响，出口销量同比下降 33.53%，销售金额同比下降 23.63%。但随着海外项目相继建成投产以及销售网络的完善，海外项目公司销量同比增长 57.66%，销售金额同比增长 66.58%。

- **毛利率与期间费用率一升一降双推盈利水平。**2018 年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 298.14 亿元，同比增长 88.05% 增速达创历史新高。其中 2018 年 Q1-Q4 归属上市公司股东的净利润分别为 47.78 亿元、81.64 亿元、77.74 亿元和 90.98 亿元，同比增速分别为 121.90%、78.90%、151.43%、50.48%，其中，第四季度归属于上市公司股东的净利润增速放缓，主要是因为 2017Q4 基数较大所致。

2018 年公司毛利率为 36.74%，同比提升 1.65 个百分点。相比净利润大幅上涨，毛利率上涨幅度较小，主要是公司贸易业务占营业收入比重的 19.63%，而其毛利率水平仅为 0.17%。2018 年公司自产品销售业务的毛利率为 47.29%，同比提高 14.51 个百分点，提升较大。

2018 年公司水泥熟料综合单位成本提高了 15.25 元/吨至 173.14 元/吨。其中原材料单位成本由 2017 年的 27.22 元/吨上涨至 36.52 元/吨，成本比重上升 3.85%；人工单位成本由 2017 年的 20.51 元/吨上涨至 25.58 元/吨，成本比重上升 1.79%。而燃料及动力和折旧费用成本控制较好，与 2017 年相比变化不大。2018 年公司水泥熟料的吨毛利相较 2017 年上涨 67.81 元达到 155.08 元/吨，毛利率水平从 35.32% 上升到 47.29%，使得公司净利润实现大幅增长。

期间费用方面，2018 年公司销售费用率、管理费用率、财务费率均有所下降。2018 年公司销售费用率下降 1.84%，管理费用率下降 1.61%，财务费用率下降 0.67%，研发费用率与 2017 年保持一致，为公司主营业务收入的 0.06%。研发费用同比增长 67.43%，主要是由于公司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。2018 年公司 ROE 达到 29.51%，同比提高 10.41 个百分点。

**现金流充裕，财务结构稳健。**公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额

### 赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	27.23-44.56
总市值 (亿元)	2361.37
流通市值 (亿元)	1782.27
总股本/流通 A 股 (亿股)	52.99/52.99
流通 B 股/H 股 (亿股)	/
52 周日均换手率	0.78

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《海螺水泥（600585.SH）：2018 年三季度报点评，高景气未改 ROE 持续向上》

2018-10-25

2、《海螺水泥（600585.SH）：价格上涨主导业绩高增长，海外拓展是看点》

2018-8-23

3、《海螺水泥（600585.SH）：规模优势下内外并举，一带一路开启新征程》

2018-3-23

达到 360.59 亿，同比增长 107.68%；2018 年末公司持有货币资金共计 376.19 亿，相比 2017 年同期增长 51.94%。公司资产负债率仅为 22.15%，相比 2017 年末的 24.71%下降了 2.56%。充足的现金有利于企业规模进一步拓展，实现业绩持续增长。

**产能稳步提升，并购和海外拓展开辟新空间。**2018 年公司继续推进国内项目建设和并购，4 台水泥磨相继建成投产，5 个骨料项目建成投产。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、印尼 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进入前期工作。至 2018 年末，公司熟料产能 2.52 亿吨，相比 2017 年增加 0.06 亿吨，同比增长 2.44%；水泥产能 3.53 亿吨，相比 2017 年增加 0.18 亿吨；同比增长 5.37%；骨料产能 3870 万吨，相比 2017 年增加 980 万吨，同比增长 33.91%；商品混凝土保持 60 万立方米的产能不变。利用充足的现金和政策优势公司通过并购和海外拓展发展路径清晰。

- **盈利预测和投资评级：**2019 年地产韧性超出市场预期，地产行业进入建安阶段，释放水泥需求。我们预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 6.25 元、6.82 元和 7.08 元，对应动态 PE 为 7、6 和 6 倍，考虑到公司作为行业龙头充分受益需求超预期释放的弹性，同时并购和海外发展路径清晰，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**地产水泥需求持续性和海外拓展不及预期。

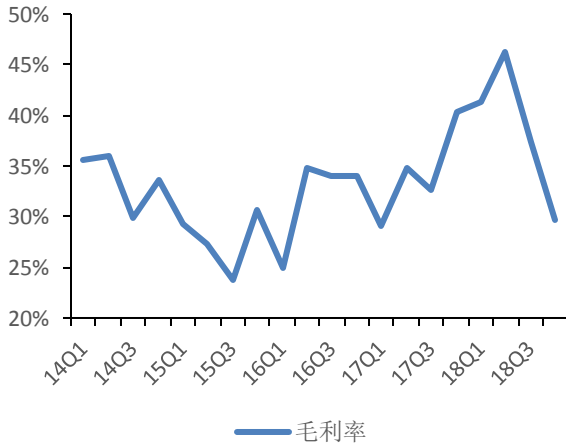
## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,310.	128,40	119,849	130,93	135,96
增长率(%)	34.65%	70.50%	-6.66%	9.25%	3.85%
净利润(百万元)	15,854.	29,814.	33,141.	36,118.	37,505.
增长率(%)	85.87%	88.05%	11.16%	8.98%	3.84%
净资产收益率(%)	17.73%	26.46%	23.88%	21.59%	19.05%
每股收益(元)	2.99	5.63	6.25	6.82	7.08
PE	14	8	7	6	6
PB	2.56	2.03	1.65	1.37	1.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

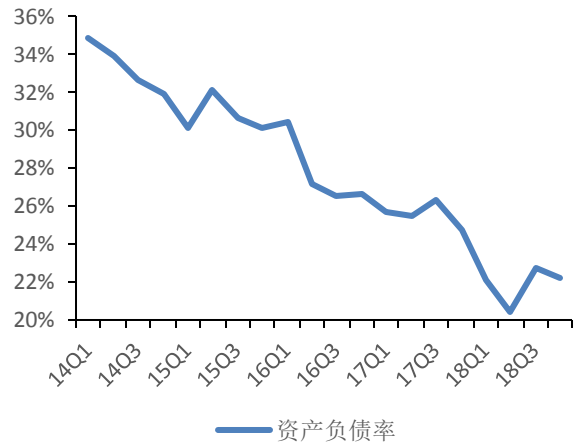


图 1: 海螺水泥毛利率变化



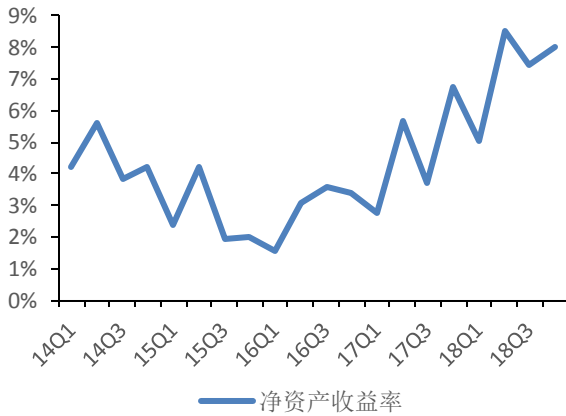
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 海螺水泥资产负债率变化



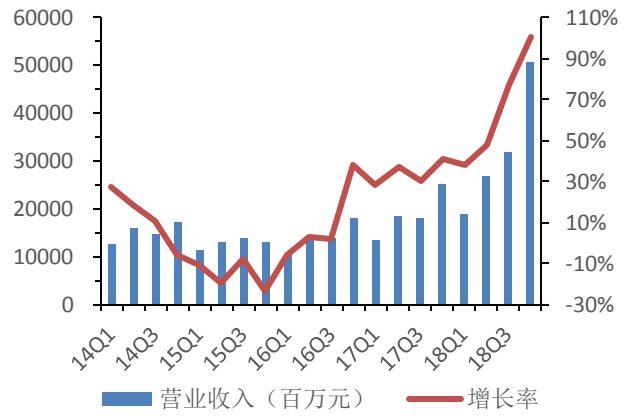
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 海螺水泥单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 海螺水泥单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	45952.	72052.	97926.	129043	160311	<b>营业收入</b>	75310.	128402	119849	130932	135969
货币资金	24759.	37619.	66306.	94744.	124793	<b>营业成本</b>	48887.	81230.	67358.	73852.	76809.
应收账款	1059.7	1232.6	1149.2	1255.5	1303.8	营业税金及附加	946.99	1457.6	1354.3	1479.5	1536.4
其他应收款	2932.0	11133.	10392.	11353.	11790.	营业费用	3571.9	3733.2	3475.6	3797.0	3943.1
预付款项	801.89	2108.9	2108.9	2108.9	2108.9	管理费用	3459.6	3752.1	3559.5	3888.7	4038.2
存货	4705.2	6022.7	4982.6	5463.0	5681.8	财务费用	215.62	(474.09)	268.42	124.21	7.24
其他流动资产	405.69	419.57	419.57	419.57	419.57	资产减值损失	(0.01)	206.99	207.00	207.00	207.00
<b>非流动资产合计</b>	76189.	77494.	75789.	74697.	74318.	公允价值变动收益	2.31	22.83	23.00	23.00	23.00
长期股权投资	2790.7	3181.9	3182.0	3182.0	3182.0	投资净收益	2026.6	658.49	659.00	659.00	659.00
固定资产	59667.	60320.	60665.	60788.	61035.	<b>营业利润</b>	20825.	39882.	44307.	48265.	50109.
无形资产	7976.1	8371.8	7534.6	6697.4	5860.2	营业外收入	479.90	590.68	590.00	590.00	590.00
其他非流动资产	392.15	369.82	369.82	369.82	369.82	营业外支出	76.44	843.84	844.00	844.00	844.00
<b>资产总计</b>	122142	149547	173715	203741	234630	<b>利润总额</b>	21228.	39629.	44053.	48011.	49855.
<b>流动负债合计</b>	21114.	26151.	20234.	20732.	20959.	所得税	4800.0	8993.1	10000.	10898.	11317.
短期借款	934.81	1376.9	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	16428.	30636.	34053.	37112.	38538.
应付账款	4986.2	6395.7	5167.2	5665.3	5892.2	少数股东损益	574.06	821.73	912.64	994.63	1032.8
预收款项	2143.8	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	15854.	29814.	33141.	36118.	37505.
一年内到期的非流	4685.2	2751.2	2751.0	2751.0	2751.0	EBITDA	25874.	44361.	50455.	54523.	56523.
<b>非流动负债合计</b>	9064.1	6977.5	6571.3	6571.3	6571.3	<b>EPS (元)</b>	2.99	5.63	6.25	6.82	7.08
长期借款	4860.4	2606.5	2606.5	2606.5	2606.5	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3498.4	3498.7	3498.7	3498.7	3498.7		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	30178.	33129.	26805.	27303.	27530.	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2557.8	3728.9	4641.6	5636.2	6669.0	营业收入增长	34.65%	70.50%	-6.66%	9.25%	3.85%
实收资本(或股本)	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	营业利润增长	93.54%	91.51%	11.10%	8.93%	3.82%
资本公积	10576.	10584.	10584.	10584.	10584.	归属于母公司净利润	85.87%	88.05%	11.16%	8.98%	3.84%
未分配利润	70589.	94044.	120226	148759	178389	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	89406.	112688	138760	167293	196922	毛利率(%)	35.09%	36.74%	43.80%	43.60%	43.51%
<b>负债和所有者权益</b>	122142	149547	173715	203741	234630	净利率(%)	21.05%	23.22%	27.65%	27.59%	27.58%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)		13.45%	20.49%	20.01%	18.53%
						ROE(%)	17.73%	26.46%	23.88%	21.59%	19.05%
<b>经营活动现金流</b>	17363	36059	41250	40714	43486	<b>偿债能力</b>					
净利润	16429	30636	34054	37113	38538	资产负债率(%)	24.71%	22.15%	15.75%	13.64%	11.91%
折旧摊销	4833	4953	5879	6134	6407	流动比率	2.18	2.76	4.84	6.22	7.65
财务费用	(216)	474	(268)	(124)	(7)	速动比率	1.95	2.52	4.59	5.96	7.38
应付帐款的变化	607	1409	(1228)	498	227	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	594	(2144)	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.95	0.74	0.69	0.62
<b>投资活动现金流</b>	(5203)	(25670)	(3957)	(4567)	(5553)	应收账款周转率	87.86	112.03	100.63	108.89	106.25
公允价值变动收益	2	23	23	23	23	应付账款周转率	10.44	14.27	11.65	13.64	13.29
长期股权投资减少	(525)	391	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2027	658	659	659	659	每股收益(最新摊薄)	2.99	5.63	6.25	6.82	7.08
<b>筹资活动现金流</b>	(7500)	(10980)	(8605)	(7709)	(7883)	每股净现金流(最新)	0.88	(0.11)	5.41	5.37	5.67
应付债券增加	(2497)	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	16.87	21.26	26.18	31.57	37.16
长期借款增加	(587)	(2254)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.45	7.68	6.91	6.34	6.11
资本公积增加	(108)	8	0	0	0	P/B	2.56	2.03	1.65	1.37	1.16
<b>现金净增加额</b>	4661	(591)	28687	28438	30049	EV/EBITDA	8.44	4.55	2.29	2.63	2.00

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。