

## 国内龙头地位受益，国外拓展持续成长和发展

### ——海螺水泥（600585）2019年一季报点评

2019年04月29日

强烈推荐/维持

海螺水泥 财报点评

#### 投资要点：

- 2019年第一季度公司实现营业收入 305.01 亿元，同比增加 62.53%，实现归属于上市公司股东的净利润 60.81 亿元，同比增长 24.05%。每股收益为 1.15 元，同比增长 27.78%。
- 依旧是量价齐升和贸易增长带动营收上涨。2019 年第一季度公司营业收入为 305.01 亿元，较上年同期增长 62.53%，产品销量价格齐升及贸易业务收入增长带动营业收入继续保持较高增速，预计 2019 年 1 季度公司自产销量增长约在 7%左右，价格增长约 6%，地产韧性带来的需求改善以及基建也微改善带动总体需求旺盛，公司作为水泥龙头，受益较大。
- 贸易收入拉低综合毛利率，期间费用率下降继续改善 ROE。2019 年一季度公司毛利率为 30.83%，同比下降 10.42 个百分点，主要是贸易收入的增加以及其毛利率极低拉（毛利率水平 2018 年仅为 0.17%）低了综合毛利率水平。

公司期间费用率为 5.36%，同比下降 2.90 个百分点。其中，销售费用率为 2.93%，较上年同期上升 0.95 个百分点；管理费用率为 3.31%，较上年同期下降 0.76 个百分点；财务费用率为 -0.87%，与上年同期下降 1.18 个百分点，主要原因是存款利息收入同比增加所致。毛利率下降导致公司一季度净利率 20.34%，同比下降 5.78 个百分点但公司单季度 ROE 为 5.25%，同比上升 0.04 个百分点。

- 国内寡头格局确立，国外新拓展空间大，水泥龙头抗风险能力强。公司作为国内的水泥龙头企业，具备规模化等优势，具备较强的综合竞争力和抗风险能力。像中国建材、海螺水泥两大

#### 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	13.21	7.01	6.31	5.79	5.58
PB	2.34	1.86	1.51	1.25	1.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 赵军胜

010-66554088

执业证书编号：

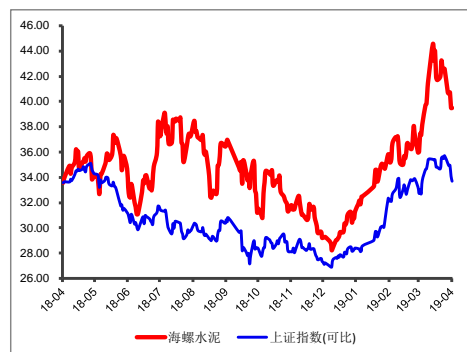
zhaojs@dxzq.net.cn

S1480512070003

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	27.23-44.65
总市值（亿元）	2092.69
流通市值（亿元）	1579.48
总股本/流通 A 股（亿股）	52.99/40.00
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	0.76

#### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

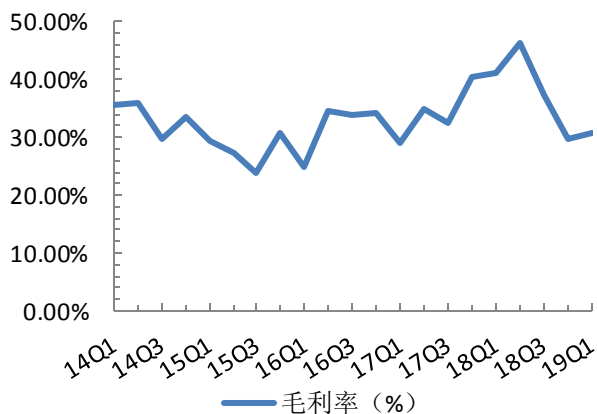
#### 相关研究报告

- 1.《海螺水泥（600585.SZ）：充分受益地产韧性的超预期，发展路径清晰》2019-04-09
- 2.《海螺水泥（600585.SZ）：高景气未改 ROE 持续向上》2018-10-25
- 3.《海螺水泥（600585.SZ）：价格上涨主导业绩高速增长，海外拓展是看点》2018-08-23
- 4.《海螺水泥（600585.SZ）：规模优势下 内外并举，一带一路开启新征程》2018-03-23
- 5.《海螺水泥（600585.SZ）：国际化新路径驱动发展》2017-08-23

龙头的熟料产能占比高达 33%，未来寡头格局将会进一步的提升。有利于市场供给端的改善。公司立足“一带一路”，积极拓展海外市场，建立生产线。在缅甸、老挝、乌兹别克斯坦等一带一路沿线国家建线拓市场。在当前国内行业景气度较高并购难度大，又不能建线的情况下保持了公司的持续的成长和发展。

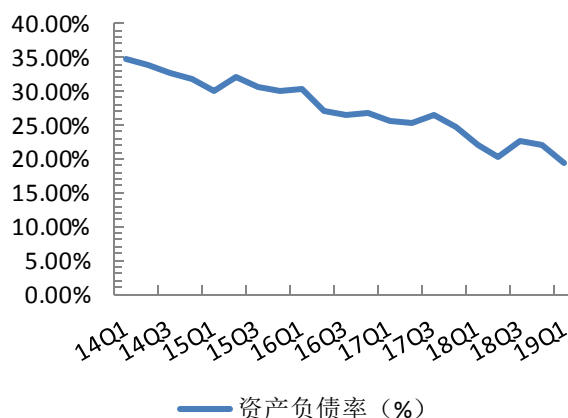
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 6.25 元、6.82 元和 7.08 元，对应动态 PE 为 6.31、5.79 和 5.58 倍，考虑到公司作为行业龙头抗风险能力强，海外拓展保持持续的成长和发展，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**地产水泥需求韧性和海外拓展不及预期。

图 1：海螺水泥毛利率变化(%)



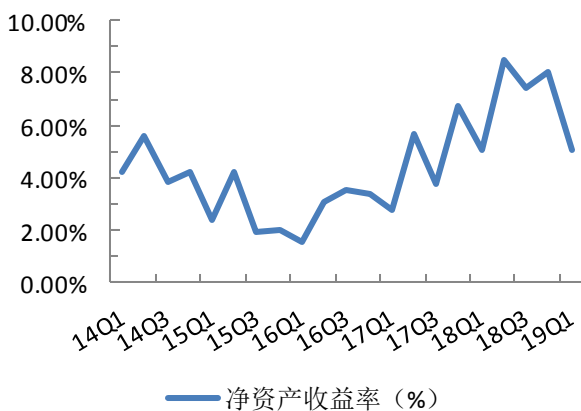
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：海螺水泥资产负债率变化(%)



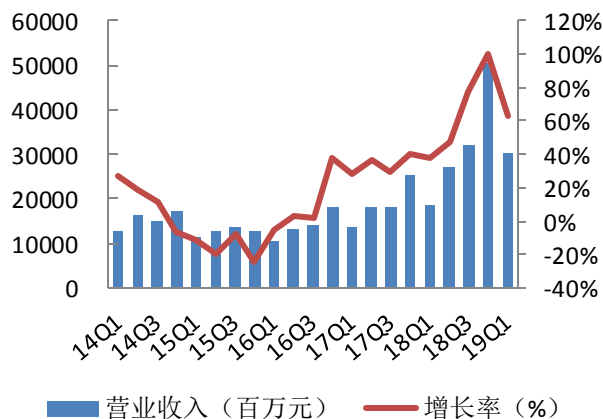
资料来源：wind，东兴证券整理

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		2017	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	45952.86	72052.	97926.	129043.9	16031	<b>营业收入</b>	7531	128402.6	119849	130932.5	135969.3
货币资金	24759.78	37619.	66306.	94744.13	12479	<b>营业成本</b>	4888	81230.03	67358.	73852.46	76809.73
应收账款	1059.71	1232.6	1149.2	1255.52	1303.	营业税金及附加	946.	1457.67	1354.3	1479.54	1536.45
其他应收款	2932.02	11133.	10392.	11353.33	11790	营业费用	3571	3733.29	3475.6	3797.04	3943.11
预付款项	801.89	2108.9	2108.9	2108.93	2108.	管理费用	3459	3752.17	3559.5	3888.70	4038.29
存货	4705.20	6022.7	4982.6	5463.06	5681.	财务费用	215.	(474.09)	268.42	124.21	7.24
其他流动资产	405.69	419.57	419.57	419.57	419.5	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>	76189.73	77494.	75789.	74697.51	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	2790.76	3181.9	3182.0	3182.00	3182.	投资净收益	2026	658.49	659.00	659.00	659.00
固定资产	59667.63	60320.	60665.	60788.08	61035	<b>营业利润</b>	2082	39882.36	44307.	48265.62	50109.55
无形资产	7976.13	8371.8	7534.6	6697.47	5860.	营业外收入	479.	590.68	590.00	590.00	590.00
其他非流动资产	392.15	369.82	369.82	369.82	369.8	营业外支出	76.4	843.84	844.00	844.00	844.00
<b>资产总计</b>	122142.5	14954	17371	203741.4	23463	<b>利润总额</b>	2122	39629.20	44053.	48011.62	49855.55
<b>流动负债合计</b>	21114.30	26151.	20234.	20732.39	20959	所得税	4800	8993.18	10000.	10898.64	11317.21
短期借款	934.81	1376.9	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	1642	30636.01	34053.	37112.98	38538.34
应付账款	4986.28	6395.7	5167.2	5665.39	5892.	少数股东损益	574.	821.73	912.64	994.63	1032.83
预收款项	2143.82	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	1585	29814.28	33141.	36118.35	37505.51
一年内到期的非流	4685.27	2751.2	2751.0	2751.00	2751.	EBITDA	2587	44361.68	50455.	54523.53	56523.89
<b>非流动负债合计</b>	9064.17	6977.5	6571.3	6571.33	6571.	<b>EPS (元)</b>	2.99	5.63	6.25	6.82	7.08
长期借款	4860.48	2606.5	2606.5	2606.58	2606.	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3498.46	3498.7	3498.7	3498.75	3498.		2017	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	30178.48	33129.	26805.	27303.73	27530	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2557.81	3728.9	4641.6	5636.22	6669.	营业收入增长	34.6	70.50%	-6.66%	9.25%	3.85%
实收资本(或股本)	5299.30	5299.3	5299.3	5299.30	5299.	营业利润增长	93.5	91.51%	11.10	8.93%	3.82%
资本公积	10576.32	10584.	10584.	10584.75	10584	归属于母公司净利	85.8	88.05%	11.16	8.98%	3.84%
未分配利润	70589.84	94044.	12022	148759.8	17838	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	89406.30	112688	13876	167293.5	19692	毛利率(%)	35.0	36.74%	43.80	43.60%	43.51%
<b>负债和所有者权益</b>	122142.5	14954	17371	203741.4	23463	净利率(%)	21.0	23.22%	27.65	27.59%	27.58%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	17.7	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(%)	24.7	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	87.8	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	10.4	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	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	16.8	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	13.2	7.01	6.31	5.79	5.58
资本公积增加	(108)	8	0	0	0	P/B	2.34	1.86	1.51	1.25	1.06
<b>现金净增加额</b>	4661	(591)	28687	28438	30049	EV/EBITDA	7.67	4.10	1.99	2.26	1.65

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年上半年东方新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年东方新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获第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。