

## 海螺水泥(600585)/水泥制造

## 价值王者，看长做长

**评级：买入**

市场价格：50.18

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email：sunying@r.qlzq.com.cn

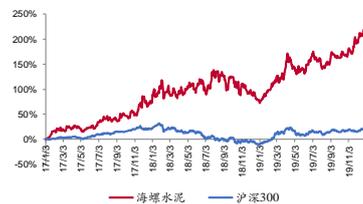
研究助理：祝仲宽

电话：021-20315782

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)	50.18
市值(亿元)	2659
流通市值(亿元)	2007

**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
- 4 份额提升盈利空前，长期价值持续凸显
- 5 水泥王者，价值土壤；长期投资上佳之选
- 6 H1 盈利再创新高，彰显水泥龙头地位

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	753.11	1284.03	1568.55	1497.53	1426.38
增长率 yoy%	34.65%	70.50%	22.16%	-4.53%	-4.75%
净利润(亿元)	158.55	298.14	346.38	320.07	284.30
增长率 yoy%	85.87%	88.05%	16.18%	-7.60%	-11.17%
每股收益(元)	2.99	5.63	6.54	6.04	5.36
每股现金流量	2.07	3.46	7.58	5.54	6.19
净资产收益率	17.7%	26.5%	25.3%	20.3%	16.3%
P/E	16.61	8.83	7.60	8.23	9.26
P/B	2.95	2.34	1.92	1.67	1.51

备注：

**投资要点**
**投资逻辑：**

- 短期看，我们认为海螺水泥四季度及明年的业绩有望超出市场预期，上调海螺水泥 2019 年归母净利润至 346 亿元，上调 2020 年归母净利润至 320 亿元；长期看，我们认为海螺水泥目前已经进入净资产累积推升市值的过程，且市场低估了公司盈利能力的稳定性和扣除净现金后的未来现金流回报价值，况且公司手握的大量现金能够帮助公司在下一轮行业下行期中进行并购扩张。2020 年我们预计海螺水泥有望站上 3000 亿市值，未来三年若无风险利率持续下行则海螺水泥有望站上 4000 亿市值。

**短期看，**

- 2019Q4 销量：地产强韧性+基建支撑+春节赶工，我们预计 2019Q4 海螺水泥的出货量有望实现 10% 以上的增速。从水泥产销情况看，四季度水泥出货数据非常强劲，地产端受益今年较好的新开工增速和施工端的回暖，基建端对水泥的需求形成良好支撑，除了 10 月由于“70 周年大庆”影响导致的供需双弱，11 月份水泥需求恢复同比实现 8.3% 的增长。从季节性的角度考虑，今年四季度水泥旺季特别旺，我们认为主要有两个方面影响：其一，上半年的厄尔尼诺气候逐步消退，使得华南地区的天气晴好状况连续，下游出货得以连续，水泥涨价顺畅；其二，2020 年春节较早，因此在 2019 年 Q4 有赶工需求，叠加 10 月国庆影响部分施工进度，使得整体的水泥需求在 11-12 月进行释放，整体量价表现超出市场预期。

- 2019 Q4 吨毛利：由于华南地区涨价幅度大幅超预期，华东、西南地区价格小幅低于去年，我们预计 2019Q4 的吨毛利仅微幅弱于 2018Q4。由于三季度华南地区雨水天气偏多，价格表现明显弱于去年，但是进入 4 季度，由于天气改善以及需求集中释放，整体的价格表现远远超出市场预期，广东、福建、江西等地水泥价格分别实现了 6-9 轮不同程度的上涨，涨价幅度和速度远远超出市场预期，特别是在广东出现了典型的供不应求局面。

- 展望 2020 年，我们认为全年来看水泥行业的供需韧性有望贯穿 2020 年。当前存量需求仍处高位，2020 年“求稳”的基调，叠加“逆周期”调节或将在 2020 年带来水泥需求端较强的韧性；而供给端受到行政化强约束导致供给曲线增长被抑制，2020 年的错峰生产政策力度相比 2019 年并没有边际弱化，况且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、

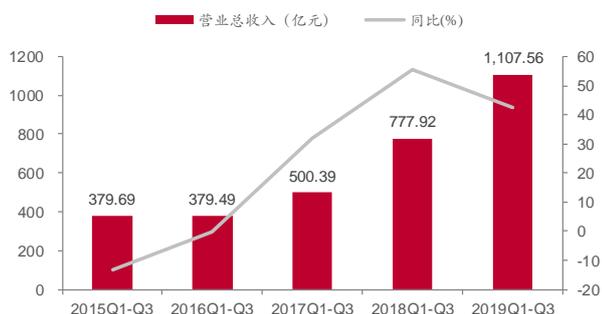
供给约束彻底失效之前对行业盈利中枢起到稳定作用。我们认为本轮行业盈利的下行周期会更长而平缓。

- **长期看，**
- **行业进入成熟期，公司进入收获阶段，未来“重资产”属性逐步弱化，充裕弹药与杠杆空间为未来横向整合奠定基础，公司成长空间仍然较大。**我们测算公司的净现金到2020年末有望超过900亿。充足的在手现金能够为下一轮并购整合奠定良好基础。水泥行业的同区域并购，行业横向整合是具备协同效应的，在被并购公司估值相对低估的情况下，海螺未来的整合有望大幅提升公司的实际价值。公司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。
- **行业竞争格局不断优化，市场集中度不断提高，海中建材贸易有限公司的逐步拓展将强化销售渠道的控制力。**我们认为，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，下一轮盈利的底部也有望比2015年周期底部高。公司利用海中建材平台，销售量持续提升，销售控制力进一步加强。2018年以来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，2018年贸易总量达到7000万吨，而2019H1就达到了5700万吨，我们预计全年有望超过1亿吨。
- **海螺水泥自身而言，由于公司具备的资源禀赋和战略地位造就的成本优势是很难超越的，公司盈利的稳定性和确定性在水泥股中是表现最出色。**首先，近年价值逐渐得到重估的石灰石资源是海螺资产负债表中的“一座金山”，公司也利用自身矿山优势积极开拓骨料市场，加强全产业链控制，按照规划到2020年公司力争实现至少1亿吨/年的骨料产能；其次，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。此外，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。
- **海螺水泥是天然的价值土壤。**我们建议投资者从公司内在价值角度出发，看长做长；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，是海螺等水泥龙头企业的资金结构重要的转变期，近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度的提升。而未来再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；同时公司将也在未来逐渐加强分红，提升价值属性。**海螺水泥已经进入净资产推升市值阶段**，虽然以年的时间维度看，后续价格和盈利有回归均值可能，但是资产端的安全边际已经逐渐明晰，我们仍然建议看长做长。
- **目前公司扣除净现金后潜在的回报率非常具有吸引力，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、2020 年的净利润分别为 346 亿、320 亿，维持“买入”评级。

- 风险提示：1. 宏观经济风险；2. 供给侧改革退出

图表 1: 营业收入 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 归母净利润 (亿元)



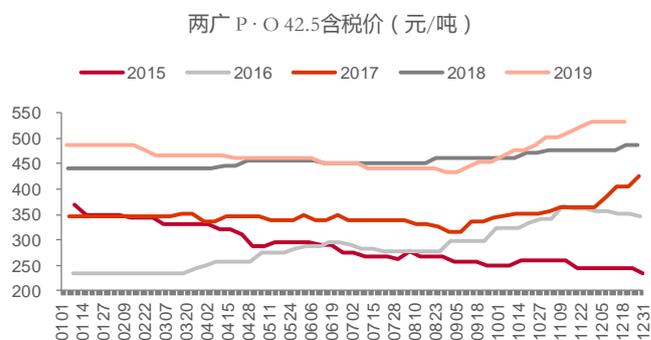
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 江浙沪皖水泥价格



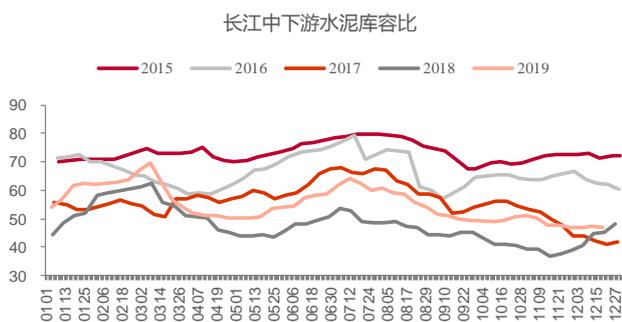
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 4: 两广水泥价格



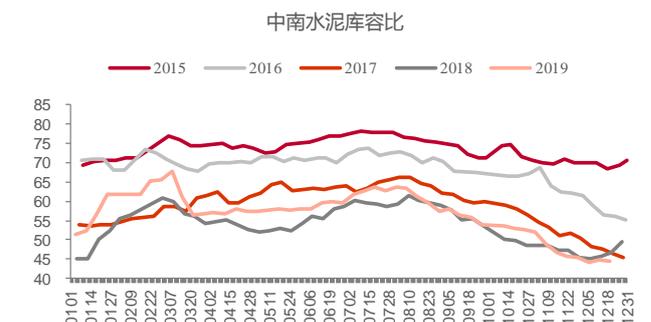
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 5: 长江中下游水泥库容比



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 6: 中南地区水泥库容比



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 7: 财务摘要

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	753.1	1,284.0	1,568.6	1,497.5	1,426.4	成长性					
减: 营业成本	488.9	812.3	1,045.3	1,014.8	996.1	营业收入增长率	34.6%	70.5%	22.2%	-4.5%	-4.8%
营业税费	9.5	14.6	14.0	13.4	12.7	营业利润增长率	93.5%	91.5%	14.3%	-7.7%	-11.3%
销售费用	35.7	37.3	39.2	38.9	38.5	净利润增长率	85.9%	88.0%	16.2%	-7.6%	-11.2%
管理费用	34.6	37.5	40.0	38.9	37.8	EBITDA增长率	59.7%	72.5%	13.9%	-6.9%	-10.0%
财务费用	2.2	-4.7	-5.3	-9.3	-12.5	EBIT增长率	84.5%	89.0%	14.3%	-8.7%	-12.5%
资产减值损失	-0.0	2.1	-	-	-	NOPLAT增长率	91.0%	87.1%	14.5%	-8.6%	-12.3%
加: 公允价值变动收益	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	投资资本增长率	3.8%	9.7%	-7.5%	2.9%	-5.6%
投资和汇兑收益	20.3	6.6	12.0	12.0	12.0	净资产增长率	14.5%	26.6%	21.6%	15.3%	10.9%
营业利润	208.3	398.8	455.8	420.9	373.4	利润率					
加: 营业外净收支	4.0	-2.5	4.0	4.0	4.0	毛利率	35.1%	36.7%	33.4%	32.2%	30.2%
利润总额	212.3	396.3	459.8	424.9	377.4	营业利润率	27.7%	31.1%	29.1%	28.1%	26.2%
减: 所得税	48.0	89.9	103.9	96.0	85.3	净利润率	21.1%	23.2%	22.1%	21.4%	19.9%
归母净利润	158.5	298.1	346.4	320.1	284.3	EBITDA/营业收入	33.6%	34.0%	31.7%	30.9%	29.2%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	27.2%	30.1%	28.2%	27.0%	24.8%
货币资金	247.6	376.2	682.3	872.5	1,094.6	运营效率					
交易性金融资产	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	固定资产周转天数	291	168	141	150	155
应收账款	39.9	123.7	76.2	114.6	67.1	流动营业资本周转天数	17	25	21	18	18
应收票据	111.3	131.3	165.0	117.9	151.6	流动资产周转天数	180	165	200	266	328
预付账款	8.0	21.1	16.4	20.0	15.7	应收账款周转天数	13	23	23	23	23
存货	47.1	60.2	77.8	56.2	75.4	存货周转天数	22	15	16	16	17
其他流动资产	5.6	7.8	7.8	7.8	7.8	总资产周转天数	554	381	378	451	521
可供出售金融资产	4.6	-	-	-	-	投资资本周转天数	374	234	193	197	204
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	27.9	31.8	32.6	33.4	34.2	ROE	17.7%	26.5%	25.3%	20.3%	16.3%
投资性房地产	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	ROA	13.5%	20.5%	19.8%	16.8%	13.5%
固定资产	596.7	603.2	623.5	620.4	609.7	ROIC	21.2%	38.3%	39.9%	39.4%	33.6%
在建工程	23.6	19.1	7.4	5.1	4.6	费用率					
无形资产	79.8	83.7	85.4	86.9	88.2	销售费用率	4.7%	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%
其他非流动资产	28.9	36.5	23.4	20.3	19.1	管理费用率	4.6%	2.9%	2.6%	2.6%	2.7%
资产总额	1,221.4	1,495.5	1,798.7	1,955.9	2,168.8	财务费用率	0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.9%
短期债务	9.3	13.8	6.0	5.0	4.0	三费/营业收入	9.6%	5.5%	4.8%	4.6%	4.5%
应付账款	84.3	101.7	137.6	94.7	133.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	24.7%	22.2%	21.3%	16.6%	16.5%
其他流动负债	117.5	146.0	172.2	158.5	157.3	负债权益比	32.8%	28.5%	27.1%	19.9%	19.8%
长期借款	48.6	26.1	24.0	22.0	20.0	流动比率	2.18	2.76	3.25	4.60	4.79
其他非流动负债	42.0	43.7	43.7	43.7	43.7	速动比率	1.95	2.52	3.00	4.39	4.54
负债总额	301.8	331.3	383.6	324.0	358.4	利息保障倍数	94.95	-81.64	-83.59	-43.46	-28.22
少数股东权益	25.6	37.3	46.8	55.7	63.5	分红指标					
股本	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	DPS(元)	1.20	1.20	1.96	2.11	2.15
留存收益	838.2	1,072.8	1,315.3	1,523.3	1,693.9	分红比率	40.1%	21.3%	30.0%	35.0%	40.0%
股东权益	919.6	1,164.2	1,415.1	1,632.0	1,810.4	股息收益率	2.4%	2.4%	3.9%	4.2%	4.3%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164.3	306.4	355.9	328.9	292.1	EPS(元)	2.99	5.63	6.54	6.04	5.36
加: 折旧和摊销	48.3	49.5	55.1	59.4	63.4	BVPS(元)	16.87	21.26	25.82	29.75	32.96
资产减值准备	-0.0	2.1	-	-	-	PE(X)	16.8	8.9	7.7	8.3	9.4
公允价值变动损失	-0.0	-0.2	0.3	0.3	0.3	PB(X)	3.0	2.4	1.9	1.7	1.5
财务费用	2.0	-5.1	-5.3	-9.3	-12.5	P/FCF	24.2	14.5	6.6	9.1	8.1
投资收益	-20.2	-6.3	-12.0	-12.0	-12.0	P/S	3.5	2.1	1.7	1.8	1.9
少数股东损益	5.7	8.2	9.5	8.8	7.8	EV/EBITDA	5.8	3.0	4.2	4.1	4.1
营运资金的变动	5.6	81.5	62.9	-30.1	36.3	CAGR(%)	26.0%	-1.6%	58.4%	26.0%	-1.6%
经营活动产生现金	173.6	360.6	456.9	337.2	367.6	PEG	0.6	-5.7	0.1	0.3	-5.9
投资活动产生现金	-52.0	-256.7	-41.3	-41.3	-41.3	ROIC/WACC	2.1	3.7	3.9	3.8	3.3
融资活动产生现金	-75.0	-109.8	-109.6	-105.7	-104.2	REP	0.9	0.4	0.7	0.6	0.7

来源: 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。