



## 海螺水泥(600585.SH)

# 【粤开建材年报点评】海螺水泥(600585):预计2020年量增价稳,盈利继续增长

2020年03月20日

事项:

## 买入(维持)

当前价: 50.09 元  
目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@ybkzq.com

### 近期报告

《海螺水泥(600585) - 【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》2019-03-22  
《海螺水泥(600585) - 【联讯建材公司深度】海螺水泥(600176):需求复苏确定,成本优势领先》2019-05-30  
《海螺水泥(600585) - 【联讯建材中报点评】海螺水泥(600585):上半年量价齐升,未来业绩增长确定》2019-08-23

公司近期发布2019年年报,报告期内实现营业收入1284.03亿元,同比增长22.30%,实现归母净利润335.93亿元,同比增长12.67%,基本每股收益6.34元/股,同比增长12.67%,略低于我们此前预期,主要因公司Q4计提资产减值11.64亿元。此外,公司拟每股派2.00元(含税)。

### 评论:

#### 自产水泥和熟料量价小幅提升,吨毛利达160元创新高

2019年公司水泥熟料自产品销量为3.23亿吨,同比增长8.60%;自产品销售收入1097.66亿元,同比增长11.29%;自产品销售成本580.28亿元,同比增长11.94%;自产品综合毛利率为47.13%,较上年同期下降0.31个百分点。

2019年公司水泥和熟料子产品吨收入340元,吨成本180元,吨毛利160元,同比分别提升9元、6元和3元;水泥价格19年小幅上涨,盈利能力略有提升。

#### 贸易业务持续放量,“T”型战略进一步强化

报告期公司贸易业务实现收入383.5亿元,同比增长52.12%,营业成本382.86亿元,同比增长52.13%,毛利率为0.16%,同比下降0.1个百分点。非自产水泥和熟料业务销量达到1.09亿吨,同比增长54.64%。报告期公司不断完善营销战略,在长三角、珠三角及浙闽沿海地区大力推进建设或租赁中转库等水路上岸通道,并积极开展贸易业务,进一步完善市场布局,提升市场控制力。

#### 骨料产品毛利率继续升至70.6%

报告期公司骨料业务实现收入10.22亿元,同比增长26.1%,毛利率高达70.6%,同比提升1.4个百分点,主要得益于国家和地方加强矿产资源整治和环保治理,骨料市场供求关系持续改善,产品销价稳步提升。

#### Q4收入同比下滑而净利提升,计提资产减值11.64亿导致净利润增速不及预期

从Q4单季度来看,公司收入462.74亿元,同比下降8.57%;归母净利润97.77亿元,同比增长7.46%,毛利率35.36%,同比上升5.77个百分点;Q4收入同比下降而利润同比增长我们判断主要因Q4销量受环保及搬迁等影响,导致产能利用率受限另外,由于Q4计提资产减值11.64亿元导致净利润增速低于我们此前预期。

#### 期间费用率略有下降

报告期公司期间费用率5.41%,较去年同期降低0.31个百分点,其中销售、管理、研发和财务费用率分别为2.98%、3.20%、0.13%和-0.90%,同比变化分别为-0.03%、+0.17%、+0.07%和-0.52个百分点,费用率下降主要是收入规模增长,其中研发费用同比增加163.78%,主要是下属子公司用于回转窑工艺研究开发及脱硫技术开发项目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，公司产能继续扩张，新建成投产 2 台水泥磨，10 个骨料项目和 3 个商品混凝土项目。同时，公司积极稳妥推进国际化发展战略，通过加强海外布局 和加大海外市场拓展力度，已投产项目整体运营质量明显改善，老挝琅勃拉邦项目竣工投产，东南亚、中亚等地区在建及拟建项目有序推进。此外，围绕“一带一路”，公司继续加强海外项目调研论证，储备项目载体。

报告期内，公司新增熟料产能 90 万吨，水泥产能 625 万吨，骨料产能 1,690 万吨，商品混凝土产能 240 万立方米。截至报告期末，公司熟料产能 2.53 亿吨，水泥产能 3.59 亿吨，骨料产能 5,530 万吨，商品混凝土 300 万立方米。

## 维持“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 1700、1804 和 1891 亿元，同比分别增加 8.3%、6.1%和 4.9%，净利润分别为 351.9、363.8 和 375.7 亿元，同比分别增长 4.8%、3.4%和 3.3%，EPS 分别为 6.64、6.87 和 7.09 元，对应 20-21 年 PE 分别为 8/8/7x。目前华东、华南地区复工明显加工，我们认为赶工现象将逐步明朗，根据我们的研究结论，2020 年水泥需求依然有 2-5%增长可能，在此基础上，价格有望维持高位，且公司对区域控制能力强化，盈利兑现概率大，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：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	54977	80422	101604	125874	营业收入	157030	169993	180354	189152
应收款项	12693	13972	14824	15547	营业成本	104760	114015	123011	130379
存货净额	5572	5897	6346	6722	营业税金及附加	1403	1530	1623	1702
其他流动资产	7058	3060	3246	3405	销售费用	4417	4930	5050	5296
流动资产合计	97110	120162	142831	168358	管理费用	4741	5432	5707	5913
固定资产	65096	61058	59366	55162	财务费用	(1338)	(1547)	(2254)	(2936)
无形资产及其他	9979	9646	9313	8981	投资收益	1209	500	500	500
投资性房地产	2772	2772	2772	2772	资产减值及公允价值变动	1422	0	0	0
长期股权投资	3821	3821	3821	3821	其他收入	(1621)	0	0	0
资产总计	178777	197459	218103	239093	营业利润	44057	46133	47718	49298
短期借款及交易性金融负债	4375	4000	4000	4000	营业外净收支	500	600	600	600
应付款项	7304	7371	7933	8403	利润总额	44557	46733	48318	49898
其他流动负债	15742	16471	17674	18698	所得税费用	10205	10608	10968	11327
流动负债合计	27421	27842	29607	31100	少数股东损益	759	935	966	998
长期借款及应付债券	7369	7369	7369	7369	归属于母公司净利润	33593	35190	36383	37573
其他长期负债	1666	1666	1666	1666					
长期负债合计	9036	9036	9036	9036	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	36457	36878	38643	40136	净利润	33593	35190	36383	37573
少数股东权益	4959	5624	6312	7023	资产减值准备	(209)	3114	(120)	(199)
股东权益	137362	154957	173148	191935	折旧摊销	339	8257	9145	9736
负债和股东权益总计	178777	197459	218103	239093	公允价值变动损失	(1422)	0	0	0
					财务费用	(1338)	(1547)	(2254)	(2936)
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	10083	6303	158	36
每股收益	6.34	6.64	6.87	7.09	其它	750	(2448)	808	910
每股红利	1.83	3.32	3.43	3.55	经营活动现金流	43134	50415	46374	48056
每股净资产	25.92	29.24	32.67	36.22	资本开支	(2530)	(7000)	(7000)	(5000)
ROIC	25%	26%	29%	32%	其它投资现金流	(16786)	0	0	0
ROE	24%	23%	21%	20%	投资活动现金流	(19954)	(7000)	(7000)	(5000)
毛利率	33%	33%	32%	31%	权益性融资	758	0	0	0
EBIT Margin	27%	26%	25%	24%	负债净变化	1265	0	0	0
EBITDA Margin	27%	31%	30%	29%	支付股利、利息	(9675)	(17595)	(18192)	(18787)
收入增长	22%	8%	6%	5%	其它融资现金流	10240	(375)	0	0
净利润增长率	13%	5%	3%	3%	融资活动现金流	(5822)	(17970)	(18192)	(18787)
资产负债率	23%	22%	21%	20%	现金净变动	17358	25445	21182	24270
息率	3.5%	6.3%	6.5%	6.7%	货币资金的期初余额	37619	54977	80422	101604
P/E	8.3	8.0	7.7	7.5	货币资金的期末余额	54977	80422	101604	125874
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	40049	41638	37059	40224
EV/EBITDA	7.5	6.1	5.9	5.8	权益自由现金流	51554	42459	38802	42493

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，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	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com