证券研究报告—动态报告

建材

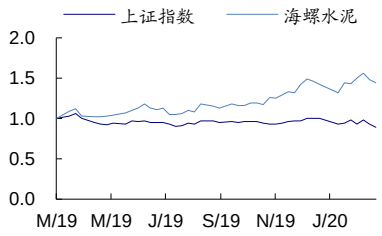
水泥Ⅱ

海螺水泥(600585) 买入

2019 年财报点评 （维持评级）

2020 年 03 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	5,299/5,299
总市值/流通(百万元)	280,174/211,464
上证综指/深圳成指	2,746/10,150
12 个月最高/最低(元)	62.13/35.82

相关研究报告:

《海螺水泥-600585-2019 年中报点评：业绩稳健，现金充裕，优势尽显》 ——2019-08-23
《海螺水泥-600585-2018 年年报点评：水泥龙头，好企业，现金牛》 ——2019-03-22
《海螺水泥-600585-2018 年三季报点评：业绩超预期，现金牛》 ——2018-10-25
《海螺水泥-600585-2018 半年报点评：龙头优势尽显，盈利再创新高》 ——2018-08-23
《海螺水泥-600585-2017 年年报点评：高增长，高分红，龙头价值凸显》 ——2018-03-26

证券分析师：黄道立
电话：0755-82130685
E-MAIL：huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003
证券分析师：陈颖
E-MAIL：chenying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002
联系人：冯梦琪
E-MAIL：fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

盈利分红均创新高，价值投资优选

- **收入增长 22.3%，净利润增长 12.7%，拟 10 派 20 元**

  2019 年全年公司实现营业收入 1570.30 亿元，同比增长 22.3%，实现归母净利润 335.93 亿元，同比增长 12.7%，EPS 为 6.34 元/股，基本符合预期，公司拟 10 股派 20 元（含税），合计 106 亿元，再创分红规模新高。业绩增长主要受益于水泥熟料量价齐升，运营质量继续提高。

- **盈利能力持续攀升，现金流充裕，资债结构继续优化**

  2019 年公司水泥熟料净销量 4.32 亿吨，同比增长 17.44%，其中公司自产品销量为 3.23 亿吨，同比增长 8.6%，贸易业务销量 1.09 亿吨，同比增长 54.64%。我们根据公司自产品情况进行测算，2019 年水泥熟料吨价格、吨成本和吨毛利分别为 336、178 和 158 元/吨，分别同比提高 8.5、5.7 和 2.8 元/吨，成本端小幅上涨主要由于产品销售结构变化、外购熟料增加以及原材料价格上涨。骨料业务方面，公司全年收入实现 10.22 亿，同比增长 26%，毛利率提升 1.48pct 至 70.6%，主要由于国家和地方加强矿产资源整理和环保治理，市场供需改善，价格上涨。公司全年实现经营性净现金流 407 亿，同增 13%，拥有账面净现金 432 亿，同比增加 58%，资产负债率下降 2.55pct 至 20.4%历史低位。

- **推进国内产业链布局，国际化战略步伐向前**

  国内方面，公司积极促进国内产业链完善，新建投产 2 台水泥磨，10 个骨料项目和 3 个商品混凝土项目；海外方面，公司加强布局和市场拓展，老挝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，“一带一路”布局持续。报告期内，公司分别增加熟料/水泥/骨料/商混产能 90 万吨、625 万吨、1690 万吨和 240 万立方米。

- **宏观逆周期调节加码，后市需求无忧，维持“买入”评级**

  公司作为全国水泥龙头企业，目前拥有熟料产能 2.53 亿吨，水泥产能 3.59 亿吨，产能布局和经营优势显著。目前全国经济工作围绕稳增长展开，疫情影响下，基建逆周期调节有望发挥更大作用，水泥需求刚性支撑延续，目前全国水泥价格仍然处于历史高位，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 6.75/7.00/7.17 元/股，对应 PE 为 7.8/7.6/7.4x，维持“买入”评级。

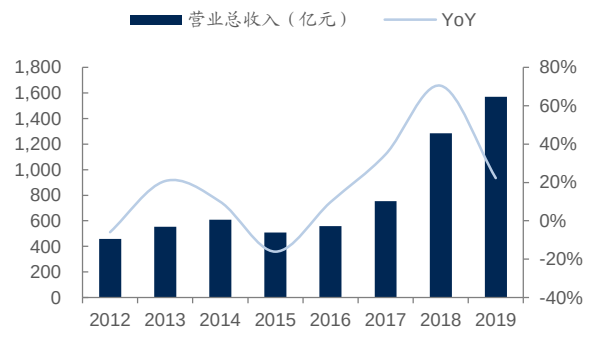
- **风险提示：**经济下行超预期；原材料价格上涨超预期；供给超预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128,403	157,030	170,378	182,986	195,978
(+/-%)	70.5%	22.3%	8.5%	7.4%	7.1%
净利润(百万元)	29814	33593	35772	37107	37977
(+/-%)	88.0%	12.7%	6.5%	3.7%	2.3%
摊薄每股收益(元)	5.63	6.34	6.75	7.00	7.17
EBIT Margin	29.8%	26.6%	25.7%	24.7%	23.5%
净资产收益率(ROE)	26.5%	24.5%	24.8%	24.5%	24.0%
市盈率(PE)	9.4	8.3	7.8	7.6	7.4
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.4	6.2	6.1
市净率(PB)	2.49	2.04	1.94	1.85	1.77

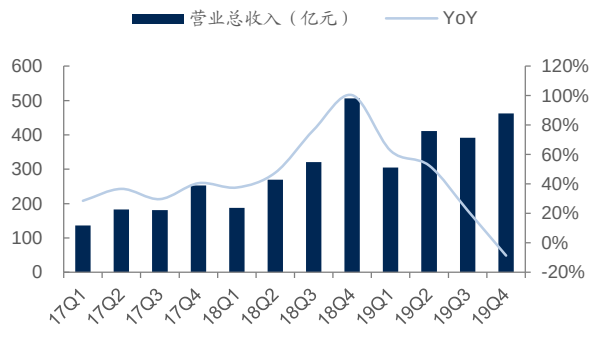
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：海螺水泥营业收入及增速



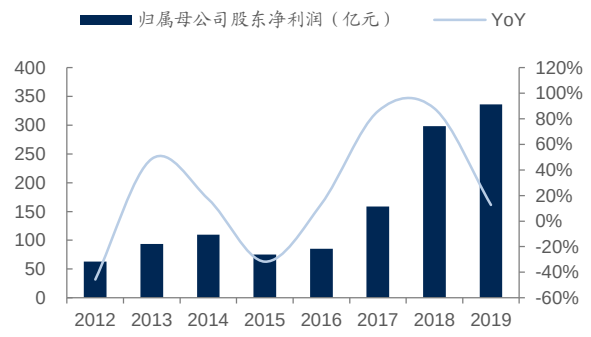
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：海螺水泥单季营业收入及增速



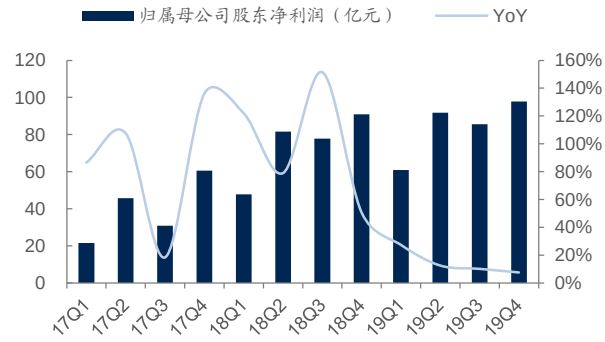
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：海螺水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



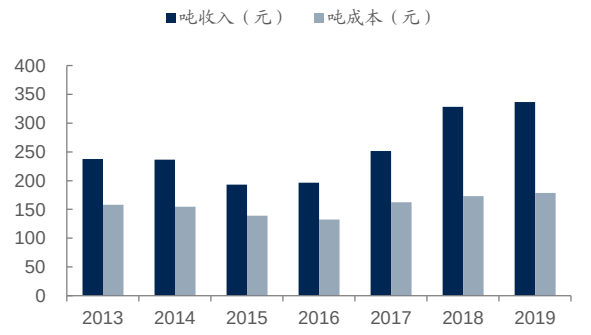
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：海螺水泥单季归母净利润及增速



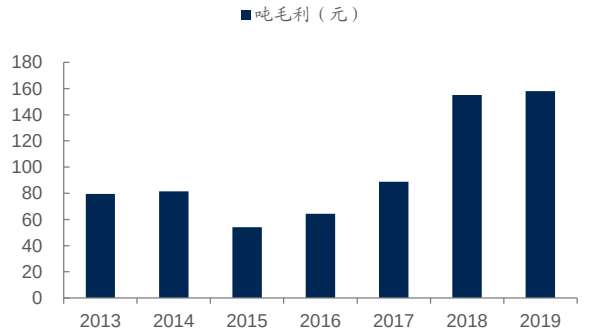
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：海螺水泥年度吨收入和吨成本情况



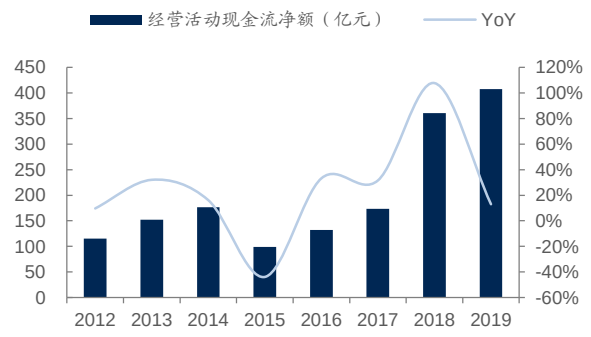
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：海螺水泥单季度吨毛利情况



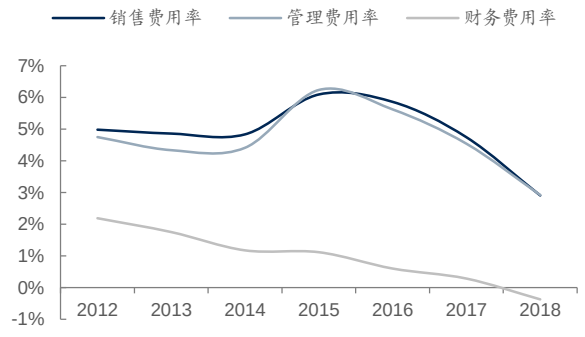
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：海螺水泥经营性净现金流及增速



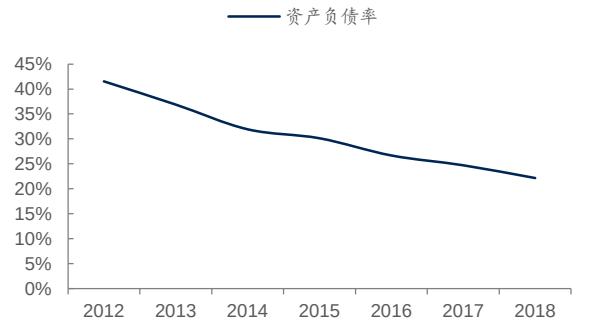
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：海螺水泥三项费用率（%）



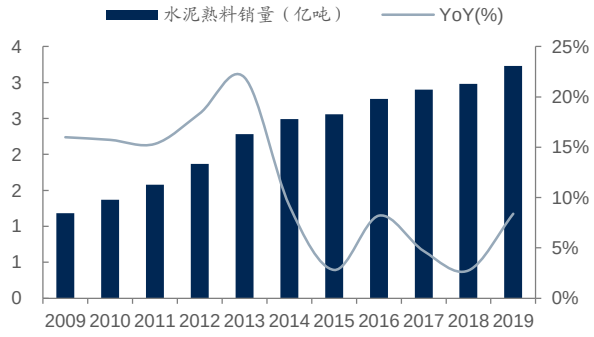
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：海螺水泥资产负债率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：海螺水泥自产品水泥熟料净销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	**54977**	**57558**	**70901**	**80092**
应收款项	12693	23804	20178	24496
存货净额	5572	7185	7128	8242
其他流动资产	7058	5743	7196	7156
流动资产合计	**97110**	**111101**	**122214**	**136798**
固定资产	65096	62506	59611	56429
无形资产及其他	9979	9580	9180	8781
投资性房地产	2772	2772	2772	2772
长期股权投资	3821	4336	4912	5458
资产总计	**178777**	**190294**	**198690**	**210238**
短期借款及交易性金融负债	4375	4000	4000	4000
应付款项	7304	8354	8761	9843
其他流动负债	15742	19217	19426	22022
流动负债合计	**27421**	**31571**	**32186**	**35865**
长期借款及应付债券	7369	7369	7369	7369
其他长期负债	1666	2147	2784	3343
长期负债合计	**9036**	**9516**	**10153**	**10712**
负债合计	**36457**	**41087**	**42340**	**46577**
少数股东权益	4959	5065	5175	5288
股东权益	137362	144142	151175	158373
负债和股东权益总计	**178777**	**190294**	**198690**	**210238**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	6.34	6.75	7.00	7.17
每股红利	1.83	5.47	5.68	5.81
每股净资产	25.92	27.20	28.53	29.89
ROIC	25%	29%	33%	33%
ROE	24%	25%	25%	24%
毛利率	33%	32%	31%	29%
EBIT Margin	27%	26%	25%	23%
EBITDA Margin	27%	30%	29%	27%
收入增长	22%	9%	7%	7%
净利润增长率	13%	6%	4%	2%
资产负债率	23%	24%	24%	25%
息率	3.5%	10.3%	10.7%	11.0%
P/E	8.3	7.8	7.6	7.4
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	7.5	6.4	6.2	6.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**157030**	**170378**	**182986**	**195978**
营业成本	104760	115080	126088	138194
营业税金及附加	1403	1942	2086	2234
销售费用	4417	4345	4392	4429
管理费用	4741	5221	5267	5161
财务费用	(1338)	(1434)	(1677)	(2015)
投资收益	1209	1298	1298	1298
资产减值及公允价值变动	(907)	(400)	(250)	(250)
其他收入	707	700	700	700
营业利润	44057	46822	48578	49722
营业外净收支	500	217	217	217
利润总额	**44557**	**47039**	**48795**	**49939**
所得税费用	10205	10706	11106	11366
少数股东损益	759	561	582	596
归属于母公司净利润	**33593**	**35772**	**37107**	**37977**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**33593**	**35772**	**37107**	**37977**
资产减值准备	(209)	0	0	0
折旧摊销	339	6590	7044	7331
公允价值变动损失	(1422)	400	250	250
财务费用	(1338)	(1434)	(1677)	(2015)
营运资本变动	10083	(6404)	3482	(1155)
其它	750	106	110	113
经营活动现金流	**43134**	**36463**	**47994**	**44516**
资本开支	(2530)	(4000)	(4000)	(4000)
其它投资现金流	(16786)	0	0	0
投资活动现金流	**(19954)**	**(4515)**	**(4577)**	**(4546)**
权益性融资	758	0	0	0
负债净变化	1265	0	0	0
支付股利、利息	(9675)	(28992)	(30074)	(30779)
其它融资现金流	10240	(375)	0	0
融资活动现金流	**(5822)**	**(29367)**	**(30074)**	**(30779)**
现金净变动	**17358**	**2581**	**13343**	**9191**
货币资金的期初余额	37619	54977	57558	70901
货币资金的期末余额	54977	57558	70901	80092
企业自由现金流	40049	30009	41403	37675
权益自由现金流	51554	30741	42698	39231

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032