

2020年03月24日

海螺水泥 (600585.SH)

水泥板块量价齐升，长期配置价值凸显

■全年业绩稳健增长，拟派发现金红利2元/股：根据年报，2019年公司实现营收1570亿元，同比增长22.3%；归母净利润336亿元，同比增长12.7%，拟向股东每股派发现金红利2元（含税）。单看四季度，公司实现营收462.7亿元，同比下降8.6%；归母净利润97.8亿元，同比上升7.50%。业绩符合预期。

■水泥量价齐升，毛利率大幅增长：2019年公司实现水泥及熟料净销量4.3亿吨，同比增长17.4%，其中自产自销3.2亿吨，同比增长8.4%，贸易平台销量1.1亿吨，约为2017年贸易销量的22倍。截至2019年末，公司熟料产能2.53亿吨，水泥产能3.59亿吨，熟料产能约占国内总产能的14%。受高标号水泥占比提升及原材料采购价格上涨影响，2019年水泥熟料吨成本约178元，同比提升5元。价格方面，公司自产自销水泥及熟料均价336元，同比增长8元；吨毛利158元，同比增长3元。三费方面，2019年销售/管理/财务费用率同比上升-0.1/0.1/-0.5pct。水泥板块业绩亮眼，主要受益于行业龙头积极进行产品结构调整，不断提高高标号产品占比，控制熟料外销比例。

■骨料/商混业务拓展效果明显，毛利率持续提升：公司积极推进产业链延伸，砂石骨料及贸易平台表现突出。截至2019年末，公司骨料产能5530万吨，同比增长43%，2014-2019年年均增长率约21.2%；商业混凝土产能300万立方米，同比增长240万立方米。2019年公司骨料业务实现营收10.2亿元，同比增长26%，毛利率较2018年提升1.5pct至70.6%，主要受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骨料销量稳步提升。商混综合毛利率25%，同比增长3.04pct。

■现金流充裕，分红率持续高于30%：2019年公司经营活动产生的净现金流量407.4亿元，同比增长13%；货币资金约550亿元，较2018年末大幅增46.1%。资产负债率持续下降，较2018年下降1.75pct至20.4%。根据公告，公司拟向股东每股派发现金红利2元（含税），分红率约31.55%，连年超过30%。受国内外疫情影响，投资者对经济走弱预期浓厚。截至3月18日，中国10年期国债收益率降至2.7%，美国10年期国债收益率为1.2%，分别较年初降低0.5%和0.7%。后续在政策宽松预期下，国债收益率仍可能有下行空间，拥有固定收益的类债券资产价值凸显。

■投资建议：看好2020年基建投资回暖，公司产品需求稳定、产品结构持续优化，成本优势突出，同时公司积极完善国内布局、拓展海外产能建设，延伸产品产业链，骨料/商混业务盈利能力持续提升，有望实现业绩多点开花。预计公司2020年-2022年的收入增速分别为0.7%、1.3%、1.0%，净利润分别为339亿元、349亿元和355亿元。给予“增

公司快报

证券研究报告

水泥

投资评级：增持-A

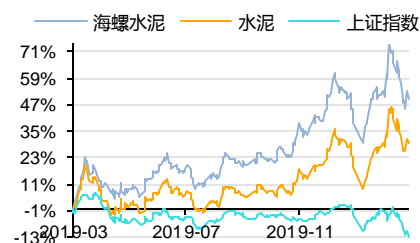
维持评级

6个月目标价：65元
 股价（2020-03-23）51.73元

交易数据

总市值(百万元)	274,132.92
流通市值(百万元)	206,904.61
总股本(百万股)	5,299.30
流通股本(百万股)	3,999.70
12个月价格区间	35.97/60.31元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.47	14.3	58.79
绝对收益	-1.01	4.08	44.49

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
 010-83321051

相关报告

■风险提示：基建投资不达预期、错峰限产不确定性

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	128,402.6	157,030.3	158,131.2	160,208.4	161,844.5
净利润	29,814.3	33,592.8	33,913.9	34,891.7	35,548.6
每股收益(元)	5.63	6.34	6.40	6.58	6.71
每股净资产(元)	21.26	25.92	30.30	34.79	39.39
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	9.4	8.3	8.3	8.0	7.9
市净率(倍)	2.5	2.0	1.7	1.5	1.3
净利润率	23.2%	21.4%	21.4%	21.8%	22.0%
净资产收益率	26.5%	24.5%	21.1%	18.9%	17.0%
股息收益率	3.2%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
ROIC	38.9%	37.7%	34.1%	33.0%	38.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	128,402.6	157,030.3	158,131.2	160,208.4	161,844.5	成长性					
减:营业成本	81,230.0	104,760.1	105,727.6	107,411.4	108,839.8	营业收入增长率	70.5%	22.3%	0.7%	1.3%	1.0%
营业税费	1,457.7	1,403.0	1,412.9	1,431.4	1,446.1	营业利润增长率	91.5%	10.5%	1.0%	2.9%	1.9%
销售费用	3,733.3	4,416.6	4,522.6	4,582.0	4,628.8	净利润增长率	88.0%	12.7%	1.0%	2.9%	1.9%
管理费用	3,752.2	4,741.2	4,697.6	4,759.4	4,808.0	EBITDA 增长率	72.5%	2.3%	6.2%	1.1%	0.7%
财务费用	-474.1	-1,338.2	-1,710.8	-2,753.9	-3,527.5	EBIT 增长率	89.0%	14.6%	-3.5%	0.6%	0.2%
资产减值损失	207.0	-1,164.2	207.0	207.0	207.0	NOPLAT 增长率	87.1%	8.1%	0.1%	0.6%	0.2%
加:公允价值变动收益	22.8	257.6	-	-	-	投资资本增长率	11.6%	10.8%	3.9%	-13.6%	20.9%
投资和汇兑收益	658.5	1,209.1	1,209.1	1,209.1	1,209.1	净资产增长率	26.6%	22.2%	16.9%	14.8%	13.2%
营业利润	39,882.4	44,057.3	44,483.3	45,780.3	46,651.5	利润率					
加:营业外净收支	-253.2	499.5	499.5	499.5	499.5	毛利率	36.7%	33.3%	33.1%	33.0%	32.8%
利润总额	39,629.2	44,556.8	44,982.8	46,279.8	47,151.0	营业利润率	31.1%	28.1%	28.1%	28.6%	28.8%
减:所得税	8,993.2	10,204.8	10,302.4	10,599.4	10,799.0	净利润率	23.2%	21.4%	21.4%	21.8%	22.0%
净利润	29,814.3	33,592.8	33,913.9	34,891.7	35,548.6	EBITDA/营业收入	34.0%	28.5%	30.0%	29.9%	29.8%
						EBIT/营业收入	30.1%	28.2%	27.0%	26.9%	26.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	168	137	135	133	130
						流动营业资本周转天数	25	36	47	35	40
						流动资产周转天数	165	194	255	303	354
						应收帐款周转天数	23	19	18	20	19
						存货周转天数	15	13	17	16	15
						总资产周转天数	381	376	441	487	535
						投资资本周转天数	232	211	225	211	214
						投资回报率					
						ROE	26.5%	24.5%	21.1%	18.9%	17.0%
						ROA	20.5%	19.2%	16.6%	15.9%	14.2%
						ROIC	38.9%	37.7%	34.1%	33.0%	38.2%
						费用率					
						销售费用率	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
						管理费用率	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
						财务费用率	-0.4%	-0.9%	-1.1%	-1.7%	-2.2%
						三费/营业收入	5.5%	5.0%	4.7%	4.1%	3.7%
						偿债能力					
						资产负债率	22.2%	20.4%	20.4%	14.9%	15.8%
						负债权益比	28.5%	25.6%	25.7%	17.5%	18.8%
						流动比率	2.76	3.54	3.68	5.60	5.35
						速动比率	2.52	3.34	3.40	5.43	5.06
						利息保障倍数	-81.64	-33.14	-25.00	-15.62	-12.23
						分红指标					
						DPS(元)	1.69	2.00	2.02	2.08	2.12
						分红比率	30.0%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
						股息收益率	3.2%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	30,636.0	34,352.0	33,913.9	34,891.7	35,548.6
加:折旧和摊销	4,953.4	339.3	4,686.5	4,945.0	5,184.7
资产减值准备	209.4	-	-	-	-
公允价值变动损失	-22.8	-257.6	-	-	-
财务费用	-506.3	-1,105.6	-1,710.8	-2,753.9	-3,527.5
投资损失	-634.8	-1,185.3	-1,209.1	-1,209.1	-1,209.1
少数股东损益	821.7	759.3	766.5	788.6	803.5
营运资金的变动	9,197.0	-17,998.9	-3,486.0	13,647.1	-18,596.1
经营活动产生现金流量	36,059.0	40,738.2	32,961.1	50,309.5	18,203.9
投资活动产生现金流量	-25,669.7	-20,688.8	-4,019.3	-3,784.7	-3,905.4
融资活动产生现金流量	-10,980.0	-7,911.9	-8,268.4	-9,333.1	-8,094.6

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	5.63	6.34	6.40	6.58	6.71
BVPS(元)	21.26	25.92	30.30	34.79	39.39
PE(X)	9.4	8.3	8.3	8.0	7.9
PB(X)	2.5	2.0	1.7	1.5	1.3
P/FCF	16.5	10.9	9.1	5.9	16.5
P/S	2.2	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	3.0	5.6	4.6	3.8	3.7
CAGR(%)	5.2%	1.9%	28.3%	5.2%	1.9%
PEG	1.8	4.4	0.3	1.5	4.1
ROIC/WACC	3.8	3.7	3.3	3.2	3.7
REP	0.4	0.7	0.7	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034