

海螺水泥 (600585.SH) / 建材

一季度业绩承压不改全年景气

评级：买入

市场价格：58.41

联系人：

电话：(852) 28113977

电邮：

info@gammasecurities.com.hk

基本状况

总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	5299.30
市价(元)	58.41
市值(亿元)	3095
流通市值(亿元)	3095

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 供求关系维持紧平衡，公司长期投资价值凸显
- 2 营收略超预期，业绩稳定增长
- 3 Q3 业绩稳定增长，长期价值凸显
- 4 业绩稳健，长期持有之选

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128,403	157,030	163,437	165,153	167,581
增长率 yoy%	70.50%	22.30%	4.08%	1.05%	1.47%
净利润	29,814	33,593	33,097	32,311	31,026
增长率 yoy%	88.05%	12.67%	-1.48%	-2.38%	-3.98%
每股收益(元)	5.63	6.34	6.25	6.10	5.85
每股现金流量	6.80	7.69	4.13	9.61	3.05
每股净资产	21.26	25.92	30.27	34.53	38.63
净资产收益率	26.46%	24.46%	20.64%	17.66%	15.16%
P/E	10.38	9.21	9.35	9.58	9.98
P/B	2.75	2.25	1.93	1.69	1.51

投资要点

- **事件：**4月27日公司公布2020年一季度报，一季度公司实现营业收入232.07亿，同比下滑23.91%；实现归母净利润49.13亿，同比下滑19.21%；实现扣非后归母净利润45.77亿，同比下滑22.79%。公司业绩符合预期。
- **疫情影响下公司产销均受到较大影响：**报告期内，疫情对公司生产经营造成了较大的影响。一方面，公司自身工人到岗慢，生产端复工较晚；另一方面，下游市场的需求受到很大影响，经销商拿货意愿也比较弱，2月份终端需求近乎停滞；3月尽管市场开始逐步复苏，但受到疫情持续防控、工人到岗率低的影响，水泥需求复苏还是比较缓慢。一季度全国固定资产投资增速-19.7%，房屋新开工面积同比增速-27.2%。终端需求极速萎缩下，全国水泥累计产量2.99亿吨，同比下滑23.9%。3月水泥产量1.48亿吨，同比下滑18.3%。下游基建和地产端需求下滑是公司1季度业绩下滑的主要原因。
- **公司盈利能力小幅改善：**一季度，公司毛利率34.9%，同比增长4.1pct，净利率21.2%，同比增长1.2pct。一方面，尽管一季度水泥价格环比4季度有所下降，但与去年同比相比仍处于高位。另一方面，一季度物流受阻，预计水泥贸易业务占总营收比例下滑。因此一季度公司毛利率有所上升，后续随着贸易业务的开展，毛利率会环比下滑。费用率上，一季度公司销售费率、管理费率、财务费率分别为3.3%、4.1%、1.0%，同比变化为0.4pct、0.8pct、1.9pct，期间费率上升3.1pct。管理费率、财务费率上升分别是因为固定成本摊销上升、人民币贬值导致的汇兑损失增长所致。一季度公司经营性现金流净额23亿，同比下滑53.95%，主要是因为产品销量及营收下降所致。但公司资产负债表中现金及理财产品合计仍超700亿，现金流非常充沛。
- **展望2020，2季度开始行业有望复苏：**疫情对全年的经济造成了很大的影响，因此基建和地产作为逆周期调节的手段会放在更重要的位置。3月底政治局会议中明确表示要“加大宏观政策调节和实施力度，加强传统基础设施投资，扩大有效投资，实施老旧小区改造”。而在4月中旬的政治局会议中，领导层在“六稳”后首次提出“六保”，并要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。4月，国常会确定今年老旧小区改造3.9万个，同比增长1倍，而第二批专项债也有望提前下达。因此，二季度基建端投资增速预计大幅回暖，迎来赶工潮；而地产投资有望保持稳定，3月单月地产投资增速1.1%，实现转正。水泥需求有望在二季度大幅回暖。目前生产端已经恢复正常，各企业出货量

持续提升，目前全国水泥出货率达到 89%，而华东、中南、西南地区作为公司主要销售地区，出货率已经达到 90%以上。供给端，供给管控的趋势不会发生改变，环保、矿山管控依然严格，全年净新增熟料产能大约 1000 万吨，相当于 1%的产能，整体比较可控。因此，今年水泥行业供需格局依然向好。

库存方面，库容比持续下降，华东地区库容比降至 54%，西北地区降至 49%。价格端，浙江、江苏、湖南、江西等多个省市价格迎来上涨。而随着库存回落、需求释放，水泥价格有望继续上涨。

- **投资建议：**中长期看，水泥行业面临着需求下滑的约束，过去几年因供给侧改革带来的营收、利润高速增长将告一段落。但我们认为，海螺的成本优势、产业链优势、资金优势依然存在，因此海螺有望在未来的行业下行期实现集中度的提升，从而在下一轮上行周期中恢复较高的盈利水平。而海螺较高的股息率也使得其长期价值凸显，是优异的现金奶牛。建议投资者看长做长。

维持“买入”评级。我们将公司 2020-2022 年营业收入调整为 1634.37 亿、1651.53 亿、1675.81 亿，同比 4.08%、1.05%、1.47%，归母净利润 330.97 亿元、323.11 亿元、310.26 亿元，同比-1.48%、-2.38%、-3.98%，EPS 分别为 6.25 元、6.1 元、5.85 元，对应估值 9.35X、9.58X、9.98X。

- **风险提示事件：**房地产需求下滑超预期；错峰生产力度下滑

财务报表

利润表 (人民币 百万元)					资产负债表(人民 币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	157,030	163,437	165,153	167,581	货币资金	54,977	61,024	102,870	107,470
增长率	22.3%	4.1%	1.1%	1.5%	应收款项	12,693	35,188	11,745	34,080
营业成本	-104,760	-110,320	-114,369	-118,413	存货	5,572	10,316	4,428	10,713
%销售收入	66.7%	67.5%	69.3%	70.7%	其他流动资产	23,868	20,732	23,438	21,483
毛利	52,270	53,117	50,785	49,168	流动资产	97,110	127,259	142,482	173,745
%销售收入	33.3%	32.5%	30.8%	29.3%	%总资产	54.3%	61.8%	65.2%	70.4%
营业税金及附					长期投资	3,906	3,926	3,948	3,969
加	-1,403	-1,634	-1,652	-1,676	固定资产	58,858	54,865	50,868	46,870
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	32.9%	26.7%	23.3%	19.0%
营业费用	-4,417	-4,576	-4,624	-4,692	无形资产	9,979	11,157	12,276	13,336
%销售收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	非流动资产	81,668	78,607	75,930	72,958
管理费用	-4,741	-5,720	-4,955	-5,027	%总资产	45.7%	38.2%	34.8%	29.6%
%销售收入	3.0%	3.5%	3.0%	3.0%					
息税前利润					资产总计	178,777	205,866	218,412	246,703
(EBIT)	41,709	41,186	39,554	37,773	短期借款	2,942	0	0	0
%销售收入	26.6%	25.2%	24.0%	22.5%	应付款项	11,317	20,956	10,153	19,286
财务费用	1,338	885	1,321	1,341	其他流动负债	13,163	13,883	13,523	13,703
%销售收入	-0.9%	-0.5%	-0.8%	-0.8%	流动负债	27,421	34,839	23,675	32,988
资产减值损失	-1,164	200	200	200	长期贷款	3,871	0	0	0
公允价值变动					其他长期负债	5,164	4,767	4,966	1,368
收益	258	-11	7	2	负债	36,457	39,606	28,641	34,357
其他收益	35	555	586	571	普通股股东权益	137,362	160,386	183,004	204,722
投资收益	1,209	1,200	1,300	1,400	少数股东权益	4,959	5,874	6,767	7,625
%税前利润	2.8%	2.7%	3.0%	3.4%	负债股东权益合				
营业利润	43,385	44,015	42,968	41,286	计	178,777	205,866	218,412	246,703
营业利润率	27.6%	26.9%	26.0%	24.6%					
营业外收支	500	451	475	463	比率分析				
税前利润	43,884	44,466	43,444	41,749		2018A	2019E	2020E	2021E
利润率	27.9%	27.2%	26.3%	24.9%	每股指标				
所得税	-10,205	-10,008	-9,794	-9,419	每股收益(元)	6.3	6.2	6.1	5.9
所得税率	23.3%	22.5%	22.5%	22.6%	每股净资产(元)	25.9	30.3	34.5	38.6
净利润	34,352	34,012	33,204	31,884	每股经营现金净	7.7	4.1	9.6	3.1
少数股东损益	759	915	893	858	流(元)				
归属于母公司					每股股利(元)	1.7	1.9	1.8	1.8
的净利润	33,593	33,097	32,311	31,026	回报率				
净利率	21.4%	20.3%	19.6%	18.5%	净资产收益率	24.5%	20.6%	17.7%	15.2%
现金流量表(人									

人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	34,352	34,012	33,204	31,884	总资产收益率	19.2%	16.5%	15.2%	12.9%
加:折旧和摊销	339	4,452	4,514	4,576	投入资本收益率	37.7%	41.2%	34.6%	41.7%
资产减值准					增长率				
备	0	0	0	0	营业总收入增长	22.3%	4.1%	1.1%	1.5%
公允价值变					率				
动损失	-258	-11	7	2	EBIT 增长率	14.6%	-4.9%	-3.6%	-4.1%
财务费用	-1,106	-885	-1,321	-1,341	净利润增长率	12.7%	-1.5%	-2.4%	-4.0%
投资收益	-1,185	-1,200	-1,300	-1,400	总资产增长率	19.5%	15.2%	6.1%	13.0%
少数股东损					资产管理能力				
益	759	915	893	858	应收账款周转天	19.1	19.1	20.4	19.5
营运资金的					数				
变动	-1,195	-14,505	15,841	-17,541	存货周转天数	13.3	17.5	16.1	16.3
经营活动现金					应付账款周转天	23.5	27.7	25.5	25.6
净流	40,738	21,864	50,944	16,180	数				
固定资本投资	-1,317	-60	-60	-50	固定资产周转天	136.6	125.2	115.2	105.0
投资活动现金					数				
净流	-20,689	-475	-396	-280	偿债能力				
股利分配	-8,956	-9,929	-9,693	-9,308	净负债/股东权益	-34.6%	-58.5%	-53.9%	-125.0%
其他	1,044	-5,413	992	-1,993	EBIT 利息保障倍	-33.1	-47.7	-30.8	-29.1
筹资活动现金					数				
净流	-7,912	-15,342	-8,701	-11,301	资产负债率	20.4%	19.2%	13.1%	13.9%
现金净流量	12,137	6,047	41,846	4,600					

来源: 嘉謨证券

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:

嘉谟证券有限公司（以下简称“本公司”）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“嘉谟证券有限公司”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。

嘉谟证券有限公司

香港干諾道中 168-200 號信德中心招商局大廈 11 樓 8 室

Unit 8 11/F, China Merchants Tower, Shun Tak Centre, Nos. 168-200 Connaught Road Central, Hong Kong

(852)28113977

www.gammasecurities.com.hk

info@gammasecurities.com.hk