

海螺水泥 (600585)

证券研究报告

2020年04月30日

业绩符合预期，估值中枢上行

公司2020年一季度实现营收232.07亿元，同比减少23.91%；归母净利润49.13亿元，同比减少19.21%；扣非后归母净利润45.78亿元，同比减少22.79%。一季度公司销售毛利率34.93%，同比上升4.1个百分点。

受疫情影响，销量下滑符合预期，我们看好上半年“小旺季”量价齐升，全年看好基建发力。产量方面，一季度全国水泥累计产量2.99亿吨，同比大幅下降23.9%；其中3月产量1.48亿吨，同比下降18.3%。一季度降幅符合预期，疫情“非经常”影响突出，需要关注3月降幅环比1-2月收窄，部分地区已由复工切换为赶工，发货率超过100%。价格方面，一季度全国华东、西北、中南、华南高标水泥均价分别为520、422、504、498元/吨，同比提高约36、46、25、33元/吨。**一季度公司销售毛利率34.93%，同比上升4.1个百分点。**财务费用同比提高188.98%，主因境外子公司所在国家受新冠疫情影响，本地货币较人民币贬值较大导致汇兑损失同比增加，报告期末短期借款25.80亿，较去年同期增加8.64亿，长期借款较去年同期增加0.59亿。管理费用同比下降4.34%，管理费用率4.10%，同比提高0.84个百分点，预计与Q1疫情推后复工时间、带来停工损失增加有关，以及管理费用中刚性成本较多。销售费用同比下降13.05%，销售费用率3.35%，同比提高0.42个百分点。**此外，报表还需关注以下方面：**(1)应付职工薪酬较年初下降81.54%，主因一季度发放上年度计提年终奖；(2)其他应收款余额较年初下降55.77%，主因一季度收回上年度办理的银行理财产品；(3)营业外收入同比上升82.17%，主因取得政府补助同比增加；(4)投资收益同比下降40.51%，公允价值变动收益同比上升25.56倍，主因集团一季度持有保本保息类银行理财产品同比减少、非保本保息类理财产品同比增多。

由复工到赶工，全国水泥进入旺季，基建是全年焦点。①江浙水泥第一轮提价落地，当期发货率高、库存低，参考往年二季度表现，价格仍有进一步提升空间。发货方面，截止上周，浙江多地连续两周发货率为110%，江苏南京、苏锡常均为100%，安徽铜陵/芜湖100%。库存方面，江苏南京、无锡水泥库存分别为50%和45%，浙江大部分区域为45%，铜陵、芜湖为45%。价格方面，江浙地区正执行第一轮普涨，本月26日浙江杭州、绍兴、嘉兴和湖州水泥上调20元/吨，江苏南通、扬州、泰州和盐城等地高标水泥上调20元/吨，涨完预计同比去年高20元左右。如果今年二季度涨价两轮，考虑到去年同期也是两轮，估计涨完江浙同比仍高出20-30元/吨。②甘肃需求超预期，价格连续上调，近日平凉袋装第二轮上调20元/吨，自中旬涨价以来累计上调30-40元/吨。③近期江西南昌、吉安及赣西萍乡地区上调水泥价格20元/吨，湖南长株潭部分地区、常德及张家界地区上调水泥价格20元/吨，益阳上调20-30元/吨。

结合地方专项债扩大规模、加大逆周期调节力度的政策指引，我们看好后期基建投资加速，在房屋新开工放缓、施工延续的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。一季度基建投资(不含电力)同比下滑19.7%，降幅比前值收窄10.6个百分点。截止3月已发行新增地方政府专项债1.08万亿元，同比增加63%，略超2019全年金额的50%，我们假设2020全年新增专项债3.5-4万亿，同时假设新增专项债的50%用于基建投资，在2019全年基建投资(广义)约18.2万亿的基础上，今年新增专项债带来的基建投资增长是3.7%-5.1%。

公司产能规模持续扩大。截止2019年底，公司熟料产能2.53亿吨(新增90万吨)，水泥产能3.59亿吨(新增625万吨)，骨料产能5530万吨(新增1690万吨)，商混产能300万立方米(新增240万立方米)。2020年计划资本性支出100亿元。

我们认为二季度公司基本面有望表现量价提升。公司资源优势、区位优势、成本优势以及规模优势与技术优势均难以复制，在供需关系动态变化中不断巩固增强竞争实力。此外，公司积极进行产业链拓展，骨料业务充分展现增长潜力，海外扩张彰显全球视野，基于基建发力和赶工可能，我们将2020-21年归母净利润从338.8、334.8亿调整为351.98、360.02亿，对应PE8.8X、8.7X。

风险提示：天气变化不及预期；房地产需求不及预期；基建项目落地节奏不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128,402.63	157,030.33	172,733.36	181,370.03	184,997.43
增长率(%)	70.50	22.30	10.00	5.00	2.00
EBITDA(百万元)	43,657.21	44,679.68	48,704.63	48,633.08	42,901.27
净利润(百万元)	29,814.28	33,592.76	35,198.48	36,001.74	32,505.72
增长率(%)	88.05	12.67	4.78	2.28	(9.71)
EPS(元/股)	5.63	6.34	6.64	6.79	6.13
市盈率(P/E)	10.44	9.27	8.84	8.65	9.58
市净率(P/B)	2.76	2.27	1.93	1.67	1.49
市销率(P/S)	2.42	1.98	1.80	1.72	1.68
EV/EBITDA	2.97	5.22	4.80	4.03	4.14

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	58.41元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,999.70
流通A股股本(百万股)	3,999.70
A股总市值(百万元)	233,622.63
流通A股市值(百万元)	233,622.63
每股净资产(元)	26.85
资产负债率(%)	18.02
一年内最高/最低(元)	62.13/36.66

作者

李阳 分析师
SAC执业证书编号: S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《海螺水泥-年报点评报告:量价齐升,盈利创新高》2020-03-22
- 《海螺水泥-季报点评:高基数收获超预期增长,盈利预期继续上行》2019-10-23
- 《海螺水泥-半年报点评:龙头业绩稳增长,关注资产高质量》2019-08-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	37,619.11	54,977.08	83,146.29	130,146.20	150,674.76
应收票据及应收账款	14,366.87	9,649.02	14,341.72	10,848.56	14,845.53
预付账款	2,108.93	2,692.42	114.50	3,160.24	436.94
存货	6,022.72	5,571.52	10,022.46	4,386.38	12,160.61
其他	11,935.33	24,191.61	27,029.22	7,523.01	16,417.26
流动资产合计	72,052.96	97,081.64	134,654.19	156,064.39	194,535.10
长期股权投资	3,181.99	3,820.61	4,020.61	4,220.61	4,420.61
固定资产	60,320.46	58,858.42	57,188.25	54,439.52	51,030.33
在建工程	3,458.40	6,237.84	3,778.71	2,315.22	1,419.13
无形资产	8,371.84	9,978.71	9,609.66	9,240.61	8,871.56
其他	2,161.70	2,772.00	1,900.13	1,700.13	1,724.09
非流动资产合计	77,494.39	81,667.58	76,497.35	71,916.10	67,465.73
资产总计	149,547.35	178,777.18	211,160.86	227,992.91	262,017.39
短期借款	1,376.93	2,941.70	2,000.00	2,000.00	1,200.00
应付票据及应付账款	6,395.73	7,303.65	8,290.34	8,083.34	9,902.52
其他	18,379.30	17,175.85	24,289.88	15,753.01	25,410.70
流动负债合计	26,151.96	27,421.19	34,580.22	25,836.35	36,513.22
长期借款	2,606.58	3,871.29	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付债券	3,498.75	3,498.05	3,498.42	3,498.41	3,498.29
其他	872.19	1,666.20	900.00	900.00	1,155.40
非流动负债合计	6,977.52	9,035.54	9,398.42	9,398.41	9,653.69
负债合计	33,129.48	36,456.73	43,978.64	35,234.76	46,166.91
少数股东权益	3,728.96	4,958.77	5,677.10	6,411.83	7,075.21
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30
资本公积	10,584.75	10,587.32	10,587.32	10,587.32	10,587.32
留存收益	107,279.36	131,918.87	156,205.82	181,047.02	203,475.96
其他	(10,474.50)	(10,443.81)	(10,587.32)	(10,587.32)	(10,587.32)
股东权益合计	116,417.87	142,320.45	167,182.22	192,758.15	215,850.48
负债和股东权益总	149,547.35	178,777.18	211,160.86	227,992.91	262,017.39

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	30,636.01	34,352.01	35,198.48	36,001.74	32,505.72
折旧摊销	4,953.41	339.34	4,558.36	4,661.25	4,724.33
财务费用	(506.30)	(1,105.63)	(1,798.00)	(3,080.07)	(4,271.90)
投资损失	(634.79)	(1,185.29)	(500.00)	(400.00)	(400.00)
营运资金变动	8,362.85	(915.84)	(7,745.93)	8,345.85	(8,908.84)
其它	(6,752.22)	9,253.63	(5,064.40)	(7,765.27)	(1,811.62)
经营活动现金流	36,058.97	40,738.20	24,648.50	37,763.51	21,837.69
资本支出	6,011.66	3,108.21	826.20	80.00	(205.40)
长期投资	391.23	638.62	200.00	200.00	200.00
其他	(32,072.58)	(24,435.68)	10,997.92	17,036.89	5,301.26
投资活动现金流	(25,669.70)	(20,688.85)	12,024.11	17,316.89	5,295.86
债权融资	10,233.50	11,744.79	12,498.42	12,498.41	11,698.29
股权融资	401.59	1,474.00	1,754.49	3,180.07	4,371.90
其他	(21,615.09)	(21,130.69)	(22,756.32)	(23,758.96)	(22,675.18)
筹资活动现金流	(10,980.00)	(7,911.90)	(8,503.41)	(8,080.49)	(6,604.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(590.73)	12,137.46	28,169.21	46,999.91	20,528.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	128,402.63	157,030.33	172,733.36	181,370.03	184,997.43
营业成本	81,230.03	104,760.09	112,276.68	117,890.52	129,498.20
营业税金及附加	1,457.67	1,403.05	1,554.60	1,632.33	2,404.97
营业费用	3,733.29	4,416.57	4,491.07	4,534.25	6,474.91
管理费用	3,752.17	4,741.15	5,009.27	5,259.73	6,474.91
研发费用	3.88	187.20	172.73	181.37	92.50
财务费用	(474.09)	(1,338.17)	(1,798.00)	(3,080.07)	(4,271.90)
资产减值损失	206.99	(1,164.21)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	22.83	257.60	(5,782.74)	(8,500.00)	(2,475.00)
投资净收益	658.49	1,209.08	500.00	400.00	400.00
其他	(2,070.99)	(1,499.38)	10,565.47	16,200.00	4,150.00
营业利润	39,882.36	44,057.34	45,944.28	47,051.89	42,448.84
营业外收入	590.68	648.13	600.00	550.00	550.00
营业外支出	843.84	148.62	200.00	200.00	200.00
利润总额	39,629.20	44,556.85	46,344.28	47,401.89	42,798.84
所得税	8,993.18	10,204.84	10,427.46	10,665.43	9,629.74
净利润	30,636.01	34,352.01	35,916.81	36,736.47	33,169.10
少数股东损益	821.73	759.25	718.34	734.73	663.38
归属于母公司净利润	29,814.28	33,592.76	35,198.48	36,001.74	32,505.72
每股收益(元)	5.63	6.34	6.64	6.79	6.13

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	70.50%	22.30%	10.00%	5.00%	2.00%
营业利润	91.51%	10.47%	4.28%	2.41%	-9.78%
归属于母公司净利润	88.05%	12.67%	4.78%	2.28%	-9.71%
获利能力					
毛利率	36.74%	33.29%	35.00%	35.00%	30.00%
净利率	23.22%	21.39%	20.38%	19.85%	17.57%
ROE	26.46%	24.46%	21.79%	19.32%	15.57%
ROIC	38.27%	37.70%	42.76%	40.60%	41.66%
偿债能力					
资产负债率	22.15%	20.39%	20.83%	15.45%	17.62%
净负债率	-23.52%	-30.38%	-42.26%	-61.03%	-64.39%
流动比率	2.76	3.54	3.89	6.04	5.33
速动比率	2.52	3.34	3.60	5.87	5.00
营运能力					
应收账款周转率	9.67	13.08	14.40	14.40	14.40
存货周转率	23.94	27.09	22.15	25.17	22.36
总资产周转率	0.95	0.96	0.89	0.83	0.76
每股指标(元)					
每股收益	5.63	6.34	6.64	6.79	6.13
每股经营现金流	6.80	7.69	4.65	7.13	4.12
每股净资产	21.26	25.92	30.48	35.16	39.40
估值比率					
市盈率	10.44	9.27	8.84	8.65	9.58
市净率	2.76	2.27	1.93	1.67	1.49
EV/EBITDA	2.97	5.22	4.80	4.03	4.14
EV/EBIT	3.35	5.26	5.29	4.46	4.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com