



2020-08-22

公司点评报告

买入/维持

海螺水泥(600585)

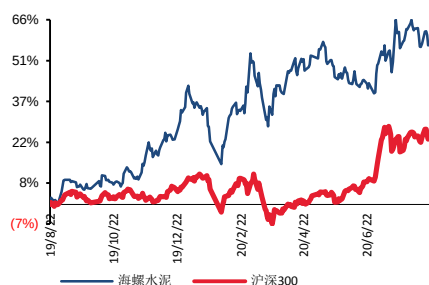
目标价: 68.3

昨收盘: 59.36

材料 材料 II

海螺水泥：资产负债表强劲，水泥股中的价值王者

■ 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)	314,567/314,567
12 个月最高/最低(元)	62.69/39.14

相关研究报告:

海螺水泥(600585)《海螺水泥：Q1疫情影响销量，全年业绩无忧》
--2020/04/28

海螺水泥(600585)《海螺水泥：经营质量稳步提升，打造极致现金流的水泥龙头》
--2020/03/21

海螺水泥(600585)《海螺水泥：业绩依旧亮眼，水泥股中的价值王者》
--2019/10/22

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：2020 年上半年公司实现营收 740.07 亿元(+3.3%)，归母净利润 160.69 亿元(+5.31%)，扣非归母净利润 155.27 亿元(+4.04%)；其中 Q2 实现营收 508 亿元(+23.47%)，归母净利润 111.56 亿元(+21.55%)，扣非归母净利润 109.49 亿元(+21.72%)。

点评：

维持“买入”评级，目标价 68.3 元：我们认为，在环保趋严的背景下，矿山的稀缺性使得水泥呈现资源化，随着行业集中度提升，市场波动性将减弱，而过去 2-3 年以及未来 2-3 年，水泥企业资产负债表大幅修复及盈利稳定性提升将成为此轮水泥估值修复的催化剂，海螺作为行业龙头将迎来价值重估。预计公司 2020-2021 年业绩分别为 362、369 亿元，对应 EPS 分别为 6.83、6.96 元，对应 PE 估值分别为 8.7 和 8.5 倍，目前 PB 估值约 2.4x，维持“买入”评级，目标价 68.3 元。

Q2 量增价跌，业绩依旧稳健。公司上半年实现水泥熟料自产品综合销量 1.41 亿吨，同比下降 3.4%，其中 Q2 实现销量约 9200 万吨，同比增长 9.8%；进入二季度，下游复工复产加速，基建项目率先恢复，Q1 压制的需求集中释放，公司整体产销量稳定增长；**从单吨情况来看，**我们测算 Q2 公司自产自销水泥熟料均价约 330 元/吨，同比下滑约 6 元/吨，主要由于 Q1 由于疫情影响，淡季价格暂未调整，而进入二季度需求恢复后，价格出现一定程度调整，同时由于进入 6 月份后华东地区雨水较多，也导致价格调整较早；吨成本约 180 元，同比下降 10 元/吨，主要原因是煤价及人工成本下降所致；吨毛利约为 165 元，同比提升约 3 元/吨；全口径计算 Q2 吨三费约为 9 元，同比下降约 18 元/吨，主要是公司存款利息收入大幅增加所致，上半年财务费用同比下降 37.22%，公司管理水平及盈利水平依旧维持在行业领先地位。

海中模式常态化，熨平周期波动：2020 年上半年公司贸易量约 4600 吨，同比下滑约 19%，其中 Q2 销量约 3600 万吨，同比增长 9.5%，二季度复工复产加速后，销量有所增加。随着海中模式逐渐常态化，公司贸易规模的扩大不仅进一步助力公司营收规模的稳定增长，同时大幅减少了华东地区大企业的熟料外销，从而使得龙头企业区域控制力进一步加强并减缓当地水泥价格波动，平滑区域周期波动；

极致的现金流企业，合同负债反映供求状况。我们注意到，报告期末“合同负债”科目余额为 37.38 亿元，合同负债基本可以解释为预付款，先款后货的交易模式体现了水泥企业超强的议价能力，也反映了水泥行业极佳的供求状况；上半年公司收到 902.07 亿元现金，大幅高于营收（740 亿元），截止二季度末，公司经营性现金流净额 145.6 亿元，同比基本持平；在手现金 616.2 亿元以及交易型金融资产 147.6 亿元，合计同增 111.6%，资产负债率仅为 11.2%，同比减少 1.6 个百分点，债务结构继续优化。我们认为，海螺是打造极致现金流企业，充足的现金流一方面可以保证各项业务的有序开展，延伸产业链；另一方面未来有望提升分红比例，目前股价对应股息率约 3.4%，未来不排除提升分红比例，这对长期投资者吸引力十足。

产能稳步扩张+产业链延伸，巩固龙头地位。报告期末，公司熟料产能为 2.59 亿吨，水泥产能为 3.66 亿吨，骨料产能 5680 万吨，商混产能 300 万立方米，2020 年公司计划资本开支 100 亿元，上半年并购了芜湖南方水泥，西藏八宿海螺基地进入施工高峰期，缅甸海螺建成一条熟料线等；通过自建及并购稳步扩张国内外水泥产能，同时加快上下游产业链一体化建设，实现产业链优势互补，上半年公司骨料营收约 4.8 亿元，毛利率高达 70.8%，盈利水平突出；随着环保不断趋严，矿山资源稀缺性凸显，公司骨料业务依托自身优质矿山资源发展迅速，未来将成为公司新的业绩增长点。

当前华东需求快速恢复，全年业绩无忧。随着华东地区雨水逐步减弱，下游需求快速恢复，继长三角熟料价格率先提涨 2 轮 50 元/吨后，江浙地区水泥价格也提涨 2 轮约 50-60 元/吨，从时间节点上要早于往年；当前华东地区水泥库存持续下降，出货率接近 100%，而 7 月份地产及基建投资仍在加速恢复，预计下半年需求依旧强劲。由于水泥需求刚性及不可库存的属性，价格对需求极为敏感，所以后续需求集中释放及灾后重建有望将带动价格大幅反弹；下半年从涨价时间（南方从 8 月中下旬到 12 月份）及涨价空间（长三角淡季价格回落 70-100 元/吨，价格洼地）来看，都要好于上半年，而从涨价幅度来看，可以类比去年受雨水影响较为严重的福建（8 月中下旬开始累积上涨 200 元/吨），江西（8 月底开始累积上涨 150 元/吨），我们认为，在地产超预期及基建逐步回暖的背景下，下半年华东水泥价格弹性十足，区域龙头企业将充分受益，而在流动性宽松及稳经济的背景下，行业整体估值有望提升，海螺作为行业标杆，核心资产将迎来价值重估。

风险提示：房地产及基建投资低于预期，需求端大幅下滑；供给侧改革低于预期，落后产能退出缓慢，供需格局变差；煤炭，矿石等价格上涨，带来成本提升。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	157030	168016	175174	180772
(+/-%)	22.30	7.00	4.26	3.20
归母净利润(百万元)	33593	36174	36882	37711
(+/-%)	12.67	7.68	1.96	2.25
摊薄每股收益(元)	6.34	6.83	6.96	7.12
市盈率(PE)	9.36	8.70	8.53	8.34

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	37619	54977	79058	106746	135236	营业收入	128403	157030	168016	175174	180772
应收和预付款项	16476	12341	13016	13456	13800	营业成本	-81230	-104760	-112959	-119931	-125312
存货	6023	5572	6008	6378	6665	营业税金及附加	-1458	-1403	-1501	-1565	-1615
其他流动资产	801	21176	21176	21176	21176	销售费用	-3733	-4417	-4726	-4927	-5084
流动资产合计	72053	97110	122301	150801	179920	管理费用	-3823	-4928	-5241	-5464	-5639
长期股权投资	3182	3821	3821	3821	3821	财务费用	474	1338	2689	3930	5194
投资性房地产	2	3	4	5	6	资产减值损失	-207	-1164	-1164	-1164	-1164
固定资产	60320	58858	56622	54785	53087	投资收益	658	1209	1209	1209	1209
在建工程	1909	4037	5019	5509	5755	公允价值变动	23	258	258	258	258
无形资产开发支出	8372	9979	9614	9249	8884	营业利润	39107	43163	46580	47519	48619
长期待摊费用	2	3	4	5	6	其他非经营损益	522	1394	1400	1400	1400
其他非流动资产	2757	3873	3873	3873	3873	利润总额	39629	44557	47981	48919	50019
资产总计	149547	178777	202349	229138	256440	所得税	-8993	-10205	-10989	-11204	-11456
短期借款	4128	4375	4375	4375	4375	净利润	30636	34352	36992	37715	38563
应付和预收款项	6396	7304	7875	8361	8736	少数股东损益	-822	-759	-818	-834	-852
长期借款	2607	3871	3871	3871	3871	归母股东净利润	29814	33593	36174	36882	37711
其他负债	19999	20906	20906	20906	20906	预测指标					
负债合计	33129	36457	37028	37514	37890		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	5299	5299	5299	5299	5299	销售毛利率	35.6%	32.4%	31.9%	30.6%	29.8%
资本公积	13234	13237	16854	20543	24314	销售净利率	23.2%	21.4%	21.5%	21.1%	20.9%
留存收益	94155	118825	137391	159171	181475	销售收入增长率	70.5%	22.3%	7.0%	4.3%	3.2%
归母公司股东权益	112689	137362	159545	185013	211088	EBIT 增长率	106.9%	8.8%	5.0%	-0.7%	-0.4%
少数股东权益	3729	4959	5776	6610	7462	净利润增长率	88.0%	12.7%	7.7%	2.0%	2.2%
股东权益合计	116418	142320	165321	191623	218550	ROE	26.5%	24.5%	22.7%	19.9%	17.9%
负债和股东权益	149547	178777	202349	229138	256440	ROA	19.9%	18.8%	17.9%	16.1%	14.7%
现金流量表(百万)						ROIC	33.1%	32.3%	34.3%	34.5%	35.0%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	5.63	6.34	6.83	6.96	7.12
经营性现金流	36059	40738	37174	36963	36723	PE (X)	10.55	9.36	8.70	8.53	8.34
投资性现金流	-25670	-20689	-1791	-1791	-1791	PB (X)	2.79	2.29	1.97	1.70	1.49
融资性现金流	-10980	-7912	-7910	-7483	-6442	PS (X)	2.45	2.00	1.87	1.80	1.74
现金增加额	19	19	0	0	0	EV/EBITDA (X)	6.44	6.04	4.70	4.09	3.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。