

海螺水泥（600585.SH）/建材

业绩如期改善，全年稳增长可期

评级：买入

市场价格：59.36

联系人：

电话：(852) 28113977

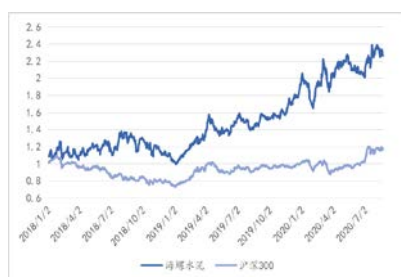
电邮：

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)	59.36
市值(亿元)	3146
流通市值(亿元)	3146

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
- 5 一季度业绩承压不改全年景气

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	171,964	180,149	190,292
增长率 yoy%	70.50%	22.30%	9.51%	4.76%	5.63%
净利润	29,814	33,593	37,363	37,171	37,538
增长率 yoy%	88.05%	12.67%	11.22%	-0.51%	0.99%
每股收益(元)	5.63	6.34	7.05	7.01	7.08
每股现金流量	6.80	7.69	4.57	10.62	3.88
每股净资产	21.26	25.92	30.83	35.74	40.70
净资产收益率	26.46%	24.46%	22.87%	19.63%	17.41%
P/E	10.55	9.36	8.42	8.46	8.38
P/B	2.79	2.29	1.93	1.66	1.46

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年中报，上半年公司实现营业收入 740.07 亿，同比增长 3.3%；实现归母净利润 160.69 亿，同比增长 5.31%；实现扣非后归母净利润 155.27 亿，同比增长 4.04%。分拆看，Q2 公司实现收入 508 亿，同比增长 23.47%；实现归母净利润 111.56 亿，同比增长 21.55%；实现扣非净利润 109.49 亿，同比增长 21.72%。二季度公司业绩大幅回暖，符合之前预期。
- **稳增长背景下下游需求复苏，带动公司二季度销量增长：**分产品看，公司上半年水泥业务、贸易业务、熟料业务、骨料和商品混凝土业务分别实现收入 416.25 亿、153.59 亿、49.42 亿、4.77 亿、0.78 亿，同比分别为-4.46%、-22.17%、6.98%、3.54%、369.54%。公司上半年水泥销售收入下滑主要是因为一季度受到疫情影响导致销量下滑 3.4%，公司产品均价总体保持了稳定。而二季度公司收入实现 23% 的增长意味着终端需求实现了较好的复苏。宏观数据显示：截止 6 月底，固定资产投资完成额累计同比-1%，增速较 1 季度回升 18.7pct；房屋施工面积累计同比 2.6%，与 1 季度持平。下游基建端回暖带动了水泥需求的复苏。二季度全国水泥产量为 7 亿吨，同比增长 7.8%，增速较 1 季度回升 26.1pct。从微观数据看，5 月份水泥需求旺盛，华东、华南出货率持续超过 100%，甘青地区水泥供不应求，各地库存加速去化，以基建为主的西北、华北等地，水泥需求旺盛，龙头企业日发货量创新高。
- **主要产品毛利率维持稳定：**公司上半年综合毛利率 31.41%，同比下降 1.04pct，其中二季度毛利率为 29.79%，同比下降 3.8pct。公司毛利率下降主要是因为低毛利业务占比提升所致。主要产品水泥和熟料上半年毛利率分别为 47.53%、45.49%，分别提升 0.13pct、2.6pct。上半年，水泥熟料的吨均价和吨成本分别为 330.3 元、174.5 元；吨毛利率 155.77 元，同比提升 0.77 元。尽管二季度毛利率下降明显，但公司净利率维持在 23%，同比提升 0.1pct。这主要得益于公司强大的费用控制能力。费率端，二季度销售费率、管理费、财务费率分别为 2%、1.6%、-2.2%，同比下降 0.7pct、1.2pct、1.3pct。
- **资产端现金流充沛，稳步推进产能扩张：**二季度公司实现经营性现金流入 598.6 亿，销售回款情况良好。截止 6 月底，公司共有现金等价物 764 亿，

较年初增加 60 多亿，现金流极其充沛。此外，公司稳步推进国内外项目建设和并购。西藏八宿海螺水泥有限责任公司熟料项目已进入施工高峰期；公司还并购了芜湖南方水泥，增加熟料产能 450 万吨，水泥产能 160 万吨；海外发展方面，缅甸海螺（曼德勒）水泥有限公司一条熟料线及两台水泥磨建成投产。产能的扩张有利于公司进一步增加市占率，维持行业龙头地位。

- **下半年行业持续复苏，业绩确定性强：**全年来看，稳经济背景下，地产投资拉动的需求较为稳定，基建投资有望继续复苏，带来新的需求增量，行业全年有望维持高景气度。3-4 月出现基建行业投资项目申报高峰，3/4 月中央及地方基建申报项目金额达 8.4/5.5 万亿，同比增长 342%/174%，1-5 月累计申报项目金额 19 万亿，同比增长 88%，充足的订单项目为今年的增长奠定了基础。从资金来看，今年专项债与特别国债合计安排 4.75 万亿元用于基建投资，较去年 2.15 万亿大幅提升。5 月份第三批新增专项债 1 万亿额度发放完毕，根据前期专项债约 7-8 成流向基建领域，预计资金仍将以支持基建为主。供给需求层面，产能净增加约 3088 万吨，占 19 年底在产产能比重为 1.4%。因此，今年水泥行业供需格局依然向好。

- **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 年营业收入上调为 1719.64 亿、1801.49 亿、1902.92 亿，同比 9.51%、4.76%、5.63%，归母净利润 373.63 亿元、371.71 亿元、375.38 亿元，同比 11.22%、-0.51%、0.99%，EPS 分别为 7.05 元、7.01 元、7.08 元，对应估值 8.42X、8.46X、8.38X。

- **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	171,964	180,149	190,292	货币资金	54,977	62,190	108,053	115,276
增长率	22.3%	9.5%	4.8%	5.6%	应收款项	12,693	37,686	13,509	38,527
营业成本	-104,760	-115,027	-123,619	-132,805	存货	5,572	10,993	4,943	12,038
%销售收入	66.7%	66.9%	68.6%	69.8%	其他流动资产	23,868	20,905	23,631	21,875
毛利	52,270	56,937	56,531	57,487	流动资产	97,110	131,774	150,135	187,716
%销售收入	33.3%	33.1%	31.4%	30.2%	%总资产	54.3%	62.6%	66.4%	72.0%
营业税金及附					长期投资	3,906	3,926	3,948	3,969
加	-1,403	-1,720	-1,801	-1,903	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%	26.1%	22.5%	18.0%
营业费用	-4,417	-4,299	-4,504	-4,757	无形资产	9,979	11,157	12,276	13,336
%销售收入	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	非流动资产	81,668	78,607	75,930	72,958
管理费用	-4,741	-4,127	-4,324	-4,567	%总资产	45.7%	37.4%	33.6%	28.0%
%销售收入	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%					
息税前利润					资产总计	178,777	210,381	226,065	260,674
(EBIT)	41,709	46,791	45,902	46,260	短期借款	2,942	0	0	0
%销售收入	26.6%	27.2%	25.5%	24.3%	应付款项	11,317	22,367	11,166	21,878
财务费用	1,338	953	1,441	1,522	其他流动负债	13,163	13,883	13,523	13,703
%销售收入	-0.9%	-0.6%	-0.8%	-0.8%	流动负债	27,421	36,250	24,688	35,581
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	41,017	29,654	36,949
其他收益	35	555	586	571	普通股股东权益	137,362	163,372	189,392	215,669
投资收益	1,209	1,200	1,300	1,400	少数股东权益	4,959	5,992	7,019	8,057
%税前利润	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%	负债股东权益合				
营业利润	43,385	49,688	49,436	49,955	计	178,777	210,381	226,065	260,674
营业利润率	27.6%	28.9%	27.4%	26.3%					
营业外收支	500	451	475	463	比率分析				
税前利润	43,884	50,140	49,911	50,418		2018A	2019E	2020E	2021E
利润率	27.9%	29.2%	27.7%	26.5%	每股指标				
所得税	-10,205	-11,298	-11,267	-11,396	每股收益(元)	6.3	7.1	7.0	7.1
所得税率	23.3%	22.5%	22.6%	22.6%	每股净资产(元)	25.9	30.8	35.7	40.7
净利润	34,352	38,396	38,199	38,576	每股经营现金净	7.7	4.6	10.6	3.9
少数股东损益	759	1,033	1,028	1,038	流(元)				
归属于母公司					每股股利(元)	1.7	2.1	2.1	2.1
的净利润	33,593	37,363	37,171	37,538	回报率				
净利率	21.4%	21.7%	20.6%	19.7%	净资产收益率	24.5%	22.9%	19.6%	17.4%
现金流量表 (人									

人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	34,352	38,396	38,199	38,576	总资产收益率	19.2%	18.3%	16.9%	14.8%
加:折旧和摊销	339	4,452	4,514	4,576	投入资本收益率	37.7%	46.6%	39.1%	49.6%
资产减值准备	0	0	0	0	增长率				
公允价值变动损失	-258	-11	7	2	营业总收入增长率	22.3%	9.5%	4.8%	5.6%
财务费用	-1,106	-953	-1,441	-1,522	EBIT 增长率	14.6%	7.8%	-1.6%	1.0%
投资收益	-1,185	-1,200	-1,300	-1,400	净利润增长率	12.7%	11.2%	-0.5%	1.0%
少数股东损益	759	1,033	1,028	1,038	总资产增长率	19.5%	17.7%	7.5%	15.3%
营运资金的变动	-1,195	-16,442	16,320	-19,656	资产管理能力				
经营活动现金净流	40,738	24,242	56,298	20,575	应收账款周转天数	19.1	19.1	20.4	19.5
固定资本投资	-1,317	-60	-60	-50	存货周转天数	13.3	17.3	15.9	16.1
投资活动现金净流	-20,689	-475	-396	-280	应付账款周转天数	23.5	27.7	25.5	25.6
股利分配	-8,956	-11,209	-11,151	-11,261	固定资产周转天数	136.6	119.0	105.6	92.5
其他	1,044	-5,345	1,112	-1,811	偿债能力				
筹资活动现金净流	-7,912	-16,554	-10,039	-13,072	净负债/股东权益	-35.4%	-60.5%	-56.0%	-125.0%
现金净流量	12,137	7,213	45,863	7,223	EBIT 利息保障倍数	-33.1	-50.1	-32.6	-31.2
					资产负债率	20.4%	19.5%	13.1%	14.2%

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