



## 营收快速增长，在手现金充足

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-28

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 61.58       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 35.35/63.56 |
| 总股本（百万股）        | 5299        |
| 流通股本（百万股）       | 4000        |
| 流通股比例（%）        | 75.48       |
| 总市值（亿元）         | 3263        |
| 流通市值（亿元）        | 2463        |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

### 相关报告

《半年报深度点评：盈利水平提升，下半年业绩弹性可期》2020-08-26

《海螺水泥：拥有坚实壁垒的周期核心资产》2020-07-24

**事件：**公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 1239.84 亿元，同比增长 11.94%；实现归母净利润 247.19 亿元，同比增长 3.79%。

### 主要观点：

#### Q3 营收增速提高，销量稳健增长

2020Q3 单季度公司实现营收、归母净利润分别为 499.77 亿元、86.50 亿元，同比+27.78%/+1.10%，单季营收增速环比提升 4.31 个百分点。报告期内，8 月份雨季影响结束后华东地区水泥旺季提前来临，助力公司 2020Q3 实现销量稳健增长，但价格端仍受到雨季时回调带来的影响。

#### 毛利受到拖累，盈利能力依然优秀

2020 年前三季度公司毛利率为 28.89%，同比下降 3.53 个百分点，我们认为主要有三个原因：1) 2020Q3 雨季期间价格出现一定调整；2) 煤价三季度有所上升；3) 公司非水泥的贸易业务（其他业务）在 2020 年规模显著扩大，但该项业务毛利较低，对整体毛利形成拖累。

费用率方面，公司 2020 年前三季度销售费用率 2.33%，同比下降 0.5 个百分点；管理费用率 2.62%，同比下降 0.43 个百分点；财务费用同比基本持平，研发费用率同比提升 0.2 个百分点至 0.24%，主要是集团新增部分研发项目，研发投入支出同比增加所致。此外，报告期末公司合同负债余额较年初上升 77.56%，显示出 2020Q3 水泥销售的火爆。

#### 现金流充沛，资本结构优化

2020H1 公司资产负债率同比下降 0.19 个百分点至 18.81%，创造历史新低，2020Q3 资产负债率小幅上升至 19.86%，但仍比 2019 年同期低 0.67 个百分点。

前三季度公司经营性净现金流 235.11 亿元，环比增长 89.5 亿元。自 2017Q2 以来，公司自由现金流转正，此后持续保持了优秀的现金流创造能力。2020 年前三季度公司在手现金达 657.43 亿元，相比 2019 年同期大增 211.9 亿元。充沛的现金流也使公司具备提高分红率的条件。

#### 2020Q4 水泥量价齐升可期，公司业绩仍具弹性

2020 年 8 月开始，长三角地区水泥已迎来多轮涨价，当前价格已超过 2019 年同期。我们认为 2020Q4 在传统赶工旺季和基建新项目陆续开工的催化下，水泥市场将保持高景气度，价格有望创出新高。

与此同时，国庆节后，伴随 2020 年秋冬季大气污染治理攻坚行动，全国各地逐步开启水泥秋冬季错峰生产。泛东北及晋冀鲁豫地区相关水泥企业达成共识，将启动执行为期 4 个月的错峰生产，为东北熟料南下的有序开展，同时对保障供应链稳定做了相关约定，涉及企业超过

1000 家，或将进一步推高 2020Q4 水泥涨价预期，尤其是在前期价格相对疲软的地区。我们认为此轮秋冬错峰力度较大，同时在行业日趋规范、且已达成共识的情况下，执行效果也会更好，对 2020Q4 乃至 2021Q1 相关地区水泥价格和水泥企业业绩都将构成催化作用。公司作为行业龙头，也将充分受益四季度水泥价格上涨，业绩仍具弹性。

### 投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 353.76/381.28/410.63 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/7.19/7.75 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

基建和地产投资不及预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

### 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 157030 | 166943 | 178097 | 189349 |
| 收入同比(%)   | 22.3%  | 6.3%   | 6.7%   | 6.3%   |
| 归属母公司净利润  | 33593  | 35376  | 38128  | 41063  |
| 净利润同比(%)  | 12.7%  | 5.3%   | 7.8%   | 7.7%   |
| 毛利率(%)    | 33.3%  | 34.4%  | 34.6%  | 34.9%  |
| ROE(%)    | 24.5%  | 22.1%  | 20.6%  | 19.5%  |
| 每股收益(元)   | 6.34   | 6.68   | 7.19   | 7.75   |
| P/E       | 8.64   | 7.89   | 7.32   | 6.79   |
| P/B       | 2.11   | 1.74   | 1.51   | 1.32   |
| EV/EBITDA | 5.28   | 3.61   | 3.39   | 2.66   |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表         |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元        |        |        |        |        |
| 会计年度          | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>流动资产</b>   | 97110  | 133727 | 160959 | 191124 |
| 现金            | 54977  | 76027  | 103444 | 132919 |
| 应收账款          | 1274   | 1769   | 1680   | 1776   |
| 其他应收款         | 3623   | 8521   | 9683   | 8109   |
| 预付账款          | 2692   | 2484   | 2886   | 3008   |
| 存货            | 5572   | 8160   | 7834   | 8014   |
| 其他流动资产        | 28972  | 36766  | 35432  | 37297  |
| <b>非流动资产</b>  | 81668  | 76403  | 75575  | 74676  |
| 长期投资          | 3821   | 3821   | 3821   | 3821   |
| 固定资产          | 58858  | 48195  | 44053  | 38789  |
| 无形资产          | 9979   | 13305  | 15081  | 17318  |
| 其他非流动资产       | 9010   | 11083  | 12620  | 14749  |
| <b>资产总计</b>   | 178777 | 210131 | 236534 | 265801 |
| <b>流动负债</b>   | 27421  | 34339  | 35091  | 37074  |
| 短期借款          | 2942   | 3530   | 4236   | 5083   |
| 应付账款          | 7304   | 9141   | 9001   | 9474   |
| 其他流动负债        | 17176  | 21667  | 21854  | 22517  |
| <b>非流动负债</b>  | 9036   | 9460   | 9610   | 9837   |
| 长期借款          | 3871   | 4646   | 5110   | 5621   |
| 其他非流动负        | 5164   | 4814   | 4500   | 4216   |
| <b>负债合计</b>   | 36457  | 43799  | 44701  | 46912  |
| 少数股东权益        | 4959   | 5976   | 7075   | 8258   |
| 股本            | 5299   | 5299   | 5299   | 5299   |
| 资本公积          | 10587  | 10587  | 10587  | 10587  |
| 留存收益          | 121475 | 144470 | 168871 | 194744 |
| 归属母公司股        | 137362 | 160356 | 184758 | 210631 |
| <b>负债和股东权</b> | 178777 | 210131 | 236534 | 265801 |

| 现金流量表         |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元        |        |        |        |        |
| 会计年度          | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>经营活动现金</b> | 40738  | 42959  | 48173  | 52839  |
| 净利润           | 33593  | 35376  | 38128  | 41068  |
| 折旧摊销          | 5271   | 15374  | 8139   | 9330   |
| 财务费用          | -1106  | 293    | 398    | 485    |
| 投资损失          | -1185  | -835   | -890   | -947   |
| 营运资金变动        | 2312   | -8239  | 1232   | 1446   |
| 其他经营现金        | 33134  | 44604  | 38062  | 41078  |
| <b>投资活动现金</b> | -20689 | -10247 | -7488  | -8758  |
| 资本支出          | -8651  | -10176 | -7440  | -8711  |
| 长期投资          | -13606 | -1000  | -1000  | -1000  |
| 其他投资现金        | 1568   | 929    | 952    | 953    |
| <b>筹资活动现金</b> | -7912  | -11662 | -13268 | -14606 |
| 短期借款          | 1565   | 588    | 706    | 847    |
| 长期借款          | 1265   | 774    | 465    | 511    |
| 普通股增加         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积增加        | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金        | -10744 | -13024 | -14439 | -15964 |
| <b>现金净增加额</b> | 12156  | 21050  | 27417  | 29475  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度            | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>营业收入</b>     | 157030 | 166943 | 178097 | 189349 |
| 营业成本            | 104760 | 109501 | 116428 | 123305 |
| 营业税金及附加         | 1403   | 1669   | 1781   | 1893   |
| 销售费用            | 4417   | 5509   | 5877   | 6249   |
| 管理费用            | 4741   | 5843   | 6233   | 6627   |
| 财务费用            | -1338  | -890   | -1239  | -1776  |
| 资产减值损失          | -1164  | -583   | -647   | -798   |
| 公允价值变动收         | -258   | -94    | -61    | 1      |
| 投资净收益           | 1209   | 835    | 890    | 947    |
| <b>营业利润</b>     | 44057  | 46603  | 50296  | 54226  |
| 营业外收入           | 648    | 600    | 600    | 600    |
| 营业外支出           | 149    | 100    | 100    | 100    |
| <b>利润总额</b>     | 44557  | 47103  | 50796  | 54726  |
| 所得税             | 10205  | 10709  | 11570  | 12481  |
| <b>净利润</b>      | 34352  | 36394  | 39226  | 42246  |
| 少数股东损益          | 759    | 1017   | 1098   | 1183   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 33593  | 35376  | 38128  | 41063  |
| EBITDA          | 46793  | 59712  | 55827  | 60510  |
| EPS (元)         | 6.34   | 6.68   | 7.19   | 7.75   |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 22.3%  | 6.3%   | 6.7%   | 6.3%   |
| 营业利润            | 10.5%  | 5.8%   | 7.9%   | 7.8%   |
| 归属于母公司净利        | 12.7%  | 5.3%   | 7.8%   | 7.7%   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率(%)          | 33.3%  | 34.4%  | 34.6%  | 34.9%  |
| 净利率(%)          | 10.72% | 10.72% | 21.4%  | 21.2%  |
| ROE(%)          | 24.5%  | 22.1%  | 20.6%  | 19.5%  |
| ROIC(%)         | 20.8%  | 19.1%  | 17.9%  | 16.9%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)        | 20.4%  | 20.8%  | 18.9%  | 17.6%  |
| 净负债比率(%)        | 25.6%  | 26.3%  | 23.3%  | 21.4%  |
| 流动比率            | 3.54   | 3.89   | 4.59   | 5.16   |
| 速动比率            | 3.24   | 3.58   | 4.28   | 4.86   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.88   | 0.79   | 0.75   | 0.71   |
| 应收账款周转率         | 123.29 | 94.39  | 105.99 | 106.61 |
| 应付账款周转率         | 14.34  | 11.98  | 12.93  | 13.01  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊        | 6.34   | 6.68   | 7.19   | 7.75   |
| 每股经营现金流         | 7.69   | 8.11   | 9.09   | 9.97   |
| 每股净资产(最新        | 25.92  | 30.26  | 34.86  | 39.75  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 8.64   | 7.89   | 7.32   | 6.79   |
| P/B             | 2.11   | 1.74   | 1.51   | 1.32   |
| EV/EBITDA       | 5.28   | 3.61   | 3.39   | 2.66   |

## 分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。