

海螺水泥 (600585.SH) / 建材

主营稳健增长, 贸易业务影响盈利能力

评级: 买入

市场价格: 52.00

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)	52.00
市值(亿元)	2756
流通市值(亿元)	2756

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
- 6 业绩如期改善, 全年稳增长可期

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	169,357	176,419	185,276
增长率 yoy%	70.50%	22.30%	7.85%	4.17%	5.02%
净利润	29,814	33,593	35,082	36,368	38,234
增长率 yoy%	88.05%	12.67%	4.43%	3.67%	5.13%
每股收益(元)	5.63	6.34	6.62	6.86	7.21
每股现金流量	6.80	7.69	4.28	10.34	4.18
每股净资产	21.26	25.92	30.53	35.33	40.38
净资产收益率	26.46%	24.46%	21.69%	19.42%	17.87%
P/E	9.24	8.20	7.85	7.58	7.21
P/B	2.45	2.01	1.70	1.47	1.29

投资要点

- **事件:** 公司公布 2020 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 1239.84 亿, 同比增长 11.94%; 实现归母净利润 247.19 亿, 同比增长 3.79%; 实现扣非后归母净利润 234.12 亿, 同比增长 0.95%。分拆看, Q3 公司实现收入 499.77 亿, 同比增长 27.78%; 实现归母净利润 86.5 亿, 同比增长 1.1%; 实现扣非净利润 78.86 亿, 同比下滑 4.63%。
- **下游需求依旧稳健, 贸易业务回暖带动营收增长:** Q3 全国水泥累计产量 6.76 亿吨, 同比增长 6%, 增速环比 Q2 回落 1.7pct, 依旧维持了较快的增长。从需求端看, 1-9 月房屋新开工面积同比增速 -3.4%, 较上半年回升 4.2pct; 固定资产投资增速 0.2%, 较上半年回升 2.7%。地产、基建端在三季度依旧维持了稳定的需求, 成为水泥销量增长的驱动力。预计公司 Q3 水泥销量实现正增长, 但三季度受降雨天气影响, 水泥价格同比小幅下滑 3%。因此, 公司三季度水泥业务预计实现个位数增长。收入端的增长主要来自贸易业务的扩张。上半年, 受到疫情影响, 公司贸易业务收入下滑, 疫情得到控制后三季度公司贸易平台销量大幅增长。公司贸易业务的扩张有助于加强对市场的控制力并平缓价格波动。
- **贸易业务占比提升拉低毛利率:** Q3 公司毛利率为 25.2%, 同比下降 7.2pct, 净利率 17.3%, 同比下降 4.6pct。毛利率下降主要受两个因素影响: 首先, 由于三季度长江降水较多, 水泥价格在三季度同比小幅下滑, 成本端预计维持在低位, 整体来看吨毛利小幅下降。其次, 三季度低毛利的贸易业务占比大幅提升预计是主要影响因素。费用端, Q3 公司销售费率、管理费率、财务费率分别为 2.2%、2.4%、-0.7%, 同比 -0.7pct、-0.6pct、0.1pct。公司的成本控制能力依旧优秀。
- **资产端现金流充沛, 预收款创新高:** 截止 9 月底, 公司共有现金等价物 839 亿, 环比 Q2 增加 75 亿, 现金流继续快速增加。此外, 公司三季报显示预收款达到了 62 亿, 同比增长 26.3%, 创历史新高, 可见市场需求旺盛, 四季度公司业绩确定性强。
- **水泥迎来旺季, 业绩确定性强:** 国庆后水泥行业迎来传统旺季, 市场迎来赶工期, 并且南方天气好转, 出货率维持高位。基建和地产端的投资依旧旺盛, 市场对水泥的旺盛需求有助于推升价格, 10 月以来南方市场水泥价格已经迎

来了多轮上涨。公司 4 季度有望充分受益于旺盛的需求。

- **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 1693.57 亿、1764.19 亿、1852.76 亿，同比 7.85%、4.17%、5.02%，归母净利润 350.82 亿元、363.68 亿元、382.34 亿元，同比 4.43%、3.67%、5.13%，EPS 分别为 6.62 元、6.86 元、7.21 元，对应估值 7.85X、7.58X、7.21X。

- **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	169,357	176,419	185,276	货币资金	54,977	61,295	105,879	114,432
增长率	22.3%	7.9%	4.2%	5.0%	应收款项	12,693	36,922	13,212	37,452
营业成本	-104,760	-115,756	-121,324	-127,303	存货	5,572	11,098	4,542	11,735
%销售收入	66.7%	68.4%	68.8%	68.7%	其他流动资产	23,868	20,932	23,513	21,769
毛利	52,270	53,602	55,096	57,973	流动资产	97,110	130,247	147,147	185,388
%销售收入	33.3%	31.7%	31.2%	31.3%	%总资产	54.3%	62.4%	66.0%	71.8%
营业税金及附加					长期投资	3,906	3,926	3,948	3,969
加	-1,403	-1,694	-1,764	-1,853	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%	26.3%	22.8%	18.1%
营业费用	-4,417	-4,065	-4,234	-4,447	无形资产	9,979	11,157	12,276	13,336
%销售收入	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	非流动资产	81,668	78,607	75,930	72,958
管理费用	-4,741	-4,065	-4,234	-4,447	%总资产	45.7%	37.6%	34.0%	28.2%
%销售收入	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%					
息税前利润					资产总计	178,777	208,854	223,077	258,346
(EBIT)	41,709	43,779	44,863	47,227	短期借款	2,942	0	0	0
%销售收入	26.6%	25.9%	25.4%	25.5%	应付款项	11,317	22,500	10,421	21,287
财务费用	1,338	932	1,411	1,482	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	36,382	23,944	34,990
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	41,149	28,909	36,358
其他收益	35	555	586	571	普通股股东权益	137,362	161,776	187,233	213,997
投资收益	1,209	1,200	1,300	1,400	少数股东权益	4,959	5,929	6,934	7,991
%税前利润	2.8%	2.5%	2.7%	2.7%	负债股东权益合				
营业利润	43,385	46,655	48,368	50,881	计	178,777	208,854	223,077	258,346
营业利润率	27.6%	27.5%	27.4%	27.5%					
营业外收支	500	451	475	463	比率分析				
税前利润	43,884	47,107	48,843	51,345		2018A	2019E	2020E	2021E
利润率	27.9%	27.8%	27.7%	27.7%	每股指标				
所得税	-10,205	-10,609	-11,024	-11,608	每股收益(元)	6.3	6.6	6.9	7.2
所得税率	23.3%	22.5%	22.6%	22.6%	每股净资产(元)	25.9	30.5	35.3	40.4
净利润	34,352	36,052	37,373	39,291	每股经营现金净	7.7	4.3	10.3	4.2
少数股东损益	759	970	1,005	1,057	流(元)				
归属于母公司					每股股利(元)	1.7	2.0	2.1	2.2
的净利润	33,593	35,082	36,368	38,234	回报率				
净利率	21.4%	20.7%	20.6%	20.6%	净资产收益率	24.5%	21.7%	19.4%	17.9%
现金流量表(人									

人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	34,352	36,052	37,373	39,291	总资产收益率	19.2%	17.3%	16.8%	15.2%
加:折旧和摊销	339	4,452	4,514	4,576	投入资本收益率	37.7%	43.7%	38.5%	50.7%
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%	7.9%	4.2%	5.0%
财务费用	-1,106	-932	-1,411	-1,482	EBIT 增长率	14.6%	1.0%	2.7%	5.3%
投资收益	-1,185	-1,200	-1,300	-1,400	净利润增长率	12.7%	4.4%	3.7%	5.1%
少数股东损益	759	970	1,005	1,057	总资产增长率	19.5%	16.8%	6.8%	15.8%
营运资金的变动	-1,195	-15,678	15,626	-18,832	资产管理能力				
经营活动现金流净流	40,738	22,683	54,808	22,154	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	17.7	16.0	15.8
投资活动现金流净流	-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	-10,525	-10,910	-11,470	固定资产周转天数	136.6	120.9	107.9	95.0
其他	1,044	-5,366	1,082	-1,851	偿债能力				
筹资活动现金流净流	-7,912	-15,890	-9,828	-13,321	净负债/股东权益	-34.8%	-59.8%	-56.2%	-125.0%
现金净流量	12,137	6,318	44,584	8,553	EBIT 利息保障倍数	-33.1	-48.0	-32.6	-32.7
					资产负债率	20.4%	19.7%	13.0%	14.1%

来源: 嘉谟证券

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