

2020年10月29日

# 符合预期，雨季影响 Q3 价格，Q4 恢复可期

## 海螺水泥(600585)

评级:	买入	股票代码:	600585
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	62.69/41.66
目标价格:	69.50	总市值(亿)	2,758.29
最新收盘价:	52.05	自由流通市值(亿)	2,081.85
		自由流通股数(百万)	3,999.70

**事件概述。**海螺水泥公布 2020 年三季报，2020 年前三季度，公司实现收入 1239.8 亿元，同比增长 11.9%，归母净利润 247.2 亿元，同比增长 3.79%，对应 Q3 收入 499.8 亿元，同比增长 27.78%，归母净利润 86.5 亿元，同比增长 1.1%。

►**雨季影响 Q3 量价：公司业绩基本符合预期。**由于 7-8 月雨季较为集中，公司 Q3 量价均受到一定影响，价格回撤幅度大于 2019 年。根据测算，Q3 公司实现水泥及熟料销量 8800-8900 万吨，同比上升 3-4%，平均售价 300 元/吨左右，环比下降 25-30 元/吨，同比下降 10-15 元/吨，但由于煤价同比下滑，公司 Q3 吨成本同比下滑 5-10 元/吨左右，从而使得吨毛利同比降 5-10 元/吨左右至 135-140 元/吨。

►**水泥贸易规模增大。**估算 Q3 水泥贸易量 4400-4500 万吨，创 19 年以来的季度新高。水泥贸易规模扩大，一定程度上控制了华东市场的秩序，一方面也增厚了公司的收入规模，使得公司在水泥主营业务收入同比略降的背景下，单季度收入仍实现 11.9% 增长。

►**吨三费维持稳定，非营业收入增厚利润。**测算公司 Q3 吨三费 23 元/吨左右，同比基本保持平稳，由于资产处置收益同比增长 5.5 亿元左右，公司 Q3 归母净利润仍保持同比正增长，吨净利同比仅下滑 2 元/吨至 101 元/吨。

►**Q4 恢复可期，2021 年预计保持高景气。**由于 2020 年新批项目预计 9 月逐渐进入开工高峰，我们认为 Q4 水泥需求仍将保持良好，而积压的基建需求可能会集中到 2021H1 春季躁动集中爆发；目前长三角地区高标水泥均价 507 元/吨，高于去年同期 10 元/吨左右，同时长三角地区出货已基本达到产销平衡，而全国平均出货率已恢复至 85.8%，同比高出 7 个百分点，印证赶工需求仍然较旺，涨价条件良好，Q4 华东地区价格高点有望接近或追上 2019 年同期水平。同时，由于产能置换漏洞逐渐弥补，且疫情后国家进一步刺激基建，我们认为 2021 年供需格局仍将保持良好，行业高景气预计可以维持。

### 投资建议

同时小幅下调价格、成本假设，对应小幅下调 2020-2021 年收入预测 2% 左右至 1557.6/1643.7 亿元，而小幅上调 2020-2022 年归母净利润预测 0.9%/0.8%/2.5% 至 347.8/368.1/383.0 亿元，维持目标价 69.50 元及“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128403	157030	155759	164372	167467
YoY (%)	70.50%	22.30%	-0.81%	5.53%	1.88%
归母净利润(百万元)	29814.28	33592.76	34775.94	36806.93	38303.45
YoY (%)	88.05%	12.67%	3.52%	5.84%	4.07%
毛利率 (%)	36.74%	33.29%	33.45%	32.72%	32.75%
每股收益 (元)	5.63	6.34	6.56	6.95	7.23
ROE	26.46%	24.46%	21.60%	19.77%	18.03%
市盈率	9.24	8.20	7.92	7.49	7.19

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	157030	155759	164372	167467	净利润	34352	35562	37639	39169
YoY (%)	22.30%	-0.81%	5.53%	1.88%	折旧和摊销	5271	4620	4711	4818
营业成本	104760	103659	110584	112625	营运资金变动	2312	-6988	51	5
营业税金及附加	1403	1392	1469	1496	经营活动现金流	40738	31239	39943	41533
销售费用	4417	4381	4623	4710	资本开支	-8651	-1203	-1200	-1200
管理费用	4741	4703	4963	5056	投资	-13606	0	0	0
财务费用	-1338	-1690	-3382	-4526	投资活动现金流	-20689	497	500	500
资产减值损失	1164	500	600	600	股权募资	758	0	0	0
投资收益	1209	1700	1700	1700	债务募资	1032	0	0	0
营业利润	44057	44329	47020	49005	筹资活动现金流	-7912	-15656	-12055	-12527
营业外收支	500	1797	1800	1800	现金净流量	12137	16080	28388	29506
利润总额	44557	46126	48820	50805	<b>主要财务指标</b>				
所得税	10205	10564	11181	11636	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	34352	35562	37639	39169	营业收入增长率	22.30%	-0.81%	5.53%	1.88%
归属于母公司净利润	33593	34776	36807	38303	净利润增长率	12.67%	3.52%	5.84%	4.07%
YoY (%)	12.67%	3.52%	5.84%	4.07%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	6.34	6.56	6.95	7.23	毛利率	33.29%	33.45%	32.72%	32.75%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	21.88%	22.83%	22.90%	23.39%
货币资金	54977	71057	99445	128952	总资产收益率 ROA	18.79%	18.11%	16.81%	15.55%
预付款项	2692	2692	2692	2692	净资产收益率 ROE	24.46%	21.60%	19.77%	18.03%
存货	5572	5513	5881	5990	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	33869	33211	33740	33930	流动比率	<b>3.54</b>	<b>5.70</b>	<b>6.86</b>	<b>8.18</b>
流动资产合计	97110	112473	141759	171564	速动比率	3.24	5.29	6.44	7.77
长期股权投资	3821	3821	3821	3821	现金比率	2.00	3.60	4.81	6.15
固定资产	58858	56622	54785	53087	资产负债率	20.39%	13.15%	11.96%	10.76%
无形资产	9979	9614	9249	8884	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	81668	79548	77237	74819	总资产周转率	0.97	0.84	0.80	0.72
资产合计	178777	192021	218996	246383	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2942	2942	2942	2942	每股收益	6.34	6.56	6.95	7.23
应付账款及票据	7304	7227	7710	7852	每股净资产	25.92	30.39	35.14	40.09
其他流动负债	17176	9548	10014	10175	每股经营现金流	7.69	5.89	7.54	7.84
流动负债合计	27421	19717	20665	20968	每股股利	1.69	2.07	2.19	2.28
长期借款	3871	3871	3871	3871	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	5164	1666	1666	1666	PE	8.20	7.92	7.49	7.19
非流动负债合计	9036	5537	5537	5537	PB	2.11	1.71	1.48	1.30
负债合计	36457	25254	26203	26506					
股本	5299	5299	5299	5299					
少数股东权益	4959	5745	6577	7442					
股东权益合计	142320	166767	192793	219877					
负债和股东权益合计	178777	192021	218996	246383					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。