

海螺水泥(600585)

公司研究/点评报告

受益成本下降，净利同比增长 4.6%

—海螺水泥 2020 年报点评

点评报告/建材行业

2021 年 3 月 26 日

一、事件概述

2021 年 3 月 26 日公司发布 2020 年年报，营收 1762 亿元，同比增长 12%，归母净利润 351 亿元，同比增长 4.6%。

二、分析与判断

➤ 受益成本下降，净利同比增长 4.6%

报告期公司水泥熟料自产品销量为 3.25 亿吨，同比增长 0.70%，综合毛利率为 47.56%，较上年同期上升 0.42 个百分点。归母净利润同比增长 4.6% 主要是产品成本下降以及期间费用减少。受益于原煤采购价格同比下降以及公司生产运行指标持续优化，公司水泥熟料综合成本同比下降 4.32%。报告期研发费用 6.5 亿，同比增长 245%，主要是公司用于超低排放技术开发及水泥制造绿色能源开发项目费用投入同比增加所致。展望 2021 年，随着疫情的缓解，地产和基建带来的水泥需求持续回暖，公司业绩有望稳定增长。

➤ 国内水泥领军企业，未来持续受益供给收缩及基建回暖

2020 年全国 GDP 同比增速 2.3%，固定资产投资完成额累计同比-4.9%（2019 年 5.7%），房地产开发投资完成额累计同比 0.7%（2019 年 10.9%），房屋新开工面积累计同比为 9.6%（2019 年为-11.7%）。2020 年全国水泥产量 23.77 亿吨，同比增 1.6%。

供给方面有望持续收紧。中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。其中水泥淘汰落后产能的指导有利于未来供给的进一步改善。需求方面有望持续受益基建加码。2018 年 10 月 16 日，国务院批复同意设立中国(海南)自由贸易试验区并印发《中国(海南)自由贸易试验区总体方案》；2018 年 12 月，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035 年）》；2019 年 8 月 15 日，国家发展改革委印发《西部陆海新通道总体规划》；2019 年 12 月 1 日，国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。随着以海南自贸区、雄安新区、西部大开发和长三角一体化为代表的国家重点规划的推进，公司有望持续受益下游需求的稳定增长。

➤ 海螺核心竞争力是生产低成本和低费用率

海螺在华东区域实行“T”型战略，在有着丰富且优质石灰石原矿的安徽设立熟料基地，利用低运输成本的长江物流，将熟料运送至下游无资源但水泥需求强劲的长三角地区，同时自建余热发电装置降低电力成本。“T”型战略实施过程中，海螺确立了其在成本端的优势，实现水泥吨成本 173 元/吨大幅低于行业水平（207 元/吨）。费用端的有效控制是海螺迅速成长的另一制胜关键，其 6.7% 的费用率远低于平均水平 14.6%。矿山资源（排他性）：占有量大，单位成本低。2018 年海螺持有矿山开采权 39 亿元，以 140 亿吨估计，吨成本仅为 0.26 元/吨。长江物流享有单位运价低：海螺将安徽的熟料通过水路运送至水泥需求市场，从武汉到南京的水路运输价格为 22.80 元/吨，铁路运输需要 104.44 元/吨。水路运输成本为铁路的 21.83%。收购中小水泥厂改造成粉磨站：熟料厂当地采集当地生产，可以节省原料运输至生产地的费用，降低 10%-50% 的水泥产品运输费。

三、投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 7.16 元、7.65 元、8.12 元，对应 PE 分别为 7.1 倍、6.6 倍、6.3 倍。当前建材行业可比公司平均估值为 15 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

国内基建和地产增速下滑；水泥淘汰落后产能速度放缓。

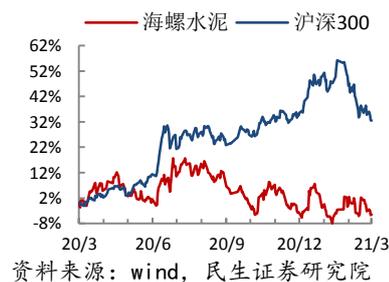
推荐 维持评级

当前价格： 50.90

交易数据 2020-3-25

近 12 个月最高/最低(元)	63.56/48.09
总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	3999.70
流通股比例(%)	75%
总市值(亿元)	2697.35
流通市值(亿元)	2035.85

该股与沪深 300 走势比较



分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1,《海螺水泥(600585)2020 年三季度报点评报告：贸易水泥量扩大，净利同比增长 3.8%》20201028

2,《海螺水泥(600585)深度报告：海螺水泥核心壁垒是成本领先和优秀的费用控制》20200615

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	176,243	150,495	157,112	164,038
增长率 (%)	12.2%	-14.6%	4.4%	4.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	35,130	37,918	40,563	43,056
增长率 (%)	4.6%	7.9%	7.0%	6.1%
每股收益 (元)	6.63	7.16	7.65	8.12
PE (现价)	7.7	7.1	6.6	6.3
PB	1.7	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	176,243	150,495	157,112	164,038
营业成本	124,848	94,828	99,207	103,805
营业税金及附加	1,289	1,100	1,149	1,199
销售费用	4,123	4,043	4,105	4,177
管理费用	4,207	4,178	4,285	4,315
研发费用	647	272	349	421
EBIT	41,129	46,074	48,017	50,121
财务费用	(1,515)	(2,149)	(3,295)	(4,471)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,550	1,139	1,299	1,330
营业利润	46,271	50,579	53,974	57,438
营业外收支	837	0	0	0
利润总额	47,108	50,940	54,540	58,026
所得税	10,738	11,613	12,452	13,234
净利润	36,370	39,327	42,088	44,792
归属于母公司净利润	35,130	37,918	40,563	43,056
EBITDA	41,574	48,243	49,158	51,533
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	62177	96330	135506	174723
应收账款及票据	7806	10917	9337	9638
预付款项	3464	2510	2643	2798
存货	7002	3875	6917	4303
其他流动资产	627	627	627	627
流动资产合计	112980	149062	186085	226392
长期股权投资	4223	5362	6662	7991
固定资产	62720	63738	64877	66883
无形资产	13710	15085	16914	18944
非流动资产合计	87993	90960	95351	99939
资产合计	200973	240022	281436	326331
短期借款	1982	0	0	0
应付账款及票据	4786	5904	5632	5445
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	24223	23554	22880	22982
长期借款	3310	3310	3310	3310
其他长期负债	4826	4826	4826	4826
非流动负债合计	8533	8533	8533	8533
负债合计	32756	32086	31413	31515
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	6395	7804	9330	11065
股东权益合计	168217	207936	250023	294815
负债和股东权益合计	200973	240022	281436	326331

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	12.2%	-14.6%	4.4%	4.4%
EBIT 增长率	-0.9%	12.0%	4.2%	4.4%
净利润增长率	4.6%	7.9%	7.0%	6.1%
盈利能力				
毛利率	29.2%	37.0%	36.9%	36.7%
净利润率	19.9%	25.2%	25.8%	26.2%
总资产收益率 ROA	17.5%	15.8%	14.4%	13.2%
净资产收益率 ROE	21.7%	18.9%	16.9%	15.2%
偿债能力				
流动比率	4.7	6.3	8.1	9.9
速动比率	4.4	6.2	7.8	9.7
现金比率	3.7	5.2	7.1	8.8
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.9	2.8	2.7
存货周转天数	18.1	20.6	19.6	19.4
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	6.6	7.2	7.7	8.1
每股净资产	30.5	37.8	45.4	53.5
每股经营现金流	6.6	7.5	8.1	8.2
每股股利	2.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	7.7	7.1	6.6	6.3
PB	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.2	3.7	2.9	2.0
股息收益率	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	36,370	39,327	42,088	44,792
折旧和摊销	450	2,169	1,142	1,412
营运资金变动	1,462	(617)	1,480	(988)
经营活动现金流	34,802	39,608	43,027	43,481
资本开支	9,970	3,245	3,668	4,082
投资	(20,906)	0	0	0
投资活动现金流	(26,773)	(3,245)	(3,668)	(4,082)
股权募资	342	0	0	0
债务募资	(1,364)	0	0	0
筹资活动现金流	(13,262)	(2,211)	(183)	(183)
现金净流量	(5,233)	34,152	39,177	39,217

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。