



2021-03-25

公司点评报告

买入/维持

海螺水泥(600585)

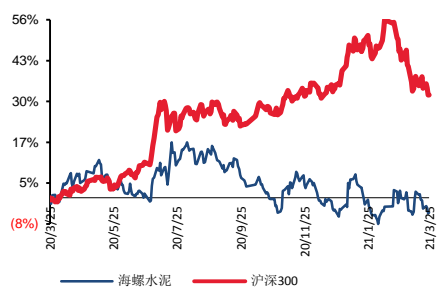
目标价: 68.3

昨收盘: 50.9

材料 材料II

## 海螺水泥：经营质量稳步提升，估值望迎修复

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	5,299/5,299
总市值/流通(百万元)	269,735/269,735
12个月最高/最低(元)	62.69/49.00

### 相关研究报告：

海螺水泥(600585)《海螺水泥：业绩依旧稳健，经营质量持续提升》

--2020/10/27

海螺水泥(600585)《海螺水泥：资产负债表强劲，水泥股中的价值王者》

--2020/08/22

海螺水泥(600585)《海螺水泥：Q1疫情影响销量，全年业绩无忧》

--2020/04/28

### 证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

**事件：**2020年公司实现营收1762.43亿元(+12.23%)，归母净利润351.3亿元(+4.58%)，扣非归母净利润331.7亿元(+1.38%)；其中Q4实现营收522.59亿元(+12.93%)，归母净利润104.11亿元(+6.48%)，扣非归母净利润97.57亿元(+2.42%)。

### 点评：

**维持“买入”评级及目标价68.3元：**我们认为，在环保趋严的背景下，矿山的稀缺性使得水泥呈现资源化，随着行业集中度提升，市场波动性将减弱，而过去2-3年以及未来2-3年，水泥企业资产负债表大幅修复及盈利稳定性提升将成为此轮水泥估值修复的催化剂，海螺水泥作为行业龙头将迎来价值重估。预计公司2021-2022年业绩分别为371、391亿元，对应EPS分别为7、7.37元，对应PE估值分别为7.3和6.9倍，目前PB估值约1.67x，维持“买入”评级及目标价68.3元。

**Q4量增价跌，业绩依旧稳健。**2020年公司实现水泥熟料自产品综合销量约3.25亿吨，同比增长0.7%，其中Q4实现销量约9600万吨，同比增长约5%；进入四季度，南方地区进入旺季，基建投资持续复苏，地产投资有韧性，叠加年前赶工期需求有支撑，公司整体产销量稳定增长；**从单吨情况来看，**我们测算Q4公司自产自销水泥熟料均价约340元/吨，同比下滑约22元/吨，主要由于今年6-8月份长江流域雨水天气较多，导致淡季华东地区价格回调幅度较多，Q4初价格基数较同期有所下降；吨成本约168元，同比下降约20元/吨，由于煤价及人工成本有所下降，所以成本保持低位；吨毛利约为137元，同比下降约3元/吨，主要由于价格回调导致；全口径计算Q4吨三费约为26.7元，同比略有下降，主要是公司存款利息收入增加所致，公司管理水平及盈利水平依旧维持在行业领先地位。

**海中模式常态化，Q4贸易量大幅增长：**2020年公司贸易量约1.28亿吨，同比增长约16.5%，其中Q4销量约3800万吨，同比增长约51%，我们判断，四季度为华东地区传统旺季，供需紧平衡状态下北方南下及进口熟料水泥增多，通过贸易平台销量有所增加。随着海中模式逐渐常态化，公司贸易规模的扩大不仅进一步助力公司营收规模的稳定增长，同时大幅减少了华东地区大企业的熟料外销，从而使得龙头企业区域控制力进一步加强并减缓当地水泥价格波动，平滑区域周期波动。

**极致的现金流企业，当前股息率约为 3.9%。**我们注意到，报告期末“合同负债”科目余额约为 42.45 亿元，合同负债基本可以解释为预付款，先款后货的交易模式体现了水泥企业超强的议价能力，也反映了水泥行业不错的供求状况；2020 年公司收到现金约 2130 亿元，大幅高于营收（1762 亿元），截止报告期末，公司经营性现金流净额约 348 亿元，同比下滑 14.6%；在手现金 622 亿元以及交易型金融资产 269 亿元，合计较年初增长 24.1%，资产负债率为 16.3%，同比减少约 4 个百分点，债务结构继续优化。我们认为，海螺水泥打造极致现金流企业，充足的现金流一方面可以保证各项业务的有序开展，延伸产业链；另一方面未来有望继续提升分红比例，公司 2020 年度拟向全体股东每股派发现金红利 2.12 元人民币（含税），占 2020 年归母净利润的 31.98%，同比提升 0.44 个 pct，目前股价对应股息率约 3.93%。

**产能稳步扩张，巩固龙头地位。**公司 2020 年资本开始约 150 亿元，通过收购或自建，增加熟料产能 900 万吨，水泥产能 1045 万吨，同时骨料产能增加 300 万吨，商混产能增加 120 万立方米；2021 年公司计划维持相当水平的资本开始，稳步扩张产能。展望 2021 年，我们认为，地产投资依旧强劲有韧性，预计需求仍将保持平稳，供给端则需严格执行错峰生产保持供需紧平衡，尤其在“2030 年碳达峰、2060 年碳中和”的目标指引下，作为碳排放大户的水泥行业或迎来新一轮供给侧改革，而龙头企业具有规模及技术优势，有望逆势提升市占率；随着开春后下游需求逐步恢复，水泥有望迎来季节性涨价潮，当前低估值、高分红的水泥板块或迎来修复。

**风险提示：**房地产及基建投资低于预期，需求端大幅下滑；供给侧改革低于预期，落后产能退出缓慢，供需格局变差；煤炭，矿石等价格上涨，带来成本提升。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	176243	179709	181518	182085
(+/-%)	12.23	1.97	1.01	0.31
归母净利润(百万元)	35130	37074	39073	40699
(+/-%)	4.58	5.54	5.39	4.16
摊薄每股收益(元)	6.63	7.00	7.37	7.68
市盈率(PE)	7.68	7.28	6.90	6.63

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	54977	62177	90556	120583	151809	营业收入	<b>157030</b>	<b>176243</b>	<b>179709</b>	<b>181518</b>	<b>182085</b>
应收和预付款项	12341	11270	11424	11504	11529	营业成本	-104760	-124848	-129100	-130173	-130672
存货	5572	7002	7240	7300	7328	营业税金及附加	-1403	-1289	-1314	-1327	-1331
其他流动资产	21176	32531	32531	32531	32531	销售费用	-4417	-4123	-4204	-4247	-4260
流动资产合计	<b>97110</b>	<b>112980</b>	<b>141751</b>	<b>171918</b>	<b>203197</b>	管理费用	-4928	-4854	-4470	-4515	-4529
长期股权投资	3821	4223	4223	4223	4223	财务费用	1338	1515	4636	6680	8824
投资性房地产	3	4	5	6	7	资产减值损失	-1164	0	0	0	0
固定资产	58858	62720	60394	58660	57169	投资收益	1209	1550	1550	1550	1550
在建工程	4037	3345	4673	5336	5668	公允价值变动	258	101	101	101	101
无形资产开发支出	9979	13710	13250	12790	12330	营业利润	<b>43163</b>	<b>44295</b>	<b>46907</b>	<b>49587</b>	<b>51768</b>
长期待摊费用	3	4	5	6	7	其他非经营损益	1394	2813	2808	2808	2808
其他非流动资产	3873	3143	3143	3143	3143	利润总额	<b>44557</b>	<b>47108</b>	<b>49716</b>	<b>52395</b>	<b>54576</b>
资产总计	<b>178777</b>	<b>200973</b>	<b>228285</b>	<b>256922</b>	<b>286582</b>	所得税	-10205	-10738	-11332	-11943	-12440
短期借款	4375	3646	3646	3646	3646	净利润	<b>34352</b>	<b>36370</b>	<b>38383</b>	<b>40452</b>	<b>42136</b>
应付和预收款项	7304	4786	4949	4990	5009	少数股东损益	-759	-1240	-1309	-1380	-1437
长期借款	3871	3310	3310	3310	3310	归母股东净利润	<b>33593</b>	<b>35130</b>	<b>37074</b>	<b>39073</b>	<b>40699</b>
其他负债	20906	21015	21015	21015	21015						
负债合计	<b>36457</b>	<b>32756</b>	<b>32919</b>	<b>32960</b>	<b>32979</b>						
股本	5299	5299	5299	5299	5299						
资本公积	13237	13233	16941	20848	24918						
留存收益	118825	143290	165422	188731	212865						
归母公司股东权益	137362	161822	187662	214878	243082						
少数股东权益	4959	6395	7704	9083	10521						
股东权益合计	<b>142320</b>	<b>168217</b>	<b>195366</b>	<b>223962</b>	<b>253603</b>						
负债和股东权益	<b>178777</b>	<b>200973</b>	<b>228285</b>	<b>256922</b>	<b>286582</b>						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	40738	34797	36428	36654	36348	销售毛利率	32.4%	28.4%	27.4%	27.6%	27.5%
投资性现金流	-20689	-26773	-1450	-1450	-1450	销售净利率	21.4%	19.9%	20.6%	21.5%	22.4%
融资性现金流	-7912	-13262	-6599	-5176	-3672	销售收入增长率	22.3%	12.2%	2.0%	1.0%	0.3%
现金增加额	19	-100	0	0	0	EBIT 增长率	8.8%	-0.9%	-1.2%	1.6%	0.1%
						净利润增长率	12.7%	4.6%	5.5%	5.4%	4.2%
						ROE	24.5%	21.7%	19.8%	18.2%	16.7%
						ROA	18.8%	17.5%	16.2%	15.2%	14.2%
						ROIC	32.3%	27.3%	27.2%	28.0%	28.4%
						EPS (X)	6.34	6.63	7.00	7.37	7.68
						PE (X)	8.03	7.68	7.28	6.90	6.63
						PB (X)	1.96	1.67	1.44	1.26	1.11
						PS (X)	1.72	1.53	1.50	1.49	1.48
						EV/EBITDA (X)	5.05	4.58	3.50	2.80	2.17

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。