

海螺水泥 (600585.SH) / 建材

经营状况良好, 长期受益碳中和

评级: 买入

市场价格: 51.33

联系人:

电话: (852) 28113977

电邮:

info@gammasecurities.com.hk

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	157,030	176,243	184,614	188,011	189,102
增长率 yoy%	22.30%	12.23%	4.75%	1.84%	0.58%
净利润	33,593	35,130	35,685	35,784	36,264
增长率 yoy%	12.67%	4.58%	1.58%	0.28%	1.34%
每股收益 (元)	6.34	6.63	6.73	6.75	6.84
每股现金流量	7.69	6.57	7.11	7.55	6.66
每股净资产	25.92	30.54	35.25	39.97	44.76
净资产收益率	24.46%	21.71%	19.11%	16.89%	15.29%
P/E	8.03	7.68	7.56	7.54	7.44
P/B	1.96	1.67	1.44	1.27	1.14

投资要点

■ **事件:** 3月25日公司公布2020年年报, 20年公司实现营业收入1762.42亿, 同比增长12.2%; 实现归母净利润351.30亿, 同比增长4.6%; 实现扣非后归母净利润331.70亿, 同比增长1.40%。分拆看, 20Q4实现营业收入525.59亿, 同比增长12.9%; 实现归母净利润104.11亿, 同比增长6.5%; 实现扣非后归母净利润97.58亿, 同比增长2.4%, 公司业绩符合预期。此外, 公司计划每股派发现金红利2.12元, 分红比例31.98%。

■ **公司分项业务小幅增长:** 分业务看, 公司自产水泥业务实现收入961.26亿, 同比下滑3.44%; 其中高标号42.5水泥实现收入824.85亿, 同比增长4.27%, 低标号32.5水泥实现收入136.41亿, 同比下滑33.28%, 低标号水泥销量进一步被压缩; 贸易业务收入410.68亿, 同比增长7.09%; 熟料业务95.24亿, 同比增长4.41%; 骨料业务收入10.25亿, 同比增长0.24%。混凝土业务收入2.1亿, 同比增长197.1%。其他业务实现收入282.90亿, 同比增长217.3%。公司最核心的水泥业务收入小幅下滑; 其他业务则实现小幅增长, 但增速较上半年有所放缓。

■ **水泥价格下滑拖累主营业务表现:** 报告期内, 全国水泥产量累计同比增长1.6%, 增速较3季度环比提升2.7pct。Q4全国水泥销售进入旺季, 基建投资复苏带动水泥销量回暖。公司全年水泥熟料自产品销量3.25亿吨, 同比增长0.7%, 增速较上半年快4.1pct。预计公司Q4实现销量9600万吨, 同比增长5%; 20年全年固定资产投资增速为0.9%, 环比Q3提升0.7%; 房地产新开工面积同比增速-1.2%, 环比Q3提升2.2%。基建和地产端需求在4季度得到了不错的恢复, 是水泥销量增长的有力支撑。三季度由于长江流域降水较多, 导致水泥价格明显回调, Q4水泥价格同比下降明显。公司全年产品吨价324.9元/吨, 同比下滑3.4%。**水泥价格下降是拖累公司主营表现的主要因素。**

■ **成本下降带动水泥业务毛利率提升, 公司现金流极其充沛:** 报告期内, 公司综合毛利率29.2%, 同比下滑4.1%, 净利率19.9%, 同比下滑1.50%。综合毛利率的下滑主要是低毛利率(2%)的其他业务占比增加10%所致。公司Q4毛利率29.8%, 同比下降5.6%。分业务看, 水泥业务毛利率47.9%, 同比增长0.8pct; 熟料业务毛利率42.9%, 同比下滑2.28pct; 骨料业务毛利率68.3%, 同比下滑2.26pct, 混凝土业务毛利率22.1%, 同比下滑2.8pct。

基本状况

总股本(百万股)	4000
流通股本(百万股)	4000
市价(元)	51.33
市值(亿元)	2053
流通市值(亿元)	2053

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
- 7 主营稳健增长, 贸易业务影响盈利能力

尽管水泥产品价格 20 年有所下降，但是由于原材料煤炭成本的下降，水泥业务的毛利率小幅提升。公司水泥熟料的吨成本为 170.5 元，同比下降 4.33%，吨毛利为 154 元，较去年同期下降 3.90 元，仍处于历史最高水平。费用端，公司成本控制较好。报告期内，公司销售费率、管理费率、财务费率分别为 2.3%、2.4%、-0.9%，分别下降 0.5pct、0.6pct、0.0pct。此外，报告期内公司经营性现金流净额 347.97 亿，资产负债表中现金及理财产品合计超 890 亿，现金流非常充沛，而充足的现金流有助于未来公司通过横向并购实现扩张。

- **产能稳步扩张，龙头地位稳固：**2020 年，公司新增熟料产能 900 万吨、水泥产能 1045 万吨、骨料产能 300 万吨、商混产能 120 万立方米，产能优势进一步巩固。2021 年，公司会进一步延伸在骨料和混凝土业务上的布局，带动业绩稳步增长。此外，在碳中和目标指引下，水泥行业或面临新一轮的供给侧改革，公司在超低排放技术和水泥制造绿色能源项目上有所布局，未来有望受益于此。
- **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 2021-2023 年营业收入预测小幅调整为 1846.14 亿、1880.11 亿、1891.02 亿，同比 4.75%、1.84%、0.58%，归母净利润 356.85 亿元、357.84 亿元、362.64 亿元，同比 1.58%、0.28%、1.34%，EPS 分别为 6.73 元、6.75 元、6.84 元，对应估值 7.56X、7.54X、7.44X。

- **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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	176,243	184,614	188,011	189,102	货币资金	62,177	82,767	111,273	131,446
增长率	12.2%	4.8%	1.8%	0.6%	应收款项	7,806	23,265	9,815	19,215
营业成本	-124,848	-130,227	-134,014	-134,376	存货	7,002	7,907	6,650	7,855
%销售收入	70.8%	70.5%	71.3%	71.1%	其他流动资产	35,995	34,111	36,190	34,307
毛利	51,395	54,387	53,997	54,726	流动资产	112,980	148,049	163,927	192,823
%销售收入	29.2%	29.5%	28.7%	28.9%	%总资产	56.2%	62.9%	65.5%	69.3%
营业税金及附加					长期投资	4,307	4,323	4,335	4,343
加	-1,289	-1,477	-1,410	-1,418	固定资产	62,720	58,824	54,925	51,024
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	31.2%	25.0%	21.9%	18.3%
营业费用	-4,123	-4,431	-4,324	-4,349	无形资产	13,710	16,786	19,722	22,518
%销售收入	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	非流动资产	87,993	87,302	86,339	85,283
管理费用	-4,207	-4,431	-4,512	-4,538	%总资产	43.8%	37.1%	34.5%	30.7%
%销售收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%					
息税前利润 (EBIT)	41,776	44,049	43,750	44,420	资产总计	200,973	235,351	250,267	278,106
%销售收入	23.7%	23.9%	23.3%	23.5%	短期借款	1,982	0	0	0
财务费用	1,515	1,662	1,692	1,702	应付款项	4,786	20,685	8,474	13,969
%销售收入	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	其他流动负债	17,455	15,309	16,382	15,845
资产减值损失	0	200	200	200	流动负债	24,223	35,994	24,856	29,814
公允价值变动					长期贷款	3,310	0	0	0
收益	101	-11	7	2	其他长期负债	5,223	5,194	5,208	1,703
其他收益	35	555	586	571	负债	32,756	41,188	30,064	31,517
投资收益	1,550	1,200	1,300	1,400	普通股股东权益	161,822	186,783	211,832	237,216
%税前利润	3.4%	2.5%	2.7%	2.9%	少数股东权益	6,395	7,381	8,370	9,373
营业利润	44,976	47,654	47,535	48,294	负债股东权益合				
营业利润率	25.5%	25.8%	25.3%	25.5%	计	200,973	235,351	250,267	278,106
营业外收支	837	292	565	428					
税前利润	45,813	47,946	48,100	48,723	比率分析				
利润率	26.0%	26.0%	25.6%	25.8%		2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-10,738	-10,829	-10,880	-11,011	每股指标				
所得税率	23.4%	22.6%	22.6%	22.6%	每股收益(元)	6.6	6.7	6.8	6.8
净利润	36,370	36,672	36,774	37,266	每股净资产(元)	30.5	35.2	40.0	44.8
少数股东损益	1,240	986	989	1,002	每股经营现金净	6.6	7.1	7.5	6.7
归属于母公司					流(元)				
的净利润	35,130	35,685	35,784	36,264	每股股利(元)	2.0	2.0	2.0	2.1
净利率	19.9%	19.3%	19.0%	19.2%	回报率				
					净资产收益率	21.7%	19.1%	16.9%	15.3%
现金流量表(人									

人民币百万元)									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	36,370	36,672	36,774	37,266	总资产收益率	18.1%	15.6%	14.7%	13.4%
加:折旧和摊销	445	4,582	4,724	4,867	投入资本收益率	43.2%	40.2%	40.1%	41.9%
资产减值准备	0	0	0	0	增长率				
公允价值变动损失	-101	-11	7	2	营业总收入增长率	12.2%	4.8%	1.8%	0.6%
财务费用	-1,790	-1,662	-1,692	-1,702	EBIT 增长率	-2.1%	3.7%	-0.4%	1.7%
投资收益	-1,523	-1,200	-1,300	-1,400	净利润增长率	4.6%	1.6%	0.3%	1.3%
少数股东损益	1,240	986	989	1,002	总资产增长率	12.4%	17.1%	6.3%	11.1%
营运资金的变动	52	-725	1,490	-3,765	资产管理能力				
经营活动现金净流	34,797	37,656	40,002	35,268	应收账款周转天数	5.6	5.6	10.1	7.1
固定资本投资	-2,299	-60	-60	-50	存货周转天数	12.8	14.5	13.9	13.8
投资活动现金净流	-26,773	-2,596	-2,510	-2,392	应付账款周转天数	17.4	22.1	21.0	20.2
股利分配	-10,599	-10,706	-10,735	-10,879	固定资产周转天数	124.2	118.5	108.9	100.8
其他	-2,663	-3,765	1,750	-1,825	偿债能力				
筹资活动现金净流	-13,262	-14,470	-8,986	-12,704	净负债/股东权益	-43.0%	-54.7%	-57.4%	-125.0%
现金净流量	-5,238	20,589	28,507	20,172	EBIT 利息保障倍数	-28.7	-27.1	-26.5	-26.8
					资产负债率	16.3%	17.5%	12.0%	11.3%

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