

海螺水泥 (600585)

证券研究报告

2021年04月28日

Q1 净利润增长显著，期待旺季更旺

Q1 净利润增长显著，维持“买入”评级

4月27日晚公司公布21年一季报，实现收入344.4亿元，同比增长48.4%，实现归母净利润58.1亿元，同比增长18.2%，扣非归母净利润54.6亿元，同比增长19.2%，业绩增长显著。我们认为近期水泥价格仍将保持上行趋势，当前较低的库位有望对淡季价格形成一定支撑，全年水泥均价同比转正可期。公司龙头地位显著，且持续推进产业链扩张及海外布局，未来业绩有望保持稳健增长，维持“买入”评级。

Q1 销量增长带动收入增长，近期水泥价格或仍将保持上行趋势

公司21Q1收入344.4亿元，同比增长48.4%，较19年同期增长12.9%，主要系公司水泥熟料销量增长带动。公司产能主要分布在华东地区，根据数字水泥网，21年Q1华东地区水泥均价487元/吨，同比低35元，随着需求启动，3月中下旬开始，华东水泥价格开启上行通道，截至4月23日华东重点城市水泥均价已涨至511元/吨，同比高40元/吨，4月份以来华东地区水泥发货率基本维持100%左右，优于去年同期水平，反映需求端景气度较高。上周长三角沿江熟料价格开启第5轮上涨，年初至今累计涨幅达到120元，我们预计近期水泥价格或仍将保持上行趋势。而四月份至今各地区水泥库存均处于历史同期最低水平，较低的库位有望对淡季价格下调提供一定支撑，全年价格同比大概率实现正增长。

毛利率同比下滑，经营性现金流明显好转，货币资金充裕

公司21Q1毛利率26.85%，同比下降8.08pct，主要因价格同比下滑，同时煤炭价格上涨导致原材料成本增加；期间费用率5.9%，同比下降2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.6/-0.6/+0.2/-1.7pct，研发费用率增加主要因公司对节能环保项目投入增加，财务费用率下降主要系存款利息收入增加同时汇兑损失减少。21年一季度资产负债率14.5%，较20年末进一步下降1.8pct，资本结构继续优化。Q1受益于水泥熟料销量增加，实现经营性现金流净流入49.6亿元，同比增长114.7%，期末货币资金654亿元，较20年底进一步增加32.2亿元。

全国水泥龙头，未来有望保持稳健增长

公司系全国水泥龙头，21年计划资本性支出150亿元，预计新增产能熟料180万吨、水泥680万吨，龙头地位进一步巩固，同时通过拓展骨料及商混业务，加强海外布局来挖掘新的增长点。维持21-23年归母净利润预测371/390/399亿元，参考可比公司估值，给予公司21年10倍目标PE，对应目标价70.1元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求增长不及预期、区域供给格局恶化、水泥价格上涨不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157,030.33	176,242.68	182,127.85	186,798.52	189,968.33
增长率(%)	22.30	12.23	3.34	2.56	1.70
EBITDA(百万元)	49,611.31	48,855.92	50,579.02	52,908.11	54,067.89
净利润(百万元)	33,592.76	35,129.69	37,144.18	39,019.25	39,856.25
增长率(%)	12.67	4.58	5.73	5.05	2.15
EPS(元/股)	6.34	6.63	7.01	7.36	7.52
市盈率(P/E)	7.71	7.37	6.97	6.64	6.50
市净率(P/B)	1.89	1.60	1.35	1.16	1.00
市销率(P/S)	1.65	1.47	1.42	1.39	1.36
EV/EBITDA	4.70	4.08	3.10	2.21	1.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.88元
目标价格	70.10元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,999.70
流通A股股本(百万股)	3,999.70
A股总市值(百万元)	195,505.46
流通A股市值(百万元)	195,505.46
每股净资产(元)	31.61
资产负债率(%)	14.50
一年内最高/最低(元)	63.56/48.09

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



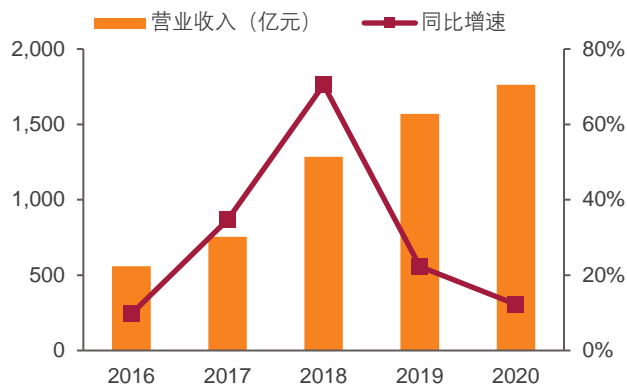
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海螺水泥-年报点评报告:业绩稳健增长，龙头优势突出》2021-03-26
- 《海螺水泥-半年报点评:Q2销量超预期，水泥龙头盈利再创新高》2020-08-22
- 《海螺水泥-季报点评:业绩符合预期，估值中枢上行》2020-04-30

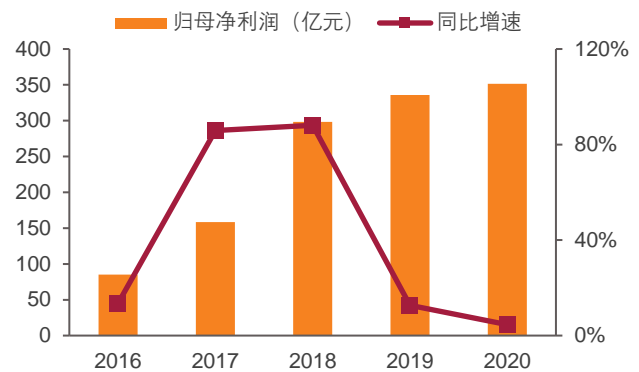
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000401.SZ	冀东水泥	190	14.09	2.00	2.12	2.44	2.71	7.05	6.65	5.78	5.20
000672.SZ	上峰水泥	161	19.77	2.87	3.03	3.03	3.66	6.89	6.52	6.53	5.41
000789.SZ	万年青	106	13.24	1.72	2.02	2.15	2.33	7.70	6.55	6.15	5.68
000877.SZ	天山股份	162	15.48	1.56	1.45	1.85	2.04	9.92	10.68	8.36	7.60
002233.SZ	塔牌集团	146	12.28	1.45	1.49	1.65	1.79	8.47	8.24	7.43	6.85
600720.SH	祁连山	103	13.30	1.59	1.85	2.30	2.49	8.36	7.19	5.79	5.33
600449.SH	宁夏建材	64	13.31	1.61	2.02	2.35	2.64	8.27	6.59	5.68	5.05
600801.SH	华新水泥	470	22.41	3.02	2.70	3.36	3.71	7.42	8.30	6.66	6.04
平均值								8.01	7.59	6.55	5.89
600585.SH	海螺水泥	2,590	48.88	6.34	6.63	7.01	7.36	7.71	7.37	6.97	6.64

注：数据截至 20210427 收盘，除海螺水泥 20 年为实际值，21-22 年为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	54,977.08	62,177.17	86,129.70	126,175.83	161,737.21	营业收入	157,030.33	176,242.68	182,127.85	186,798.52	189,968.33
应收票据及应收账款	9,649.02	7,805.73	15,140.20	5,877.08	16,776.75	营业成本	104,760.09	124,847.63	125,877.07	128,444.34	130,448.02
预付账款	2,692.42	3,464.42	2,031.41	3,911.58	2,143.13	营业税金及附加	1,403.05	1,288.64	1,675.51	1,584.44	1,582.66
存货	5,571.52	7,001.62	7,409.23	6,542.63	8,238.58	营业费用	4,416.57	4,123.29	4,188.94	4,109.57	4,084.32
其他	24,191.61	32,530.88	39,476.92	35,256.66	37,075.80	管理费用	4,741.15	4,207.24	4,280.00	4,352.41	4,369.27
流动资产合计	97,081.64	112,979.82	150,187.47	177,763.79	225,971.47	研发费用	187.20	646.58	728.51	747.19	759.87
长期股权投资	3,820.61	4,223.04	4,223.04	4,223.04	4,223.04	财务费用	(1,338.17)	(1,514.77)	(1,855.40)	(2,016.90)	(2,159.35)
固定资产	58,858.42	62,720.18	61,576.59	59,648.97	57,237.92	资产减值损失	(1,164.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	6,237.84	4,675.08	2,841.05	1,752.63	1,081.58	公允价值变动收益	257.60	100.50	268.83	271.52	274.23
无形资产	9,978.71	13,710.24	13,195.00	12,679.77	12,164.53	投资净收益	1,209.08	1,549.97	1,379.52	1,464.75	1,422.14
其他	2,772.00	2,664.40	2,579.67	2,692.05	2,645.37	其他	(1,499.38)	(5,277.16)	(3,296.70)	(3,472.52)	(3,392.73)
非流动资产合计	81,667.58	87,992.94	84,415.35	80,996.45	77,352.44	营业利润	44,057.34	46,270.77	48,881.56	51,313.73	52,579.90
资产总计	178,777.18	200,972.76	234,612.14	258,772.66	303,331.16	营业外收入	648.13	959.33	803.73	881.53	842.63
短期借款	2,941.70	1,982.28	0.00	0.00	0.00	营业外支出	148.62	122.18	135.40	128.79	132.09
应付票据及应付账款	7,303.65	4,785.77	10,643.53	4,349.21	10,266.76	利润总额	44,556.85	47,107.92	49,549.89	52,066.47	53,290.44
其他	17,175.85	17,455.07	20,328.52	17,251.26	19,888.63	所得税	10,204.84	10,737.74	11,348.39	11,924.77	12,205.09
流动负债合计	27,421.19	24,223.12	30,972.05	21,600.47	30,155.39	净利润	34,352.01	36,370.18	38,201.49	40,141.71	41,085.35
长期借款	3,871.29	3,309.68	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	759.25	1,240.49	1,057.31	1,122.45	1,229.09
应付债券	3,498.05	3,498.37	3,498.39	3,498.27	3,498.34	归属于母公司净利润	33,592.76	35,129.69	37,144.18	39,019.25	39,856.25
其他	1,666.20	1,724.77	1,421.05	1,604.01	1,583.27	每股收益(元)	6.34	6.63	7.01	7.36	7.52
非流动负债合计	9,035.54	8,532.82	4,919.44	5,102.28	5,081.62	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	36,456.73	32,755.94	35,891.49	26,702.75	35,237.01	成长能力					
少数股东权益	4,958.77	6,394.59	7,399.04	8,502.78	9,704.56	营业收入	22.30%	12.23%	3.34%	2.56%	1.70%
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	营业利润	10.47%	5.02%	5.64%	4.98%	2.47%
资本公积	10,587.32	10,583.76	10,583.76	10,583.76	10,583.76	归属于母公司净利润	12.67%	4.58%	5.73%	5.05%	2.15%
留存收益	131,918.87	156,503.70	186,022.31	218,267.83	253,090.29	获利能力					
其他	(10,443.81)	(10,564.54)	(10,583.76)	(10,583.76)	(10,583.76)	毛利率	33.29%	29.16%	30.89%	31.24%	31.33%
股东权益合计	142,320.45	168,216.82	198,720.65	232,069.92	268,094.15	净利率	21.39%	19.93%	20.39%	20.89%	20.98%
负债和股东权益总计	178,777.18	200,972.76	234,612.14	258,772.66	303,331.16	ROE	24.46%	21.71%	19.41%	17.45%	15.42%
						ROIC	37.70%	43.18%	41.42%	42.76%	47.68%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	20.39%	16.30%	15.30%	10.32%	11.62%
净利润	34,352.01	36,370.18	37,144.18	39,019.25	39,856.25	净负债率	-30.38%	-30.75%	-40.60%	-52.14%	-58.37%
折旧摊销	5,270.96	5,429.56	3,552.86	3,611.28	3,647.33	流动比率	3.54	4.66	4.85	8.23	7.49
财务费用	(1,105.63)	(1,790.21)	(1,855.40)	(2,016.90)	(2,159.35)	速动比率	3.34	4.38	4.61	7.93	7.22
投资损失	(1,185.29)	(1,522.77)	(1,379.52)	(1,464.75)	(1,422.14)	营运能力					
营运资金变动	(915.84)	(2,750.55)	(4,760.06)	3,707.57	(3,874.04)	应收账款周转率	13.08	20.19	15.87	17.78	16.77
其它	4,322.00	(938.99)	1,326.14	1,393.97	1,503.32	存货周转率	27.09	28.03	25.28	26.78	25.70
经营活动现金流	40,738.20	34,797.21	34,028.20	44,250.42	37,551.38	总资产周转率	0.96	0.93	0.84	0.76	0.68
资本支出	8,039.84	11,865.59	363.72	(102.95)	70.73	每股指标(元)					
长期投资	638.62	402.43	0.00	0.00	0.00	每股收益	6.34	6.63	7.01	7.36	7.52
其他	(29,367.31)	(39,040.90)	408.83	941.56	758.12	每股经营现金流	7.69	6.57	6.42	8.35	7.09
投资活动现金流	(20,688.85)	(26,772.88)	772.55	838.61	828.85	每股净资产	25.92	30.54	36.10	42.19	48.76
债权融资	11,744.79	10,453.85	5,447.89	5,180.53	5,263.44	估值比率					
股权融资	1,632.07	1,645.00	2,094.24	2,274.97	2,417.41	市盈率	7.71	7.37	6.97	6.64	6.50
其他	(21,288.76)	(25,360.87)	(18,390.35)	(12,498.40)	(10,499.70)	市净率	1.89	1.60	1.35	1.16	1.00
筹资活动现金流	(7,911.90)	(13,262.02)	(10,848.22)	(5,042.90)	(2,818.85)	EV/EBITDA	4.70	4.08	3.10	2.21	1.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.26	4.59	3.33	2.37	1.64
现金净增加额	12,137.46	(5,237.69)	23,952.53	40,046.13	35,561.38						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com