

海螺水泥 (600585.SH) / 建材

一季度业绩如期恢复, 期待二季度高景气

评级: 买入

市场价格: 48.88

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: 4月27日公司公布2021年一季报, 一季度公司实现营业收入344.41亿, 同比增长48.41%; 实现归母净利润58.09亿, 同比增长18.22%; 实现扣非后归母净利润54.57亿, 同比增长19.2%。公司业绩符合预期。

■ 疫情控制得当叠加去年低基数, 公司销量快速增长: 得益于我国较好的疫情防控, 经济持续复苏。从需求层面看, 1季度全国固定资产投资完成额同比增长29.7%, 房地产新开工面积同比增长28.2%。需求旺盛使得水泥销量大幅增长。今年1季度, 全国水泥销量4.39亿吨, 同比20年增长47.3%, 较19年增长12.13%。受益于行业的复苏, 公司水泥销量预计同比增长近50%, 带动收入增长。

■ 贸易业务增长, 水泥价格下行使得毛利率承压: 一季度, 公司毛利率26.9%, 同比下降8.1pct, 净利率16.9%, 同比下降4.3pct。一方面, 去年1季度水泥价格处于高位, 今年1季度水泥价格同比有所下滑。另一方面, 今年国内疫情控制得当, 低毛利的贸易业务占比回归正常水平。费用率上, 一季度公司销售费率、管理费率、财务费率分别为2.7%、3.5%、-0.7%, 同比变化为-0.6pct、-0.6pct、-1.7pct, 期间费率下降2.9pct。由于收入恢复正常水平, 管理费率、销售费率因为固定成本摊销下降而出现了降低。一季度公司经营性现金流净额49.55亿, 销售回款良好。公司资产负债表中现金及理财产品合计超900亿, 现金流非常充沛。

■ 2021年, 公司将继续拓展产能, 巩固龙头地位: 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, 未来有望受益于于此。行业景气度上, 二季度以来, 全国水泥价格持续上行, 熟料第五轮提价大超预期。水泥出货率维持在高位, 库容比处于45%左右的低位。整体景气度较好。

■ 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。

基本状况

总股本(百万股)	4000.00
流通股本(百万股)	4000.00
市价(元)	48.88
市值(亿元)	1955
流通市值(亿元)	1955

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

维持“买入”评级。我们将 2021-2023 年营业收入预测维持在 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 7.26X、7.24X、7.14X。

- 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	83,669	113,078	134,152
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	148,951	165,732	195,530
%销售收入	29.2%	29.5%	28.7%	28.9%	%总资产	56.2%	63.3%	66.2%	70.3%
营业税金及附加	-1,289	-1,477	-1,410	-1,418	长期投资	4,307	4,323	4,335	4,343
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	62,720	57,922	53,121	48,317
营业费用	-4,123	-4,431	-4,324	-4,349	%总资产	31.2%	24.6%	21.2%	17.4%
%销售收入	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	无形资产	13,710	16,786	19,722	22,518
管理费用	-4,207	-4,431	-4,512	-4,538	非流动资产	87,993	86,400	84,535	82,577
%销售收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	43.8%	36.7%	33.8%	29.7%
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
公允价值变动收 益	101	-11	7	2	长期贷款	3,310	0	0	0
其他收益	35	555	586	571	其他长期负债	5,223	5,194	5,208	1,703
投资收益	1,550	1,200	1,300	1,400	负债	32,756	41,188	30,064	31,517
%税前利润	3.4%	2.5%	2.7%	2.9%	普通股股东权益	161,822	186,783	211,832	237,216
营业利润	44,976	47,654	47,535	48,294	少数股东权益	6,395	7,381	8,370	9,373
营业利润率	25.5%	25.8%	25.3%	25.5%	负债股东权益合计	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	每股经营现金净流 (元)	6.6	7.3	7.7	6.8
归属于母公司的 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				
现金流量表 (人 民币百万元)					净资产收益率	21.7%	19.1%	16.9%	15.3%

	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	18.1%	15.6%	14.7%	13.4%
净利润	36,370	36,672	36,774	37,266	投入资本收益率	43.2%	40.2%	40.5%	42.8%
加:折旧和摊销	5,430	5,484	5,627	5,769	增长率				
资产减值准 备	0	0	0	0	营业总收入增长率	12.2%	4.8%	1.8%	0.6%
公允价值变 动损失	-101	-11	7	2	EBIT 增长率	-2.1%	3.7%	-0.4%	1.7%
财务费用	-1,790	-1,662	-1,692	-1,702	净利润增长率	4.6%	1.6%	0.3%	1.3%
投资收益	-1,523	-1,200	-1,300	-1,400	总资产增长率	12.4%	17.1%	6.3%	11.1%
少数股东损 益	1,240	986	989	1,002	资产管理能力				
营运资金的 变动	52	-725	1,490	-3,765	应收账款周转天数	5.6	5.6	10.1	7.1
经营活动现金净 流	34,797	38,558	40,905	36,171	存货周转天数	12.8	14.5	13.9	13.8
固定资本投资	-2,299	-60	-60	-50	应付账款周转天数	17.4	22.1	21.0	20.2
投资活动现金净 流	-26,773	-2,596	-2,510	-2,392	固定资产周转天数	124.2	117.6	106.3	96.6
股利分配	-10,599	-10,706	-10,735	-10,879	偿债能力				
其他	-2,663	-3,765	1,750	-1,825	净负债/股东权益	-43.5%	-55.6%	-58.6%	-125.0%
筹资活动现金净 流	-13,262	-14,470	-8,986	-12,704	EBIT 利息保障倍 数	-28.7	-27.1	-26.5	-26.8
现金净流量	-5,238	21,492	29,409	21,074	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