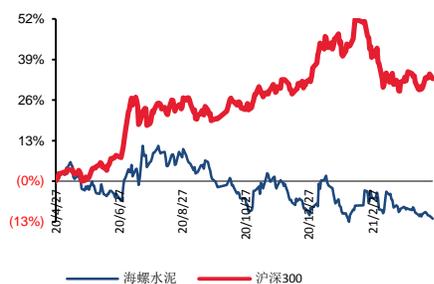


材料 材料II

海螺水泥：水泥巨擘开启十四五新篇章

■ 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)	262,686/262,686
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：经营质量稳步提升，估值望迎修复》

--2021/03/25

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

■ 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：2021年一季度公司实现营收344.41亿元(+48.41%)，归母净利润58.09亿元(+18.22%)，扣非归母净利润54.57亿元(+19.21%)。

■ 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。维持公司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和6.6倍，目前PB估值约1.6x，股息率约4%，维持“买入”评级及目标价68.3元。

Q1量增价跌，业绩依旧稳健。我们测算，2021年一季度公司实现水泥熟料自产品综合销量约6900万吨，同比增长约40%，较2019年Q1增长约11%，销量增长强劲，得益于国内经济继续恢复，地产投资韧性十足，施工面积稳定增长，且基建投资也保持稳定，同时今年春节鼓励原地过年，节后下游复工快于往年同期，整体需求保持稳定增长；**从单吨情况来看，**我们测算Q1公司自产自销水泥熟料均价约320元/吨，同比下滑约17元/吨，主要是去年Q4价格基数较低过度到今年一季度，淡季价格又有所回落所致；吨成本约190元，同比下降约10元/吨，由于是一季度煤价有所上涨所致；吨毛利约为130元，同比下降约28元/吨；全口径计算Q1吨费用约为29元，同比下降约10元/吨，主要是去年同期受疫情影响，停工停产较多固定摊销增加所致；公司财务收入达到2.4亿元，主要是存款利息增加及汇兑损失减少所致，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，Q1贸易量大幅增长：2021年一季度公司贸易量约2000万吨，同比基本实现翻倍增长，去年同期由于新冠疫情的影响，公司贸易业务开展较少，所以基数较低，今年一季度贸易业务回归正常，同时行业整体需求稳定增长，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。

开春后需求快速恢复，Q2价格上涨有望超预期。开春后需求逐步恢复，

企业产销良好，华东、华南基本销大于产，西南地区出货达到9成，全国库存低于5成，水泥价格迎来季节性普涨，江浙沪地区、珠三角地区价格开启第三轮上涨，价格均超去年同期，从需求端来看，地产依旧强劲有韧性，基建端保持平稳，水泥需求仍有支撑。我们认为，近期长三角熟料价格开启第五轮上涨（累计上涨120元/吨，装船价达到440元/吨，高于去年同期70-80元/吨）、珠三角熟料也已上涨三轮（高于去年同期约70元/吨），熟料超预期上涨或成为水泥价格快速上涨的助推剂，Q2价格上涨有望超预期；由于当前市场对于水泥板块预期较低，随着基本面的催化，低估值、高分红的水泥板块或迎来修复行情，而海螺为行业的风向标。

21年产能稳步扩张，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，产能保持稳步扩张。展望全年，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，而海螺打造极致现金流企业，资金、技术、规模及渠道优势明显，有望逆势提升市占率，保持稳定增长。

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。

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)	7.37	6.99	6.63	6.36

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	157030	176243	179709	181518	182085
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	97110	112980	141751	171918	203197	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	43163	44295	46907	49587	51768
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	44557	47108	49716	52395	54576
资产总计	178777	200973	228285	256922	286582	所得税	-10205	-10738	-11332	-11943	-12440
短期借款	4375	3646	3646	3646	3646	净利润	34352	36370	38383	40452	42136
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	33593	35130	37074	39073	40699
其他负债	20906	21015	21015	21015	21015						
负债合计	36457	32756	32919	32960	32979						
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	142320	168217	195366	223962	253603						
负债和股东权益	178777	200973	228285	256922	286582						
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)	7.71	7.37	6.99	6.63	6.36
						PB (X)	1.89	1.60	1.38	1.21	1.07
						PS (X)	1.65	1.47	1.44	1.43	1.42
						EV/EBITDA (X)	4.81	4.36	3.30	2.62	1.99

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。