海螺水泥 (600585) 建筑材料 业绩稳步增长，估值修复可期

评级：买入(维持)

市场价格：51.21

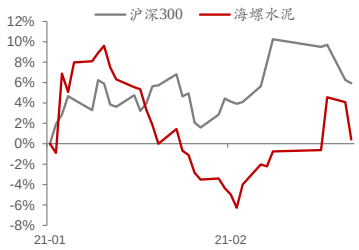
分析师：孙颖
执业证书编号：S0740519070002
电话：021-20315782
Email：sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：朱晋潇
Email：zhujx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5299
流通股本(百万股)	4000
市价(元)	51.21
市值(亿元)	2588
流通市值(亿元)	2048

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	1284.03	1570.30	1634.03	1637.81	1645.07
增长率	70.50%	22.30%	4.06%	0.23%	0.44%
归母净利润（亿元）	298.14	335.93	353.24	356.47	360.68
增长率	88.05%	12.67%	5.15%	0.92%	1.18%
每股收益（元）	5.63	6.34	6.67	6.73	6.81
每股自由现金流量	3.46	8.01	3.04	9.54	3.97
净资产收益率	26.5%	24.5%	22.1%	19.4%	17.4%
P/E	9.10	8.08	7.68	7.61	7.52
P/B	2.41	1.98	1.69	1.48	1.31

备注：股价取自 2021 年 3 月 5 日收盘价

投资要点

- **事件：3 月 5 日海螺水泥发布 2020 年业绩快报，基本符合预期。20 年实现营业总收入 1762.43 亿元，同比增长 12.23%；归母净利润 351.30 亿元，同比增长 4.58%。单四季度收入同增 13%，增速环比-15pct；归母净利润 104.11 亿元，同增 6.5%，增速环比+5pct。**
- **收入端，全年营收同增 12%，单四季度营收同增 13%。全年自产销量稳增，贸易规模和其他收入或继续保持增长。**
  - 销量：预计 2020 年全年公司自产水泥及熟料销量近 3.3 亿吨，同增 1%，单四季度销量同增 4%。从行业数据来看，上半年受疫情影响，销量有所下滑，但积极的财政政策和稳健的货币政策持续显效发力，下半年全国复工复产进展顺利，水泥产销量实现同比增长由负转正，2020 年全国水泥产量达到 23.77 亿吨，同比增长 1.6%（四季度同比增长 7.9%，增速环比扩大 2pct）。熟料产量 15.79 亿吨，同比增长 3.07%，保持高位平台期。
  - 吨价：预计全年同比基本持平，单四季度同比略有下滑。2020 年全国水泥价格呈现出“先跌后扬”走势，均价与 2019 年相当。根据数字水泥网数据，四季度全国水泥均价为 444 元/吨，比 2019 年下降 13 元/吨。主要原因是 2020 年四季度没有出现 2019 年同期出现的因为环保或节能减排等因素大面积停产致使水泥价格局部出现暴涨，同时，东北、贵州等地区及进口低价水泥大范围流动填补了旺季局部缺口，平抑了一部分阶段高价。
- **利润端，全年归母净利同增 4.58%，单四季度归母净利同增 6.5%，增速环比+5pct，净利率及扣非净利率分别为 20%和 19%，环比+2pct 和 3pct。**
  - 吨成本&费用：预计 2020 全年吨成本有所下降，吨费用或下滑明显。虽然下半年以来煤炭价格上涨、环保标准的不断提高、碳达峰、矿山治理等多因素将促使水泥行业企业生产成本有所上升，但企业通过数字化、智能化改造、产业链延伸，不断提高生产和经营管理的效率，实现降本增效。
  - 吨净利：全年 108 元，同比+4 元。单 Q4 季度吨净利 110 元，同比+3 元，环比+12 元。
  - 吨扣非净利：全年 102 元，同比+1 元。单 Q4 季度吨扣非净利 104 元，同比-2 元，环比+14 元。
- **未来看点：**
  - 行业层面，2021 年是国家“十四五”的开局之年，政府提出要加快补齐基础设施、市政工程等领域的短板，推进新型基础设施、新型城镇化交通水利等大型的、重大的工程建设，加快建设交通强国，基建投资具有较强的支撑；“三道红线”政策从增量上限制了房地产融资，房地产新开工存在下

行压力，预计受到一定影响，但政府工作报告中提出新开工改造城镇老旧小区 **5.3** 万个，地产投资整体趋势向上，叠加去年上半年基数较低，水泥刚性需求预计持续高增。下半年增速视天气情况或有所减缓。报告还指出要制定 **2030** 年前碳排放达峰行动方案，优化产业结构和能源结构，推动煤炭清洁高效利用，加上行业错峰生产常态化，在维持政策执行力度的情况下，我们预计供给增速保持小个位数，因而水泥价格或维持高位。

- 公司层面，公司将积极稳妥推进国际化发战略，不断提升已投产项目运营质量，加快已签约项目落地。在国内，将聚焦水泥主业，积极寻找合适并购标的，不断完善市场布局；同时，加快上下游产业链延伸，全力推进骨料项目落地，稳步拓展混凝土产业，试点装配式建筑产业，不断拓展新业态领域，二次成长空间或打开。
- 建议投资者从公司内在价值角度出发，看长做长；这也符合成熟市场水泥行业投资的趋势与规律。海螺水泥已经进入净资产推升市值阶段，近年来公司现金流充沛，现金分红稳步提升。虽然以年的时间维度看，后续价格和盈利有回归均值可能，但是资产端的安全边际已经逐渐明晰，我们仍然建议看长做长。

■ **盈利预测：目前公司资产回报率仍较高，长期投资者在整个持有周期能够享受到较为稳定的股息收益回报、以及海螺作为龙头的二次成长红利。**我们预计海螺水泥 2020、2021 年的净利润分别为 353 亿、356 亿，当前市值对应 PE 为 8 倍和 8 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：1. 宏观经济风险; 2. 供给侧改革放松或退出；3.水泥价格波动风险等。**

图表 1：海螺水泥核心财务数据

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,284.0**	**1,570.3**	**1,634.0**	**1,637.8**	**1,645.1**
减:营业成本	812.3	1,047.6	1,090.0	1,089.5	1,091.3
营业税费	14.6	14.0	14.6	14.6	14.7
销售费用	37.3	44.2	44.4	44.2	44.0
管理费用	37.5	47.4	47.7	47.5	47.3
财务费用	-4.7	-13.4	-13.0	-13.0	-13.0
资产减值损失	2.1	-11.6	-14.0	-14.0	-14.0
加:公允价值变动收益	0.2	2.6	-	-	-
投资和汇兑收益	6.6	12.1	3.0	3.0	3.0
营业利润	**398.8**	**440.6**	**465.5**	**470.0**	**475.8**
加:营业外净收支	-2.5	5.0	2.0	2.0	2.0
利润总额	**396.3**	**445.6**	**467.5**	**472.0**	**477.8**
减:所得税	89.9	102.0	106.3	107.5	109.0
归母净利润	**298.1**	**335.9**	**353.2**	**356.5**	**360.7**
资产负债表	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	376.2	549.8	593.4	982.1	1,074.1
交易性金融资产	0.3	167.8	167.8	167.8	167.8
应收帐款	123.7	43.2	130.4	43.6	131.2
应收票据	131.3	83.8	140.1	84.3	141.1
预付帐款	21.1	26.9	23.0	26.9	23.1
存货	60.2	55.7	64.9	55.7	65.1
其他流动资产	7.8	43.9	43.9	43.9	43.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	31.8	38.2	39.0	39.8	40.6
投资性房地产	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产	603.2	588.6	636.4	643.3	639.5
在建工程	19.1	40.4	11.7	5.9	4.8
无形资产	83.7	99.8	100.9	101.9	102.6
其他非流动资产	36.5	48.9	30.6	26.4	25.0
资产总额	**1,495.5**	**1,787.8**	**1,983.0**	**2,222.5**	**2,459.8**
短期债务	13.8	29.4	6.0	5.0	4.0
应付帐款	101.7	113.2	110.4	113.1	110.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	146.0	131.6	131.6	131.6	131.6
长期借款	26.1	38.7	24.0	22.0	20.0
其他非流动负债	43.7	51.6	51.6	51.6	51.6
负债总额	**331.3**	**364.6**	**323.7**	**323.3**	**318.0**
少数股东权益	**37.3**	**49.6**	**57.6**	**65.6**	**73.8**
股本	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
留存收益	1,072.8	1,319.2	1,548.8	1,780.5	2,014.9
股东权益	**1,164.2**	**1,423.2**	**1,659.4**	**1,899.1**	**2,141.7**
现金流量表	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
净利润	306.4	343.5	361.2	364.5	368.8
加:折旧和摊销	49.5	3.4	50.4	54.4	57.9
资产减值准备	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-0.2	-2.6	-	-	-
财务费用	-5.1	-11.1	-13.0	-13.0	-13.0
投资收益	-6.3	-11.9	-3.0	-3.0	-3.0
少数股东损益	8.2	7.6	8.0	8.1	8.2
营运资金的变动	81.5	-12.0	-151.8	150.6	-152.5
经营活动产生现金流	**360.6**	**407.4**	**243.8**	**553.5**	**258.3**
投资活动产生现金流	**-256.7**	**-206.9**	**-50.0**	**-50.0**	**-50.0**
融资活动产生现金流	**-109.8**	**-79.1**	**-150.2**	**-114.8**	**-116.2**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	70.5%	22.3%	4.1%	0.2%	0.4%
营业利润增长率	91.5%	10.5%	5.7%	1.0%	1.2%
净利润增长率	88.0%	12.7%	5.2%	0.9%	1.2%
EBITDA增长率	72.5%	2.3%	13.0%	1.7%	1.8%
EBIT增长率	89.0%	14.6%	2.5%	1.0%	1.3%
NOPLAT增长率	87.1%	8.1%	6.2%	0.9%	1.2%
投资资本增长率	9.7%	-8.4%	19.3%	-15.9%	18.4%
净资产增长率	26.6%	22.2%	16.6%	14.4%	12.8%
利润率					
毛利率	36.7%	33.3%	33.3%	33.5%	33.7%
营业利润率	31.1%	28.1%	28.5%	28.7%	28.9%
净利润率	23.2%	21.4%	21.6%	21.8%	21.9%
EBITDA/营业收入	34.0%	28.5%	30.9%	31.3%	31.8%
EBIT/营业收入	30.1%	28.2%	27.8%	28.0%	28.2%
运营效率					
固定资产周转天数	168	137	135	141	140
流动营业资本周转天数	25	17	22	22	22
流动资产周转天数	165	194	235	282	334
应收帐款周转天数	23	19	19	19	19
存货周转天数	15	13	13	13	13
总资产周转天数	381	376	415	462	512
投资资本周转天数	234	192	193	193	192
投资回报率					
ROE	26.5%	24.5%	22.1%	19.4%	17.4%
ROA	20.5%	19.2%	18.2%	16.4%	15.0%
ROIC	38.3%	37.7%	43.7%	37.0%	44.5%
费用率					
销售费用率	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用率	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
财务费用率	-0.4%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
三费/营业收入	5.5%	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	20.4%	16.3%	14.5%	12.9%
负债权益比	28.5%	25.6%	19.5%	17.0%	14.9%
流动比率	2.76	3.54	4.69	5.62	6.68
速动比率	2.52	3.34	4.43	5.40	6.42
利息保障倍数	-81.64	-33.14	-34.96	-35.30	-35.75
分红指标					
DPS(元)	1.69	1.69	2.33	2.35	2.38
分红比率	30.0%	26.7%	35.0%	35.0%	35.0%
股息收益率	3.3%	3.3%	4.6%	4.6%	4.7%
业绩和估值指标	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	5.63	6.34	6.67	6.73	6.81
BVPS(元)	21.26	25.92	30.23	34.60	39.02
PE(X)	9.1	8.1	7.7	7.6	7.5
PB(X)	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
P/FCF	14.8	6.4	16.9	5.4	12.9
P/S	2.1	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.0	5.2	4.1	3.3	3.1
CAGR(%)	6.0%	2.4%	30.0%	6.0%	2.4%
PEG	1.5	3.4	0.3	1.3	3.1
ROIC/WACC	3.7	3.7	4.2	3.6	4.3
REP	0.4	0.8	0.5	0.6	0.4

来源：中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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“中泰证券股份有限公司”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。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。