海螺水泥(600585)

公司研究/点评报告

毛利率提升及费用率下降，净利同比增 5.3%

—海螺水泥 2020 年半报点评

点评报告/建材行业　　2020 年 8 月 24 日

一、事件概述

公司 2020 年 8 月 22 日发布半年报，2020 年上半年营收 740 亿元，同比增长 3.3%，归母净利 161 亿元，同比增长 5.3%，归母扣非净利 155 亿，同比增 4.0%。

二、分析与判断

➢ 综合毛利率提升及费用率下降，归母净利同比增长 5.3%

据公司公告，2020 年上半年水泥熟料合计销量 1.87 亿吨，同比下降 7.6%。受销量下降及售价下降影响，主营业务收入 625 亿，同比下降 9%，主营成本 401 亿，同比下降 12%。公司产品综合毛利率为 35.87%，同比提升 2.27 个百分点。受毛利率提升影响，公司归母扣非净利同比增长 4.0%。公司水泥熟料单吨综合成本同比下降 0.59%，主要是受原煤及动力成本下降影响。报告期内，销售费用、管理费用、研发费用、财务费用合计占营收比重为 4.45%，同比下降 0.73 个百分点。

➢ 国内水泥领军企业，未来持续受益供给收缩及基建回暖

2019 年全国 GDP 同比增速 6.1%，固定资产投资完成额（基础设施建设投资）累计同比 3.3%（2018 年 1.8%），房地产开发投资完成额累计同比 9.9%（2018 年 9.5%），房屋新开工面积累计同比为 8.5%（2018 年为 17.2%）。全国水泥产量 23.3 亿吨，同比增 7.1%。供给方面有望持续收紧。中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。其中水泥淘汰落后产能的指导有利于未来供给的进一步改善。需求方面有望持续受益基建加码。2018 年 10 月 16 日，国务院批复同意设立中国(海南)自由贸易试验区并印发《中国(海南)自由贸易试验区总体方案》；2018 年 12 月，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035 年）》；2019 年 8 月 15 日，国家发展改革委印发《西部陆海新通道总体规划》；2019 年 12 月 1 日，国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。随着以海南自贸区、雄安新区、西部大开发和长三角一体化为代表的国家重点规划的推进，公司有望持续受益下游需求的稳定增长。

➢ 海螺核心竞争力是生产低成本和低费用率

海螺在华东区域实行“T”型战略，在有着丰富且优质石灰石原矿的安徽设立熟料基站，利用低运输成本的长江物流，将熟料运送至下游无资源但水泥需求强劲的长三角地区，同时自建余热发电装置降低电力成本。“T”型战略实施过程中，海螺确立了其在成本端的优势，实现水泥吨成本 173 元/吨大幅低于行业水平（207 元/吨）。费用端的有效控制是海螺迅速成长的另一制胜关键，其 6.7%的费用率远低于平均水平 14.6%。矿山资源(排他性)：占有量大，单位成本低。2018 年海螺持有矿山开采权 39 亿元，以 140 亿吨估计，吨成本仅为 0.26 元/吨。长江物流享有单位运价低：海螺将安徽的熟料通过水路运送至水泥需求市场，从武汉到南京的水路运输价格为 22.80 元/吨，铁路运输需要 104.44 元/吨。水路运输成本为铁路的 21.83%。收购中小水泥厂改造成粉磨站：熟料厂当地采集当地生产，可以节省原料运输至生产地的费用，降低 10%-50%的水泥产品运输费。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 6.91 元、7.67 元、8.44 元，对应 PE 分别为 8.6 倍、7.7 倍、7.0 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 13.2 倍，给予推荐评级。

四、风险提示：

国内基建和地产增速下滑；水泥淘汰落后产能速度放缓。

推　荐　　维持评级

当前价格：　59.36

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低(元)	61.45/37.76
总股本（百万股）	5299.30
流通股本（百万股）	3999.70
流通股比例（%）	75%
总市值（亿元）	3145.67
流通市值（亿元）	2374.22

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

相关研究

1,《海螺水泥（600585）深度报告：海螺水泥核心壁垒是成本领先和优秀的费用控制》20200613

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157,030	176,829	198,131	215,486
增长率（%）	22.3%	12.6%	12.0%	8.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	33,593	36,599	40,669	44,710
增长率（%）	12.7%	8.9%	11.1%	9.9%
每股收益（元）	6.34	6.91	7.67	8.44
PE（现价）	9.4	8.6	7.7	7.0
PB	2.3	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	157,030	176,829	198,131	215,486
营业成本	104,760	119,152	135,141	147,352
营业税金及附加	1,403	1,580	1,770	1,925
销售费用	4,417	6,167	6,081	6,730
管理费用	4,741	5,339	5,982	6,506
研发费用	187	211	236	257
EBIT	41,522	44,380	48,921	52,715
财务费用	(1,338)	(2,318)	(3,214)	(4,669)
资产减值损失	(1,164)	0	0	0
投资收益	1,209	1,209	1,209	1,209
营业利润	44,057	48,656	54,153	59,413
营业外收支	500	0	0	0
利润总额	44,557	48,872	54,307	59,703
所得税	10,205	11,193	12,438	13,674
净利润	34,352	37,679	41,869	46,030
归属于母公司净利润	33,593	36,599	40,669	44,710
EBITDA	41,862	47,712	51,772	54,895

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	54977	63309	101910	121713
应收账款及票据	9649	19755	18826	19263
预付款项	2692	2703	3349	3594
存货	5572	11612	5829	13031
其他流动资产	463	463	463	463
流动资产合计	97110	129755	158283	190655
长期股权投资	3821	5030	6239	7448
固定资产	58858	57719	57069	55985
无形资产	9979	10442	10989	11701
非流动资产合计	81668	81087	81564	82699
资产合计	178777	210842	239847	273354
短期借款	2942	0	0	0
应付账款及票据	7304	9947	10448	11322
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	27421	33559	34115	36346
长期借款	3871	3871	3871	3871
其他长期负债	4671	4671	4671	4671
非流动负债合计	9036	9001	9001	9001
负债合计	36457	42559	43116	45347
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	4959	6039	7239	8559
股东权益合计	142320	168283	196731	228007
负债和股东权益合计	178777	210842	239847	273354

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.3%	12.6%	12.0%	8.8%
EBIT 增长率	8.8%	6.9%	10.2%	7.8%
净利润增长率	12.7%	8.9%	11.1%	9.9%
盈利能力				
毛利率	33.3%	32.6%	31.8%	31.6%
净利润率	21.4%	20.7%	20.5%	20.7%
总资产收益率 ROA	18.8%	17.4%	17.0%	16.4%
净资产收益率 ROE	24.5%	22.6%	21.5%	20.4%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.9	4.6	5.2
速动比率	3.3	3.5	4.5	4.9
现金比率	2.6	2.4	3.5	3.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.9	3.4	3.2	3.1
存货周转天数	19.9	25.9	23.2	23.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
每股指标（元）				
每股收益	6.3	6.9	7.7	8.4
每股净资产	25.9	30.6	35.8	41.4
每股经营现金流	7.7	4.6	10.2	6.9
每股股利	2.0	2.3	2.5	2.8
估值分析				
PE	9.4	8.6	7.7	7.0
PB	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.5	5.4	4.3	3.7
股息收益率	3.4%	3.8%	4.3%	4.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	34,352	37,679	41,869	46,030
折旧和摊销	333	3,332	2,852	2,179
营运资金变动	8,414	(15,234)	10,630	(10,338)
经营活动现金流	40,732	24,632	54,201	36,585
资本开支	8,651	1,000	1,965	1,815
投资	(13,606)	0	0	0
投资活动现金流	(20,689)	(1,000)	(1,965)	(1,815)
股权募资	758	0	0	0
债务募资	1,032	0	0	0
筹资活动现金流	(7,912)	(15,301)	(13,634)	(14,968)
现金净流量	12,131	8,332	38,601	19,803

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。