

0914.HK 海螺水泥

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

Q4 有望维持历史最高盈利水平

2019年10月23日

市场数据

日期	2019.10.22
收盘价(港元)	46.30
总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	52.99
总市值(亿港元)	24623
流通市值(亿港元)	2462
净资产(亿元)	1276
总资产(亿元)	1663
每股净资产(元)	24.08

数据来源: Wind

相关报告

19H1 业绩点评:《盈利能力再创新高》2019-8-23

19Q1 业绩点评:《Q1 量价齐升, 全年盈利走稳》2019-04-28

18 年报业绩点评:《现金牛攻守兼备, 海外发展提升增长空间》2019-03-22

18Q3 业绩点评:《量增价稳, 贸易平台发挥作用》2018-10-25

18H1 业绩点评:《份额再升, 强者恒强》2018-08-23

《最好的市场, 最精彩的篇章即将上演——水泥区域报告之长江流域市场》2018-11-02

海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	128403	162716	177446	192382
同比增长	70.5%	26.7%	9.1%	8.4%
净利润(百万元)	29814	33073	34332	35190
同比增长	88.0%	10.9%	3.8%	2.5%
毛利率	36.7%	31.8%	30.2%	29.2%
净利率	23.2%	20.3%	19.3%	18.3%
净资产收益率(%)	26.5%	23.7%	20.9%	18.6%
每股收益(元)	5.63	6.24	6.48	6.64
每股经营现金流(元)	6.80	6.87	6.03	7.31

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

公司披露前三季度业绩: 收入 1108 亿元, 同比增长 42.37%; 归母净利润 238 亿元, 同比增长 14.96%。Q3 收入 391 亿元, 同比增 22.0%, 归母净利 85.56 亿元, 同比增 10.06%。

业绩符合市场预期。我们预计 Q3 销量(自产自销部分) 8600 万吨, 同比增长 12%, 吨净利约 100 元, 同比持平。报告期内经营活动现金流 260 亿元, 同比增 26.1%, 期末账上净现金 631 亿。冗余现金的问题逐渐凸显, 导致前三季度 ROE 同比下降了 1.6 个 pct 至 19.8%, 但依靠较高的水泥盈利能力, ROE 仍能保持在极高的水平, 显示了公司极强的盈利能力。

资本开支加大力度, 是解决冗余现金问题的关键。海螺资本开支提升至 60.3 亿元, 同比增 130.6%, 预计来自海外的新建项目以及国内骨料的支出, 预计新的项目未来可以保持较好的回报, 这对公司长期发展及估值提升是正面的。

水泥需求好于年初预期, 且持续超预期, 价格保持了有克制的上涨。Q2 以来全国水泥需求保持持续高增长, 幅度远超市场预期, 1-9 月需求仍有 6.9% 的增长, 而华东地区高基数下增长 9.3%, 表现尤为抢眼, 海螺市场份额仍在提升。从近期华东、华南的发货、库存以及涨价来看, 预计 Q4 依然是能维持历史最高的盈利水平。海螺库存维持了极低的水平, 显示所在区域良好的供需环境, 而近期浙江、江西、广东涨价态势迅猛, 局部地区已接近去年高位, 而未来 2 个月亦是旺季, 叠加 Q4 较为明显的经济压力, 基建强度仍在加大, 我们预计 Q4 或能维持去年历史最高的盈利水平。

行业明年的盈利态势主要取决于房地产需求的二阶变化, 从供给端的角度我们预计盈利不会出现较大幅度下滑。我们预计海螺依靠国内的并购、海外的新建以及骨料等上下游关联领域的拓展仍能提供一定的成长性。

我们的观点: 我们基于 2 种情景假设分析用 DCF 模型测算认为海螺内在价值合理, 依然具备较高的配置价值, 年化复利回报较好。预计 2019-2021 年公司归属净利润 331 亿元、343 亿元、352 亿元, 最新收盘价对应 19 年预测 PE 约 6.9 倍。维持“审慎增持”评级及 54.48 港元的目标价。

风险提示: 经济恶化、行业协同破裂、原材料价格大幅波动



报告正文**事件:**

- 公司披露 2019 前三季度业绩: 营业收入 1107.56 亿元, 同比增长 42.37%; 归属于上市公司股东的净利润 238.16 亿元, 同比增长 14.96%; 基本每股收益 4.4941 元。

Q3 实现营业收入 391.13 亿元, 同比增 22.0%, 归母净利 85.56 亿元, 同比增 10.06%。

点评:

业绩符合市场预期。我们预计 Q3 销量(自产自销部分)8600 万吨, 同比增长 12%, 吨净利(自产自销部分)约 100 元, 同比持平。

报告期内经营活动现金流 260 亿元, 同比增 26.1%, 期末资产负债率 20.53%, 同比下降 2.22 个 pct, 期末账上净现金(含理财和应收票据)631 亿。冗余现金的问题逐渐凸显, 持续增加的净现金导致 ROE 开始走低(理财收益率较低), 前三季度 ROE 同比下降了 1.6 个 pct 至 19.8%, 但依靠较高的水泥盈利能力, ROE 仍能保持在极高的水平, 显示了公司极强的盈利能力。

Q3 资本开支加大力度, 这是解决冗余现金问题的关键。前三季度资本开支提升至 60.3 亿元, 同比增 130.6%, 我们预计主要来自海外的新建项目以及国内骨料的支出, 这对公司长期发展及估值提升是正面的。海螺在新项目方面仍然保持了一贯较为苛刻的要求, 预计新的项目未来可以保持较好的回报, 对长期盈利提供一定的成长性。未来能否加大派息比例和更好的投资方向是解决冗余现金问题的关键, 决定了海螺的长期回报。

水泥需求好于年初预期, 且持续超预期。Q2 以来全国水泥需求保持持续高增长, 幅度远超市场预期, 1-9 月需求仍有 6.9% 的增长, 而华东地区高基数下增长 9.3%, 表现尤为抢眼。上半年海螺受到华南雨水天气影响平均增速略低于全国, 但 Q3 随着华南雨水减少需求恢复后, 海螺销量增速已超全国平均水平, 显示其份额仍在提升。

价格保持了有克制性的上涨。Q2 以来, 由于全国需求普遍较好, 叠加供给端高压, 水泥价格纷纷大幅上调。另一方面由于近年来关停小矿山、治理沿江大河大湖的砂场, 导致骨料价格暴涨, 推高了下游混凝土企业的成本, 造成行业一定的乱象。市场监督委员会反应迅速, 展开了各地的反垄断调查, 并对一些地方的大型企业进行了非公开的窗口指导。在此影响下, Q2 末以及 Q3 末部分供需偏紧的区域保持了价格的克制, 故从全国水泥价格来看, 同比增幅不明显(+2 元/吨), 部分低价地区涨幅较大。

从近期华东、华南的发货、库存以及涨价来看, 预计 Q4 依然是能维持历史最高的盈利水平。从海螺 9 月末的库存来看, 同比略下降 1 个点, 维持了极低的水平, 显示所在区域良好的供需环境, 而近期浙江、江西、广东涨价态势迅猛, 局部地区已接近去年高位, 而未来 2 个月亦是旺季, 叠加 Q4 较为明显的经济压力, 基建强度仍在加大, 我们预计 Q4 或能维持去年 Q4 历史最高的盈利水平。

行业明年的盈利态势主要取决于房地产需求的二阶变化，从供给端的角度我们预计盈利不会出现较大幅度下滑。地产占据华东水泥需求中较大的比例，需求有一定压力，除非出现大幅度的需求下滑，否则此区域内部利益深度绑定，企业间对话充分，已无大规模价格战的条件。我们预计海螺依靠国内的并购、海外的新建以及骨料等上下游关联领域的拓展仍能提供一定的成长性。

我们的观点：

我们基于 2 种情景假设分析用 DCF 模型看长期维度海螺价值，DCF 后的平均股权价值 2300 亿人民币，我们尚未考虑海螺在骨料以及混凝土等业务的盈利空间。我们认为海螺内在价值合理，但依然具备较高的配置价值，年化复利回报较好：若分红率回到 35%，股息率约 5 个点；海外规划和产业链延伸、国内并购仍可贡献一定成长性。

预计 2019-2021 年公司归属净利润 331 亿元、343 亿元、352 亿元，最新收盘价对应 19 年预测 PE 约 6.9 倍。维持“审慎增持”评级及 54.48 港元的目标价。

风险提示

经济恶化、行业协同破裂、原材料价格大幅波

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	72053	105138	135800	166355
货币资金	37619	70420	93074	121349
交易性金融资产	25	13	15	16
应收款	12661	10513	12582	14095
存货	6023	9906	10578	11550
非流动资产	77494	73482	69131	65063
可供出售金融资产	0	643	398	414
长期股权投资	3182	3074	3063	3086
投资性房地产	65	49	52	53
固定资产	60320	57248	53814	50271
在建工程	3458	2608	2051	1609
无形资产	8372	8509	8646	8776
资产总计	149547	178620	204931	231418
流动负债	26152	27363	29493	30873
短期借款	1377	1213	1221	1244
应付账款	6396	10292	11102	12101
其他	18379	15858	17170	17528
非流动负债	6978	7313	5858	4542
长期借款	2607	2963	1469	143
其他	4371	4349	4389	4399
负债合计	33129	34675	35350	35414
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	10585	10585	10585	10585
未分配利润	94045	120869	145540	170979
少数股东权益	3729	4557	5507	6475
股东权益合计	116418	143945	169581	196003
负债及权益合计	149547	178620	204931	231418

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	30636	33073	34332	35190
折旧和摊销	4647	4352	4413	4460
资产减值准备	209	441	12	7
无形资产摊销	306	277	281	284
营运资金的变动	1524	112	5843	830
经营活动产生现金流量	36059	36426	31979	38761
投资活动产生现金流量	-25670	593	1385	751
融资活动产生现金流量	-10980	-4218	-10709	-11237
现金净变动	-571	32800	22655	28275
现金的期初余额	24760	37619	70420	93074
现金的期末余额	37619	70420	93074	121349

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	128403	162716	177446	192382
营业成本	81230	111034	123917	136246
销售费用	3733	4208	4508	4820
管理费用	3752	4497	4782	5103
财务费用	-474	-764	-708	121
其它	2346	2892	2339	2139
营业利润	39882	44335	46046	46987
营业外收入	591	545	710	770
利润总额	39629	44005	46224	47372
所得税	8993	10104	10942	11214
净利润	30636	33901	35282	36158
少数股东损益	822	828	950	968
归属母公司净利润	29814	33073	34332	35190

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	70.5%	26.7%	9.1%	8.4%
净利润增长率	88.0%	10.9%	3.8%	2.5%
盈利能力				
毛利率	36.7%	31.8%	30.2%	29.2%
净利率	23.2%	20.3%	19.3%	18.3%
ROE	26.5%	23.7%	20.9%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	19.4%	17.2%	15.3%
流动比率	2.76	3.84	4.60	5.39
营运能力				
资产周转率	0.95	0.99	0.93	0.88
应收账款周转率	2.76	3.84	4.60	5.39
每股资料(元)				
每股收益	5.63	6.24	6.48	6.64
每股经营现金	6.80	6.87	6.03	7.31
每股净资产	21.26	26.30	30.96	35.76
估值比率(倍)				
PE	7.42	6.68	6.44	6.28
PB	1.96	1.59	1.35	1.17

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。