

0914.HK 海螺水泥

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

量增价稳，贸易平台发挥作用

2018年10月25日

市场数据

日期	2018.10.25
收盘价(港元)	38.8
总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	52.99
总市值(亿港元)	1916
流通市值(亿港元)	1916
净资产(亿元)	1036
总资产(亿元)	1386
每股净资产(元)	19.55

数据来源: Wind

相关报告

《海螺水泥(H)18H1业绩点评: 份额再升, 强者恒强》
2018-08-23

《西北整合之路——水泥行业报告之西北市场》2018-07-23

《华南, 中国水泥最好的版图——水泥区域报告之华南市场》
2018-06-04

《海螺水泥(A)2017年年报点评: 17年圆满收官, 18年盈利站在更高起点》2018-03-23

《海螺水泥(A)2017年三季报点评: 淡季不淡, 看好四季度盈利》2017-10-30

海外周期研究

分析师: 张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	75311	117985	122428	124289
同比增长	34.6%	56.7%	3.8%	1.5%
净利润(百万元)	15855	30612	32969	34122
同比增长	85.9%	93.1%	7.7%	3.5%
毛利率	35.1%	41.1%	42.7%	43.2%
净利率	21.1%	25.9%	26.9%	27.5%
净资产收益率(%)	17.7%	26.9%	24.5%	22.0%
每股收益(元)	2.99	5.78	6.22	6.44
每股经营现金流(元)	3.28	5.36	7.22	7.52

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

事件: 公司披露 2018 年三季报, 实现营业收入 777.92 亿元, 同比增长 55.46%, 归母净利润 207.16 亿元, 同比增长 111.20%。Q3 单季度实现营业收入 320.5 亿元, 同比增 76.8%, 归母净利润 77.74 亿元, 同比增 151.4%。

- **销量大幅上升, 贸易平台作用不可忽视。**

- 三季度公司销售水泥&熟料 9458 万吨, 同比增 23.6%, 增长主要来自 Q3 贸易销量 1768 万吨 (去年同期约 100 万吨)。

- 自产自销量 7690 万吨, 同比增长 1.85%。该部分吨售价 322 元, 同比上升 90 元/+38.74%, 环比上升 6 元/2%; 吨成本 176 元, 同比上升 19 元, 环比上升 13 元 (受海螺外购熟料量增加影响); 吨毛利 146 元, 同比上升 71 元, 环比下降 7 元。

- 9 月份以来, 海螺在重点经营区域陆续成立了海中贸易公司, 龙头加强资源统筹、渠道管控, 在解决北方低价水泥冲击沿海市场的问题上已经显现作用。

- 吨费用有所上升, Q3 吨费用同比增加 3.1 元至 30.1 元/吨。

- **国际化战略再进一城。**年内, 柬埔寨马德望海螺和印尼北苏海螺已点火, 与巴基斯坦新签 2 条 5000t/d 生产线, 海外市场 5000 万吨产能再扩容的目标正有序推进。

- 淡季不淡被如期证实, 旺季需求恢复, 涨价潮已经开始, 预计 Q4 景气缓慢上行, 不排除局部地区价格大幅拉涨的可能性。

- **我们的观点:** 鉴于当前南方供不应求的状态及较低的库存, 海螺等有定价权的企业在旺季追求高盈利的价格战术, 年内直至明年上半年仍不必担心景气度的剧烈波动。从 3 年以上维度看, 而海螺凭借其不可逆的布局、技术、规模、成本和物流优势以及对行业独到、准确的理解和预判能力, 在需求下滑期有望岿然不倒甚至逆势扩张。我们上调盈利预测, 预计 2018-2020 年公司归母净利润为 306 亿元、330 亿元、341 亿元, 维持“审慎增持”评级。

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 2018 年三季报: 公司报告期内实现营业收入 777.92 亿元(人民币, 下同), 同比增长 55.46%, 归属于上市公司股东的净利润 207.16 亿元, 同比增长 111.20%, 基本每股收益 3.9092 元, 加权平均净资产收益率 21.46%。

Q3 单季度实现营业收入 320.5 亿元, 同比增 76.8%, 归母净利润 77.74 亿元, 同比增 151.4%。

点评:

- **销量大幅上升, 贸易平台作用不可忽视。**三季度公司销售水泥&熟料 9458 万吨, 同比增 23.6%, 增长主要来自 Q3 贸易销量 1768 万吨(去年同期约 100 万吨)。公司 Q3 自产自销量 7690 万吨, 同比增长 1.85%。

随着贸易体量的增加, 对公司综合口径吨售价和吨成本有较大影响, 贸易部分经测算吨毛利约 22 元, 吨净利不足 10 元, 显著低于自产自销部分。自产自销部分吨售价 322 元, 同比上升 90 元/+38.74%, 环比上升 6 元/2%; 吨成本 176 元, 同比上升 19 元, 环比上升 13 元, 主要受海螺外购熟料量增加至 300 万吨影响(铜陵海螺受码头原因停产 1.5 个月, 增加外购熟料, 磨成水泥制品销售); 吨毛利 146 元, 同比上升 71 元, 环比下降 7 元。

海螺打造的贸易平台发挥了区域内 1+1>2 的作用, 实现“量”的增加, “价”的稳定。9 月份以来, 海螺在重点经营区域陆续成立了十几家中贸易公司, Q3 单季度销量 1768 万吨, 四季度预计可实现超过 4000 万吨以上销量, 贸易业务将会持续开展。一方面, 海中建材贸易平台的建立对于海螺水泥销量起到了明显的拉升作用, 另一方面, 龙头紧密合作, 加强资源统筹、渠道管控, 减弱区域间水泥的无序流动, 在解决北方低价水泥冲击沿海市场的问题上已经显现作用。

淡季不淡之后, 旺季需求恢复, 涨价潮已经开始, 预计 Q4 景气缓慢上行, 不排除局部地区价格大幅拉涨的可能性。7-8 月沿江熟料在淡季提前拉开了 2 轮涨价序幕, 淡季不淡被如期证实。四季度旺季启动, 华东、华南水泥纷纷提价, 熟料供应依旧偏紧。往后看, 环保压力下, 安徽省水泥企业首次限产提上日程。一方面, 1-2 月是长三角地区水泥的传统淡季, 平均日发货量仅为“金九银十”的 6 成, 应对错峰限产留有余地, 另一方面, 若错峰生产执行时间较长, 当前紧平衡下的供需格局下, 预计水泥价格对供给的边际变化会非常敏感, 可类比 2010 年长三角限电和 2017 年 Q4 华东大幅拉涨价格的情形。

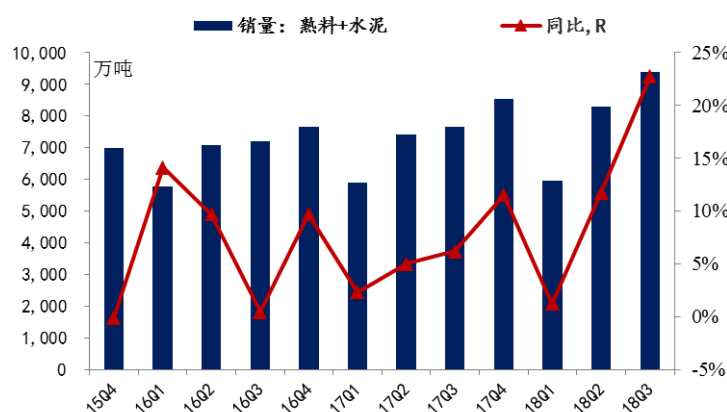
- **吨费用有所上升, Q3 吨费用同比增加 3.1 元至 30.1 元/吨。**其中吨税金增加了 1.7 元/吨, 主要是受 2018 年起新征环境税影响(吨水泥约 1 元); 吨销售费用上升 1.2 元至 12.9 元/吨; 吨管理费用提高 3.1 元至 14.4 元/吨, 预计受部分产能关停计提的停产损失、增加工资福利和研发支出有关; 吨财务费用下

降3元/吨至-1.7元/吨，连续2个季度录得财务净收益。

- **国际化战略再进一城。**海外业务继续稳步推进并有加速的趋势，今年内，柬埔寨马德望海螺和印尼北苏海螺已顺利建成投产，老挝琅勃拉邦海螺项目工程建设进入施工高峰期，缅甸海螺项目已开工建设，与巴基斯坦新签2条5000t/d生产线，海外市场形成5000万吨产能再扩容的目标有序推进。
- **我们的观点：**供给趋严常态化，鉴于当前南方供不应求的状态及较低的库存，海螺等有定价权的企业在旺季追求高盈利的价格战术，年内直至明年上半年仍不必担心景气度的剧烈波动，特别是海螺主导的南方区域。从3年以上维度看，水泥需求下平台是必然，而海螺凭借其不可逆的布局、技术、规模、成本和物流优势以及对行业独到、准确的理解和预判能力，在行业洗牌期有望岿然不倒甚至逆势扩张。此外，海螺在骨料及商混等产业链的延伸以及国际化战略都颇具看点，是难得的仍有一定成长性的周期价值股。

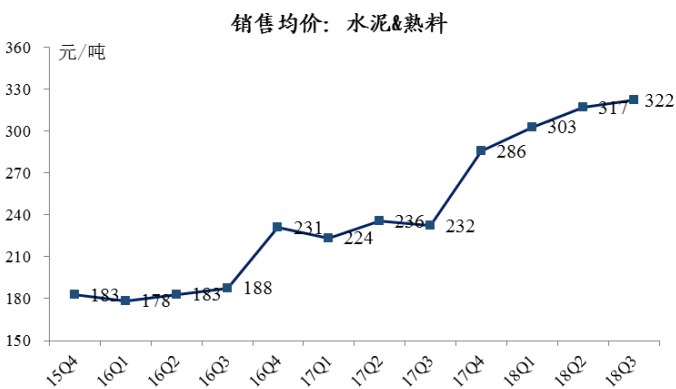
我们上调盈利预测，预计2018-2020年公司归母净利润为306亿元、330亿元、341亿元，10月25日收盘价对应18年PE和PB分别为6.07倍和1.64倍，维持“审慎增持”评级。

图1、销量及增速(含贸易平台)



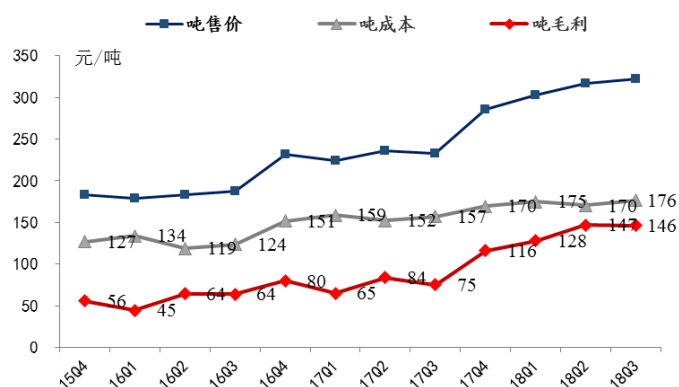
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、水泥熟料售价



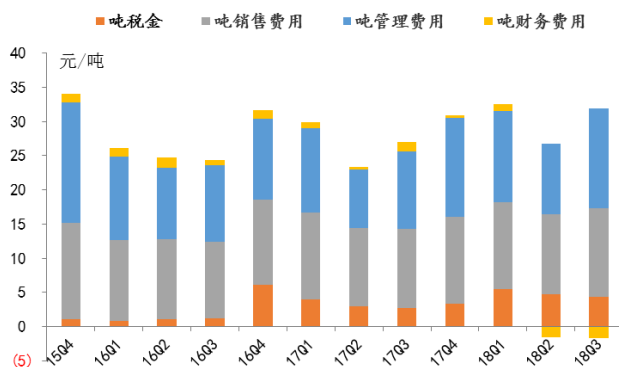
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、吨毛利



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、吨费用(考虑营业税金及附加)



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	45953	69192	90337	11335
货币资金	24760	37047	57151	79676
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	1060	1660	1723	1749
其他应收款	2932	4593	4766	4839
存货	4705	6690	6755	6790
非流动资产	76190	77794	78633	78804
可供出售金融资产	461	461	461	461
长期股权投资	2791	3070	3377	3715
投资性房地产	36	36	35	34
固定资产	59668	60076	59972	59368
在建工程	2364	2805	2960	2932
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7976	8318	8671	8980
资产总计	12214	14698	16897	19216
流动负债	21114	24922	26653	28079
短期借款	935	700	500	400
应付票据	0	0	0	0
应付账款	4986	7089	7159	7195
其他	15193	17133	18994	20484
非流动负债	9064	4971	3486	3263
长期借款	4860	2551	1806	1528
其他	4204	2421	1680	1735
负债合计	30178	29894	30139	31343
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	10576	10576	10576	10576
未分配利润	70590	95133	11585	13679
少数股东权益	2558	3406	4417	5464
股东权益合计	91964	11709	13883	16081
负债及权益合计	12214	14698	16897	19216

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	16429	30612	32969	34122
折旧和摊销	4590	4381	4690	4984
资产减值准备	0	22	2	1
无形资产摊销	243	230	241	251
公允价值变动损失	-2	28	3	6
财务费用	203	-283	-517	-811
投资损失	-2019	-555	-583	-612
少数股东损益	574	848	1010	1047
营运资金的变动	-1854	6216	-539	-1217
经营活动产生现金	17363	28417	38245	39852
投资活动产生现金	-5203	-5316	-4845	-4417
融资活动产生现金	-7500	-1081	-1329	-1290
现金净变动	4629	12287	20104	22525
现金的期初余额	15586	24760	37047	57151
现金的期末余额	24760	37047	57151	79676

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	75311	11798	12242	12428
营业成本	48888	69508	70191	70545
营业税金及附加	947	1501	1576	1616
销售费用	3572	4064	4267	4374
管理费用	3460	4288	4631	4834
财务费用	216	-283	-517	-811
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	2	28	3	6
投资收益	2027	555	583	612
营业利润	20825	40212	43615	45149
营业外收入	480	627	490	497
营业外支出	76	101	105	106
利润总额	21229	40738	44000	45540
所得税	4800	9278	10021	10371
净利润	16429	31460	33979	35168
少数股东损益	574	848	1010	1047
归属母公司净利润	15855	30612	32969	34122
EPS(元)	2.99	5.78	6.22	6.44

主要财务比

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长	34.6%	56.7%	3.8%	1.5%
营业利润增长	91.6%	93.1%	8.5%	3.5%
净利润增长率	85.9%	93.1%	7.7%	3.5%
盈利能力				
毛利率	35.1%	41.1%	42.7%	43.2%
净利率	21.1%	25.9%	26.9%	27.5%
ROE	17.7%	26.9%	24.5%	22.0%

资产负债率	24.7%	20.3%	17.8%	16.3%
流动比率	2.18	2.78	3.39	4.04
速动比率	1.95	2.51	3.14	3.80

资产周转率	0.65	0.88	0.77	0.69
应收帐款周转	86.95	86.03	71.77	71.00

每股收益	2.99	5.78	6.22	6.44
每股经营现金	3.28	5.36	7.22	7.52
每股净资产	16.87	21.45	25.36	29.32

PE	6.33	6.07	5.64	5.45
PB	2.08	1.64	1.38	1.20

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.xyzq.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯特控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股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。