

# 海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

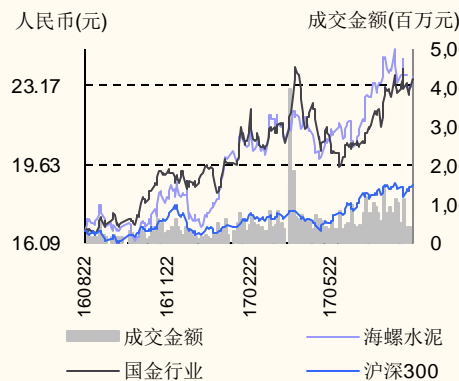
市场价格(人民币): 23.59元  
 目标价格(人民币): 27.00-28.00元

## 量价齐升，业绩高速增长

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,999.70
流通港股(百万股)	1,299.60
总市值(百万元)	125,010.55
年内股价最高最低(元)	24.81/16.24
沪深300指数	3740.99
上证指数	3286.91



### 相关报告

1. 《行业回暖，龙头崛起，业绩可期-海螺水泥公司深度研究》，2017.5.17

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.418	1.610	2.540	2.542	2.660
每股净资产(元)	13.30	14.46	16.49	18.43	20.44
每股经营性现金流(元)	1.87	2.49	3.08	3.32	3.53
市盈率(倍)	12.06	10.54	9.29	9.28	8.87
行业优化市盈率(倍)	18.09	18.09	18.09	18.09	18.09
净利润增长率(%)	-31.63%	13.48%	57.82%	0.06%	4.63%
净资产收益率(%)	10.66%	11.13%	15.41%	13.79%	13.01%
总股本(百万股)	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

● 8月21日，公司发布2017年中报，公司2017年上半年实现收入319.08亿元，同比增长33.10%；归母净利67.17亿元，同比增长100.21%，扣非后归母净利润51.23亿元，同比增长71.2%。

### 经营分析

- **量价齐升带来业绩飞跃。**上半年，公司水泥熟料合计净销量1.34亿吨，同比增长4.60%，超越全国平均(+0.4%)；吨出厂价229.06元，同比增加47.44元，主要受益于上半年区域内主导企业协同向好，错峰限产执行到位，供需格局改善；吨成本154.5元，同比增加28.2元，其中原材料吨成本上涨2.86元，煤价上涨导致单位燃料动力成本上涨25.93元；吨毛利74.56元，同比增加18.92；吨三费22.62元，同比下降1.82元，主要是产品销量增加，单位费用下降。
- **供需格局改善，下半年价格将维持高位。**2017年上半年，全国水泥产量11.13亿吨，同比增长0.4%，需求端保持稳定，而环保约束常态化，企业间协同力度不断加大，控量更加严格，区域内供需格局不断改善，价格稳步提升，其中上半年华东地区42.5标号水泥均价为340元/吨，同比增长87元/吨。我们认为，下半年水泥价格有望达到前期高点，随着“金九银十”旺季到来，将会迎来新一轮的涨价潮，预计全年价格将维持高位。
- **投资净收益大幅增长，贡献超净利润20%。**报告期内，公司投资净收益18.8亿元，同比增长14.8亿元，贡献净利润14.4亿元，占比21.5%。投资收益大幅增长的原因是公司通过持有西部水泥（获利4877万元），减持新力金融（获利9885万元）、青松建化（出清1.46亿股，占比10.59%，获利2.6亿元）、冀东水泥（出清1.87亿股，占比13.93%，获利14.6亿元），取得投资收益共计18.6亿，增厚公司业绩。
- **产能持续增长，国际化进程稳步推进。**截止2017年上半年，公司熟料产能达到2.44亿吨，水泥产能为3.33亿吨，覆盖华东，华南，西南和西北等大部分地区。2017全年计划资本性支出约90亿元，上半年实际资本性支出19.01亿元，用于海外项目水泥熟料生产线建设以及环保技改。预计全年将新增熟料产能约360万吨、水泥产能约2360万吨（不含并购），进一步提升产能覆盖范围。同时，公司国际化进程在稳步推进，北苏海螺，老挝，柬埔寨等项目陆续开工，“十三五”末公司海外水泥产能规划预计将达到5000万

闰广

联系人  
(8621)60230241  
yanguang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
(8621)60230241  
huangjunwei@gjzq.com.cn

吨，水泥版图进一步扩张。

### 投资建议

- 我们认为水泥行业需求保持稳定，行业协同持续向好，价格将高位企稳，公司作为龙头，将充分受益于行业回暖。同时，截止 6 月底，公司在手现金为 207.85 亿元 (+102.11%)，现金流充沛，而资本性开支减少，未来有望提高分红率。预计 17-19 年 EPS 分别为 2.54、2.54 和 2.66 元，对应 PE 倍 9.3、9.3 和 8.9 倍，给予“买入”评级。

### 风险

- 原材料及煤价上涨，房地产基建投资大幅下滑，错峰生产执行低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	60,759	50,976	55,932	73,050	76,141	80,410
增长率		-16.1%	9.7%	30.6%	4.2%	5.6%
主营业务成本	-40,264	-36,888	-37,770	-47,930	-49,717	-52,360
%销售收入	66.3%	72.4%	67.5%	65.6%	65.3%	65.1%
毛利	20,494	14,088	18,162	25,120	26,424	28,050
%销售收入	33.7%	27.6%	32.5%	34.4%	34.7%	34.9%
营业税金及附加	-340	-425	-672	-877	-914	-965
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-2,937	-3,105	-3,276	-4,310	-4,530	-4,825
%销售收入	4.8%	6.1%	5.9%	5.9%	6.0%	6.0%
管理费用	-2,680	-3,178	-3,144	-4,164	-4,416	-4,664
%销售收入	4.4%	6.2%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	14,537	7,380	11,069	15,770	16,563	17,597
%销售收入	23.9%	14.5%	19.8%	21.6%	21.8%	21.9%
财务费用	-714	-570	-337	-224	117	434
%销售收入	1.2%	1.1%	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	1	0	-378	-200	-100	-100
公允价值变动收益	21	-25	6	0	0	0
投资收益	-21	1,881	399	1,300	600	300
%税前利润	n.a	18.7%	3.4%	7.2%	3.3%	1.6%
营业利润	13,823	8,667	10,760	16,646	17,181	18,230
营业利润率	22.8%	17.0%	19.2%	22.8%	22.6%	22.7%
营业外收支	1,059	1,373	893	1,500	1,100	1,000
税前利润	14,883	10,039	11,653	18,146	18,281	19,230
利润率	24.5%	19.7%	20.8%	24.8%	24.0%	23.9%
所得税	-3,295	-2,411	-2,703	-4,264	-4,387	-4,711
所得税率	22.1%	24.0%	23.2%	23.5%	24.0%	24.5%
净利润	11,588	7,628	8,951	13,882	13,893	14,519
少数股东损益	595	112	421	420	423	425
归属于母公司的净利润	10,993	7,516	8,530	13,462	13,470	14,094
净利率	18.1%	14.7%	15.3%	18.4%	17.7%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11,588	7,628	8,951	13,882	13,893	14,519
非现金支出	3,827	4,459	5,131	4,903	4,837	4,861
非经营收益	646	-1,508	-177	-2,096	-1,049	-649
营运资金变动	1,607	-671	-707	-342	-74	-49
经营活动现金净流	17,668	9,908	13,197	16,347	17,608	18,682
资本开支	-6,955	-5,028	-4,822	889	581	530
投资	1,693	-8,228	-283	-1	0	0
其他	411	536	553	1,300	600	300
投资活动现金净流	-4,851	-12,719	-4,552	2,188	1,181	830
股权募资	90	369	65	0	0	0
债权募资	-3,013	-770	-3,538	-1,238	102	106
其他	-3,845	-4,979	-3,657	-3,484	-3,827	-4,092
筹资活动现金净流	-6,768	-5,381	-7,130	-4,722	-3,725	-3,986
现金净流量	6,049	-8,192	1,515	13,813	15,065	15,526

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,152	14,471	15,586	29,399	44,463	59,989
应收款项	4,760	5,680	7,905	10,321	10,973	11,610
存货	4,376	4,238	4,549	5,581	5,803	6,168
其他流动资产	1,809	1,817	1,355	1,520	1,597	1,739
流动资产	25,097	26,206	29,394	46,821	62,835	79,506
%总资产	24.5%	24.8%	26.8%	38.2%	46.8%	54.2%
长期投资	6,612	6,265	6,279	6,280	6,279	6,279
固定资产	62,643	64,327	64,850	60,671	56,466	52,186
%总资产	61.3%	60.8%	59.2%	49.5%	42.0%	35.6%
无形资产	7,096	7,624	7,991	7,868	7,745	7,624
非流动资产	77,156	79,575	80,120	75,818	71,501	67,111
%总资产	75.5%	75.2%	73.2%	61.8%	53.2%	45.8%
资产总计	102,253	105,781	109,514	122,639	134,336	146,617
短期借款	2,329	8,445	4,538	3,300	3,400	3,500
应付款项	10,008	9,895	10,042	12,722	13,348	14,266
其他流动负债	2,060	2,062	2,469	2,960	3,210	3,388
流动负债	14,397	20,402	17,049	18,982	19,959	21,154
长期贷款	2,105	2,246	5,447	5,447	5,447	5,448
其他长期负债	16,140	9,221	6,719	6,724	6,731	6,741
负债	32,642	31,870	29,215	31,153	32,137	33,343
普通股股东权益	66,217	70,492	76,609	87,376	97,667	108,316
少数股东权益	3,395	3,420	3,690	4,110	4,533	4,958
负债股东权益合计	102,253	105,781	109,514	122,639	134,336	146,617

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.074	1.418	1.610	2.540	2.542	2.660
每股净资产	12.495	13.302	14.456	16.488	18.430	20.440
每股经营现金净流	3.334	1.870	2.490	3.085	3.323	3.525
每股股利	0.650	0.430	0.500	0.550	0.600	0.650
回报率						
净资产收益率	16.60%	10.66%	11.13%	15.41%	13.79%	13.01%
总资产收益率	10.75%	7.11%	7.79%	10.98%	10.03%	9.61%
投入资本收益率	12.57%	5.99%	8.79%	11.31%	10.71%	10.32%
增长率						
主营业务收入增长率	9.95%	-16.10%	9.72%	30.61%	4.23%	5.61%
EBIT增长率	12.99%	-49.23%	49.99%	42.46%	5.03%	6.24%
净利润增长率	17.19%	-31.63%	13.48%	57.82%	0.06%	4.63%
总资产增长率	9.84%	3.45%	3.53%	11.98%	9.54%	9.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.7	3.5	3.5	3.6	3.6
存货周转天数	36.6	42.6	42.5	42.5	42.6	43.0
应付账款周转天数	35.7	39.2	40.0	40.5	41.0	41.5
固定资产周转天数	343.9	441.8	406.4	291.3	259.4	225.9
偿债能力						
净负债/股东权益	8.25%	6.38%	0.49%	-16.02%	-28.98%	-39.77%
EBIT利息保障倍数	20.3	13.0	32.9	70.5	-141.4	-40.6
资产负债率	31.92%	30.13%	26.68%	25.40%	23.92%	22.74%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	8	8	9
增持	1	4	6	6	6
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.53	1.53	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-17	买入	20.68	25.00~26.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD