

海螺水泥 (600585.SH)

盈利大幅改善，龙头风采依旧

2017年上半年公司实现营收 319.08 亿元，同比+33.10%，实现归属净利 67.17 亿元，同比+100.21%；扣非归属净利 51.23 亿元，同比增长 71.2%；**减持同行股权兑现大额投资收益，扣非后实际盈利依然大幅增长**：公司上半年投资收益 18.8 亿，其中 Q2 实现 13.9 亿，主要通过减持同行股权获益 18.6 亿，其中减持冀东水泥（1.87 亿股，获益 14.6 亿）、青松建化（1.46 亿股，获益 2.6 亿）、新力金融（362 万股，获益 0.98 亿）；公司 Q2 扣非后归属净利依然大幅增长 65%。

“去产量”最大受益者，市占率进一步提升：公司上半年销量 1.34 亿吨，同比增长 4.6%，相比全国水泥产量上半年增速 0.4% 明显超出，在行业处于去产量阶段时，公司作为行业龙头是最大受益者，市占率进一步提升。

吨收入环比提涨，吨费用继续下降，盈利能力继续领跑：公司上半年吨收入 238 元，同比增 51 元，吨毛利 77 元，同比增 20 元，吨三费 23 元，同比减 2 元。Q2 吨收入 244 元，同比增 54 元，环比增 14 元；吨毛利 85 元，同比增 19 元，环比增 18 元；吨三费 20 元，同比减 4 元，环比减 6 元，创历史新低。上半年扣非吨净利 38 元，其中 Q1、Q2 分别为 26 元、48 元，吨盈利提升明显，回归至历史均值水平。

现金流充沛，资本开支减少，分红率有望提升：公司上半年经营现金流净额 50.47 亿，同比增长 8%，截止报告期末，账面货币资金 208 亿，环比持续增长；资产负债率 25.45%，环比继续下行；上半年公司资本开支约 19 亿元，相比过去两年大幅下降（2015 年、2016 年分别为 31 亿，43 亿），拥有充沛的现金流情况下，后续分红率有望提升。

投资建议：维持“买入”评级

公司作为业内龙头，低成本优势明显，保持强劲竞争力，是行业去产量最大受益者，下半年旺季涨价来临，公司盈利弹性有望进一步向上，我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.80、2.54、2.08 元，按最新收盘价计算对应 PE 分别为 8.49、9.38、11.47 倍，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资持续下滑，海外项目进展低预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50,976.04	55,931.90	70,676.55	71,898.12	70,280.41
增长率(%)	-16.10%	9.72%	26.36%	1.73%	-2.25%
EBITDA(百万元)	11,839.55	15,822.19	21,271.09	21,513.41	18,471.22
净利润(百万元)	7,516.39	8,529.92	14,856.96	13,455.70	11,001.63
增长率(%)	-31.63%	13.48%	74.17%	-9.43%	-18.24%
EPS (元/股)	1.418	1.610	2.804	2.539	2.076
市盈率 (P/E)	12.06	10.54	8.49	9.38	11.47
市净率 (P/B)	1.30	1.18	1.44	1.29	1.19
EV/EBITDA	8.05	5.71	5.05	4.65	5.22

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 23.81 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-23

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究：

海螺水泥 (600585.SH)：盈 2017-04-27

利改善明显，一季度业绩大幅增长

海螺水泥 (600585.SH)：Q4 2017-03-25

量价齐升，业绩受到资产减值影响

海螺水泥 (600585.SH)：三 2016-10-30

季度业绩大增，盈利改善显著

联系人： 赵勇臻 021-60750614

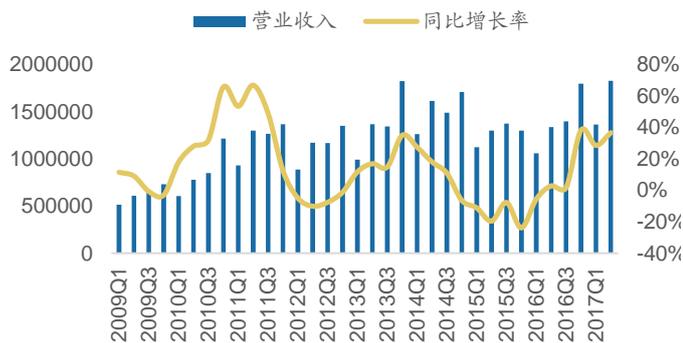
zhaoyongzhen@gf.com.cn

表1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动
总资产 (万元)	11,332,027.28	10951412.10	3.48%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	8,038,301.99	7660892.11	4.93%
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	15.17	14.46	4.91%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	3,190,791.63	2397310.94	33.10%
毛利率 (%)	32.37%	30.38%	1.99%
营业利润 (万元)	896,054.13	396775.86	125.83%
利润总额 (万元)	920,453.69	450298.90	104.41%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	671,672.35	335491.84	100.21%
基本每股收益 (元/股)	1.27	0.63	101.59%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	504,704.34	466728.70	8.14%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.95	0.88	7.95%

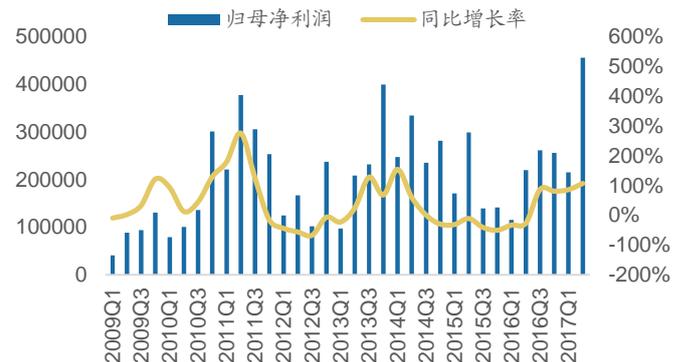
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图1: 2017Q2营业收入同比增长36.68% (万元)



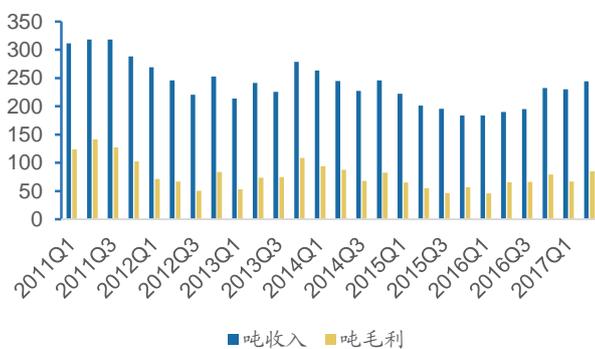
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 2017Q2归属净利润同比增长107.45% (万元)



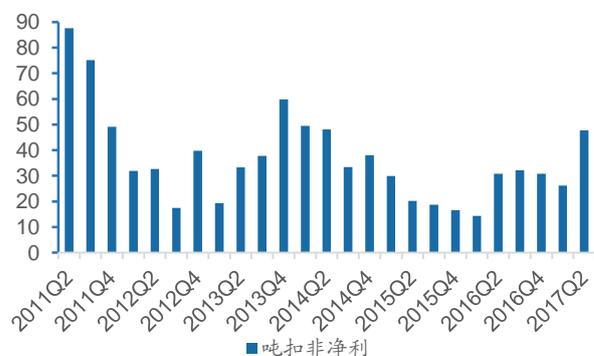
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 公司单季度吨收入和吨毛利 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 公司单季度吨扣非净利 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	26206	29394	43712	52872	56706
货币资金	14471	15586	30216	37512	41143
应收及预付	6123	8486	8293	9831	9783
存货	4238	4549	5203	5529	5780
其他流动资产	1374	774	0	0	0
非流动资产	79575	80120	77410	79428	83945
长期股权投资	2975	3315	3315	3315	3315
固定资产	62756	63329	59858	60111	62897
在建工程	1572	1521	3121	4721	6321
无形资产	7624	7991	8152	8317	8449
其他长期资产	4648	3963	2963	2963	2963
资产总计	105781	109514	121121	132300	140651
流动负债	20402	17049	17474	18172	18556
短期借款	860	1275	0	0	0
应付及预收	11604	12380	17474	18172	18556
其他流动负债	7938	3394	0	0	0
非流动负债	11468	12166	11443	11443	11443
长期借款	2246	5447	5447	5447	5447
应付债券	8493	5996	5996	5996	5996
其他非流动负债	728	723	0	0	0
负债合计	31870	29215	28917	29615	29999
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积	10684	10684	10684	10684	10684
留存收益	53783	60034	71712	81988	89810
归属母公司股东权益	69767	76018	87695	97972	105794
少数股东权益	3420	3690	3918	4123	4267
负债和股东权益	105781	109514	121121	132300	140651

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9908	13197	19434	16695	15928
净利润	7628	8951	15085	13661	11147
折旧摊销	4459	4753	4693	5025	5497
营运资金变动	-671	-707	2195	-1166	181
其它	-1508	200	-2539	-824	-897
投资活动现金流	-12719	-4552	523	-5814	-8712
资本支出	-5028	-4822	-1359	-5814	-8712
投资变动	-8189	-259	1882	0	0
其他	498	529	0	0	0
筹资活动现金流	-5416	-7130	-5327	-3585	-3585
银行借款	2900	5705	-1275	0	0
债券融资	-15397	-2497	0	0	0
股权融资	369	65	0	0	0
其他	153107	-10402	-4052	-3585	-3585
现金净增加额	-8227	1515	14630	7296	3630
期初现金余额	14152	14471	15586	30216	37512
期末现金余额	5925	15986	30216	37512	41143

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-16.1	9.7	26.4	1.7	-2.2
营业利润增长	-37.3	24.2	73.7	-10.4	-20.2
归属母公司净利润增长	-31.6	13.5	74.2	-9.4	-18.2
获利能力(%)					
毛利率	27.6	32.5	34.2	33.3	28.3
净利率	15.0	16.0	21.3	19.0	15.9
ROE	10.8	11.2	16.9	13.7	10.4
ROIC	7.7	11.4	18.8	17.8	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	26.7	23.9	22.4	21.3
净负债比率	0.1	-	-0.2	-0.3	-0.3
流动比率	1.28	1.72	2.50	2.91	3.06
速动比率	1.06	1.42	2.17	2.54	2.68
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.52	0.61	0.57	0.51
应收账款周转率	134.98	103.89	131.99	104.29	115.68
存货周转率	8.56	8.60	9.00	8.72	8.77
每股指标(元)					
每股收益	1.42	1.61	2.80	2.54	2.08
每股经营现金流	1.87	2.49	3.67	3.15	3.01
每股净资产	13.17	14.34	16.55	18.49	19.96
估值比率					
P/E	12.1	10.5	8.5	9.4	11.5
P/B	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.1	5.7	5.0	4.7	5.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	50976	55932	70677	71898	70280
营业成本	36888	37770	46536	47932	50419
营业税金及附加	425	672	424	431	422
销售费用	3105	3276	3605	3523	3233
管理费用	3178	3144	3534	3523	3233
财务费用	570	337	-235	-257	-390
资产减值损失	0	378	0	0	0
公允价值变动收益	-25	6	0	0	0
投资净收益	1881	399	1882	0	0
营业利润	8667	10760	18695	16745	13364
营业外收入	1444	981	1183	1254	1317
营业外支出	72	88	30	25	15
利润总额	10039	11653	19848	17974	14666
所得税	2411	2703	4764	4314	3520
净利润	7628	8951	15085	13661	11147
少数股东损益	112	421	228	205	145
归属母公司净利润	7516	8530	14857	13456	11002
EBITDA	11840	15822	21271	21513	18471
EPS(元)	1.42	1.61	2.80	2.54	2.08

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。