

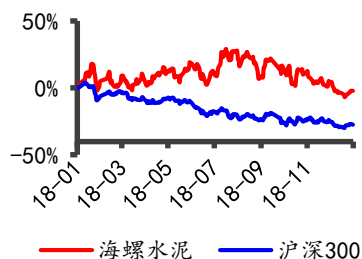
## 投资评级

## 推荐

### 公司基本情况

收盘价(元)	30.34
52周最高(元)	39.88
52周最低(元)	27.23
总市值(亿元)	1608
流通市值(亿元)	1214
总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	40.00
每股净资产(元)	19.56
资产负债率(%)	22.75

### 股价走势图



### 研发部

分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: [chengyimin@cnpsec.com](mailto:chengyimin@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
SAC 执业证书编号：S1340118010016  
Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
电话：010-67017788-9506

### 相关研究报告

《海螺水泥(600585)：铜陵海螺停止码头作业，整体影响可控》-2018.6.15

《海螺水泥(600585)：半年度业绩略超预期，坚定看好确定性龙头》-2018.7.12

## 产品涨价带动盈利大增，公司战略配置价值突出

### ——海螺水泥(600585)

#### 事件：

1月11日，公司发布2018年度业绩预增公告：预计2018年度实现归母净利润同比增加126.84亿元-158.55亿元，同比增加80-100%。

预计实现扣非净利同比增加140.78亿元-168.93亿元，同比增加100%-120%。

#### 核心观点

● **扣非净利符合预期，产品涨价带动盈利大增：**1) 我们之前给出盈利预测为2018全年归母净利润同比增长111.6%，与公司公告扣非净利增速基本吻合，符合预期；而非经常损益负面影响持续性小，尽管短期压制表现业绩释放，但并不影响公司中长期市场价值；2) 公司全年业绩增长表现良好，主要还是受益于水泥行业供给侧结构性改革的积极影响，公司产品销售价格的同比大幅增长，叠加行业高经营杠杆属性，从而带动净利润增幅显著。展望2019年，水泥行业供给端总量仍存收紧预期，但边际力度超预期难度较大，中短期供给结构优化与需求端景气程度成为水泥价格走势的关键影响因素。

● **政策明确 PC32.5R 水泥退出时间，供给结构存优化预期。**2018年11月国家标准化管理委员会发布2018年第15号中国国家标准公告，其中《通用硅酸盐水泥〈第3号修改单〉》(GB175-2007)取消了复合硅酸盐水泥32.5R强度等级，该修改单将于2019年10月起实施。政策影响方面，整体上有利于行业整合优化、集中度提升，行业盈利稳定性也将得到改善。取消PC32.5R将迫使企业转产42.5等级水泥，一方面，熟料消耗量增加，迫使缺乏自有矿山资源、成本控制压力大的中小企业退出市场，随之而来的将是水泥行业市场集中度提升、产能协同度更高、盈利稳定性改善等积极效应，存量龙头企业成为主要受益者；另一方面，目前绝大多数假冒伪劣水泥都混杂在32.5等级水泥中，该等级标准的取消，将打击假冒伪劣低端产能，产能结构将得到提升优化。

● **需求端或承压下行，但整体幅度应可控。**水泥下游需求主要来源于地产、基建、制造业以及新农村建设等行业，其中地产+基建占比超50%，尽管水泥需求可能受地产下行影响而承压，但基建作为经济下行期逆周期调节重要因子，19年增速应该不会太差，地产、基建两者存在需求端对冲，整体应略有承压但幅度可控。数据上，通过统计局公布的固定资产投资额累计增长率，可以看到近三年以来增速处下行区间，每年年

初出现全年增速高点，2018年8月增速触底后出现明显改善上行，表现好于16、17年度，固定资产投资增速边际出现触底企稳迹象。

● **公司盈利能力强、现金流好、分红属性佳，战略配置价值突出。** 盈利能力方面，2009-2017年间，公司摊薄ROE、毛利率、净利率水平持续表现优异，三项指标均值分别为15.73%、32.2%和17.9%；现金流方面，2011年至今，公司“经营现金流+投资现金流”（用以近似“自由现金流”）表现良好，体现出较强内生增长能力；分红方面，近年维持超过30%分红比例，股息率高于3%。公司盈利稳定、经营稳健、分红率高，具备较突出的战略配置价值。

● **盈利预测与评级：**预计公司2018-2020年EPS分别为5.69元、6.49元和6.79元，目前股价对应2018-2020年市盈率分别为5.33倍、4.67倍和4.47倍，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**地产、基建需求不及预期；水泥价格下行。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	75,311	114,088	123,196	128,600
增长率（%）	34.6%	51.5%	8.0%	4.4%
净利润（百万元）	15,855	30,145	34,416	35,962
增长率（%）	85.9%	90.1%	14.2%	4.5%
EPS（元）	2.99	5.69	6.49	6.79

**财务预测表**
**资产负债表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	24,760	33,573	44,352	51,156
交易性金融资产	2	30	30	30
应收及预付	12,989	19,677	21,248	22,180
其他应收款	3,091	6,479	16,479	31,479
存货	4,705	7,629	8,778	9,728
其他流动资产	406	476	476	476
流动资产合计	45,953	67,864	91,363	115,049
长期投资	2,791	3,040	3,040	3,040
固定资产	59,668	58,771	57,366	55,930
无形资产	7,976	9,062	9,264	9,398
其他非流动资产	5,755	5,134	4,996	4,723
非流动资产合计	76,190	76,007	74,665	73,091
<b>资产总计</b>	<b>122,143</b>	<b>143,871</b>	<b>166,029</b>	<b>188,140</b>
短期借款	935	920	918	878
应付及预收	7,130	6,481	6,415	6,088
其他流动负债	13,049	12,657	12,157	11,657
流动负债	21,114	20,059	19,490	18,623
长期借款	4,860	2,981	2,451	2,300
应付债券	3,498	3,499	3,499	3,499
其他非流动负债	705	719	719	719
非流动负债	9,064	7,198	6,668	6,517
<b>负债合计</b>	<b>30,178</b>	<b>27,257</b>	<b>26,158</b>	<b>25,140</b>
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,576	10,580	10,580	10,580
留存收益	73,531	97,316	119,643	141,802
<b>母公司所有者权益</b>	<b>89,406</b>	<b>113,196</b>	<b>135,522</b>	<b>157,681</b>
少数股东权益	2,558	3,419	4,349	5,319
<b>负债和股东权益</b>	<b>122,143</b>	<b>143,871</b>	<b>166,029</b>	<b>188,140</b>

**现金流量表摘要**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	17,363	23,757	35,674	37,408
投资现金流净额	-5,203	-7,091	-12,618	-17,280
筹资现金流净额	-7,500	-8,351	-12,810	-14,167

**利润表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	75,311	114,088	123,196	128,600
营业成本	48,888	67,327	70,546	73,774
营业税金及附加	947	1,580	1,787	2,035
销售费用	3,572	3,705	3,790	3,737
管理费用	3,460	3,834	4,012	4,054
研发费用	-	71	80	86
财务费用	216	-290	-313	-327
资产减值损失	-0	-	-	-
其他收益	500	898	970	1,013
投资净收益	2,027	594	641	669
公允变动收益	2	41	44	46
资产处置收益	68	2	2	2
汇兑净收益	-	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>20,825</b>	<b>39,397</b>	<b>44,952</b>	<b>46,970</b>
加：营业外收入	480	773	834	871
减：营业外支出	76	105	113	118
<b>利润总额</b>	<b>21,229</b>	<b>40,065</b>	<b>45,673</b>	<b>47,723</b>
减：所得税	4,800	9,059	10,327	10,791
<b>净利润</b>	<b>16,429</b>	<b>31,006</b>	<b>35,346</b>	<b>36,933</b>
减：少数股东损益	574	861	930	971
<b>归属母公司净利</b>	<b>15,855</b>	<b>30,145</b>	<b>34,416</b>	<b>35,962</b>

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	35.1%	41.0%	42.7%	42.6%
净利率	21.8%	27.2%	28.7%	28.7%
净资产收益率	17.7%	26.6%	25.4%	22.8%
市盈率 (倍)	12.56	5.33	4.67	4.47
市净率 (倍)	1.74	1.42	1.19	1.02
EPS	2.99	5.69	6.49	6.79
每股净资产 (元/股)	16.87	21.36	25.57	29.76
经营现金流 (元/股)	3.28	4.48	6.73	7.06

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。