

## 海螺水泥(600585)/水泥制造

## 一季度量稳价升, 全年继续看好

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 21.34

目标价格: 25—26

分析师: 黄诗涛

执业证书编号: S0740517010006

电话:

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

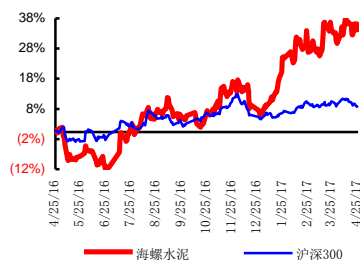
联系人: 张琰

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	5,299
流通股本(百万股)	5,299
市价(元)	21.34
市值(百万元)	113,087
流通市值(百万元)	113,087

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 2017 盈利大增可期

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50,976.04	55,931.90	73,308.6	75,475.3	77,991.2
增长率 yoy%	-16.10%	9.72%	31.07%	2.96%	3.33%
净利润	7,516.39	8,529.92	13,409.3	13,672.2	13,830.0
增长率 yoy%	-31.63%	13.48%	58.62%	2.71%	2.11%
每股收益(元)	1.42	1.61	2.55	2.62	2.68
每股现金流量	1.87	2.49	3.94	3.04	4.06
净资产收益率	10.66%	11.13%	15.75%	14.56%	13.47%
P/E	15.42	13.59	8.57	8.34	8.17
PEG	0.64	0.73	1.22	0.35	0.44
P/B	1.64	1.51	1.35	1.21	1.10

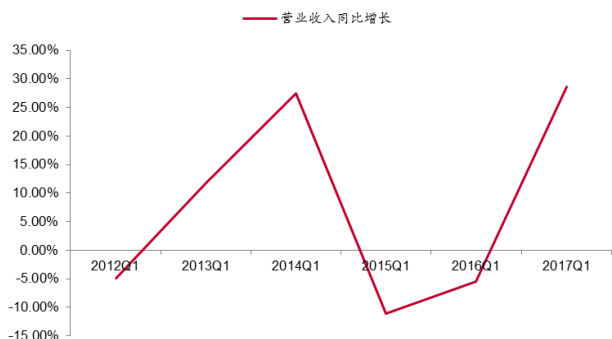
备注:

**投资要点**

- **事件: 公司公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 136.38 亿元, 同比增长 28.58%; 实现归母净利润 21.53 亿元, 同比增长 86.41%。**
- **一季度量稳价升: 在国家稳增长的大背景下, 海螺销量稳中有升, 2017 年一季度公司销售水泥熟料约 5900 万吨, 同比增长 2.59%。供给侧改革持续增强, 全国水泥均价一季度同比、环比均出现上涨。海螺一季度水泥熟料均价约为 231 元/吨, 吨成本约为 164 元/吨, 吨毛利为 67 元/吨。一季度吨毛利比 2016 年提升 21 元/吨。**
- **资产负债率环比继续下降, 费用水平仍然保持全行业较低水平, 减持青松建化贡献投资收益: 海螺 2017Q1 资产负债率为 25.71%, 环比进一步出现下降。一季度公司吨三费为 26 元/吨, 相较于 2016 年一季度保持稳定, 仍然处于海螺历史较低水平; 其中吨销售/管理/财务费用分别为 13 元/12 元/1 元。公司一季度减持青松建化贡献超过 4 亿投资收益。公司 Q1 获得政府补贴约 1.2 亿, 相比 2016 年 Q1 减少 1.6 亿。**
- **需求看平, 供给控制将继续增强, 行业景气震荡上行, 海螺全年盈利将大幅提升: 1 月以来价格上涨的趋势和节奏已经验证了我们前期的逻辑。华东价格平均上涨了 3 轮。我们认为, 淡季期间水泥企业仍将保持对产能的有效控制, 低库位进入下一轮旺季, 推动行业景气震荡上行。海螺作为行业龙头, 全年盈利将大幅提升。明确的观察窗口将在 5 月底出现。**
- **投资建议: 全年需求稳定, 在“短中长”三维度供给侧一起加强下, 水泥行业景气淡季微幅下跌, 全年震荡向上, 全行业盈利大幅增长可期。建议投资者继续对水泥行业“乐观一点, 多买一点水泥”。我们预测公司 2017 年销量为 2.95 亿吨, 同比增长 6.5%; 盈利为 134 亿。给予买入评级。**
- **风险提示事件: 地产投资大幅下滑; 产能过度释放**

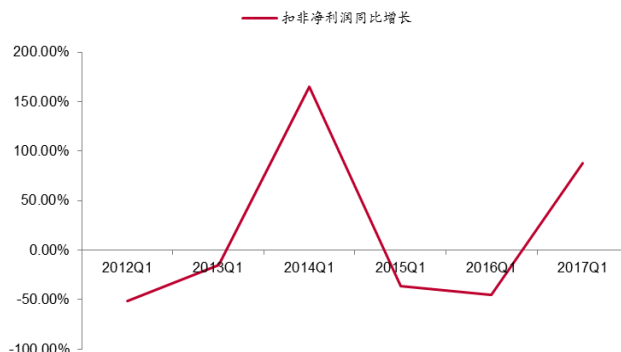
■ 事件: 公司公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 136.38 亿元, 同比增长 28.58%; 实现归母净利润 21.53 亿元, 同比增长 86.41%。

图表 1: 海螺水泥 Q1 收入增速情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

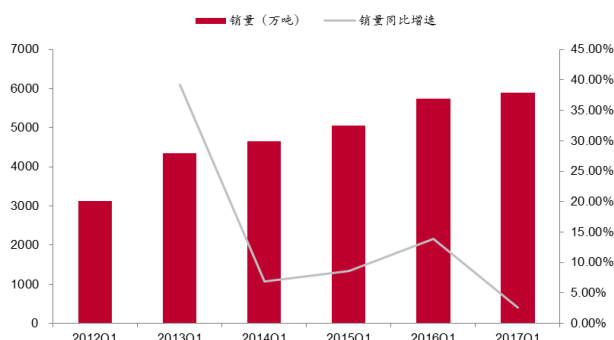
图表 2: 海螺水泥 Q1 归母净利增速情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

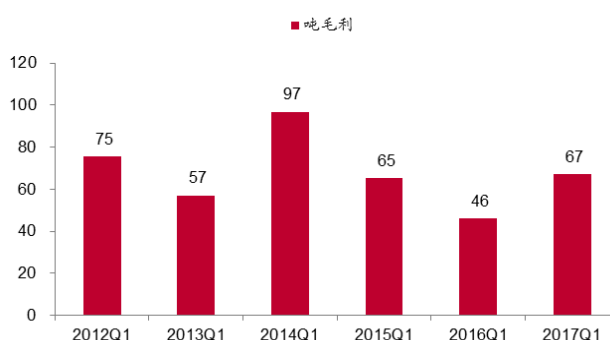
■ 一季度量稳价升: 在国家稳增长的大背景下, 海螺水泥销量稳中有升, 2017 年一季度公司销售水泥熟料约 5900 万吨, 同比增长 2.59%。建立在供给侧改革持续增强的大背景下, 全国水泥均价一季度同比、环比均出现上涨。海螺一季度水泥熟料均价约为 231 元/吨, 吨成本约为 164 元/吨, 吨毛利为 67 元/吨, 一季度吨毛利比 2016 年 Q1 提升 21 元/吨。

图表 3: 海螺水泥 Q1 销量情况



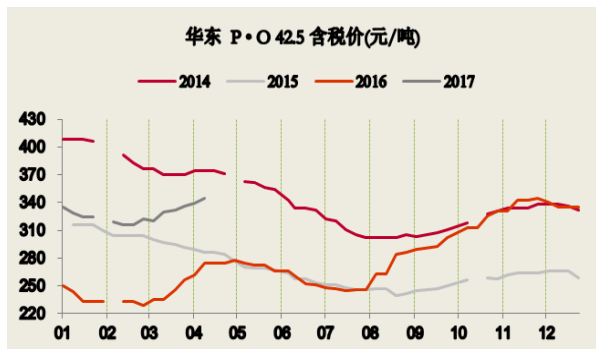
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 海螺水泥 Q1 吨毛利情况



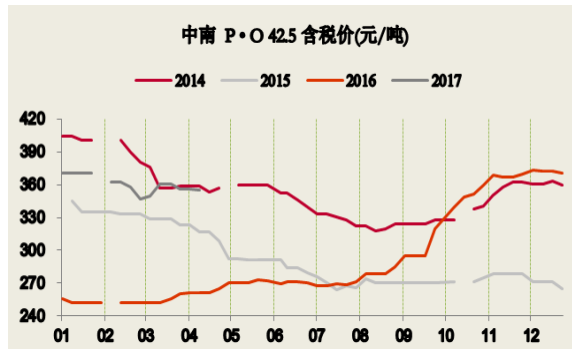
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 华东区域水泥价格情况



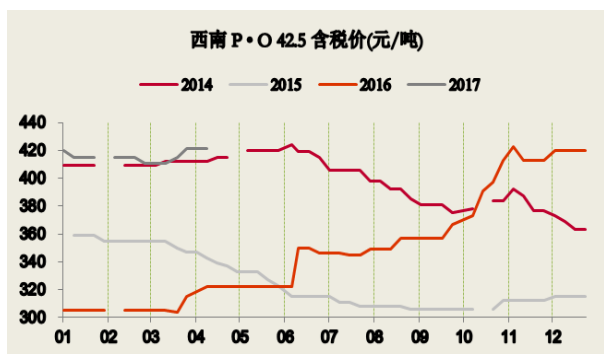
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 6: 中南区域水泥价格情况



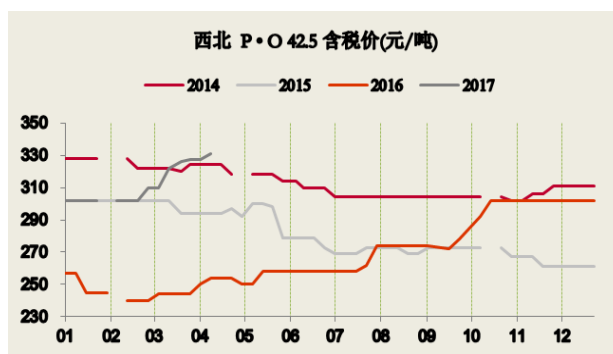
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 7: 西南区域水泥价格情况



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

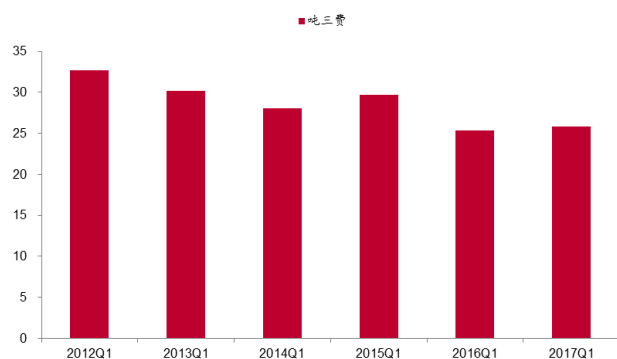
图表 8: 西北区域水泥价格情况



来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

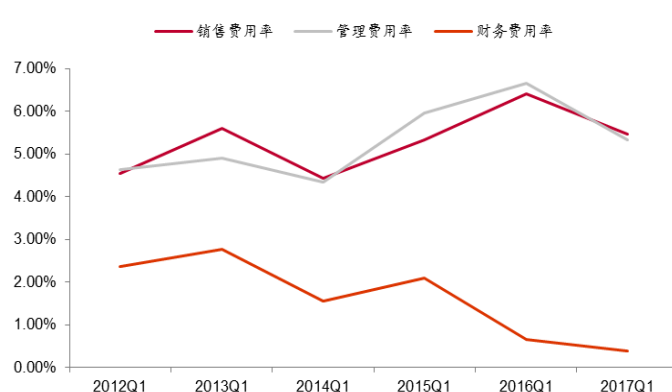
- 资产负债率环比继续下降, 费用水平仍然保持全行业较低水平, Q1 减持青松建化贡献投资收益: 海螺 2017Q1 资产负债率为 25.71%, 环比进一步出现下降。一季度公司吨三费为 26 元/吨, 相较于 2016 年一季度保持稳定, 仍然处于海螺历史较低水平; 其中吨销售/管理/财务费用分别为 13 元/12 元/1 元。公司一季度减持青松建化贡献超过 4 亿投资收益。公司 Q1 获得政府补贴约 1.2 亿, 相比 2016 年 Q1 减少 1.6 亿。

图表 9: 海螺水泥 Q1 吨费用情况



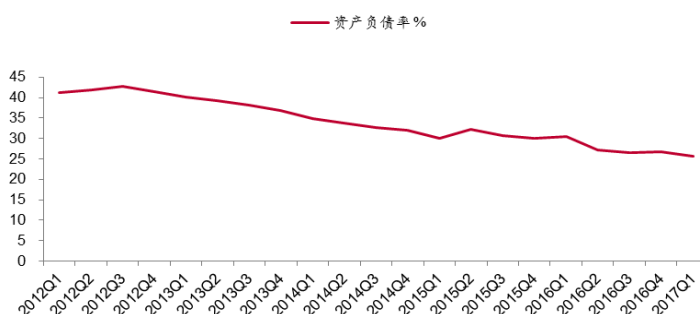
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 海螺水泥 Q1 吨费率情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 资产负债率环比继续下降



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **需求看平，供给控制将继续增强，行业景气震荡上行，海螺全年盈利将大幅提升：**1月以来价格上涨的趋势和节奏已经验证了我们前期的逻辑。华东价格平均上涨了3轮。我们认为，淡季期间水泥企业仍然会保持对产能的有效控制，低库位进入下一轮旺季，推动行业景气震荡上行。海螺作为行业龙头，全年盈利将大幅提升。明确的观察窗口将在5月底出现。

■ **继续关注水泥“短中长”三个维度**

我们一再提出，建立在产能严重过剩、需求稳定的基础上，水泥行业当前的主要投资逻辑看三个维度。即短期行政限产带来的供需错配涨价行情；中期企业间协同带来的行业盈利大幅回暖；长期的行业整合和产能彻底去化，带来的龙头估值提升。

➢ **短期维度：**当前错峰限产带来的短期涨价逻辑已经兑现，我们判断上半年华东区域的涨价大概在四轮左右。提价后海螺的吨毛利将回到90元以上，处于历史中高位。为全年较好盈利奠定了基础。我们认为，华东进入雨季的控产相对往年也会较为严格，淡季的价格表现将高位保持稳定；再度进入旺季后的价格表现值得期待。

➢ **中期维度：**我们近期走访了华东、华南、西南区域六省市的主要水泥企业，当前企业心态普遍保持稳定，下游需求平稳恢复，企业间的合作正在不断加深；全国各地基建推出大规划且落地进一步加速，将继续提振需求侧信心。全年维度看，我们认为内外因素的共同作用下，企业协同心态将能够得到较好维持，近年行业盈利和整体价格表现将大幅提升并能够得到维持。

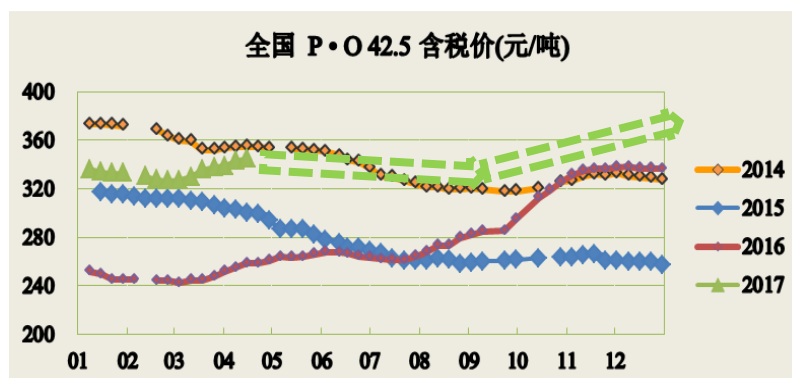
➢ **长期维度：**随着水泥投资公司的陆续落地，从增效益到去产能的水泥行业供给侧改革的闭环即将形成；政府积极参与、利益深化绑定将为行业带来信心和保障。将极大提振对于水泥龙头企业中长期盈利的预期。继内蒙、山东后，整合或将继续从当前盈利较差的区域进一步深化，例如辽宁、甘肃等地。

图表 12：上半年错峰限产严格实施，全年将进一步增强

华北地区		中南地区	
北京市	2016年11月15日到2017年3月15日停产	河南省	2016年11月9日到2017年3月15日停产
天津市	2016年11月15日到2017年3月15日停产	湖北省	一季度不少于50天；三季度8-9月不少于20天；四季度不少于20天。
河北省	2016年11月15日到2017年3月15日停产	湖南省	全年错峰错峰生产及检修时间原则上不少于100天。
山西省	2016年11月15日到2017年3月15日停产	广东省	一季度停产20天，全年40-45天
内蒙古	2016年11月15日到2017年3月15日停产	广西区	一季度停产20天，全年40-45天
东北地区		海南地区	
辽宁省	2016年11月1日到2017年3月31日停产	海南省	
吉林省	2016年11月1日到2017年3月31日停产	西南地区	
黑龙江	2016年11月1日到2017年3月31日停产	四川省	2017年1月1日-2月28日期间，四川停窑不少于25天。全年不少于120天。
华东地区		贵州省	黔北地区2017年1季度停窑检修30-45天，全年限产90-120天
江苏省	一季度停产45天，梅雨和高温期间停产30天	云南省	1-2月份停窑限产25-35天
浙江省	1月10日至2月15日停产	西北地区	
安徽省	巢湖地区计划一季度40-45天	陕西省	2016年12月1日到2017年3月10日
福建省	2016年12月27日至2017年3月1日期间不低于40天	甘肃省	2016年12月1日到2017年3月10日
江西省	一季度停产40天，全年70天（企业商定）	青海省	2016年12月1日到2017年3月10日
山东省	2016年11月15日到2017年3月15日停产	宁夏区	2016年12月1日到2017年3月10日
		新疆区	2016年11月1日到2017年3月31日

来源：中泰证券研究所

图表 13: 行业景气整体将维持向上态势



来源: 中泰证券研究所

## 投资建议

- **投资建议:** 全年需求稳定, 在“短中长”三维度供给侧一起加强下, 水泥行业景气走势将呈现淡季微幅下跌, 全年震荡向上; 全行业盈利大幅增长可期。建议投资者对水泥行业“乐观一点, 多买一点水泥”。我们预测海螺水泥 2017 年销量为 2.95 亿吨, 同比增长 6.5%; 盈利为 134 亿。给予买入评级。

## 风险提示事件:

- 地产投资大幅下滑; 产能过度释放

## 附：公司主要财务数据

## 损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	50,976	55,932	73,309	75,475	77,991
增长率	-16.1%	9.7%	31.1%	3.0%	3.3%
营业成本	-36,888	-37,770	-48,530	-50,191	-52,254
% 销售收入	72.4%	67.5%	66.2%	66.5%	67.0%
毛利	14,088	18,162	24,778	25,284	25,737
% 销售收入	27.6%	32.5%	33.8%	33.5%	33.0%
营业税金及附加	-425	-672	-881	-907	-938
% 销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-3,105	-3,276	-2,566	-2,611	-2,667
% 销售收入	6.1%	5.9%	3.5%	3.5%	3.4%
管理费用	-3,178	-3,144	-4,120	-4,242	-4,383
% 销售收入	6.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	7,380	11,069	17,211	17,523	17,749
% 销售收入	14.5%	19.8%	23.5%	23.2%	22.8%
财务费用	-570	-337	-327	-317	-307
% 销售收入	1.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	0	-378	-134	-128	-160
公允价值变动收益	-25	6	9	-4	0
投资收益	1,881	399	399	399	399
% 税前利润	18.7%	3.4%	2.2%	2.1%	2.1%
营业利润	8,667	10,760	17,158	17,474	17,681
营业利润率	17.0%	19.2%	23.4%	23.2%	22.7%
营业外收支	1,373	893	1,053	1,095	1,103
税前利润	10,039	11,653	18,212	18,568	18,784
利润率	19.7%	20.8%	24.8%	24.6%	24.1%
所得税	-2,411	-2,703	-4,141	-4,222	-4,271
所得税率	24.0%	23.2%	22.7%	22.7%	22.7%
净利润	7,628	8,951	14,070	14,346	14,513
少数股东损益	112	421	661	674	682
归属于母公司的净利润	7,516	8,530	13,409	13,672	13,830
净利率	14.7%	15.3%	18.3%	18.1%	17.7%

## 现金流量表（人民币百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,628	8,951	14,070	14,346	14,513
加：折旧和摊销	4,459	4,753	5,171	6,040	6,408
资产减值准备	0	378	0	0	0
公允价值变动损失	25	-6	9	-4	0
财务费用	575	370	327	317	307
投资收益	-1,846	-348	-399	-399	-399
少数股东损益	112	421	661	674	682
营运资金的变动	-1,229	714	2,927	-2,886	2,213
经营活动现金净流	9,908	13,197	22,106	17,413	23,042
固定资本投资	0	0	-12,450	-24,400	-350
投资活动现金净流	-12,719	-4,552	-12,363	-24,240	-147
股利分配	-2,279	-322	-4,023	-4,101	-4,149
其他	-3,117	-6,829	-6,645	11,361	-11,168
筹资活动现金净流	-5,395	-7,151	-10,667	7,260	-15,317
现金净流量	-8,206	1,494	-924	433	7,577

来源：Wind, 中泰证券研究所

## 资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,471	15,586	14,662	15,095	22,673
应收款项	5,680	7,905	8,148	8,624	9,160
存货	4,238	4,549	6,234	5,282	6,636
其他流动资产	1,817	1,355	1,572	1,354	1,639
流动资产	26,206	29,394	30,616	30,355	40,108
% 总资产	24.8%	26.8%	25.9%	22.2%	28.5%
长期投资	6,265	6,279	6,607	6,925	7,230
固定资产	61,696	62,278	65,843	77,289	78,393
% 总资产	58.3%	56.9%	55.7%	56.6%	55.8%
无形资产	7,160	7,498	7,526	7,496	7,409
非流动资产	79,575	80,120	87,697	106,305	100,441
% 总资产	75.2%	73.2%	74.1%	77.8%	71.5%
<b>资产总计</b>	<b>105,781</b>	<b>109,514</b>	<b>118,313</b>	<b>136,660</b>	<b>140,549</b>
短期借款	860	1,275	0	0	0
应付款项	9,895	10,042	10,657	11,499	11,533
其他流动负债	9,647	5,732	5,734	5,735	5,734
流动负债	20,402	17,049	16,391	17,234	10,760
长期贷款	2,246	5,447	5,447	5,447	5,447
其他长期负债	9,221	6,719	6,719	6,719	6,719
负债	31,870	29,215	28,557	29,400	22,926
普通股股东权益	70,492	76,609	85,404	102,234	111,916
少数股东权益	3,420	3,690	4,351	5,025	5,707
负债股东权益合计	105,781	109,514	118,313	136,660	140,549

## 比率分析

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>					
每股收益(元)	1.42	1.61	2.53	2.58	2.61
每股净资产(元)	13.30	14.46	16.12	19.29	21.12
每股经营现金净流(元)	1.87	2.49	4.17	3.29	4.35
每股股利(元)	0.43	0.06	0.76	0.77	0.78
<b>回报率</b>					
净资产收益率	10.66%	11.13%	15.70%	13.37%	12.36%
总资产收益率	7.21%	8.17%	11.89%	10.50%	10.33%
投入资本收益率	9.94%	11.52%	17.61%	15.83%	12.83%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	-16.10%	9.72%	31.07%	2.96%	3.33%
EBIT增长率	-36.47%	20.15%	57.56%	1.75%	1.11%
净利润增长率	-31.63%	13.48%	57.20%	1.96%	1.16%
总资产增长率	3.45%	3.53%	8.03%	15.51%	2.85%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	7.2	8.3	6.8	7.4	7.5
存货周转天数	30.4	28.3	26.5	27.5	27.5
应付账款周转天数	38.7	39.5	37.8	38.7	38.6
固定资产周转天数	420.0	399.0	314.6	341.4	359.3
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	4.87%	1.64%	0.68%	-2.38%	-13.97%
EBIT利息保障倍数	16.2	32.9	53.5	56.1	58.6
资产负债率	30.13%	26.68%	27.48%	24.52%	22.33%

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。