



业绩毋庸置疑，下半年看海外成长

投资要点

- **事件:** 公司公告 2017 年上半年业绩预增, 实现归属于上市公司股东的净利润较 2016 年同期增加 90-110%, 2016 年同期 33.5 亿元。
- **2017 年水泥行业盈利改善, 公司受益明显。** 2017 年将是水泥业绩回暖的大年, 从水泥上市公司已预告的中报业绩看, 1 家亏损收窄, 3 家扭亏大增, 5 家同比大增, 主要原因包括三点: 一是成本端支撑, 动力煤价格上半年虽有波动, 但基本维持稳定; 二是供给端去产能成效显著, 水泥企业淡季错峰生产、停窑限产政策有序推进, 2017 年上半年水泥产量 11.1 亿吨, 同比小增 0.4%; 三是需求端受固定资产投资、房地产新开工面积拉动稳定, 上半年固定资产投资完成 28 万亿元, 同比增 8.6%, 房地产新开工 8.6 亿平方米, 同比增 10.6%。公司作为行业龙头, 充分受益水泥量价齐升。
- **业绩毋庸置疑, 2017 年仍将继续领跑行业。** 公司盈利能力突出, 2016 年实现营收 559 亿元, 占上市水泥公司总和的 31%, 实现归母净利润 85 亿元, 占上市水泥公司总和的 65%, 而公司总资产仅占上市水泥公司总和的 21%。2017 年, 除去投资收益, 公司全年业绩占上市水泥公司全部的比重有望进一步增加。
- **2017 年下半年应重点关注公司海外成长。** 随着去产能持续推进, 环保督察力度提升, 水泥行业国内集中度将进一步提升, 未来水泥行业的重要看点是海外拓展。公司国内的框架布局基本成型, 海外业务已拓展至印尼、缅甸、柬埔寨等国家, 公司 2016 年南加海螺二期和西巴布亚公司的水泥熟料生产线、孔雀港粉磨站以及缅甸海螺水泥熟料生产线等项目投产后, 海外熟料产能约 480 万吨, 水泥产能约 935 万吨; 2017 年公司在建重大项目包括印尼巴鲁海螺水泥、马德望海螺水泥及北苏海螺水泥的三条 5000t/d 熟料生产线及粉磨站项目, 预计今年公司海外产能有望站上新台阶, 后续盈利值得期待。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.35 元、2.62 元、2.82 元, 未来三年归母净利润将保持 21% 的复合增长率, 考虑公司稳定的盈利能力以及大规模海外布局, 给予公司 2017 年 12 倍 PE, 对应目标价 28.2 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** (1) 原材料价格上升的风险; (2) 固定资产投资和房地产投资增速下滑的风险; (3) 海外项目拓展不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 55931.90 | 64604.10 | 72615.59 | 78722.51 |
| 增长率 | 9.72% | 15.50% | 12.40% | 8.41% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 8529.92 | 12479.55 | 13904.74 | 14963.60 |
| 增长率 | 13.48% | 46.30% | 11.42% | 7.62% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.61 | 2.35 | 2.62 | 2.82 |
| 净资产收益率 ROE | 11.15% | 14.25% | 14.03% | 13.45% |
| PE | 15 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 1.64 | 1.45 | 1.28 | 1.14 |

数据来源: Wind, 西南证券

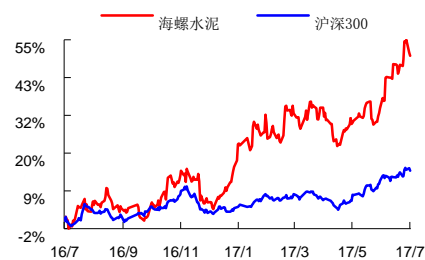
西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

联系人: 余尊宝
电话: 023-63786519
邮箱: yzbaobao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 52.99 |
| 流通 A 股(亿股) | 40.00 |
| 52 周内股价区间(元) | 15.84-24.51 |
| 总市值(亿元) | 1,258.05 |
| 总资产(亿元) | 1,113.11 |
| 每股净资产(元) | 14.88 |

相关研究

关键假设：

假设 1：受供给侧结构性改革影响，水泥量价齐升，公司市占率提升，2017-2019 年水泥订单需求增速分别为 15%、12%和 8%，考虑 2015 年熟料增速大幅下滑（-18%），预计 2017-2019 年熟料订单需求增速分别为 20%、15%和 10%。

假设 2：由于水泥量价齐升，公司吨毛利明显上升，水泥和熟料的毛利率分别提升 2 个百分点；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 水泥 | 收入 | 47691.9 | 54845.7 | 61427.1 | 66341.3 |
| | 增速 | 7.7% | 15.0% | 12.0% | 8.0% |
| | 毛利率 | 34.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% |
| 熟料 | 收入 | 6776.2 | 8131.4 | 9351.1 | 10286.2 |
| | 增速 | 30.6% | 20.0% | 15.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 23.9% | 26.0% | 26.0% | 26.0% |
| 骨料及石子 | 收入 | 362.6 | 525.8 | 736.1 | 993.7 |
| | 增速 | 40.4% | 45.0% | 40.0% | 35.0% |
| | 毛利率 | 46.1% | 46.0% | 46.0% | 46.0% |
| 其它业务 | 收入 | 1101.3 | 1101.3 | 1101.3 | 1101.3 |
| | 增速 | -11.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 13.8% | 13.8% | 13.8% | 13.8% |
| 合计 | 收入 | 55931.9 | 64604.1 | 72615.6 | 78722.5 |
| | 增速 | 9.7% | 15.5% | 12.4% | 8.4% |
| | 毛利率 | 32.5% | 34.4% | 34.5% | 34.5% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 55931.90 | 64604.10 | 72615.59 | 78722.51 | 净利润 | 8950.64 | 12958.09 | 14432.55 | 15561.62 |
| 营业成本 | 37769.96 | 42351.67 | 47579.97 | 51556.14 | 折旧与摊销 | 4752.71 | 5053.29 | 5053.29 | 5053.29 |
| 营业税金及附加 | 672.45 | 628.26 | 745.06 | 816.79 | 财务费用 | 336.86 | -29.10 | -53.49 | -50.48 |
| 销售费用 | 3276.41 | 3724.40 | 4248.24 | 4584.11 | 资产减值损失 | 377.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 3143.60 | 3763.04 | 4180.23 | 4549.66 | 经营营运资本变动 | -1518.73 | -781.56 | -190.97 | -136.87 |
| 财务费用 | 336.86 | -29.10 | -53.49 | -50.48 | 其他 | 297.42 | 2.25 | 1.78 | 1.42 |
| 资产减值损失 | 377.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 13196.75 | 17202.97 | 19243.16 | 20428.99 |
| 投资收益 | 399.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -1244.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 6.39 | -1.67 | -2.92 | -0.95 | 其他 | -3307.69 | -1.67 | -2.92 | -0.95 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -4552.25 | -1.67 | -2.92 | -0.95 |
| 营业利润 | 10760.26 | 14164.15 | 15912.68 | 17265.35 | 短期借款 | 415.34 | -1275.21 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 892.95 | 1080.66 | 1066.79 | 1042.44 | 长期借款 | 3200.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 11653.21 | 15244.81 | 16979.47 | 18307.79 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 2702.56 | 2286.72 | 2546.92 | 2746.17 | 支付股利 | -2278.70 | -1705.98 | -2495.91 | -2780.95 |
| 净利润 | 8950.64 | 12958.09 | 14432.55 | 15561.62 | 其他 | -8488.44 | -3824.14 | 53.49 | 50.48 |
| 少数股东损益 | 420.73 | 478.54 | 527.81 | 598.03 | 筹资活动现金流净额 | -7150.95 | -6805.34 | -2442.42 | -2730.47 |
| 归属母公司股东净利润 | 8529.92 | 12479.55 | 13904.74 | 14963.60 | 现金流量净额 | 1514.53 | 10395.96 | 16797.83 | 17697.57 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 15585.98 | 25981.94 | 42779.77 | 60477.34 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 8485.66 | 9580.55 | 10852.22 | 11753.40 | 销售收入增长率 | 9.72% | 15.50% | 12.40% | 8.41% |
| 存货 | 4548.53 | 5100.03 | 5731.15 | 6209.79 | 营业利润增长率 | 24.16% | 31.63% | 12.34% | 8.50% |
| 其他流动资产 | 774.16 | 894.19 | 1005.07 | 1089.60 | 净利润增长率 | 17.34% | 44.77% | 11.38% | 7.82% |
| 长期股权投资 | 3315.43 | 3315.43 | 3315.43 | 3315.43 | EBITDA 增长率 | 15.73% | 21.06% | 8.99% | 6.48% |
| 投资性房地产 | 27.97 | 27.97 | 27.97 | 27.97 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 63799.06 | 59606.38 | 55413.69 | 51221.01 | 毛利率 | 32.47% | 34.44% | 34.48% | 34.51% |
| 无形资产和开发支出 | 7991.35 | 7130.74 | 6270.14 | 5409.53 | 三费率 | 12.08% | 11.54% | 11.53% | 11.54% |
| 其他非流动资产 | 4985.98 | 4985.98 | 4985.98 | 4985.98 | 净利率 | 16.00% | 20.06% | 19.88% | 19.77% |
| 资产总计 | 109514.12 | 116623.21 | 130381.42 | 144490.04 | ROE | 11.15% | 14.25% | 14.03% | 13.45% |
| 短期借款 | 1275.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 8.17% | 11.11% | 11.07% | 10.77% |
| 应付和预收款项 | 8167.02 | 8625.43 | 9845.61 | 10716.18 | ROIC | 11.14% | 15.76% | 18.59% | 21.41% |
| 长期借款 | 5447.25 | 5447.25 | 5447.25 | 5447.25 | EBITDA/销售收入 | 28.34% | 29.70% | 28.80% | 28.29% |
| 其他负债 | 14325.87 | 11590.47 | 12191.87 | 12649.23 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 29215.35 | 25663.15 | 27484.72 | 28812.66 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.57 | 0.59 | 0.57 |
| 股本 | 5299.30 | 5299.30 | 5299.30 | 5299.30 | 固定资产周转率 | 0.90 | 1.07 | 1.30 | 1.52 |
| 资本公积 | 10684.32 | 10684.32 | 10684.32 | 10684.32 | 应收账款周转率 | 103.89 | 101.73 | 107.99 | 103.02 |
| 留存收益 | 60034.47 | 70808.04 | 82216.87 | 94399.52 | 存货周转率 | 8.59 | 8.77 | 8.78 | 8.63 |
| 归属母公司股东权益 | 76608.92 | 86791.67 | 98200.50 | 110383.15 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 124.05% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 3689.85 | 4168.39 | 4696.20 | 5294.23 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 80298.77 | 90960.06 | 102896.70 | 115677.37 | 资产负债率 | 26.68% | 22.01% | 21.08% | 19.94% |
| 负债和股东权益合计 | 109514.12 | 116623.21 | 130381.42 | 144490.04 | 带息债务/总负债 | 43.53% | 44.59% | 41.63% | 39.72% |
| | | | | | 流动比率 | 1.72 | 3.08 | 3.94 | 4.78 |
| | | | | | 速动比率 | 1.46 | 2.70 | 3.57 | 4.40 |
| | | | | | 股利支付率 | 26.71% | 13.67% | 17.95% | 18.58% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.61 | 2.35 | 2.62 | 2.82 |
| | | | | | 每股净资产 | 14.46 | 16.38 | 18.53 | 20.83 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.49 | 3.25 | 3.63 | 3.86 |
| | | | | | 每股股利 | 0.43 | 0.32 | 0.47 | 0.52 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 15849.83 | 19188.35 | 20912.48 | 22268.16 | | | | | |
| PE | 14.75 | 10.08 | 9.05 | 8.41 | | | | | |
| PB | 1.64 | 1.45 | 1.28 | 1.14 | | | | | |
| PS | 2.25 | 1.95 | 1.73 | 1.60 | | | | | |
| EV/EBITDA | 7.64 | 5.53 | 4.27 | 3.22 | | | | | |
| 股息率 | 1.81% | 1.36% | 1.98% | 2.21% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |