海螺水泥（600585）

投资评级：增持

报告日期：2017-08-23

股价走势：

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩大幅增长，龙头仍有潜力

——2017 年半年报点评

事件：公司发布 2017 年半年报，期间实现营收 319.08 亿元，同比增长 33.10%；归母净利润 67.17 亿元，同比增长 100.21%；基本每股收益为 1.27 元/股，同比增长 100.21%。

主要观点：

❑ 行业持续回暖，公司盈利能力稳增，投资收益助力公司利润同比翻番

2017 年 H1 水泥行业延续去年下半年态势持续回暖，Q2 水泥价格虽有所下滑，但全国均价同比涨幅超过 30%，其中东部区域（苏、浙、沪、闽、鲁等）涨幅全国领跑。2017 年 H1 公司在东部区域和中部区域营收占比达到 29.42%和 29.08%，其中东部区域销售占比提升了 2.5 个百分点，销售金额同比增长 44.70%，中部区域销售金额同比增长 32.52%。2017 年 H1 毛利率为 32.37%，同比提升 1.99 个百分点，与去年全年水平基本持平。三费方面，公司继续加强成本管控，三费占营收比例同比下滑 3.55 个百分点，盈利能力进一步提升。2017 年 H1 公司经营向好，产品价格同比大幅增长，利润提升明显，加之公司处置了部分上市公司股票（包括冀东水泥、青松建化、新力金融等），取得了投资收益 18.60 亿元，最终实现归母净利润 67.17 亿元，同比翻番，达到公司成立以来的最高值。

❑ 水泥产能持续扩张，继续夯实行业领军地位

截至 2017 年 6 月 30 日，公司熟料产能 2.44 亿元，水泥产能 3.33 亿吨，骨料产能 2490 万吨，较 2016 年末增加了 2000 万吨水泥产能，新增产能包括国内 7 台水泥磨及印尼孔雀港粉磨站二期。2017 年 H1 公司水泥和熟料合计净销量为 1.34 亿吨，同比增长 4.60%。除了水泥业务，公司一直积极布局全产业链，加大了在混凝土和骨料等业务的发展力度，其中，骨料及石子业务上半年营收 2.92 亿元，占总营收比例提升 0.29 个百分点至 0.94%，毛利率提升 11.65 个百分点至 53.92%。公司产销保持稳定扩张态势，行业地位进一步夯实，市占率仍有提升空间。

❑ 资产负债率低位维稳，市场供需向好，海外业务维稳

截至 2017 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 25.45%，较上年末下降 1.23 个百分点，良好的资产负债结构为公司的稳定运营提供了基础。从行业供需来看，需求端预计下半年基建和房地产将稳增，供给侧改革稳步推进，环保监管趋严进一步压缩产能，行业供需持续改善。

公司继续加码海外业务。受到国内市场需求回暖等方面影响，2017 年 H1 水泥出口销售下降了 17.79%，但海外项目的相继投产带来了海外销量的增长，销售金额同比增长 100.06%，合计出口与海外销售金额基本同比持平，但毛利率较去年提升 2.87 个百分点至 32.66%，盈利水平开始提升。同时，公司加大了对“一带一路”沿线国家的调研力度，未来占主营比例有望继续提升，成为新的利润增长点。

❑ 盈利预测与估值

2017 年 H1 水泥行业持续向好，供需趋稳，公司作为行业领军受益明显，毛利率水平高位维稳，费用率走低，归母净利润实现同比翻番。公司产能方面继续扩张，资产负债率维持低位，海外业务发展稳步前行，整体经营呈现持续向好态势。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.38 元/股、2.42 元/股、2.56 元/股，对应的 PE 为 10 倍、10 倍、9 倍，给予“增持”评级。

盈利预测： 单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	55932	64881	71369	75651
收入同比(%)	10%	16%	10%	6%
归属母公司净利润	8530	12647	12885	13610
净利润同比(%)	13%	48%	2%	6%
毛利率(%)	32.5%	28.9%	30.5%	31.0%
ROE(%)	11.1%	15.3%	14.0%	13.5%
每股收益(元)	1.61	2.38	2.42	2.56
P/E	14.79	10.02	9.84	9.31
P/B	1.65	1.54	1.39	1.26
EV/EBITDA	6	7	7	6

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	29,394	50,279	63,653	77,831
现金	15,586	36,757	48,505	61,831
应收账款	1,394	1,345	1,639	1,730
其他应收款	739	794	961	981
预付账款	581	526	526	569
存货	4,551	5,294	5,790	6,125
其他流动资产	6,544	5,564	6,231	6,595
非流动资产	80,120	71,510	66,894	62,292
长期投资	3,315	2,978	3,090	3,128
固定资产	62,278	58,334	54,389	50,445
无形资产	7,498	6,998	6,531	6,096
其他非流动资	7,029	3,200	2,884	2,623
资产总计	109,514	121,789	130,547	140,123
流动负债	17,049	19,498	21,151	20,786
短期借款	1,275	1,146	972	719
应付账款	4,379	4,947	5,440	5,792
其他流动负债	11,395	13,404	14,739	14,275
非流动负债	12,166	16,121	14,296	14,182
长期借款	5,447	5,447	5,447	5,447
其他非流动负	6,719	10,674	8,849	8,735
负债合计	29,215	35,619	35,447	34,968
少数股东权益	3,690	4,185	4,626	5,182
股本	5,299	5,324	5,324	5,324
资本公积	10,684	7,749	7,749	7,749
留存收益	60,034	68,912	77,401	86,900
归属母公司股东	76,609	81,985	90,474	99,973
负债和股东权益	109,514	121,789	130,547	140,123

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	13,197	18,347	17,755	18,869
净利润	8,951	12,647	12,885	13,610
折旧摊销	4,753	4,444	4,411	4,380
财务费用	370	156	272	375
投资损失	(348)	(1,800)	(150)	(350)
营运资金变动	46	2,262	(229)	138
其他经营现金	(574)	639	565	716
投资活动现金流	(4,552)	5,068	44	310
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(340)	337	(111)	(38)
其他投资现金	(4,212)	4,731	155	348
筹资活动现金流	(7,151)	(1,931)	(5,925)	(5,696)
短期借款	415	(129)	(175)	(252)
长期借款	3,201	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	(2,935)	0	0
其他筹资现金	(10,767)	1,109	(5,751)	(5,444)
现金净增加额	1,494	21,484	11,873	13,483

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	55,932	64,881	71,369	75,651
营业成本	37,770	46,130	49,602	52,199
营业税金及附加	672	779	856	908
销售费用	3,276	3,510	3,960	4,332
管理费用	3,144	3,341	3,821	4,228
财务费用	337	156	272	375
资产减值损失	378	134	128	160
公允价值变动收	6	9	(4)	(0)
投资净收益	399	1,800	150	350
营业利润	10,760	12,640	12,876	13,797
营业外收入	981	552	506	435
营业外支出	88	50	56	67
利润总额	11,653	13,141	13,326	14,166
所得税	2,703	0	0	0
净利润	8,951	13,141	13,326	14,166
少数股东损益	421	495	441	556
归属母公司净利润	8,530	12,647	12,885	13,610
EBITDA	15,850	17,240	17,559	18,552
EPS（元）	1.61	2.38	2.42	2.56

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	9.72%	16.00%	10.00%	6.00%
营业利润	24.16%	17.47%	1.87%	7.16%
归属于母公司净利	13.48%	48.26%	1.89%	5.63%
获利能力				
毛利率(%)	32.47%	28.90%	30.50%	31.00%
净利率(%)	净 利 率	15.25%	19.49%	18.05%
ROE(%)	11.15%	15.25%	14.01%	13.47%
ROIC(%)	12.48%	17.21%	16.36%	18.02%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.68%	29.25%	27.15%	24.96%
净负债比率(%)	-3.61%	-27.30%	-35.51%	-43.76%
流动比率	1.72	2.58	3.01	3.74
速动比率	1.46	2.31	2.74	3.45
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.56	0.57	0.56
应收账款周转率	103.89	107.64	116.22	106.10
应付账款周转率	13.50	13.91	13.74	13.47
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.38	2.42	2.56
每股经营现金流(最新摊	2.49	3.46	3.35	3.56
每股净资产(最新摊薄)	14.46	15.47	17.07	18.87
估值比率				
P/E	14.8	10.0	9.8	9.3
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.71	7.42	6.66	5.61

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。