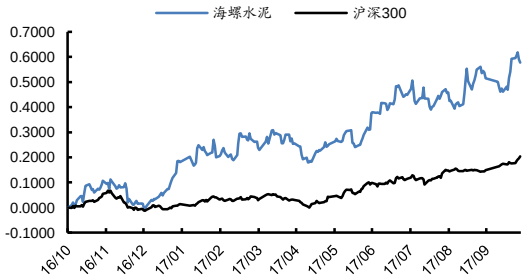
2017 年 10 月 30 日　　公司研究　　评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：　谭倩　S0350512090002
0755-83473923
联系人　：　陈晨

龙头优势凸显，盈利新高可期

——海螺水泥（600585）三季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
海螺水泥	2.2	8.7	56.6
沪深 300	5.2	8.1	20.4

市场数据	2017-10-27
当前价格（元）	26.00
52 周价格区间（元）	16.35 - 27.13
总市值（百万）	137781.87
流通市值（百万）	103992.27
总股本（万股）	529930.26
流通股（万股）	529930.26
日均成交额（百万）	529.42
近一月换手（%）	15.58

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司公布 2017 年三季报，报告期内公司共实现营业收入 500.4 亿元，同比增长 31.9%，实现归母净利 98.1 亿元，同比增长 64.3%；扣非后归母净利润 81.4 亿元，同比增长 53.67%。

2017Q3 单季度公司实现营业收入 181 亿元，同比增长 29.7%，实现归母净利 30.9 亿元，同比增长 18.3%。

公司公布全年业绩指引，归母净利将同比增加 50%~70%，即全年 128~145 亿元之间。

投资要点：

- **龙头优势明显，淡季销量、盈利继续增加。**公司前三季度水泥熟料销量 2.06 亿吨，同比增长 3.4%，增速高于同期全国水泥产量（同比下降 0.5%）。全收入口径下 Q3 吨均价 252 元、同比提升 57 元，环比提升 7 元，作为传统淡季，价格表现好于历史同期；吨毛利 82 元、同比提升 16 元，吨扣非净利 42 元，同比提升 10 元，但因原材料价格上涨，成本提升，环比吨毛利及扣非净利均有所下降。在供给侧改革和环保趋严压力下，供需情况持续改善，华东地区已经完成三轮涨价，随着四季度传统旺季到来，北方错峰限产实施，将进一步推动区域水泥涨价。

- **现金流持续改善，分红率稳步提升。**公司自 2012 年起，资产负债率稳步下降，Q3 降低至 26.35%，经营现金流净额同比增长 6.36%，账面现金 207.4 亿元。公司 2014 年以来股利支付率稳步提升，2016 年达 31.06%，随着公司现金流的进一步充裕和负债率进一步改善，分红率有望进一步提升。

- **海外产能布局有序推进。**公司印尼孔雀港粉磨站二期工程顺利建成投产，印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺共计 4 条熟料生产线已进入施工高峰期，老挝、俄罗斯、缅甸曼德勒等项目也在有序推进，预计中长期将逐步为公司贡献业绩。

- **盈利预测和投资评级：买入评级。**在水泥行业新的供需形势下，公司作为龙头企业，管理和运营效率优势进一步凸显。四季度进入传统旺季，公司盈利有望达到历史新高。我们预计公司 2017 年水泥熟料销量 2.9 亿吨左右，吨收入 235 元左右，2017-2019 年 EPS 为 2.72

元、2.73 元、2.84 元，对应当前 PE 9.56 倍、9.51 倍、9.16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：公司产品价格波动、原料价格波动对业绩的不确定性影响，房地产及基建投资大幅下降，供给侧改革、环保及错峰限产等政策不达预期等。**

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	55932	78161	84590	85572
增长率(%)	10%	40%	8%	1%
净利润（百万元）	8530	14414	14492	15045
增长率(%)	13%	69%	1%	4%
摊薄每股收益（元）	1.61	2.72	2.73	2.84
ROE(%)	10.62%	15.88%	14.31%	13.41%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1：海螺水泥盈利预测表

证券代码:	600585.SH		股价:	26.00	投资评级:	买入		日期:	2017-10-27
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	11%	16%	14%	13%	EPS	1.61	2.72	2.73	2.84
毛利率	32%	33%	33%	33%	BVPS	14.46	16.36	18.27	20.26
期间费率	13%	12%	11%	11%	**估值**				
销售净利率	15%	18%	17%	18%	P/E	16.15	9.56	9.51	9.16
成长能力					P/B	1.80	1.59	1.42	1.28
收入增长率	10%	40%	8%	1%	P/S	2.46	1.76	1.63	1.61
利润增长率	13%	69%	1%	4%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.51	0.64	0.63	0.59	**营业收入**	**55932**	**78161**	**84590**	**85572**
应收账款周转率	7.08	6.45	5.93	5.48	营业成本	37770	52388	56821	57473
存货周转率	8.30	8.30	8.30	8.30	营业税金及附加	672	938	1015	1027
偿债能力					销售费用	3276	4299	4229	4279
资产负债率	27%	26%	24%	22%	管理费用	3144	3908	4060	3765
流动比	1.72	2.14	2.59	3.10	财务费用	337	263	111	(62)
速动比	1.46	1.91	2.37	2.88	其他费用/（-收入）	28	1882	0	0
					营业利润	**10760**	**18247**	**18352**	**19090**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	893	1000	1000	1000
现金及现金等价物	15586	22541	31154	40621	**利润总额**	**11653**	**19247**	**19352**	**20090**
应收款项	7905	12117	14272	15610	所得税费用	2703	4464	4488	4659
存货净额	4549	4500	4500	4500	**净利润**	8951	14784	14864	15431
其他流动资产	1355	2519	2388	2073	少数股东损益	421	370	372	386
流动资产合计	**29394**	**41677**	**52314**	**62805**	**归属于母公司净利润**	**8530**	**14414**	**14492**	**15045**
固定资产	62278	62880	63408	63879					
在建工程	1521	1471	1451	1451	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	7498	7243	6984	6734	**经营活动现金流**	**13197**	**16952**	**18654**	**19667**
长期股权投资	3315	3615	3945	4255	净利润	8951	14784	14864	15431
资产总计	**109514**	**122393**	**133611**	**144632**	少数股东权益	421	370	372	386
短期借款	1275	1275	1275	1275	折旧摊销	4753	4707	4741	4770
应付款项	4379	6183	6706	6783	公允价值变动	6	0	0	0
预收帐款	1550	2166	2344	2372	营运资金变动	(934)	(2908)	(1323)	(919)
其他流动负债	9845	9845	9845	9845	**投资活动现金流**	**(4552)**	**(852)**	**(839)**	**(781)**
流动负债合计	**17049**	**19469**	**20170**	**20274**	资本支出	(532)	(552)	(509)	(471)
长期借款及应付债券	11443	11443	11443	11443	长期投资	(340)	(300)	(330)	(310)
其他长期负债	723	723	723	723	其他	(3680)	0	0	0
长期负债合计	**12166**	**12166**	**12166**	**12166**	**筹资活动现金流**	**(1689)**	**(4324)**	**(4348)**	**(4514)**
负债合计	**29215**	**31635**	**32336**	**32440**	债务融资	1119	0	0	0
股本	5299	5299	5299	5299	权益融资	65	0	0	0
股东权益	80299	90758	101274	112192	其它	(2873)	(4324)	(4348)	(4514)
负债和股东权益总计	**109514**	**122393**	**133611**	**144632**	**现金净增加额**	**6955**	**11776**	**13467**	**14373**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【建筑建材组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。陈晨，同济大学交通工程学士，海外金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事建材行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。