

## 海螺水泥 (600585.SH) 买入 (维持评级)

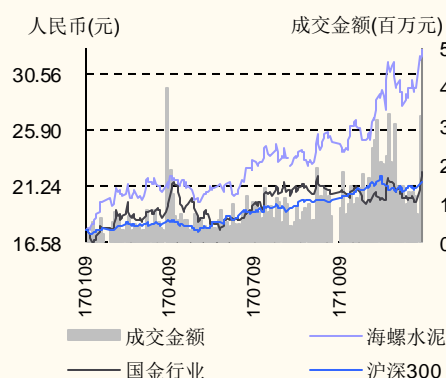
公司点评

市场价格 (人民币): 32.65 元

目标价格 (人民币): 41.60 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	3,999.70
流通港股 (百万股)	1,299.60
总市值 (百万元)	173,022.23
年内股价最高最低 (元)	32.65/17.60
沪深 300 指数	4138.75
上证指数	3391.75



## 上调全年业绩预测, Q4 业绩大超预期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	1.418	1.610	3.000	3.473	3.688
每股净资产 (元)	13.30	14.46	16.70	19.32	22.16
每股经营性现金流 (元)	1.87	2.49	2.78	4.32	4.65
市盈率 (倍)	12.06	10.54	9.78	8.44	7.95
行业优化市盈率 (倍)	18.09	18.09	18.09	18.09	18.09
净利润增长率 (%)	-31.63%	13.48%	86.40%	15.76%	6.20%
净资产收益率 (%)	10.66%	11.13%	17.97%	17.98%	16.64%
总股本 (百万股)	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

近日公司发布 2017 年业绩预测, 预计 2017 年度实现归母净利润较去年同期 (85.3 亿元) 增加 59.7 亿-76.8 亿元, 对应 17 年归母净利润为 145 亿-162.1 亿元 (+70%-90%); 扣非后归母净利润同比增加 53.8 亿-69.1 亿元, 对应 17 年扣非归母净利润 136.5 亿-145.9 亿元 (+70%-90%)。

## 经营分析

- **Q4 量价齐升, 业绩大幅增长:** 公司上调 17 年业绩预测, 较三季报时预测归母净利润增速 50-70% 提高 20 个百分点, 主要原因是 Q4 公司实现量价齐升, 16 年 Q4 公司水泥熟料共销售 8030 万吨, 我们预计 17Q4 销量约 8330 万吨。与此同时, 受益于 17 年北方冬季采暖季错峰生产的执行, 公司主要产能所在地华东、中南地区价格大幅上涨, 其中华东地区 42.5 标号水泥 Q4 较三季度末均价上涨 42%, 中南地区同比增长 27.4%, 公司作为区域内龙头, 具有规模及成本优势, 充分受益于行业景气度提升。
- **17Q4 价格持续增长, 奠定 18 年开春高基数:** 随着供给侧改革的推进, 17Q4 各地水泥价格不断走高, 而行业平均库存处于历史低位, 我们认为, 18 年排污许可证及环保税的执行, 预示着环保督查力度不会减弱, 供给端落后产能有望继续淘汰, 而随着棚改, 多主体房屋建设, 地产补库存以及各地基础设施建设投资, 需求端有望继续保持平稳, 当前价格有望高位企稳, 奠定 18 年开春价格高基数, 预计公司 18 年上半年业绩仍将保持高增长。
- **公司海外布局稳步推进, 骨料资源壁垒凸显:** 公司国际化进程在稳步推进, 北苏海螺, 老挝, 柬埔寨等项目陆续开工, 预计“十三五”末公司海外水泥产能将达到 5000 万吨, 水泥版图进一步扩张, 同时, 随着国家对于非法开采矿山监管趋严, 公司在手优质矿山资源壁垒属性凸显, 骨料业务发展迅速, 目前骨料产能约 3000 万吨, 预计到 2020 年产能规模将达到 1 亿吨, 未来有望成为公司新的业绩增长点。

## 投资建议

- 随着行业供需格局改善, 公司业绩增长确定性提升, 预计 17-19 年公司 EPS 分别为 3, 3.47 和 3.69 元, 对应 17-19 年 PE 估值分别为 10, 8.4 和 8 倍, 目标价 41.6 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 房地产及基建投资低于预期, 需求端大幅下滑; 供给侧改革低于预期, 落后产能退出缓慢, 供需格局变差; 煤炭, 矿石等价格上涨, 带来成本提升。

## 相关报告

1. 《业绩高增长, 现金流充足, Q4 业绩仍具弹性-海螺水泥公司点评》, 2017.10.30
2. 《量价齐升, 业绩高速增长-海螺水泥公司点评》, 2017.8.22
3. 《行业回暖, 龙头崛起, 业绩可期-海螺水泥公司深度研究》, 2017.5.17

闫广

联系人  
(8621)60230241  
yanguang@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>60,759</b>	<b>50,976</b>	<b>55,932</b>	<b>74,914</b>	<b>83,670</b>	<b>87,975</b>	货币资金	14,152	14,471	15,586	29,849	46,361	65,924
增长率		-16.1%	9.7%	33.9%	11.7%	5.1%	应收款项	4,760	5,680	7,905	13,392	14,653	14,581
<b>主营业务成本</b>	<b>-40,264</b>	<b>-36,888</b>	<b>-37,770</b>	<b>-48,095</b>	<b>-52,198</b>	<b>-55,131</b>	存货	4,376	4,238	4,549	5,139	5,434	5,589
%销售收入	66.3%	72.4%	67.5%	64.2%	62.4%	62.7%	其他流动资产	1,809	1,817	1,355	1,546	1,634	1,728
<b>毛利</b>	<b>20,494</b>	<b>14,088</b>	<b>18,162</b>	<b>26,818</b>	<b>31,472</b>	<b>32,844</b>	流动资产	25,097	26,206	29,394	49,926	68,082	87,821
%销售收入	33.7%	27.6%	32.5%	35.8%	37.6%	37.3%	%总资产	24.5%	24.8%	26.8%	40.9%	49.5%	57.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-340</b>	<b>-425</b>	<b>-672</b>	<b>-824</b>	<b>-962</b>	<b>-1,012</b>	长期投资	6,612	6,265	6,279	3,187	3,408	3,716
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	固定资产	62,643	64,327	64,850	59,127	56,384	52,421
<b>营业费用</b>	<b>-2,937</b>	<b>-3,105</b>	<b>-3,276</b>	<b>-3,746</b>	<b>-4,184</b>	<b>-4,399</b>	%总资产	61.3%	60.8%	59.2%	48.5%	41.0%	34.1%
%销售收入	4.8%	6.1%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	7,096	7,624	7,991	8,713	8,772	8,731
<b>管理费用</b>	<b>-2,680</b>	<b>-3,178</b>	<b>-3,144</b>	<b>-3,446</b>	<b>-3,765</b>	<b>-3,959</b>	非流动资产	77,156	79,575	80,120	72,026	69,575	65,890
%销售收入	4.4%	6.2%	5.6%	4.6%	4.5%	4.5%	%总资产	75.5%	75.2%	73.2%	59.1%	50.5%	42.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>14,537</b>	<b>7,380</b>	<b>11,069</b>	<b>18,802</b>	<b>22,561</b>	<b>23,475</b>	<b>资产总计</b>	<b>102,253</b>	<b>105,781</b>	<b>109,514</b>	<b>121,953</b>	<b>137,657</b>	<b>153,711</b>
%销售收入	23.9%	14.5%	19.8%	25.1%	27.0%	26.7%	短期借款	2,329	8,445	4,538	3,300	3,400	3,500
<b>财务费用</b>	<b>-714</b>	<b>-570</b>	<b>-337</b>	<b>-219</b>	<b>141</b>	<b>515</b>	应付款项	10,008	9,895	10,042	10,851	11,650	11,922
%销售收入	1.2%	1.1%	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.6%	其他流动负债	2,060	2,062	2,469	3,012	3,463	3,648
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-378</b>	<b>-200</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	流动负债	14,397	20,402	17,049	17,162	18,514	19,070
<b>公允价值变动收益</b>	<b>21</b>	<b>-25</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	2,105	2,246	5,447	5,447	5,447	5,448
<b>投资收益</b>	<b>-21</b>	<b>1,881</b>	<b>399</b>	<b>1,950</b>	<b>560</b>	<b>450</b>	其他长期负债	16,140	9,221	6,719	6,724	6,731	6,741
%税前利润	n.a	18.7%	3.4%	9.4%	2.4%	1.8%	<b>负债</b>	<b>32,642</b>	<b>31,870</b>	<b>29,215</b>	<b>29,333</b>	<b>30,692</b>	<b>31,259</b>
<b>营业利润</b>	<b>13,823</b>	<b>8,667</b>	<b>10,760</b>	<b>20,333</b>	<b>23,163</b>	<b>24,340</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>66,217</b>	<b>70,492</b>	<b>76,609</b>	<b>88,489</b>	<b>102,390</b>	<b>117,432</b>
营业利润率	22.8%	17.0%	19.2%	27.1%	27.7%	27.7%	少数股东权益	3,395	3,420	3,690	4,130	4,575	5,021
<b>营业外收支</b>	<b>1,059</b>	<b>1,373</b>	<b>893</b>	<b>350</b>	<b>400</b>	<b>650</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>102,253</b>	<b>105,781</b>	<b>109,514</b>	<b>121,953</b>	<b>137,657</b>	<b>153,711</b>
<b>税前利润</b>	<b>14,883</b>	<b>10,039</b>	<b>11,653</b>	<b>20,683</b>	<b>23,563</b>	<b>24,990</b>							
利润率	24.5%	19.7%	20.8%	27.6%	28.2%	28.4%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-3,295</b>	<b>-2,411</b>	<b>-2,703</b>	<b>-4,344</b>	<b>-4,713</b>	<b>-4,998</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	22.1%	24.0%	23.2%	21.0%	20.0%	20.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>11,588</b>	<b>7,628</b>	<b>8,951</b>	<b>16,340</b>	<b>18,850</b>	<b>19,992</b>	每股收益	2.074	1.418	1.610	3.000	3.473	3.688
少数股东损益	595	112	421	440	445	446	每股净资产	12.495	13.302	14.456	16.698	19.321	22.160
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10,993</b>	<b>7,516</b>	<b>8,530</b>	<b>15,900</b>	<b>18,405</b>	<b>19,546</b>	每股经营现金净流	3.334	1.870	2.490	2.785	4.318	4.647
净利率	18.1%	14.7%	15.3%	21.2%	22.0%	22.2%	每股股利	0.650	0.430	0.500	0.800	0.850	0.850
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	16.60%	10.66%	11.13%	17.97%	17.98%	16.64%
净利润	11,588	7,628	8,951	16,340	18,850	19,992	总资产收益率	10.75%	7.11%	7.79%	13.04%	13.37%	12.72%
非现金支出	3,827	4,459	5,131	4,831	4,734	4,803	投入资本收益率	12.57%	5.99%	8.79%	13.77%	14.76%	13.62%
非经营收益	646	-1,508	-177	-1,596	-309	-449	<b>增长率</b>						
营运资金变动	1,607	-671	-707	-4,817	-392	280	主营业务收入增长率	9.95%	-16.10%	9.72%	33.94%	11.69%	5.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>17,668</b>	<b>9,908</b>	<b>13,197</b>	<b>14,757</b>	<b>22,883</b>	<b>24,626</b>	EBIT增长率	12.99%	-49.23%	49.99%	69.86%	19.99%	4.05%
<b>资本开支</b>	<b>-6,955</b>	<b>-5,028</b>	<b>-4,822</b>	<b>510</b>	<b>-1,659</b>	<b>-160</b>	净利润增长率	17.19%	-31.63%	13.48%	86.40%	15.76%	6.20%
投资	1,693	-8,228	-283	3,092	-222	-308	总资产增长率	9.84%	3.45%	3.53%	11.36%	12.88%	11.66%
其他	411	536	553	1,950	560	450	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,851</b>	<b>-12,719</b>	<b>-4,552</b>	<b>5,552</b>	<b>-1,321</b>	<b>-18</b>	应收账款周转天数	2.1	2.7	3.5	3.8	3.7	3.6
<b>股权募资</b>	<b>90</b>	<b>369</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	36.6	42.6	42.5	39.0	38.0	37.0
债权募资	-3,013	-770	-3,538	-1,238	102	106	应付账款周转天数	35.7	39.2	40.0	35.0	34.0	33.0
其他	-3,845	-4,979	-3,657	-4,809	-5,152	-5,152	固定资产周转天数	343.9	441.8	406.4	274.3	232.6	203.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,768</b>	<b>-5,381</b>	<b>-7,130</b>	<b>-6,047</b>	<b>-5,050</b>	<b>-5,046</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>6,049</b>	<b>-8,192</b>	<b>1,515</b>	<b>14,263</b>	<b>16,513</b>	<b>19,562</b>	净负债/股东权益	8.25%	6.38%	0.49%	-16.31%	-29.47%	-41.63%
							EBIT利息保障倍数	20.3	13.0	32.9	85.9	-159.5	-45.6
							资产负债率	31.92%	30.13%	26.68%	24.05%	22.30%	20.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	3	6	9	21	40
	1	4	13	19	30
	0	0	0	0	4
	0	0	0	0	0
	1.25	1.40	1.59	1.48	1.51

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-17	买入	20.68	25.00~26.40
2	2017-08-22	买入	23.59	27.00~28.00
3	2017-10-30	买入	26.00	28.80~30.20

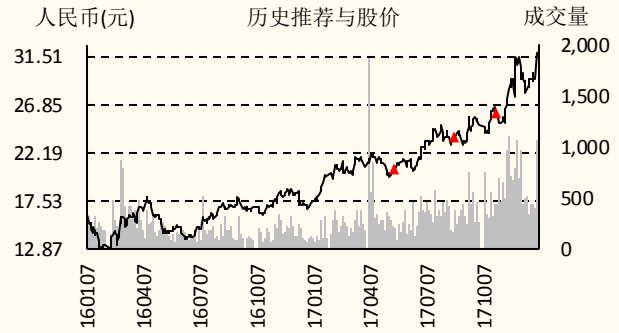
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH