

2018年01月08日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

38/46

公司基本资讯

产业别	建筑材料		
A 股价(2018/1/5)	32.65		
上证指数(2018/1/5)	3391.75		
股价 12 个月高/低	33.33/16.9		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	1305.90		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.40%)		
每股净值(元)	15.74		
股价/账面净值	2.07		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.1	34.9	90.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-10-30	26	买入

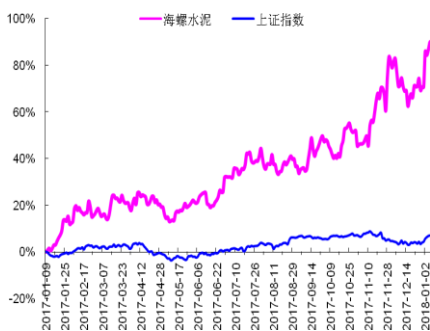
产品组合

42.5 级水泥	57.4%
32.5 级水泥	29.5%
熟料	12.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.3%
一般法人	67.6%

股价相对大盘走势



海螺水泥(600585.SH/0914.HK)

BUY 买入

4Q 水泥价格持续走高, 年报业绩超预期, 维持“买入”评级

结论与建议:

2017 年水泥行业下游需求整体保持平稳, 受益于供给侧改革的积极影响, 供给端有效收缩, 产品价格同比大幅提升, 全行业维持高景气周期运行。第四季度, 叠加多地环保限产、错峰生产等因素制约供给, 华东、华中、华南等地区出现水泥产品短期供不应求的局面, 水泥价格超预期大幅上涨, 水泥行业盈利能力继续提升, 公司作为行业龙头企业, 盈利能力行业领先, 预告 2017 年净利润增长超七成, 维持维持“买入”投资建议。

我们预计公司 2017、2018、2019 年的净利润分别为 154 亿元、175 亿和 181 亿, YOY 分别+81%、+13%和+4%, EPS 分别为 2.9 元、3.3 元和 3.4 元, 对应目前 A 股股价 PE 分别为 11.2 倍、9.9 倍和 9.5 倍, PB1.8 倍; H 股 PE 分别为 11.1 倍、9.8 倍和 9.4 倍, PB1.9 倍; 估值合理, 维持 A 股和 H 股“买入”投资建议。

■ **公司2017年全年业绩超预期大幅增长:** 公司发布年度业绩预增公告, 预计2017全年净利润约为145亿~162亿元, YOY+70%-90%, 扣非后净利润约为131亿-146亿, YOY+70%-90%, 超出三季报公告中预计的同比增长 50%-70%的业绩预测; 分季度来看, 预计2017Q4单季净利润约为47亿-64 亿, YOY+84%-150%。

■ **业绩分析:** 公司2017年业绩同比大幅增长主要由于(1) 2017水泥行业受益于供给侧改革的积极影响, 行业维持高景气周期, 水泥销售价格同比大幅上涨, 公司营收及净利润同比均大幅上升。(2) 2017第四季度, 受多地环保限产、错峰生产等因素制约供给, 公司产品所在的东部、中部、南部等地区出现水泥产品供不应求的局面, 水泥价格超预期大幅上涨, 公司Q4业绩超预期大幅增长。(3) 2017年1-3Q公司出售所持有的相关公司股票获得18.6亿元的投资性收益较, 大幅增厚了利润。

■ **销售与产能情况:** 2017年水泥行业下游需求平稳, 南方区域需求相对较好, 公司产品销量小幅增长, 而价格增幅较大。我们预计公司2017年度水泥熟料销售约2.9亿吨左右, YOY+5.5%; 产品吨销售均价约为250元, 同比提升25%左右; 吨毛利87元左右, 同比提升超过30%; 吨净利53元左右, 同比提升75%。产能方面, 报告期内公司国内外扩产项目有序推进, 国内共有7台水泥磨相继投产, 截止报告期内公司共拥有熟料产能2.44 亿吨, 水泥产能3.33亿吨(较2016年底新增2000万吨), 骨料产能2500万吨。

■ **未来展望:** 目前水泥行业供应紧张有所缓解, 但库存仍处于低位, 价格仍保持上行态势, 随着2018Q1行业逐渐进入传统淡季, 各区域需求将有所下降, 预计水泥价格将出现些许回落, 但环保限产等措施影响仍在, 预计Q1价格回落幅度不会太大。我们上调公司盈利预测, 预计公司2017、2018、2019年的净利润分别为154亿元、175亿和181亿, YOY分别+81%、+13%和+4%, EPS分别为2.9元、3.3元和3.4元, 对应目前A股股价PE分别为11.2倍、9.9倍和9.5倍, PB1.8倍; H股PE分别为11.1倍、9.8倍和9.4 倍, PB1.9倍; 估值合理, 维持A股和H股“买入”投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017 F	2018 F	2019 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7516	8530	15411	17470	18135
同比增减	%	-31.63%	13.48%	80.67%	13.36%	3.81%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.418	1.610	2.908	3.297	3.422
同比增减	%	-31.63%	13.48%	80.67%	13.36%	3.79%
A 股市盈率 (P/E)	X	23.0	20.3	11.2	9.9	9.5
H 股市盈率 (P/E)		22.7	20.0	11.1	9.8	9.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.43	0.48	0.87	0.99	1.03
股息率 (Yield)	%	1.32%	1.48%	2.67%	3.03%	3.14%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017F	2018 F	2019 F
营业收入	50976	55932	73170	80668	86396
经营成本	44165	45577	55816	60496	64485
营业税金及附加	425	672	585	645	691
销售费用	3105	3276	3732	4058	4423
管理费用	3178	3144	3439	3775	3940
财务费用	569	337	263	307	320
资产减值损失	0	378	-1	0	0
投资收益	1844	399	2082	1600	800
营业利润	8667	10760	19436	21772	22710
营业外收入	1444	981	1600	1601	1602
营业外支出	72	88	60	61	62
利润总额	10039	11653	20976	23312	24250
所得税	2411	2703	4720	5152	5359
少数股东损益	112	421	845	690	756
归属于母公司所有者的净利润	7516	8530	15411	17470	18135

## 附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017 F	2018 F	2019 F
货币资金	14471	15586	24837	32764	42822
应收账款	422	655	350	450	451
存货	4238	4549	15474	18313	27883
流动资产合计	26206	29394	47021	57893	77527
长期股权投资	2975	3315	3000	3001	3002
固定资产	61696	62278	64500	64501	64502
在建工程	1572	1521	300	301	302
非流动资产合计	79575	80120	79765	83753	87941
资产总计	105781	109514	126786	141647	165468
流动负债合计	20402	17049	19329	19329	19329
非流动负债合计	11468	12166	12531	12532	12533
负债合计	31870	29215	31860	31861	31862
少数股东权益	3420	3690	4450	5015	5981
股东权益合计	73912	80299	94926	109786	133606
负债及股东权益合计	105781	109514	126786	141647	165468

## 附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	19865
经营活动产生的现金流量净额	9908	13197	15836	17736	-7137
投资活动产生的现金流量净额	-12719	-4552	-11385	-7138	-2670
筹资活动产生的现金流量净额	-5395	-7151	4800	-2671	10058
现金及现金等价物净增加额	-8227	1515	9251	7927	19865

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。