



买入 **29%↑**
目标价格：人民币 37.80

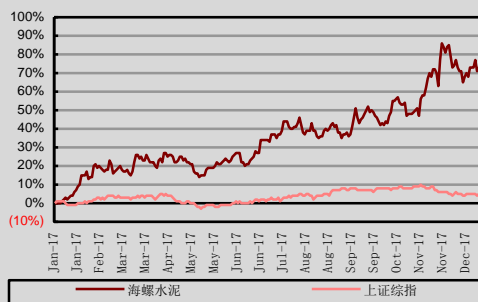
600585.CH

价格：人民币 29.33

目标价格基础：12倍18年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	72.8	(7.1)	17.5	78.8
相对上证指数	67.3	(6.2)	18.7	72.0

发行股数(百万)	5,299
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	117,311
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,411
净负债比率(2018E)	净现金
主要股东(%)	
安徽海螺集团有限责任公司	37

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2017年12月29日收市价为标准

海螺水泥

受益景气回升的水泥龙头

我们认为水泥行业景气上升过程中，作为龙头企业的海螺水泥将显著受益。

支撑评级的要点

- **Q3 主营业务利润同比增长 33%**。公司 Q1、Q2 和 Q3 分别实现归母净利润 21.5 亿元、45.6 亿元和 30.9 亿元，其中前两个季度股票投资收益分别为 4.8 亿元和 14 亿元，占净利润的比重超过 20%，而 Q3 投资收益仅为 0.5 亿元，净利润完全来自主营业务，收益质量远好于前两个季度。此外，去年 Q3 公司股票投资收益 2.8 亿元，若扣除这一部分，Q3 营业利润同比增长 33%，主要来自华东和西北地区水泥价格同比上涨，其次来自并购产能和海外新建产能释放，产量增长约为 5%。
- **造血功能强大，货币资金继续保持在 200 亿元以上**。Q3 经营活动现金净流入 38 亿元，而资本开支不到 3 亿元，现金流持续改善。三季度末公司预收款项 29 亿元，创历史最好水平，环比增加 11 亿元，为利用好现金，公司三季度买了大量理财产品，从二季度末的 8 亿元大幅增加至 29 亿元，未来财务费用将继续下降。
- **行业景气度存在继续推升的可能性**。明年来看，预计需求基本稳定，不太会出现明显下滑，尤其是在海螺水泥的主战场华东区域和华南区域，需求增长确定性较强，而供给端的扰动依然存在，因此我们认为四季度和明年水泥行业景气度存在进一步推升的可能性。
- **海螺水泥 ROA 离景气高点还有距离**。前三季度 ROA 为 11.96%，甚至还没达到次景气的 14 年前三季度 12.09%，离高景气的 11 年前三季度 18.03% 则更远；如果扣除股票投资收益（利润占比 15%），预计前三季度经营层面的 ROA 10% 左右。随着近两个月华东市场水泥价格三轮上涨，预计行业景气度超过 14 年确定性很强，能否达到 10、11 年水平尚需观察，公司四季度业绩超预期概率较大。

评级面临的主要风险

- 行业景气不达预期

估值

- 预计 2017-2019 年公司净利润分别 148.13、162.23 和 170.68 亿元，EPS 分别为 2.80、3.06 和 3.22 元，给予**买入**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	50,976	55,932	74,296	80,311	86,722
变动(%)	(16)	10	33	8	8
净利润(人民币 百万)	7,516	8,530	14,813	16,223	17,068
全面摊薄每股收益(人民币)	1.418	1.610	2.795	3.061	3.221
变动(%)	(31.6)	13.5	73.7	9.5	5.2
全面摊薄市盈率(倍)	20.7	18.2	10.5	9.6	9.1
价格/每股现金流量(倍)	15.7	11.8	7.5	8.1	5.9
每股现金流量(人民币)	1.87	2.49	3.91	3.62	4.98
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	9.5	5.5	4.3	3.5
每股股息(人民币)	0.430	0.490	0.839	0.918	0.966
股息率(%)	1.5	1.7	2.9	3.1	3.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	50,976	55,932	74,296	80,311	86,722
销售成本	(37,313)	(38,442)	(49,315)	(50,863)	(55,499)
经营费用	(1,823)	(2,045)	(2,049)	(2,355)	(2,702)
息税折旧前利润	11,840	15,444	22,932	27,093	28,521
折旧及摊销	(4,459)	(4,753)	(5,009)	(5,275)	(5,537)
经营利润 (息税前利润)	7,380	10,692	17,923	21,819	22,984
净利息收入/(费用)	(570)	(337)	(267)	(289)	(312)
其他收益/(损失)	3,229	1,298	2,499	486	490
税前利润	10,039	11,653	20,155	22,015	23,162
所得税	(2,411)	(2,703)	(4,676)	(5,064)	(5,327)
少数股东权益	112	421	666	729	767
净利润	7,516	8,530	14,813	16,223	17,068
核心净利润	5,324	7,793	15,278	16,813	17,734
每股收益 (人民币)	1.418	1.610	2.795	3.061	3.221
核心每股收益 (人民币)	1.005	1.470	2.883	3.173	3.346
每股股息 (人民币)	0.430	0.490	0.839	0.918	0.966
收入增长(%)	(16)	10	33	8	8
息税前利润增长(%)	(49)	45	68	22	5
息税折旧前利润增长(%)	(36)	30	48	18	5
每股收益增长(%)	(32)	13	74	10	5
核心每股收益增长(%)	(48)	46	96	10	5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	10,039	11,653	20,155	22,015	23,162
折旧与摊销	4,459	4,753	5,009	5,275	5,537
净利息费用	570	337	267	289	312
运营资本变动	(833)	(466)	4,357	(4,336)	4,400
税金	(2,300)	(2,282)	(4,676)	(5,064)	(5,327)
其他经营现金流	(2,028)	(798)	(4,392)	982	(1,692)
经营活动产生的现金流	9,908	13,197	20,720	19,162	26,391
购买固定资产净值	439	337	4,000	4,000	4,000
投资减少/增加	1,460	29	2,600	(300)	(300)
其他投资现金流	(14,619)	(4,919)	(8,462)	(7,809)	(7,985)
投资活动产生的现金流	(12,719)	(4,552)	(1,862)	(4,109)	(4,285)
净增权益	(2,279)	(2,597)	(4,444)	(4,867)	(5,120)
净增债务	6,258	(707)	817	748	(845)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(9,375)	(3,874)	5,532	(2,426)	(672)
融资活动产生的现金流	(5,395)	(7,151)	1,958	(6,442)	(6,416)
现金变动	(8,206)	1,494	20,816	8,612	15,690
期初现金	14,152	14,471	15,586	36,402	45,014
公司自由现金流	(2,811)	8,645	18,858	15,054	22,106
权益自由现金流	4,016	8,275	19,942	16,091	21,573

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	14,471	15,586	36,402	45,014	60,703
应收帐款	5,680	7,905	8,364	9,483	10,292
库存	4,238	4,549	6,189	5,236	7,159
其他流动资产	1,817	1,355	1,927	1,669	1,929
流动资产总计	26,206	29,394	52,882	61,402	80,083
固定资产	64,327	64,850	63,522	61,950	60,137
无形资产	7,160	7,498	7,816	8,113	8,390
其他长期资产	4,374	4,343	3,808	4,196	4,427
长期资产总计	75,862	76,691	75,146	74,260	72,954
总资产	105,781	109,514	131,895	139,341	156,696
应付帐款	3,904	4,379	5,768	4,925	6,741
短期债务	860	1,275	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	15,638	11,395	15,794	14,000	16,961
流动负债总计	20,402	17,049	22,562	19,925	24,702
长期借款	10,740	11,443	15,491	13,660	13,549
其他长期负债	728	723	703	718	715
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	64,468	70,719	83,486	94,654	106,580
股东权益	69,767	76,018	88,785	99,954	111,880
少数股东权益	3,420	3,690	4,355	5,084	5,851
总负债及权益	105,781	109,514	131,895	139,341	156,696
每股帐面价值 (人民币)	13.17	14.34	16.75	18.86	21.11
每股有形资产 (人民币)	11.81	12.93	15.28	17.33	19.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.14)	(1.67)	(5.64)	(7.27)	(10.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	23.2	27.6	30.9	33.7	32.9
息税前利润率 (%)	14.5	19.1	24.1	27.2	26.5
税前利润率 (%)	19.7	20.8	27.1	27.4	26.7
净利率 (%)	14.7	15.3	19.9	20.2	19.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.7	2.3	3.1	3.2
利息覆盖率(倍)	13.0	31.7	67.0	75.5	73.6
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.5	2.1	2.8	3.0
估值					
市盈率(倍)	20.7	18.2	10.5	9.6	9.1
核心业务市盈率(倍)	29.2	19.9	10.2	9.2	8.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.3	19.7	11.3	10.3	9.8
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	15.7	11.8	7.5	8.1	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	9.5	5.5	4.3	3.5
周转率					
存货周转天数	42.1	41.7	39.7	41.0	40.8
应收帐款周转天数	37.4	44.3	40.0	40.6	41.6
应付帐款周转天数	28.4	27.0	24.9	24.3	24.6
回报率					
股息支付率 (%)	30.3	30.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	11.1	11.7	18.0	17.2	16.1
资产收益率 (%)	5.4	7.6	11.4	12.4	12.0
已运用资本收益率 (%)	2.2	2.4	3.7	3.5	3.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测