

## 环保影响产能有限，化解空间犹存

推荐（维持）

### 事件

公司近日发布公告称，公司全资子公司安徽铜陵海螺水泥有限公司5月份接到铜陵市环保局及铜陵市港航（地方海事）管理局《关于立即停止码头作业的紧急通知》。铜陵海螺码头于5月下旬停止作业，铜陵海螺3条熟料生产线被迫临时停产。

### 点评

**环保政策执行空前严厉，或增大区域市场供给缺口。**公司作为行业龙头，在环保设备、技术、管理及运行等方面领先行业，在这次环保行动中遭遇刚性执法，若政策执行力度持续高压，区域内或有其他更多水泥产能受限，将加剧区域市场的供应紧张，有利于淡季水泥市场的价格稳定。**临时停产对公司业绩影响有限。**临时停产影响产能占铜陵海螺1500万吨年熟料总产能的58%，公司依托规模和布局优势，通过统筹调度内部其他沿江生产基地的熟料资源，满足内部粉磨企业的正常生产运营。铜陵海螺2017年实现营业收入37.51亿元，净利润8.76亿元；分别占公司2017年营业收入的4.98%和净利润的5.52%。按比例推算影响公司2018年二季度及全年净利润比例有限。

**化解空间犹存。**公告表示目前铜陵市政府正在积极协调相关部门，力争早日恢复码头运行。长期以来，公司及铜陵海螺是安徽和铜陵的标杆性国企，是地方经济发展重要力量，拥有良好的公共关系，我们认为公司将和地方政府合力解决相关问题，恢复码头及所涉产能的运行。

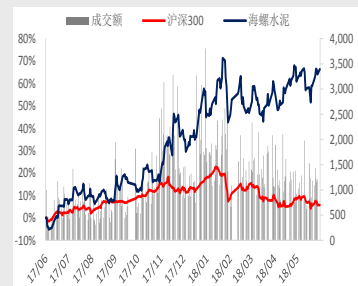
### 投资策略及评级

公司作为行业龙头，依托规模和布局优势，是本轮行业供给侧改革的最大受益者。预计公司2018-2020年EPS分别为4.47、4.59和4.99元，以目前价格计，对应PE为8、8和7倍，维持公司“推荐”评级。

### 风险提示：1、基建投资不达预期 2、煤炭价格大幅上涨

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	55,931.9	75,310.8	98,431.2	110,243.0	121,267.3
同比增长(+/-%)	9.7%	34.6%	30.7%	12.0%	10.0%
归属净利润（百万元）	8,529.9	15,854.7	23,690.2	24,318.9	26,439.2
同比增长(+/-%)	17.3%	83.5%	49.4%	2.7%	9.3%
每股收益（元）	1.61	2.99	4.47	4.59	4.99
PE	23.20	12.48	8.35	8.14	7.49
PB	2.58	2.21	1.83	1.55	1.33

### 市场表现 截至 2018.06.12



市场数据	2018/6/12
A股收盘价（元）	37.35
一年内最高价（元）	37.84
一年内最低价（元）	20.29
上证指数	3,079.80
市净率	2.0
总股本（万股）	529,930
实际流通A股（万股）	399,970
限售流通A股（万股）	0
流通A股市值（亿元）	1,493.89

分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010-85556195

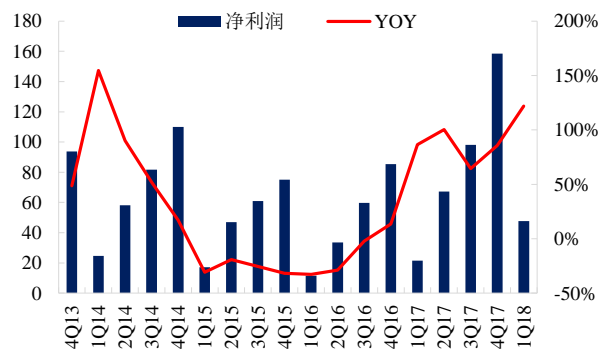
邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

**图表 1：一季度公司营业收入增长 37.6%**



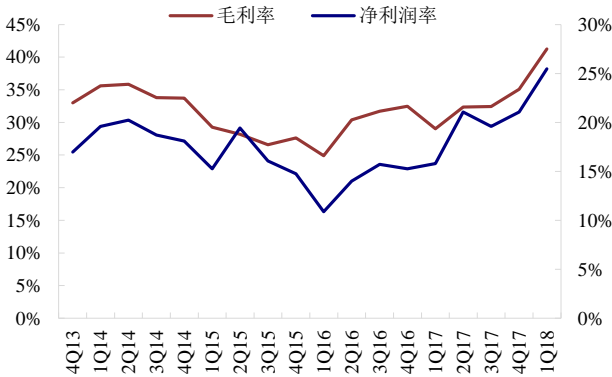
数据来源：Wind、华融证券

**图表 2：一季度公司净利润增长 121.9%**



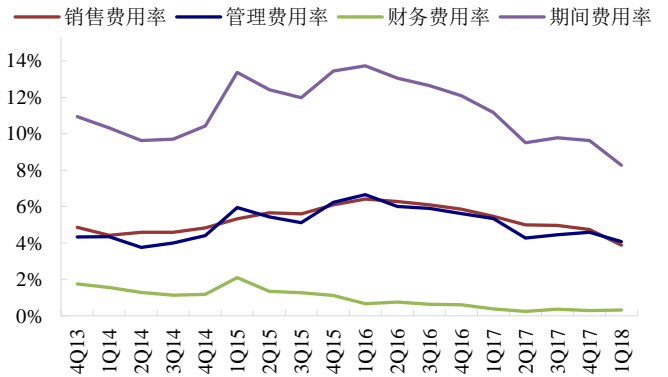
数据来源：Wind、华融证券

**图表 3：一季度公司毛利率创新高**



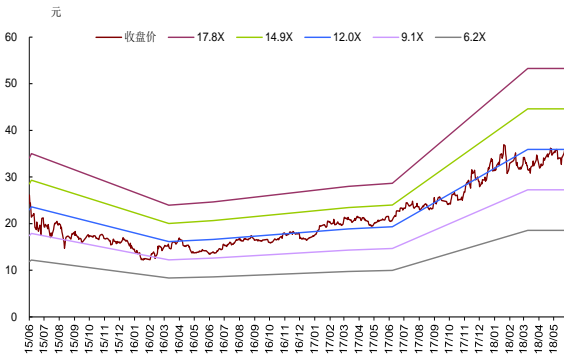
数据来源：Wind、华融证券

**图表 4：一季度公司期间费用率同比下降 2.91 个百分点**



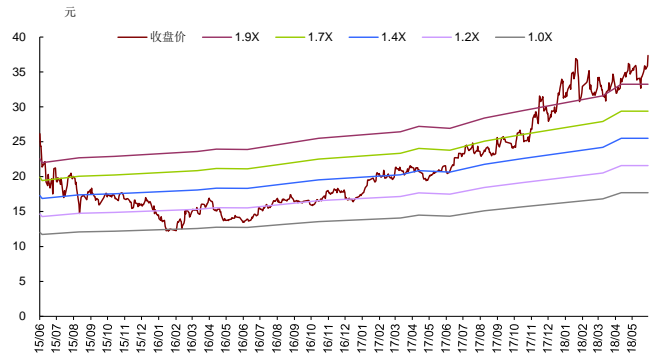
数据来源：Wind、华融证券

**图表 5：公司 PE-BAND**



数据来源：Wind、华融证券

**图表 6：公司 PB-BAND**



数据来源：Wind、华融证券

**附表：**
**资产负债表**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>29,394.3</b>	<b>45,952.9</b>	<b>73,006.0</b>	<b>95,913.5</b>	<b>122,535.6</b>
现金	15,586.0	24,759.8	53,125.0	72,328.3	95,979.5
交易性投资	0.0	2.3	2.3	0.0	0.0
应收票据	6,511.1	11,127.3	10,253.6	12,581.9	14,626.7
应收款项	654.7	1,059.7	979.0	1,215.8	1,421.9
其他应收款	738.8	2,932.0	1,309.1	1,466.2	1,612.9
存货	4,548.5	4,705.2	6,309.9	7,368.3	8,022.9
其他	1,355.2	1,366.5	1,027.1	953.1	871.8
<b>非流动资产</b>	<b>80,119.8</b>	<b>76,189.7</b>	<b>74,699.5</b>	<b>73,113.1</b>	<b>70,745.2</b>
长期股权投资	3,315.4	2,790.8	2,266.1	1,741.4	1,216.8
固定资产	62,278.0	59,667.6	57,006.0	52,665.2	46,022.5
无形资产	7,497.7	7,976.1	7,750.9	7,532.0	7,319.3
其他	7,028.6	5,755.2	7,676.4	11,174.4	16,186.6
<b>资产总计</b>	<b>109,514.1</b>	<b>122,142.6</b>	<b>147,705.5</b>	<b>169,026.6</b>	<b>193,280.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,049.2</b>	<b>21,114.3</b>	<b>24,977.5</b>	<b>26,869.9</b>	<b>29,216.3</b>
短期负债	1,275.2	934.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	4,379.3	4,986.3	6,015.1	7,003.2	7,703.5
预收账款	1,550.1	2,143.8	2,479.2	2,975.2	3,285.0
其他	9,844.6	13,049.4	16,483.1	16,891.5	18,227.8
<b>长期负债</b>	<b>11,917.5</b>	<b>8,860.5</b>	<b>11,113.9</b>	<b>10,173.0</b>	<b>9,787.1</b>
长期借款	5,447.2	4,860.5	4,860.5	4,860.5	4,860.5
其他	6,470.2	4,000.0	6,253.4	5,312.5	4,926.6
<b>负债合计</b>	<b>28,966.7</b>	<b>29,974.8</b>	<b>36,091.3</b>	<b>37,042.9</b>	<b>39,003.4</b>
股本	5,299.3	5,299.3	5,299.3	5,299.3	5,299.3
资本公积金	10,684.3	10,576.3	10,576.3	10,576.3	10,576.3
留存收益	60,034.5	73,239.5	92,191.6	111,646.8	132,798.1
少数股东权益	3,689.9	2,557.8	3,417.0	4,299.1	5,400.7
母公司所有者权益	76,608.9	89,406.3	108,197.1	127,684.7	148,876.6
<b>负债及权益合计</b>	<b>109,514.1</b>	<b>122,142.6</b>	<b>147,705.5</b>	<b>169,026.6</b>	<b>193,280.7</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,818.9</b>	<b>17,363.5</b>	<b>36,448.6</b>	<b>29,333.5</b>	<b>32,576.3</b>
净利润	8,950.6	16,428.7	24,549.4	25,200.9	27,540.8
折旧摊销	4,752.7	4,833.2	5,758.2	5,950.4	5,776.1
财务费用	369.9	202.9	309.5	300.0	200.0
投资收益	-449.0	-2,060.7	-61.9	-75.9	-74.9
营运资金变动	-707.0	-1,853.9	6,075.0	-1,823.6	-633.1
其他	-98.3	-186.7	-181.7	-218.4	-232.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,552.2</b>	<b>-5,202.6</b>	<b>-4,073.4</b>	<b>-4,166.4</b>	<b>-3,200.4</b>
资本支出	-5,401.3	-10,052.9	-7,054.0	-7,054.0	-6,054.0
其他投资	849.1	4,850.3	2,980.6	2,887.6	2,853.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-790.0</b>	<b>-5,324.4</b>	<b>-4,010.0</b>	<b>-5,963.8</b>	<b>-5,724.8</b>
借款变动	3,616.2	-927.2	-934.8	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-108.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-2,278.7	-2,649.7	-4,738.0	-4,863.8	-5,287.8
其他	-2,127.5	-1,639.6	1,662.9	-1,100.0	-436.9

**利润表**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>55,931.9</b>	<b>75,310.8</b>	<b>98,431.2</b>	<b>110,243.0</b>	<b>121,267.3</b>
营业成本	37,770.0	48,887.7	57,287.0	66,697.0	73,366.7
营业税金及附加	672.5	947.0	1,279.6	1,433.2	1,455.2
营业费用	3,276.4	3,571.9	4,429.4	4,960.9	5,578.3
管理费用	3,143.6	3,459.7	4,331.0	5,071.2	5,578.3
财务费用	336.9	215.6	309.5	300.0	200.0
资产减值损失	377.8	0.0	35.0	9.5	8.8
公允价值变动净收益	6.4	2.3	1.2	1.0	0.1
投资收益	399.1	2,026.7	10.0	10.0	10.0
<b>营业利润</b>	<b>10,760.3</b>	<b>20,825.3</b>	<b>30,770.9</b>	<b>31,782.3</b>	<b>35,090.1</b>
营业外收入	981.2	479.9	968.5	809.9	752.8
营业外支出	88.2	76.4	62.8	74.8	75.6
<b>利润总额</b>	<b>11,653.2</b>	<b>21,228.8</b>	<b>31,676.7</b>	<b>32,517.4</b>	<b>35,767.3</b>
所得税	2,702.6	4,800.0	7,127.3	7,316.4	8,226.5
<b>净利润</b>	<b>8,950.6</b>	<b>16,428.7</b>	<b>24,549.4</b>	<b>25,200.9</b>	<b>27,540.8</b>
少数股东权益	420.7	574.1	859.2	882.0	1,101.6
归属母公司所有者净利润	8,529.9	15,854.7	23,690.2	24,318.9	26,439.2
EPS (元)	1.61	2.99	4.47	4.59	4.99

**主要财务比率**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	9.7%	34.6%	30.7%	12.0%	10.0%
营业利润	24.2%	93.5%	47.8%	3.3%	10.4%
净利润	17.3%	83.5%	49.4%	2.7%	9.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	32.5%	35.1%	41.8%	39.5%	39.5%
净利率	16.0%	21.8%	24.9%	22.9%	22.7%
ROE	11.1%	17.7%	21.9%	19.0%	17.8%
ROIC	12.5%	19.7%	25.0%	22.3%	21.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.7%	24.7%	24.4%	21.9%	20.2%
流动比率	1.72	2.18	2.92	3.57	4.19
速动比率	1.42	1.93	2.67	3.31	3.95
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.51	0.62	0.67	0.65	0.63
存货周转率	8.30	10.39	9.08	9.05	9.14
应收账款周转率	7.81	6.18	8.76	7.99	7.56
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.61	2.99	4.47	4.59	4.99
每股经营现金	2.49	3.28	6.88	5.54	6.15
每股净资产	14.46	16.87	20.42	24.09	28.09
每股股利	0.43	0.50	0.89	0.83	0.82
<b>估值比率</b>					
PE	23.20	12.48	8.35	8.14	7.49
PB	2.58	2.21	1.83	1.55	1.33

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

贺众营，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层(100020)

传真：010-85556195      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)