

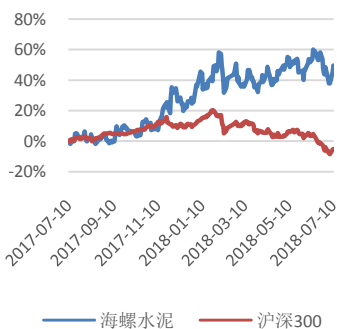
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	33.75
52周最高(元)	36.57
52周最低(元)	21.84
总市值(百万元)	178900
流通市值(百万元)	135000
总股本(百万股)	5299
流通股本(百万股)	4000
每股净资产(元)	17.76
资产负债率(%)	22.09

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩  
Email: yanghao@cnpsec.com  
电话：010-67017788-9506

半年度业绩略超预期，坚定看好确定性龙头

——海螺水泥（600585）

事件：

2018年7月8日晚间，海螺水泥发布2018年半年度业绩预增公告：预计2018年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增加53.73亿元人民币-67.17亿元人民币，同比增加80%-100%。

核心观点

● **公司为我国水泥行业龙头，盈利能力突出。**海螺水泥1997年成立，主营水泥、商品熟料及骨料的生产与销售，公司为国内首家A+H水泥股。公司2017年收入753.11亿元，同比增长34.65%；实现归属母公司股东净利润158.55亿元，同比增长85.87%，各板块收入贡献占比分别为水泥87.1%、熟料9.6%以及其它约3%。成长性方面，公司2013-2017年营业收入、归属母公司净利润复合增速分别为8.05%、14.02%，展现出一定的成长性及较强的成本控制能力。盈利能力方面，公司2013-2017年摊薄ROE始终维持在10%以上，近三年均值13.17%，体现出稳定且高效的盈利能力。

● **短期预期不振不改长期远景向好，行业集中度提升逻辑仍在。**股价短期压力主要来自于估值与业绩边际预期方面的压制，2017年公司受益于供给侧改革导致的产品价格同比涨幅较大，盈利水平得到大幅提升，但展望2018年，下游涨价边际效应减弱叠加房地产向下预期压制，业绩短期提升空间被压缩；估值方面，股价经历了持续两年的修复之后，目前处于合理水平，不存在明显低估。展望中长期，从我国水泥行业的发展周期来看，目前我国水泥市场整体处于成熟期，行业高速增长阶段已经过去，集中度提升成为中期行业发展逻辑。在当下国家深化供给侧改革和行业季节性错峰生产的背景下，行业集中度提升有望加速，龙头公司将充分受益。

● **半年度业绩略超预期，边际预期得到改善，助力股价企稳。**从短中长三个角度来思考海螺水泥的价值，我们能够看到：1) 短期来看，半年度业绩大幅预增，有助于当下弱势行情下公司股价企稳；2) 拉长到中期，市场将会逐步认识到后供给侧改革时期，龙头公司业绩边际改善韧性是超预期的，这部分认知偏差将被逐步修正，助力估值提升；3) 长期来看，海螺水泥稳健属性强，业绩确定性高，能够部分熨平行业周期波动带来的冲击，有望成为穿越牛熊的重点标的。

● **盈利预测与评级：**综合考虑半年度业绩略超预期与前期铜陵海螺事件影响，略微上调我们之前的盈利预测，预计公司2018-2020年EPS

分别为 3.85 元、4.23 元和 4.44 元，对应的动态市盈率分别为 8.77 倍、7.99 倍和 7.60 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**下游基建需求下滑超预期；水泥价格回调；投资收益不确定。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	753,11	89,087	91,919	96,306
增长率（%）	34.7%	18.3%	3.2%	4.8%
净利润（百万元）	15,855	20,404	22,395	23,528
增长率（%）	85.9%	28.7%	9.8%	5.1%
EPS（元）	2.99	3.85	4.23	4.44

## 财务预测表

**资产负债表**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	24,760	34,563	52,371	72,053
交易性金融资产	2	-	-	-
应收及预付	12,989	14,787	14,306	14,143
其他应收账款	3,091	3,012	3,006	3,112
存货	4,705	5,128	5,890	6,418
其他流动资产	406	477	514	541
流动资产合计	45,953	57,967	76,087	96,267
长期投资	2,791	2,791	2,791	2,791
固定资产	59,668	62,087	62,131	61,160
无形资产	7,976	8,208	8,443	8,636
其他非流动资产	5,755	6,221	6,497	6,746
非流动资产合计	76,190	79,307	79,862	79,333
<b>资产总计</b>	<b>122,143</b>	<b>137,274</b>	<b>155,949</b>	<b>175,600</b>
短期借款	935	1,036	1,042	1,022
应付及预收	7,130	7,456	7,841	8,482
其他流动负债	13,049	15,961	19,093	22,364
流动负债	21114	24453	27976	31868
长期借款	4,860	4,658	5,394	5,730
应付债券	3,498	3,498	3,498	3,498
其他非流动负债	705	1,520	1,254	1,353
非流动负债	9,063	9,676	10,146	10,581
<b>负债合计</b>	<b>30,178</b>	<b>34,129</b>	<b>38,122</b>	<b>42,449</b>
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,576	10,576	10,576	10,576
留存收益	73,531	84,470	98,952	113,976
<b>母公司所有者权益</b>	<b>89,406</b>	<b>100,345</b>	<b>114,827</b>	<b>129,851</b>
少数股东权益	2,558	2,800	3,000	3,300
<b>负债和股东权益</b>	<b>122,143</b>	<b>137,274</b>	<b>155,949</b>	<b>175,600</b>

**现金流量表摘要**

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	17,363	25,194	29,567	33,769
投资现金流净额	-5,203	-7,394	-7,654	-8,927
筹资现金流净额	-7,500	-6,774	-11,674	-18,077

**利润表**

会计年度 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	75,311	89,087	91,919	96,306
营业总成本:	57,082	63,022	63,279	66,126
营业成本	48,888	54,160	54,767	57,351
营业税金及附加	947	1,107	1,135	1,178
销售费用	3,572	3,755	3,814	3,932
管理费用	3,460	3,825	3,775	3,946
财务费用	216	175	-212	-281
资产减值损失	0	0	0	0
<b>其他经营收益:</b>	<b>2596</b>	<b>399</b>	<b>501</b>	<b>551</b>
公允变动收益	2	-1	1	1
投资净收益	2,027	400	500	550
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	567	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>20,825</b>	<b>26,464</b>	<b>29,141</b>	<b>30,731</b>
加: 营业外收入	480	480	480	480
减: 营业外支出	76	57	57	57
利润总额	21,229	26,887	29,565	31,154
减: 所得税	4,800	6,068	6,715	7,114
<b>净利润</b>	<b>16,429</b>	<b>20,819</b>	<b>22,850</b>	<b>24,040</b>
减: 少数股东损益	574	416	455	512
<b>归属母公司净利</b>	<b>15,855</b>	<b>20,404</b>	<b>22,395</b>	<b>23,528</b>

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	35.1%	39.2%	40.4%	40.4%
净利率	21.8%	23.4%	24.9%	25.0%
净资产收益率	17.7%	20.3%	19.5%	18.1%
市盈率 (倍)	12.56	8.77	7.99	7.60
市净率 (倍)	1.74	1.78	1.56	1.38
EPS	2.99	3.85	4.23	4.44
每股净资产 (元/股)	16.87	18.94	21.67	24.50
经营现金流 (元/股)	3.28	4.40	5.10	5.65

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 业务简介

---

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。