



600585.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 37.25

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.6	12.1	14.8	61.9
相对上证指数	34.5	10.8	21.1	73.2

发行股数(百万)	5,299
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	148,989
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,168
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	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年7月26日收市价为标准

相关研究报告

《海螺水泥》20180323

《海螺水泥: 业绩增长强劲, 行业景气有望进一步提升》20171030

《水泥价格周报: 价格继续小幅上扬》20150914

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: 水泥制造

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

海螺水泥

收购广英水泥, 加强广东地区市场控制力

海螺水泥收购广东广英水泥全部股权, 进一步增加广东省内布局, 省内熟料产能将达到1,730万吨, 进一步缩小与省内龙头华润水泥差距。受益广东省内行业高度景气, 新收购产能将快速转化为公司新的利润增长点。

支撑评级的要点

- **海螺水泥收购广东清远广英水泥 80% 股权:** 海螺水泥近期出资收购广英水泥 80% 股权, 获得公司实际控制权。目前广英水泥有 3 条熟料生产线, 5 条粉磨生产线, 熟料产能共计 260 万吨。收购完成后, 海螺水泥在清远市将拥有英德海螺、清新水泥、广英水泥三家子公司, 熟料产能分别为 600 万吨、300 万吨、260 万吨, 共计 9 条熟料生产线, 15 条粉磨生产线, 熟料产能共计 1160 万吨。
- **广东省内水泥市场持续景气, 供需持续紧张:** 受益于人口持续流入拉动需求以及省内产能持续短缺, 目前广东省内是全国水泥行业景气度最高的地区。根据数字水泥网和万得资讯, 目前广东省内吨单价为 422.15 元, 持续高位运行, 毛利率接近 40%。库容率 51.67%, 相对全国水平较低。投资增速抬头, 需求持续旺盛, 部分地区水泥需要从广西福建进口。2018 年 6 月份, 广东省产量达 1,302.31 万吨, 环比回落, 供需关系持续紧张。
- **收购广英水泥加强华南地区控制力, 将快速转化为业绩增长点:** 海螺水泥和华润水泥在广东广西两省内有较高市场占有率, 根据数字水泥网披露的数据, 海螺水泥 2017 年底在广东广西熟料产能分别为 1,472.5 万吨与 1,596.5 万吨, 收购广英水泥后, 广东省内产能突破达到 1,730 万吨, 进一步缩小与华润水泥差距, 加强对省内市场的控制力。另一方面, 海螺水泥在全国范围内有丰富的产能并购经验, 收购广英水泥将在短期内转化为公司新的业绩增长点。

评级面临的主要风险

- 广东省内水泥价格超预期波动、收购企业整合不及预期。

盈利预测与估值

- 考虑收购广英水泥带来的业绩增量, 我们认为 2018-2020 三年公司营收分别为 979.04 亿元、1,027.99 亿元、1,079.39 亿元。归母净利润分别为 256.26 亿元、270.15 亿元、280.05 亿元。EPS 分别为 4.84、5.10、5.38。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	55,932	75,311	97,904	102,799	107,939
变动(%)	10	35	30	5	5
净利润(人民币 百万)	8,530	15,855	25,626	27,016	28,505
全面摊薄每股收益(人民币)	1.610	2.992	4.836	5.098	5.379
变动(%)	13.5	85.9	61.6	5.4	5.5
全面摊薄市盈率(倍)	23.8	12.8	7.9	7.5	7.1
价格/每股现金流量(倍)	23.1	3.3	6.1	5.3	5.1
每股现金流量(人民币)	1.65	11.58	6.22	7.18	7.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	7.9	5.3	5.0	4.8
每股股息(人民币)	0.50	1.20	1.45	1.53	1.61
股息率(%)	31.1	40.1	30.0	30.0	29.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	55,932	75,311	97,904	102,799	107,939
销售成本	37,770	48,888	54,826	57,568	60,446
经营费用	7,092	7,979	10,672	11,205	11,765
息税折旧前利润	16,322	25,703	38,567	40,164	41,785
折旧及摊销	4,753	4,833	6,001	6,087	6,113
经营利润(息税前利润)	11,569	20,870	32,566	34,077	35,672
净利息收入/(费用)	(337)	(216)	(350)	(100)	192
其他收益/(损失)	1,298	2,432	1,005	1,005	1,005
税前利润	11,232	20,655	32,216	33,977	35,864
所得税	2,703	4,800	6,590	6,961	7,359
少数股东权益	421	574	733	828	930
净利润	8,530	15,855	25,626	27,016	28,505
核心净利润	7,231	13,422	24,621	26,011	27,500
每股收益(人民币)	1.610	2.992	4.836	5.098	5.379
核心每股收益(人民币)	1.365	2.533	4.646	4.908	5.189
每股股息(人民币)	0.500	1.200	1.450	1.530	1.610
收入增长(%)	10	35	30	5	5
息税前利润增长(%)	9	80	56	5	5
息税折旧前利润增长(%)	8	57	50	4	4
每股收益增长(%)	13	86	62	5	6
核心每股收益增长(%)	64	86	83	6	6

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	11,232	20,655	32,216	33,977	35,864
折旧与摊销	4,753	4,833	6,001	6,087	6,113
净利息费用	337	216	350	100	(192)
运营资本变动	5,426	3,317	1,302	(2,220)	(2,209)
税金	7,512	10,003	4,138	4,595	5,050
其他经营现金流	(5,211)	(15,026)	(9,132)	(9,850)	(10,596)
经营活动产生的现金流	13,197	17,363	32,271	37,130	38,448
购买固定资产净值	4,822	3,552	28	8	3
投资减少/增加	259	2,246	(305)	(305)	(305)
其他投资现金流	637	49,808	398	647	940
投资活动产生的现金流	(4,444)	44,009	675	944	1,242
净增权益	(48)	(90)	0	0	0
净增债务	(3,538)	(2,124)	0	0	0
支付股息	2,650	6,359	7,684	8,108	8,532
其他融资现金流	(915)	2,882	(706)	(725)	(730)
融资活动产生的现金流	(7,151)	(5,692)	(8,390)	(8,832)	(9,262)
现金变动	1,623	6,603	24,529	29,233	30,426
期初现金	14,471	15,586	24,760	49,289	78,521
公司自由现金流	8,753	61,372	32,946	38,074	39,690
权益自由现金流	4,299	62,130	32,241	37,349	38,960

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	15,586	24,760	49,289	78,521	108,947
应收帐款	8,019	15,278	18,598	19,241	19,917
库存	4,549	4,705	6,225	6,529	6,847
其他流动资产	1,770	1,240	1,210	1,210	1,210
流动资产总计	29,394	45,953	75,322	105,501	136,922
固定资产	62,278	59,668	55,607	50,294	44,601
无形资产	7,498	7,976	7,710	7,444	7,179
其他长期资产	10,344	8,546	6,900	6,400	6,249
长期资产总计	80,124	76,190	70,217	64,139	58,029
总资产	109,514	122,143	145,539	169,640	194,950
应付帐款	4,379	4,986	5,637	5,937	6,253
短期债务	1,275	935	935	935	935
其他流动负债	11,395	15,193	18,080	20,946	23,835
流动负债总计	17,049	21,114	24,652	27,818	31,023
长期借款	5,447	4,860	4,860	4,860	4,860
其他长期负债	6,719	4,204	5,387	6,585	7,788
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	74,999	86,665	105,340	125,076	145,979
股东权益	80,299	91,964	110,640	130,376	151,279
少数股东权益	3,690	2,558	3,291	4,119	5,049
总负债及权益	109,514	122,143	145,539	169,640	194,950
每股帐面价值(人民币)	14.46	16.87	20.26	23.83	27.59
每股有形资产(人民币)	19.06	21.32	25.79	30.39	35.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.40)	(2.79)	(7.19)	(12.48)	(18.00)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.2	34.1	39.4	39.1	38.7
息税前利润率(%)	20.7	27.7	33.3	33.1	33.0
税前利润率(%)	20.1	27.4	32.9	33.1	33.2
净利率(%)	16.0	21.8	26.9	27.1	27.3
流动性					
流动比率(倍)	1.7	2.2	3.1	3.8	4.4
利息覆盖率(倍)	48.5	119.2	43.6	45.6	47.7
净权益负债率(%)	(2.7)	(16.1)	(34.4)	(50.7)	(63.0)
速动比率(倍)	1.5	2.0	2.8	3.6	4.2
估值					
市盈率(倍)	23.8	12.8	7.9	7.5	7.1
核心业务市盈率(倍)	28.0	15.1	8.2	7.8	7.4
市净率(倍)	2.6	2.3	1.9	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	23.1	3.3	6.1	5.3	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	7.9	5.3	5.0	4.8
周转率					
存货周转天数	29.7	22.8	23.2	23.2	23.2
应收帐款周转天数	52.3	74.0	69.3	68.3	67.4
应付帐款周转天数	42.3	37.2	37.5	37.6	37.8
回报率					
股息支付率(%)	31.1	40.1	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	11.1	17.9	23.8	21.4	19.5
资产收益率(%)	8.2	13.5	18.1	16.4	15.1
已运用资本收益率(%)	11.9	21.3	36.7	43.5	52.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371