



东兴证券
DONGXING SECURITIES

高景气未改ROE持续向上

——海螺水泥（600585）2018年三季度报点评

2018年10月25日

强烈推荐/维持

海螺水泥

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司披露 2018 年第三季度报告：报告期内公司实现营业收入 320.50 亿元，同比增加 76.77%，实现归属于上市公司股东的净利润 77.74 亿元，同比增长 151.43%。每股收益为 1.467 元，同比增加 22.75%。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入（百万元）	106.07	133.66	139.76	179.83	136.39	182.69	181.31	252.72	187.67	269.76	320.50
增长率（%）	-5.54%	2.86%	1.68%	38.25%	28.58%	36.68%	29.73%	40.53%	37.59%	47.66%	76.77%
毛利率	24.90%	34.72%	34.00%	34.07%	29.04%	34.85%	32.56%	40.33%	41.25%	46.30%	37.33%
期间费用率（%）	13.73%	12.51%	11.95%	10.89%	11.17%	8.25%	10.25%	9.33%	8.26%	6.09%	6.17%
营业利润率（%）	10.57%	21.30%	23.43%	19.56%	19.68%	34.36%	22.21%	31.01%	32.99%	40.11%	31.21%
净利润（百万元）	1174.22	2285.98	2767.19	2723.25	2280.89	4776.63	3194.94	6176.27	4902.08	8407.80	7993.34
增长率（%）	-31.66%	-24.38%	98.91%	82.08%	94.25%	108.95%	15.46%	126.80%	114.92%	76.02%	150.19%
每股盈利	0.218	0.415	0.493	0.483	0.406	0.861	0.583	1.141	0.902	1.541	1.467
资产负债率（%）	30.41%	27.18%	26.57%	26.68%	25.71%	25.45%	26.35%	24.71%	22.09%	20.41%	22.75%
净资产收益率	1.57%	3.04%	3.56%	3.39%	2.76%	5.65%	3.72%	6.72%	5.06%	8.50%	7.46%
总资产收益率（%）	1.09%	2.22%	2.62%	2.49%	2.05%	4.22%	2.74%	5.06%	3.94%	6.76%	5.77%

观点：

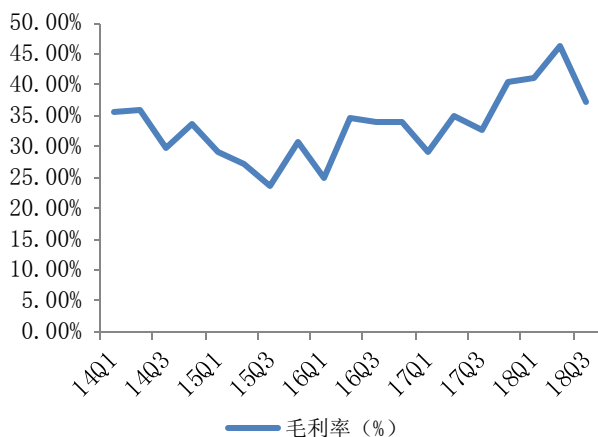
- **量价齐升和其他业务发力助力营业收入增速持续向上。**2018 年第三季度营业收入为 320.50 亿元，较上年同期上升 76.77%，增速持续向上。公司水泥熟料产品销量和价格实现双增长，水泥和熟料营业收入增速为 43.56%，其中自产自销的量增长 6.87%，而三季度公司贸易平台销售水泥 1700 万吨，使得销售量的增速达到 15%，销售价格同比增长约 34.3%。非水泥和熟料的其他业务营业收入为 10.30 亿元，同比增长 5.45 亿元，增长较大。
- **毛利率环比微降，但同比继续改善。**在价格同比提升的带动下，第三季度公司综合毛利率 37.33%，同比上涨 4.78 个百分点，由于综合价格环比微降 2% 左右以及煤炭价格上涨的影响，毛利率较第二季度环比下降 8.96 个百分点。
- **放量阶段期间费用率下降明显 盈利水平高位继续改善。**公司期间费用率为 6.17%，同比下降 4.08 个百分点。销售费用率为 3.09%，较上年同期降低 1.83 个百分点；管理费（为了同比一致包含研发费用）率为 3.50%，较上年同期降低 1.27 个百分点，其中包括研发费用 1713.07 万元，较上年同期增长 80.27%，主要用于耐火材料等新产品的研发投入，占公司营业收入的 0.05%；财务费用率为 -0.41%，较上年同期

降低 0.98 个百分点。

在毛利率、期间费用率一升一降的双重推动下，公司报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 77.74 亿元，同比增长 151.43%；净利率 24.94%，较上年同期提升 7.32 个百分点。公司单季度 ROE 为 7.70%，较上年同期提升 4.02 个百分点。

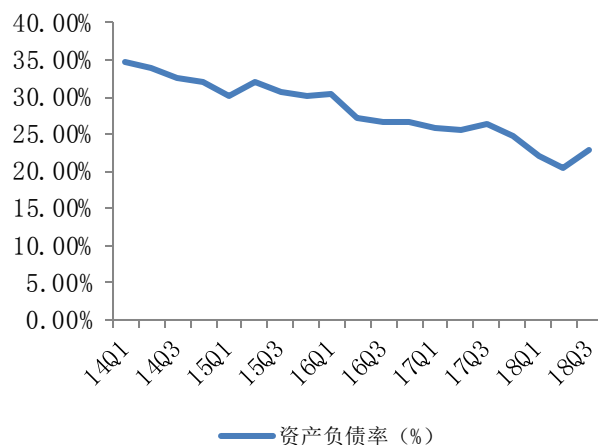
- **水泥龙头市场控制力强，并购和海外拓展发展路径清晰。**公司作为水泥的龙头企业，具备规模优势和市场控制力，有利于公司根据市场的变化来制定相应的经营战略，保证公司利润的最大化。同时作为龙头企业公司在国家严控水泥产能的情况下通过收购和海外拓展不断做大做强的路径比较清晰，具备很大的发展空间。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 5.61 元、6.33 元和 7.01 元，对应 PE 分别为 6 倍、5 倍和 5 倍，考虑到公司作为水泥行业龙头企业，综合优势突出，市场控制力和抗风险能力强，并购和海外发展路径清晰，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**地产等水泥需求下滑程度超出市场预期，海外拓展不及预期。

图 1: 海螺水泥毛利率变化



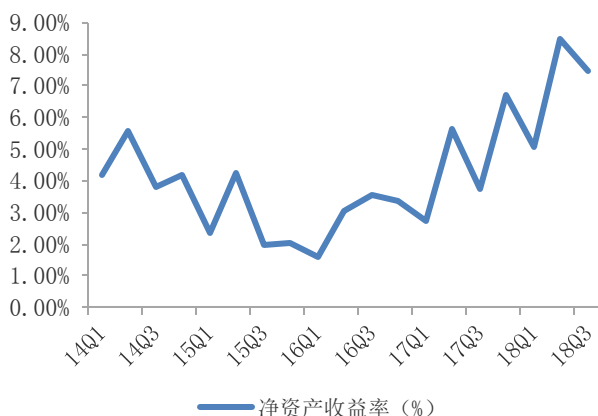
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 海螺水泥资产负债率变化



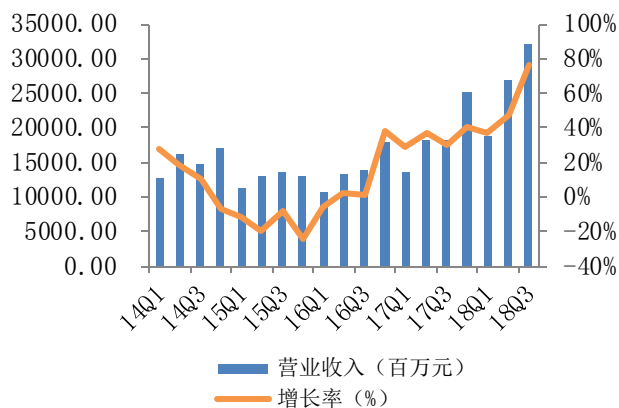
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 海螺水泥单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 海螺水泥单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	29394.3	45952.86	69409.57	99212.61	131165.7	营业收入	55931.90	75310.82	111040.50	125134.1	141195.9
货币资金	15585.9	24759.78	39761.01	65961.30	93730.52	营业成本	37769.96	48887.73	62781.71	70873.27	80908.51
应收账款	654.68	1059.71	1521.10	1714.17	1934.19	营业税金及	672.45	946.99	1276.97	1439.04	1623.75
其他应收	738.84	2932.02	4323.06	4871.75	5497.07	营业费用	3276.41	3571.93	3664.34	4129.43	4659.46
预付款项	581.05	801.89	789.33	789.33	789.33	管理费用	3143.60	3459.69	3997.46	4504.83	5083.05
存货	4548.53	4705.20	6020.16	6796.07	7758.35	财务费用	336.86	215.62	546.99	316.75	208.81
其他流动	659.27	405.69	405.69	405.69	405.69	资产减值损	377.85	(0.01)	0.00	0.00	0.00
非流动资	80119.79	76189.73	75923.90	76217.24	77721.49	公允价值变	6.39	2.31	30.00	30.00	30.00
长期股权	3315.43	2790.76	2791.00	2791.00	2791.00	投资净收益	399.09	2026.69	500.00	500.00	500.00
固定资产	62278.0	59667.63	61380.57	62962.58	65109.97	营业利润	10760.26	20825.30	39303.04	44400.84	49242.30
无形资产	7497.70	7976.13	7178.51	6380.90	5583.29	营业外收入	981.20	479.90	550.00	550.00	550.00
其他非流	470.34	392.15	392.15	392.15	392.15	营业外支出	88.25	76.44	80.00	80.00	80.00
资产总计	109514.	122142.58	145333.4	175429.8	208887.2	利润总额	11653.21	21228.76	39773.04	44870.84	49712.30
流动负债	17049.2	21114.30	21076.92	22147.42	23447.09	所得税	2702.56	4800.02	8992.68	10145.30	11239.95
短期借款	1275.21	934.81	0.00	0.00	0.00	净利润	8950.64	16428.73	30780.36	34725.55	38472.35
应付账款	4379.28	4986.28	6364.17	7184.41	8201.69	少数股东损	420.73	574.06	1061.92	1198.03	1327.30
预收款项	1550.14	2143.82	1921.74	2172.01	2454.40	归属母公司	8529.92	15854.67	29718.43	33527.52	37145.05
一年内到	3262.42	4685.27	4685.00	4685.00	4685.00	EBITDA	15849.83	25874.09	45507.53	50699.18	55801.54
非流动负	12166.1	9064.17	6224.94	6224.94	6224.94	EPS (元)	1.61	2.99	5.61	6.33	7.01
长期借款	5447.25	4860.48	4860.48	4860.48	4860.48	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	5995.86	3498.46	998.46	998.46	998.46						
负债合计	29215.3	30178.48	27301.86	28372.37	29672.03	成长能力					
少数股东	3689.85	2557.81	3619.73	4817.77	6145.06	营业收入增	9.72%	34.65%	47.44%	12.69%	12.84%
实收资本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增	24.16%	93.54%	88.73%	12.97%	10.90%
资本公积	10684.3	10576.32	10576.32	10576.32	10576.32	归属于母公	13.48%	85.87%	87.44%	12.82%	10.79%
未分配利	57384.8	70589.84	95256.14	123083.9	153914.3	获利能力					
归属母公	76608.9	89406.30	113781.4	141609.2	172439.6	毛利率(%)	32.47%	35.09%	43.46%	43.36%	42.70%
负债和所	109514.	122142.58	145333.4	175429.8	208887.2	净利率(%)	15.25%	21.05%	26.76%	26.79%	26.31%
现金流	单位:百万元					总资产净利	8.17%	13.45%	21.27%	19.87%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	11.13%	17.73%	26.12%	23.68%	21.54%
经营活动	13196.7	17363.03	29155.46	37961.64	41617.37	偿债能力					
净利润	8950.64	16428.73	30780.36	34725.55	38472.35	资产负债率	26.68%	24.71%	18.87%	16.23%	14.25%
折旧摊销	4752.71	4833.18	5657.50	5981.59	6350.43	流动比率	1.72	2.18	3.29	4.48	5.59
财务费用	(336.86)	(215.62)	(546.99)	(316.75)	(208.81)	速动比率	1.46	1.95	3.01	4.17	5.26
应付帐款	475.22	607.00	1377.89	820.24	1017.27	营运能力					
预收帐款	195.04	593.68	(222.08)	250.27	282.39	总资产周转	0.52	0.65	0.83	0.78	0.73
投资活动	(4552.25)	(5202.65)	(4861.57)	(5744.92)	(7324.68)	应收账款周	103.89	87.86	86.05	77.36	77.40
公允价值	6.39	2.31	30.00	30.00	30.00	应付账款周	9.12	10.44	11.06	10.46	10.52
长期股权	339.99	(524.67)	0.24	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	399.09	2026.69	500.00	500.00	500.00	每股收益(最	1.61	2.99	5.61	6.33	7.01
筹资活动	(7150.95)	(7499.61)	(9292.66)	(6016.43)	(6523.47)	每股净现金	0.28	0.88	2.83	4.94	5.24
应付债券	(2497.42)	(2497.40)	(2500.00)	0.00	0.00	每股净资产	14.46	16.87	21.47	26.72	32.54
长期借款	3200.85	(586.77)	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	20.30	10.93	5.83	5.17	4.66
资本公积	0.00	(108.00)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.26	1.94	1.52	1.22	1.00
现金净增	1493.55	4660.77	15001.23	26200.29	27769.22	EV/EBITDA	10.95	6.28	2.23	2.32	1.61

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。