

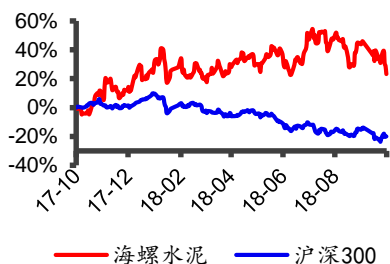
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	31.54
52周最高(元)	39.88
52周最低(元)	23.68
总市值(亿元)	1671
流通市值(亿元)	1262
总股本(百万股)	52.99
流通股本(百万股)	40.00
每股净资产(元)	19.56
资产负债率(%)	22.75

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
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研报

《海螺水泥（600585）：一季报业绩大超预期，为全年稳增长开好头》-2018.4.17
《海螺水泥（600585）：铜陵海螺停止码头作业，整体影响可控》-2018.6.15
《海螺水泥（600585）：半年度业绩略超预期，坚

三季度再超预期，业绩韧性值得期待

——海螺水泥（600585）

事件：

2018年10月24日晚间，海螺水泥发布2018年第三季度报告：公司1-9月实现营业收入777.9亿元，同比增长55.46%；实现归母净利润207.2亿元，同比增长111.20%；实现扣非净利202.8亿元，同比增长149.09%，再超市场预期。

公司三季度单季实现收入320.5亿元，同比增长76.77%；实现归母净利润77.7亿元，同比增长151.43%；实现扣非净利75.4亿元，同比增长149.66%。

核心观点

● **业绩增速再超预期，盈利能力持续改善。**1) 单季度营收增长加速，利润增速亦维持整体高位：公司2018年Q1、Q2、Q3收入端增速分别为37.59%、47.66%和76.77%，呈现加速迹象，而对应利润端增速分别为121.90%、78.90%、151.43%，受17Q2、Q3基数效应影响而呈现出波动特征；2) 毛利率、费用率方面，同比、环比持续改善：公司前三季度整体毛利率41.39%、净利率27.38%，同比分别提升8.95、6.89个百分点，但相比半年报数据则下滑2.84、1.72个百分点，环比略降一方面由于行业盈利季节性特征，同时也受到燃料及动力成本上扬的影响；受益于规模效应与管理提效，销售费用率、管理费用率分别为3.42%、3.52%，同比、环比边际持续改善；财务费用率为-0.25%，主要受贷款利息支出减少、存款及应收款利息收入增加影响，业绩正向贡献值扩大。

● **行业短期存边际预期压力，中长期集中度提升逻辑明确。**水泥行业短期压力主要来自于估值与业绩边际预期方面的压制，2017年行业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，相关个股相比市场指数情况表现持续强势，存在情绪面下杀和机构调仓导致的流动性风险。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。

● **通过项目建设与并购，公司产能布局不断完善，业绩韧性值得期**

定看好确定性龙头》-2018.7.12

待。1) 国内方面，项目建设+并购完善产能布局：2018 年以来，乐清海螺二期水泥磨建成投产；江华海螺、阳春海螺、建德海螺等三个骨料项目建成投产，重庆海螺、兴安海螺等 4 家骨料项目和巴中海螺建材商混项目陆续开工建设；2) 积极推进海外项目建设，后期增量可期：柬埔寨马德望海螺 1 条熟料生产线、2 台水泥磨顺利投产，印泥北苏海螺主体工程已完工，即将建成投产，老挝琅勃拉邦海螺项目工程建设进入施工高峰期，缅甸海螺（曼德勒）水泥项目已开工建设，老挝万象海螺、俄罗斯伏尔加海螺、乌兹别克斯坦卡尔希海螺等项目前期工作有序推进，公司远期计划争取在海外市场形成 5000 万吨水泥产能，后期将为公司贡献可观业绩增量。

● **盈利预测与评级：**我们上调之前的盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 6.33 元、6.80 元和 7.04 元，对应的动态市盈率分别为 4.98 倍、4.64 倍和 4.48 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	114,088	123,196	128,600
增长率（%）	34.7%	51.5%	8.0%	4.4%
净利润（百万元）	15,855	33,545	36,023	37,313
增长率（%）	85.9%	111.6%	7.4%	3.6%
EPS（元）	2.99	6.33	6.80	7.04

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	49,479	72,522	96,384
交易性金融资产	2	30	30	30
应收及预付	12,989	19,677	21,248	22,180
其他应收账款	3,091	3,091	3,091	3,091
存货	4,705	7,629	8,778	9,728
其他流动资产	406	476	476	476
流动资产合计	45,953	80,381	106,146	131,889
长期投资	2,791	3,040	3,040	3,040
固定资产	59,668	59,140	58,330	57,714
无形资产	7,976	9,062	9,264	9,398
其他非流动资产	5,755	2,018	2,018	2,018
非流动资产合计	76,190	76,377	75,629	74,874
资产总计	122,143	156,758	181,775	206,763
短期借款	935	1,345	1,376	1,357
应付及预收	7,130	11,341	12,830	14,002
其他流动负债	13,049	16,657	11,887	11,538
流动负债	21114	29,344	26,094	26,897
长期借款	4,860	3,181	7,951	8,300
应付债券	3,498	3,499	3,499	3,499
其他非流动负债	705	719	719	719
非流动负债	9,063	7,398	12,168	12,517
负债合计	30,178	36,742	38,262	39,414
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,576	10,580	10,580	10,580
留存收益	73,531	100,717	123,286	146,151
母公司所有者权益	89,406	116,596	139,165	162,030
少数股东权益	2,558	3,419	4,349	5,319
负债和股东权益	122,143	156,757	181,775	206,763

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	32,018	38,863	40,331
投资现金流净额	-5,203	-4,143	-3,176	-3,084
筹资现金流净额	-7,500	-7,334	-8,340	-13,791

利润表

会计年度(百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	75,311	114,088	123,196	128,600
营业成本	48,888	62,933	68,470	72,029
营业税金及附加	947	1,580	1,787	2,035
销售费用	3,572	3,705	3,790	3,737
管理费用	3,460	3,834	4,012	4,054
研发费用		71	80	86
财务费用	216	-290	-313	-327
资产减值损失	0	-	-	-
其他收益	500	898	970	1,013
投资净收益	2,027	594	641	669
公允价值变动	-	-	-	-
资产处置收益	2	41	44	46
汇兑净收益	68	2	2	2
营业利润	20,825	43,791	47,028	48,716
加: 营业外收入	480	773	834	871
减: 营业外支出	76	105	113	118
利润总额	21,229	44,459	47,749	49,469
减: 所得税	4,800	10,053	10,796	11,185
净利润	16,429	34,406	36,952	38,283
减: 少数股东损	574	861	930	971
归属母公司	15,855	33,545	36,023	37,313

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	35.1%	44.8%	44.4%	44.0%
净利率	21.8%	30.2%	30.0%	29.8%
净资产收益率	17.7%	28.8%	25.9%	23.0%
市盈率(倍)	12.56	4.98	4.64	4.48
市净率(倍)	1.74	1.43	1.20	1.03
EPS	2.99	6.33	6.80	7.04
每股净资产(元/股)	16.87	22.00	26.26	30.58
经营现金流(元/股)	3.28	6.04	7.33	7.61

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业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。