

“水泥+”持续扩张，分红比例明显提高

2023 年 04 月 07 日

➤ **公司发布 2022 年报:** 全年实现营收 1320.22 亿元, 同比-21.40%, 归母净利润 156.61 亿元, 同比-52.92%, 扣非后归母净利润 150.36 亿元, 同比-52.08%。其中, 22Q4 实现营收 466.93 亿元, 同比+0.96%, 归母净利润 32.42 亿元, 同比-70.20%, 扣非后归母净利润 30.45 亿元, 同比-70.48%。2022 年毛利率 21.30%, 同比+8.33pct, 净利率 12.23%, 同比-8.11pct, 其中 Q4 毛利率 13.88%, 同比-21.30pct, 净利率 7.24%, 同比-16.97pct。分区域看, 东部、中部、南部、西部区域收入增速分别为-19.82%、-15.77%、-14.12%、-14.34%, 毛利率同比分别-18.48pct、-16.26pct、-19.04pct、-5.44pct。

➤ **大幅提高分红比例:** 公司派发现金红利 1.48 元 (含税) /股, 现金红利总额 78.43 亿元 (含税), 占 2022 年归母净利润比例 50.08%, 2021 年为 37.91%。

➤ **水泥量价齐跌, “水泥+”业务 (骨料&商混) 呈现增长:** 水泥行业全年价格高开低走, 2022 年全国累计水泥产量 21.3 亿吨, 同比-10.5%。需求下降导致供需关系失衡, 东部、中部、南部量价齐跌。同时, 煤炭价格高企、生产成本同比增加, 预计 2022 年行业利润同比下降约 60% (来源: 中国水泥协会)。

公司销量表现: 2022 年实现水泥熟料合计净销量 3.10 亿吨, 同比-24.12%, 其中自产品销量 2.83 亿吨, 同比-6.94%, 贸易量 2694 万吨, 同比-74.19%。骨料及机制砂收入 22.30 亿元, 同比+22.49%, 商品混凝土收入 18.07 亿元, 同比+711.09%。

➤ **吨指标表现:** 2022 年水泥熟料 (自产品) 吨售价 321.0 元, 同比-39.6 元 (+11.0%), 吨成本 230.4 元, 同比+27.0 元 (+13%), 吨毛利 90.6 元, 同比-66.6 元 (-42.4%)。主因占比 62.73% 的燃料及动力成本增长较多, 单吨燃料及动力成本 144.5 元 (同比+31.8 元), 原材料单吨成本 40.5 元 (同比-5.6 元)。**自产品销售毛利率 28.70%, 同比-15.18pct。**

(自产品口径) 吨期间费用 32.7 元, 同比+4.7 元。其中, 吨销售费用 11.8 元, 同比+0.6 元, 吨管理费用 19.7 元, 同比+2.9 元, **吨研发费用 7.1 元, 同比+2.8 元**, 吨财务费用-5.8 元, 同比-1.5 元。(扣非后归母口径) 吨净利 53.1 元, 同比-50.1 元, (归母净利润口径) 吨净利 55.3 元, 同比-54.1 元。

➤ **成本费用方面:** 剔除贸易业务收入影响, 销售、管理、财务、研发费用合计占主营业务收入比重为 9.75%, 同比+2.14pct。2022 年研发费用同比+51.54%, 主因下属子公司用于超低排放及节能提效技术研发项目费用投入增加, 财务费用 (收益) 同比+25.57%, 主因海外子公司汇兑损失减少。2022 期末应收账款、预付款同比分别+137.15%、152.91%, 主因并表及业务扩大; 22 期末短期借款、长期借款同比分别+205.11%、158.52%, 主因并表及子公司新增借款。

➤ **资本开支方面:** 截至 2022 年末, 公司熟料产能 2.69 亿吨, 水泥产能 3.88 亿吨 (新增 385 万吨), 骨料产能 1.08 亿吨 (新增 4480 万吨), 商品混凝土 2550 万立方米 (新增 1080 万立方米), 光伏发电装机容量 475MW (新增 275MW)。公司资本性支出约 239.3 亿元, 主要用于矿权购置、项目建设投资、并购项目支出, 去年同期为 160.2 亿元。

➤ **2023 年稳步扩产:** 公司计划 2023 年销售水泥 3.07 亿吨, 吨成本、吨费用保持稳定; 2023 年计划资本性支出 193.18 亿元。预计全年新增熟料产能 (海外) 180 万吨、水泥产能 1020 万吨、骨料产能 4,020 万吨、商品混凝土产能 780 万立方米。

➤ **投资建议:** 考虑 2023 年水泥下游需求逐步恢复, 我们预计 2023-2025 年归母净利润预测为 180.71、210.37、234.73 亿元, 4 月 6 日股价对应动态 PE 为 8x、7x、6x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 天气变化不及预期; 基建项目落地不及预期; 原材料价格波动。

推荐

维持评级

当前价格:

28.40 元



分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年半年报点评: 水泥 Q2 经历业绩底、预期底, 重视龙头安全边际-2022/08/26

2. 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年一季报点评: 看好龙头扩张提速, 静待疫后需求回暖-2022/04/30

3. 海螺水泥 (600585.SH) 2021 年年报点评: 另一种扩张, 资本开支、分红、光伏装机提升明显-2022/03/27

4. 【民生建材】海螺水泥: 坚定减碳, 看好“现金牛”的绿电投资-2021/12/20

5. 海螺水泥 (600585): 收入增长, 煤炭价格上涨导致吨毛利下滑-2021/08/29

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	132022	141872	154136	165250
增长率 (%)	-21.4	7.5	8.6	7.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	15661	18071	21037	23473
增长率 (%)	-52.9	15.4	16.4	11.6
每股收益 (元)	2.96	3.41	3.97	4.43
PE	10	8	7	6
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	132022	141872	154136	165250
营业成本	103897	110730	118750	126327
营业税金及附加	967	993	1079	1157
销售费用	3327	3547	3699	3801
管理费用	5561	5817	6181	6527
研发费用	2011	1844	1942	1983
EBIT	16922	19633	23392	26346
财务费用	-1651	-1741	-1861	-2006
资产减值损失	0	-98	-104	-109
投资收益	1351	1277	1233	1322
营业利润	19474	22638	26459	29648
营业外收支	541	650	650	600
利润总额	20015	23288	27109	30248
所得税	3875	4658	5422	6050
净利润	16140	18630	21687	24199
归属于母公司净利润	15661	18071	21037	23473
EBITDA	23711	26953	32118	36625

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	57866	59211	62857	69316
应收账款及票据	14229	14753	15185	15376
预付款项	3003	2768	3087	3411
存货	11679	11470	11977	12397
其他流动资产	19241	18279	18772	19218
流动资产合计	106018	106481	111878	119718
长期股权投资	6793	8070	9303	10625
固定资产	81182	87333	92719	98014
无形资产	32038	32992	34874	37701
非流动资产合计	137958	146372	155004	164781
资产合计	243976	252853	266883	284499
短期借款	10037	3037	3037	3037
应付账款及票据	6993	7766	8003	8168
其他流动负债	18541	19632	18579	19798
流动负债合计	35571	30435	29620	31004
长期借款	9689	9689	9689	9689
其他长期负债	2723	3883	3892	3901
非流动负债合计	12412	13571	13581	13590
负债合计	47983	44006	43200	44593
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	12355	12914	13564	14290
股东权益合计	195994	208846	223682	239906
负债和股东权益合计	243976	252853	266883	284499

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-21.40	7.46	8.64	7.21
EBIT 增长率	-57.37	16.02	19.14	12.63
净利润增长率	-52.92	15.39	16.41	11.58
盈利能力 (%)				
毛利率	21.30	21.95	22.96	23.55
净利润率	11.86	12.74	13.65	14.20
总资产收益率 ROA	6.42	7.15	7.88	8.25
净资产收益率 ROE	8.53	9.22	10.01	10.40
偿债能力				
流动比率	2.98	3.50	3.78	3.86
速动比率	2.52	2.97	3.21	3.29
现金比率	1.63	1.95	2.12	2.24
资产负债率 (%)	19.67	17.40	16.19	15.67
经营效率				
应收账款周转天数	15.59	15.00	14.00	13.00
存货周转天数	41.03	38.00	37.00	36.00
总资产周转率	0.56	0.57	0.59	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	2.96	3.41	3.97	4.43
每股净资产	34.65	36.97	39.65	42.57
每股经营现金流	1.82	5.15	5.43	6.23
每股股利	0.00	1.29	1.50	1.68
估值分析				
PE	10	8	7	6
PB	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.84	3.99	3.16	2.60
股息收益率 (%)	0.00	4.55	5.30	5.91

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	16140	18630	21687	24199
折旧和摊销	6789	7319	8727	10279
营运资金变动	-10830	2671	-291	-77
经营活动现金流	9649	27298	28791	33031
资本开支	-26388	-13752	-15432	-18087
投资	18057	0	0	0
投资活动现金流	-5281	-13752	-15432	-18087
股权募资	696	0	0	0
债务募资	7712	-5850	-2353	0
筹资活动现金流	-5723	-12362	-9713	-8485
现金净流量	-1239	1345	3646	6459

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026