

海螺水泥（600585）：水泥龙头蓄力待势

——2022 年年报点评

2023 年 3 月 29 日

强烈推荐/维持

海螺水泥 公司报告

2022 年公司实现营业收入 1320.22 亿元，同比下降 21.40%；归属于母公司所有者的净利润为 156.61 亿元，同比下降 52.92%，扣非后归母净利润为 150.36 亿元，同比下降 52.08%，实现 EPS 为 2.96 元。

点评：

盈利水平回落至 10 多年历史低点附近，低成本优势助力市场份额开始回升。 2022 年水泥行业需求大幅下滑，全国水泥产量同比下滑 10.8%，为五十年以来首次出现两位数下降。而海螺水泥自产水泥销量为 2.83 亿吨，同比下降仅 6.91%。行业中的一些企业陷入亏损，有些水泥企业产线停滞，甚至变卖设备退出市场。公司 2022 年综合毛利率下降至 28.21%，同比下降 15.37 个百分点，其中第四季度毛利率和净利润率仅为 13.88% 和 7.24%，对应吨净利仅为 20 元左右，回落至 2015 年的历史低点水平附近。在行业需求低迷的情况下，公司市场份额在 2022 年为 13.36%，较 2021 年提升 0.5 个百分点，得益于公司市场份额保持的战略有关，公司低成本优势保证降价后依然盈利，助力市场份额提升战略的落地。随着行业环境低迷的持续，有助于公司市场份额的持续提升。

运输、原材料和智能化等多方发力降本蓄力。 公司在营销上继续推进水路上岸通道建设，降低运输成本，提升市场控制力。同时收购矿山使用权，降低原材料成本，2022 年矿山开采权购置 128.58 亿元。加快数字化和智能工厂建设，进一步提升成本优势，深挖公司的护城河，为提升核心竞争力继续蓄力。

低成本护城河提升公司估值水平和业绩弹性。 随着地产行业政策的起效，地产对于水泥需求的拖累正在显现拐点。2023 年地产从销售、新开工、施工和竣工等同比下滑程度均收窄，地产行业的长期健康发展可期。低迷行业环境和低成本优势有助于公司市场份额的持续提升，持续的降本举措提升公司资产质量，改善估值水平。同时，一旦水泥需求改善带来公司更大的业绩弹性。

盈利预测及投资评级： 我们预计公司 2023-2025 年归属于母公司净利润分别为 166.02 亿元、192.29 亿和 243.67 亿元，对应 EPS 分别为 3.13 元、3.63 元和 4.60 元。当前股价对应 PE 值分别为 9 倍、8 倍和 6 倍。考虑到公司低成本优势下持续的降本增效，提升资产质量带来的估值改善，以及市场份额提升带来的更大业绩弹性空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示： 房地产行业景气度低迷持续性超预期和基建发力力度不及预期。

公司简介：

海螺水泥主要从事水泥、熟料以及骨料等材料的生产和销售，其水泥熟料产能位居国内企业第二，是中国乃至世界水泥行业的标杆企业。

资料来源：公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	40.93-24.28
总市值（亿元）	1,493.34
流通市值（亿元）	1,127.12
总股本/流通 A 股（万股）	529,930/399,970
流通 B 股/H 股（万股）	-/129,960
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

执业证书编号：

zhaojs@dxzq.net.cn

S1480512070003

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	167952.66	132021.55	140999.20	152097.95	169504.66
增长率（%）	-4.70%	-21.39%	6.80%	7.87%	11.44%
归母净利润（百万元）	33267.07	15660.75	16601.62	19228.92	24366.97
增长率（%）	-5.30%	-52.92%	6.01%	15.83%	26.72%
净资产收益率（%）	18.11%	8.53%	8.29%	8.76%	9.99%
每股收益(元)	6.28	2.96	3.13	3.63	4.60
PE	4.50	9.55	9.01	7.78	6.14
PB	0.81	0.81	0.75	0.68	0.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	112979	123582	106018	111173	134427	营业收入	16795	132021	140999	152097	169504	营业成本	11818	103897	109126	116298	125747		
货币资金	69534.	57865.	72012.	93149.	120741	营业税金及附加	1243.	966.96	1035.8	1117.3	1245.2	营业费用	3408.	3327.4	3237.9	3492.8	3892.6		
应收账款	6604.9	8399.6	5982.6	6453.5	7192.0	管理费用	5083.	5561.3	5939.5	6407.0	7140.2	财务费用	-1314.	-1651.2	413.16	28.54	-166.05		
其他应收款	3294.2	3900.3	2826.5	3048.9	3397.9	研发费用	1317.	2011.3	2148.0	2317.1	2582.3	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
预付款项	1186.1	3003.0	2324.9	2507.9	2794.9	公允价值变动收益	591.2	-457.72	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1401.	1350.6	1350.6	1350.6	1350.6		
存货	9895.5	11678.	9174.6	9777.7	10572.	加:其他收益	1002.	666.03	666.03	666.03	666.03	营业利润	43109	19473.	21115.	24452.	31079.		
其他流动资产	25078.	12578.	11797.	11879.	12008.	营业外收入	1104.	802.02	802.02	802.02	802.02	营业外支出	97.97	261.03	261.03	261.03	261.03		
非流动资产合计	106932	137958	136589	132568	126882	利润总额	44116	20014.	21656.	24993.	31620.	所得税	9950.	3874.7	4547.3	5176.4	6507.8		
长期股权投资	5562.7	6792.6	7457.6	8122.6	8787.6	净利润	34165	16139.	17109.	19817.	25112.	少数股东损益	898.7	479.16	507.94	588.33	745.53		
固定资产	66641.	81328.	86041.	88103.	88499.	归属母公司净利润	33267	15660.	16601.	19228.	24366.	主要财务比率							
无形资产	18239.	32038.	26698.	21358.	16019.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	成长能力								
其他非流动资产	4816.4	2353.0	2353.0	2353.0	2353.0	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	营业收入增长	-4.70	-21.39	6.80%	7.87%	11.44%			
资产总计	230514	243976	247762	266995	292069	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	营业利润增长	-6.83	-54.83	8.43%	15.80%	27.10%			
流动负债合计	32669.	35571.	24329.	25975.	28214.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	归属于母公司净利润增	-5.30	-52.92	6.01%	15.83%	26.72%			
短期借款	3289.7	10037.	0.00	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	获利能力								
应付账款	6764.8	6781.3	5850.7	6235.3	6741.9	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	毛利率(%)	29.63	21.30%	22.61%	23.54%	25.81%			
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	20.34	12.23%	12.13%	13.03%	14.82%			
一年内到期的非流动负	22551.	18540.	18385.	19640.	21364.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	14.43	6.42%	6.70%	7.20%	8.34%			
非流动负债合计	6019.5	12411.	10329.	8099.8	5822.0	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	18.11	8.53%	8.29%	8.76%	9.99%			
长期借款	3794.9	9744.7	7662.7	5432.9	3155.1	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	偿债能力								
应付债券	2224.6	2666.8	2666.8	2666.8	2666.8	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	资产负债率(%)	16.78	19.67%	13.99%	12.76%	11.65%			
负债合计	38688.	47982.	34659.	34075.	34036.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	流动比率	3.78	2.98	4.57	5.18	5.85			
少数股东权益	8140.8	12354.	12862.	13451.	14196.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	速动比率	3.42	2.52	4.05	4.66	5.34			
实收资本(或股本)	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	营运能力								
资本公积	10493.	10512.	10512.	10512.	10512.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.73	0.54	0.57	0.57	0.58			
未分配利润	167892	167826	184428	203657	228024	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	应收账款周转率	25.43	15.72	23.57	23.57	23.57			
归属母公司股东权益合	191826	195993	213103	232920	258032	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	应付账款周转率	17.47	15.32	18.65	18.65	18.65			
负债和所有者权益	230514	243976	247762	266995	292069	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	每股指标(元)								
现金流量表	单位:百万元					2021A	202A	2023E	2024E	2025E	每股收益(最新摊)	6.28	2.96	3.13	3.63	4.60			
经营活动现金流	33900.	9649.2	45824.	43233.	51537.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	每股净现金流(最新摊)	0.11	-0.23	2.67	3.99	5.21			
净利润	34165.	16139.	15082.	17783.	23075.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	每股净资产(最新摊)	36.20	36.98	40.21	43.95	48.69			
折旧摊销	5956.7	6788.9	21333.	24685.	28351.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	估值比率								
财务费用	-1314.6	-1651.2	413.16	28.54	-166.05	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	P/E	4.50	9.55	9.01	7.78	6.14			
应收帐款减少	-2315.0	-1794.7	2417.0	-470.92	-738.57	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	P/B	0.81	0.81	0.75	0.68	0.61			
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	EV/EBITDA	3.03	4.71	2.26	1.54	0.82			
投资活动现金流	-21666.	-5280.6	-19145.	-19837.	-21834.	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	筹资活动现金流								
公允价值变动收益	591.22	-457.72	0.00	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	应付债券增加	-3498.3	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期投资减少	-10443.	-28266.	17803.	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	长期借款增加	-3036.4	5949.7	-2081.9	-2229.7	-2277.7			
投资收益	1401.9	665.01	1350.6	1350.6	1350.6	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
筹资活动现金流	-11604.	-5723.4	-12532.	-2258.2	-2111.7	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	资本公积增加	-90.26	19.34	0.00	0.00	0.00			
应付债券增加	-3498.3	0.00	0.00	0.00	0.00	2021A	202A	2023E	2024E	2025E	现金净增加额	578.21	-1239.1	14146.	21137.	27591.			
长期借款增加	-3036.4	5949.7	-2081.9	-2229.7	-2277.7	2021A	202A	2023E	2024E	2025E									
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00														
资本公积增加	-90.26	19.34	0.00	0.00	0.00														
现金净增加额	578.21	-1239.1	14146.	21137.	27591.														

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	海螺水泥（600585）：龙头迎来发展机遇期	2022-08-26
公司普通报告	海螺水泥（600585）：拓规模助力成本优势持续提升	2022-03-28
行业深度报告	2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航	2022-11-29
行业深度报告	建材行业：立足后周期，着眼新变化	2022-08-31
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析：着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26
行业普通报告	建材行业报告：水泥价格持续下跌哪家强？	2022-06-30
行业深度报告	2022 年中期建筑建材产业发展报告：先基建后地产，行稳致远强者愈强	2022-05-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526