

海螺水泥 (600585)

2023年一季报点评:收入增长彰显龙头实力,中期景气有望回升

增持 (维持)

2023年04月28日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,022	142,552	157,158	168,584
同比	-21%	8%	10%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	15,661	16,354	20,385	21,912
同比	-53%	4%	25%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.96	3.09	3.85	4.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.10	8.71	6.99	6.50

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年一季报, 实现营业收入 313.7 亿元, 同比增长 23.2%, 归母净利润 25.5 亿元, 同比下滑 48.2%, 基本符合我们的预期。
- **23Q1 收入同比+23.2%, 毛利率同比-14.9pct, 主因或为水泥业务量增价减:** (1) 23Q1 营业收入同比+23.2%, 收入增长或因水泥销量增加, 根据国家统计局, 一季度全国水泥产量同比+4.1%, 公司重点市场华东、华中等区域韧性较强, 预计公司销量表现优于行业整体; (2) 23Q1 实现毛利率 16.5%, 同比下滑 14.9pct, 考虑到今年一季度上游煤价基本稳定, 叠加公司节能技改成果显著, 我们预计毛利率的下行主要是水泥销售均价下行所致, 根据数字水泥网, 23Q1 全国 P.O42.5 水泥均价同比 22Q1 下降 86 元/吨, 环比 22Q4 下跌 13 元/吨。
- **费用管控能力突出, 销售均价下降导致利润水平承压:** (1) 23Q1 公司期间费用率为 7.1%, 同比略降 0.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/4.7%/0.8%/-0.9%, 同比-0.2/-0.4/-0.1/+0.6pct, 除财务费用率外其他费率均有一定下降, 体现了公司跨越周期的优秀费用管控能力; (2) 23Q1 实现净利润 26.7 亿元, 同比下滑 47.7%, 归母净利润 25.5 亿元, 销售净利率 8.5%, 同比下滑-11.5pct, 预计主要是水泥销售均价下降导致利润水平承压。
- **现金流水平表现优秀, 资本开支有所缩减:** (1) 23Q1 实现经营活动净现金流 30.9 亿元, 同比+7.7%, 环比 Q4 明显改善, 在盈利下滑的背景下公司经营性现金流仍保持强劲, 体现了公司优质的现金管控能力; (2) 23Q1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 32.7 亿元, 同比-49.6%; 截至一季度末公司带息债务为 223.4 亿元, 环比四季度末+2.0 亿元, 资产负债率为 18.5%, 环比四季度末-1.2pct。
- **Q1 或为盈利底部, 需求回升和行业自律改善有望推动水泥盈利修复。** 一季度错峰停产执行严格, 奠定水泥价格反弹态势, 但随着生产线开工率上行, 库存回到上升趋势, 价格逐步承压。中期来看, 基建实物需求落地、房建需求企稳有望推动供需平衡继续改善, 叠加行业竞合修复, 区域自律增强, 水泥主业盈利有望延续底部回升趋势。
- **盈利预测与投资评级:** 行业景气底部回升, 公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 163.5/203.9/219.1 亿元(前值为 170.2/206.2/219.1 亿元), 4 月 28 日收盘价对应市盈率为 8.7/7.0/6.5 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 产业链上下游扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.88
一年最低/最高价	24.08/40.56
市净率(倍)	0.77
流通 A 股市值(百万元)	107,512.01
总市值(百万元)	142,445.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	35.12
资产负债率(% ,LF)	18.50
总股本(百万股)	5,299.30
流通 A 股(百万股)	3,999.70

相关研究

《海螺水泥(600585): 2022 年年报点评: 下行期彰显龙头竞争力, 中期景气有望回升》

2023-03-29

海螺水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	106,018	99,682	101,442	104,677	营业总收入	132,022	142,552	157,158	168,584
货币资金及交易性金融资产	68,621	63,300	63,957	64,937	营业成本(含金融类)	103,897	113,488	123,081	132,794
经营性应收款项	19,994	20,192	21,525	21,947	税金及附加	967	1,044	1,151	1,235
存货	11,679	11,019	10,179	11,954	销售费用	3,327	3,427	3,530	3,565
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,561	5,458	5,572	5,603
其他流动资产	5,724	5,171	5,781	5,839	研发费用	2,011	2,414	2,776	3,192
非流动资产	137,958	154,990	168,933	182,311	财务费用	-1,651	-1,283	-1,729	-2,023
长期股权投资	6,793	7,793	8,493	9,193	加:其他收益	666	719	793	850
固定资产及使用权资产	81,328	90,311	98,386	105,724	投资净收益	1,351	1,556	1,824	2,171
在建工程	8,387	7,694	7,347	7,173	公允价值变动	-458	0	0	0
无形资产	32,038	39,197	44,355	49,514	减值损失	-2	-2	-2	-1
商誉	1,146	1,226	1,276	1,326	资产处置收益	8	0	0	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	19,474	20,278	25,392	27,240
其他非流动资产	8,266	8,771	9,076	9,381	营业外净收支	541	584	644	691
资产总计	243,976	254,673	270,374	286,988	利润总额	20,015	20,862	26,036	27,930
流动负债	35,571	37,256	38,490	40,676	减:所得税	3,875	4,008	5,027	5,348
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,390	12,395	12,400	12,405	净利润	16,140	16,854	21,009	22,583
经营性应付款项	6,993	7,823	7,562	8,300	减:少数股东损益	479	500	624	670
合同负债	3,577	3,405	3,692	3,984	归属母公司净利润	15,661	16,354	20,385	21,912
其他流动负债	12,611	13,632	14,836	15,987	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.96	3.09	3.85	4.13
非流动负债	12,412	12,412	12,412	12,412	EBIT	16,922	17,442	21,843	23,047
长期借款	9,689	9,689	9,689	9,689	EBITDA	23,711	25,030	29,991	31,759
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.30	20.39	21.68	21.23
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	11.86	11.47	12.97	13.00
其他非流动负债	2,667	2,667	2,667	2,667	收入增长率(%)	-21.40	7.98	10.25	7.27
负债合计	47,983	49,668	50,902	53,088	归母净利润增长率(%)	-52.92	4.43	24.65	7.49
归属母公司股东权益	183,639	192,150	205,993	219,751					
少数股东权益	12,355	12,855	13,479	14,149					
所有者权益合计	195,994	205,005	219,472	233,900					
负债和股东权益	243,976	254,673	270,374	286,988					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,649	25,499	27,318	28,858	每股净资产(元)	34.65	36.26	38.87	41.47
投资活动现金流	-5,281	-22,979	-20,122	-19,727	最新发行在外股份(百万股)	5,299	5,299	5,299	5,299
筹资活动现金流	-5,723	-8,340	-7,039	-8,652	ROIC(%)	6.47	6.33	7.52	7.49
现金净增加额	-1,239	-5,821	157	479	ROE-摊薄(%)	8.53	8.51	9.90	9.97
折旧和摊销	6,789	7,588	8,148	8,711	资产负债率(%)	19.67	19.50	18.83	18.50
资本开支	-26,388	-22,511	-20,421	-20,373	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.10	8.71	6.99	6.50
营运资本变动	-10,830	2,693	125	-77	P/B(现价)	0.78	0.74	0.69	0.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

