

海螺水泥 (600585)

2023 年中报点评: 水泥盈利探底企稳, 产业链延伸积极推进

增持 (维持)

2023 年 08 月 22 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

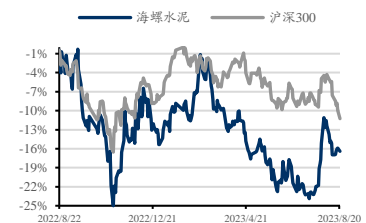
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,022	134,905	147,293	158,975
同比	-21%	2%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	15,661	14,684	17,336	18,490
同比	-53%	-6%	18%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.96	2.77	3.27	3.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.64	9.21	7.80	7.31

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 654.4 亿元, 同比+16.3%, 归母净利润 64.7 亿元, 同比-34.3%, 其中二季度实现营业收入 340.7 亿元, 同比+10.6%, 归母净利润 39.2 亿元, 同比-20.3%, 基本符合我们的预期。
- **上半年水泥量稳价降, 非水泥及海外相关业务表现亮眼:** (1) 23H1 公司水泥及熟料自产品销量 1.30 亿吨, 同比+1.8%, 测算单吨均价 305 元, 同比下降 43 元; 上半年全国水泥产量同比+1.3%, 公司销量表现与行业基本一致, 继续稳定市场份额, 均价受需求低迷、旺季价格表现弱于季节性规律的影响; (2) 水泥及熟料自产品实现吨毛利 81.5 元, 同比-35.3 元, 降幅小于均价, 主要是得益于自产品吨成本同比下降 7.8 元, 其中煤炭成本及煤电耗同比降低带动燃料及动力吨成本同比下降 7.1 元; (3) 骨料、商混分别实现营业收入 16.9/9.8 亿元, 分别同比+116.8%/+12.6%, 毛利率分别为 57.6%/12.6%; 公司在做强做优水泥主业的基础上积极延伸产业链, 23H1 新增骨料/商混产能 2160 万吨/780 万方, 新增光储发电装机容量 38MW; (4) 海外项目公司收入同比+14.3%、销量同比+4.9%, 海外运营质量稳步提升。
- **期间费用率稳定, 费用管控成效显著, 吨综合净利环比改善:** (1) 23H1 公司期间费用率为 7.1%, 同比-0.2pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别-0.2/持平/-0.4/+0.4pct, 对应水泥及熟料自产品吨期间费用为 36 元, 同比+4 元。研发费率下降主要是节能提效技术研发投入同比减少所致, 财务费用净收益减少主要是由于公司存量资金同比减少叠加市场利率持续下行; (2) 23H1 水泥及熟料自产品吨综合净利为 52 元, 同比-27 元, 环比 22H2+14 元, 测算 23Q2 吨综合净利环比 23Q1 有所回升。
- **现金流水平表现优秀, 资本开支力度放缓:** (1) 23H1 实现经营活动净现金流 50.8 亿元, 同比+13.6%, 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 66.5 亿元, 同比-60.2%, 资本开支力度明显放缓; (2) 中报公司带息债务余额为 238.7 亿元, 环比一季度末+15.3 亿元, 资产负债率为 19.3%, 环比一季度末+0.8pct。
- **行业景气阶段性底部确认, 逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。** 淡季水泥价格经历连续回落后, 已处高成本企业现金成本线附近, 短期行业供给主动收缩的力度在加强, 行业自律改善, 价格也有望确认阶段性底部, 但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看, 随着政治局会议强化逆周期调节力度, 基建增量政策有望落地, 支撑实物需求, 叠加旺季需求季节性回暖, 盈利迎来底部回升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司在下行期彰显成本领先等综合优势, 产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥企业市净率估值处于历史底部, 随着阶段性盈利底部确认, 中期需求预期提振, 龙头企业估值有望迎来修复。基于地产投资缓慢修复, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 146.8/173.4/184.9 亿元 (前值为 163.5/203.9/219.1 亿元), 8 月 21 日收盘价对应市盈率为 9.2/7.8/7.3 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)	25.52
一年最低/最高价	23.23/32.45
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	102,072.41
总市值(百万元)	135,238.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.32
资产负债率(% ,LF)	19.32
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): 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》

2023-04-29

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	96,147	96,209	96,460	营业总收入	132,022	134,905	147,293	158,975
货币资金及交易性金融资产	68,621	63,302	59,350	60,020	营业成本(含金融类)	103,897	106,987	116,323	126,584
经营性应收款项	19,994	18,338	20,819	20,190	税金及附加	967	988	1,079	1,164
存货	11,679	9,718	10,315	10,782	销售费用	3,327	3,336	3,436	3,470
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,561	6,076	5,812	5,901
其他流动资产	5,724	4,789	5,725	5,468	研发费用	2,011	2,011	2,313	2,660
非流动资产	137,958	154,990	168,933	182,311	财务费用	(1,651)	(1,349)	(1,620)	(1,908)
长期股权投资	6,793	7,793	8,493	9,193	加:其他收益	666	472	516	556
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	1,081	1,298	1,512
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	18,407	21,763	23,172
其他非流动资产	8,266	8,771	9,076	9,381	营业外净收支	541	408	445	481
资产总计	243,976	251,137	265,141	278,771	利润总额	20,015	18,815	22,208	23,653
流动负债	35,571	35,442	37,452	38,962	减:所得税	3,875	3,682	4,341	4,597
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	15,133	17,867	19,056
经营性应付款项	6,993	6,975	7,566	7,554	减:少数股东损益	479	449	530	566
合同负债	3,577	3,210	3,490	3,798	归属母公司净利润	15,661	14,684	17,336	18,490
其他流动负债	12,611	12,862	13,997	15,205	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.96	2.77	3.27	3.49
非流动负债	12,412	12,412	12,412	12,412	EBIT	16,922	15,981	18,847	19,754
长期借款	9,689	9,689	9,689	9,689	EBITDA	23,711	23,569	26,995	28,465
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.30	20.69	21.03	20.37
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	11.86	10.88	11.77	11.63
其他非流动负债	2,667	2,667	2,667	2,667	收入增长率(%)	(21.40)	2.18	9.18	7.93
负债合计	47,983	47,853	49,864	51,374	归母净利润增长率(%)	(52.92)	(6.24)	18.06	6.66
归属母公司股东权益	183,639	190,480	201,943	213,498					
少数股东权益	12,355	12,804	13,335	13,900					
所有者权益合计	195,994	203,284	215,277	227,398					
负债和股东权益	243,976	251,137	265,141	278,771					

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	26,153	22,765	28,199	每股净资产(元)	34.65	35.94	38.11	40.29
投资活动现金流	(5,281)	(23,632)	(20,846)	(20,596)	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)	(6,371)	(7,432)	ROIC(%)	6.47	5.80	6.55	6.54
现金净增加额	(1,239)	(5,819)	(4,452)	171	ROE-摊薄(%)	8.53	7.71	8.58	8.66
折旧和摊销	6,789	7,588	8,148	8,711	资产负债率(%)	19.67	19.05	18.81	18.43
资本开支	(26,388)	(22,687)	(20,620)	(20,583)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.64	9.21	7.80	7.31
营运资本变动	(10,830)	4,417	(2,010)	1,922	P/B(现价)	0.74	0.71	0.67	0.63

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>