

海螺水泥（600585）

公司研究/点评报告

收入增长，煤炭价格上涨导致吨毛利下滑

—海螺水泥 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 30 日

一、事件概述

2021 年 8 月 27 日，公司发布 2021 年上半年业绩公告，上半年实现营收 804.3 亿元，同比增长 8.7%；归母净利润 149.5 亿元，同比下降 7.0%；扣非归母净利润 140.1 亿元，同比下降 9.8%。其中，21Q2 单季度实现营收 459.9 亿元，同比下降 9.5%，归母净利润 91.4 亿元，同比下降 18.0%。

二、分析与判断

➤ 收入稳步增长，煤炭价格上涨导致吨毛利下滑

销量方面：21H1 公司自产水泥熟料销量 1.5 亿吨，同比+9.4%，与 2019 年同期基本持平；分地区，东部、中部和南部市场需求稳定，销量保持增长，西部区域受市场需求下滑影响，销量同比下降；公司贸易业务销量 0.5 亿吨，同比+17.8%，同比 19H1 略有下降。**价格方面，**21H1 公司自产水泥熟料吨价为 334 元，与 19H1 基本持平。**吨成本及吨毛利：**21H1 公司水泥熟料吨成本为 189 元，同比+15 元，吨毛利 144 元，同比-15 元，其中，吨燃料动力成本为 106.4 元，同比+13.6 元，主要系煤炭价格上涨影响。**期间费用率：**21H1 公司期间费用率为 5.75%，同比提升 1.30 个百分点，若剔除贸易业务收入影响，期间费用率为 7.77%，同比上升 1.87 个百分点。

➤ 供需格局向好，看好后续水泥行业盈利能力的提升

需求端，下半年财政政策有望发力：730 政治局会议指出：积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；而 2021 年上半年新增专项债发行量为 1.01 万亿元，仅占全年额度的 29%，下半年专项债发行有望提速，带动重大基建项目的落地，进而带动水泥需求的增长。**供给端，加大淘汰落后产能力度及提高产能置换比例，水泥供需格局持续向好：**一方面，中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，加速落后产能淘汰；另一方面，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于 2:1，产能置换政策趋严。

➤ 低成本及低费用率，公司核心竞争力优势显著

低成本：通过“T”型战略（安徽熟料基地+长江物流+长三角收购中小水泥厂改建成粉磨站+自建余热发电装置）及规模效应，公司建立了宽广的低成本护城河；2019 年，公司水泥熟料吨成本为 178 元，低于行业平均的 208 元。**低费用率：**通过规模效应摊薄及优秀的管理控制，公司 2019 年的期间费用率为 6%，远低于行业平均的 12%，并且逐年下降。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 1849.4/1929.5/2013.2 亿元，归母净利润 348.9/373.8/407.8 亿元，EPS 为 6.58/7.05/7.69 元，对应 PE 为 6.0/5.6/5.1 倍。以 2021 年 8 月 27 日中信水泥行业 6.7 倍的 PE TTM 为参考，考虑到公司 1.15 亿吨产能规模带来的低成本优势，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

下半年财政政策落地节奏较慢；煤炭等燃料价格上涨的风险。

推荐

维持评级

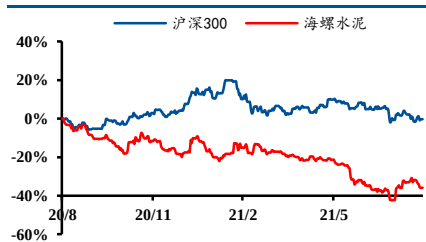
当前价格： 39.32 元

交易数据

2021-8-27

近 12 个月最高/最低(元)	62.1/35.3
总股本(百万股)	5,299
流通股本(百万股)	4,000
流通股比例(%)	75.48
总市值(亿元)	2,084
流通市值(亿元)	1,573

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 海螺水泥（600585）2020 年年报点评报告：受益成本下降，净利同比增长 4.6%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	176,243	184,937	192,945	201,319
增长率（%）	12.2%	4.9%	4.3%	4.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	35,130	34,885	37,379	40,777
增长率（%）	4.6%	-0.7%	7.1%	9.1%
每股收益（元）	6.63	6.58	7.05	7.69
PE（现价）	5.9	6.0	5.6	5.1
PB	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	176,243	184,937	192,945	201,319
营业成本	124,848	131,148	136,997	141,923
营业税金及附加	1,289	1,352	1,411	1,472
销售费用	4,123	4,968	5,041	5,126
管理费用	4,207	5,134	5,263	5,295
研发费用	647	334	429	516
EBIT	41,129	42,000	43,804	46,985
财务费用	(1,515)	(2,149)	(3,226)	(4,535)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,550	1,139	1,299	1,330
营业利润	46,271	46,505	49,693	54,367
营业外收支	837	0	0	0
利润总额	47,108	46,866	50,259	54,955
所得税	10,738	10,684	11,475	12,534
净利润	36,370	36,182	38,784	42,421
归属于母公司净利润	35,130	34,885	37,379	40,777
EBITDA	46,559	47,642	49,655	53,012
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	62177	91760	139812	173797
应收账款及票据	7806	13416	11466	11828
预付款项	3464	3472	3650	3825
存货	7002	8033	6864	8471
其他流动资产	627	627	627	627
流动资产合计	112980	155072	193269	235690
长期股权投资	4223	5362	6662	7991
固定资产	62720	63738	64877	66883
无形资产	13710	15085	16914	18944
非流动资产合计	87993	87488	87170	87143
资产合计	200973	242560	280439	322833
短期借款	1982	0	0	0
应付账款及票据	4786	8166	7777	7445
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	24223	29236	28332	28304
长期借款	3310	3310	3310	3310
其他长期负债	4826	4826	4826	4826
非流动负债合计	8533	8533	8533	8533
负债合计	32756	37769	36865	36837
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	6395	7692	9097	10741
股东权益合计	168217	204790	243574	285996
负债和股东权益合计	200973	242560	280439	322833

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	12.2%	4.9%	4.3%	4.3%
EBIT 增长率	-0.9%	2.1%	4.3%	7.3%
净利润增长率	4.6%	-0.7%	7.1%	9.1%
盈利能力				
毛利率	29.2%	29.1%	29.0%	29.5%
净利润率	19.9%	18.9%	19.4%	20.3%
总资产收益率 ROA	17.5%	14.4%	13.3%	12.6%
净资产收益率 ROE	21.7%	17.7%	15.9%	14.8%
偿债能力				
流动比率	4.7	5.3	6.8	8.3
速动比率	4.4	5.0	6.6	8.0
现金比率	3.7	4.1	5.9	7.1
资产负债率	0.2	0.2	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.9	2.8	2.7
存货周转天数	18.1	20.6	19.6	19.4
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	6.6	6.6	7.1	7.7
每股净资产	30.5	37.2	44.2	51.9
每股经营现金流	6.6	6.6	9.8	7.2
每股股利	2.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	5.9	6.0	5.6	5.1
PB	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.3	2.6	1.5	0.8
股息收益率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	36,370	36,182	38,784	42,421
折旧和摊销	5,434	5,642	5,851	6,027
营运资金变动	(2,961)	(5,514)	8,950	(8,463)
经营活动现金流	34,802	35,038	51,902	38,250
资本开支	9,970	3,245	3,668	4,082
投资	(20,906)	0	0	0
投资活动现金流	(26,773)	(3,245)	(3,668)	(4,082)
股权募资	342	0	0	0
债务募资	(1,364)	0	0	0
筹资活动现金流	(13,262)	(2,211)	(183)	(183)
现金净流量	(5,233)	29,583	48,052	33,985

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。