

海螺水泥（600585）

成本上涨导致 H1 利润承压，下半年或迎来好转

上半年业绩小幅下滑，全年稳健增长仍可期

近日公司发布 21 年中报，21 年上半年实现收入/归母净利润 804.3/149.5 亿元，同比+8.7%/-7.0%，实现扣非归母净利润 140.1 亿元，同比-9.8%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 459.9/91.4 亿元，同比分别-9.5%/-18.1%，二季度扣非归母净利润为 85.5 亿元，同比下降 21.9%。我们认为随着 8 月份水泥涨价开启，公司下半年盈利情况有望逐步修复，公司龙头地位显著，且持续推进产业链扩张及海外布局，未来业绩有望保持稳健增长。

销量增长驱动水泥收入增长，骨料、混凝土业务加快放量

21H1 公司自产自销水泥熟料 1.54 亿吨，同比+9.4%，实现收入 513.5 亿元，同比增加 9.0%，上半年公司在湖南建设的一条熟料生产线及两台水泥磨成功投产，新增 180 万吨熟料产能和 270 万吨水泥产能。价格方面，21H1 水泥价格为 328 元/吨，同比小幅下降 2 元。21H1 水泥单吨成本/毛利为 189/139 元，同比分别+15/-17 元，主要系上半年煤炭价格上涨，燃料成本同比上涨 13.6 元。分区域来看，上半年东部、中部和南部区域市场需求较为稳定，自产品销售金额均有不同程度的增长，但西部地区需求下滑，销售价格下降较大，销售金额同比减少。随着海外项目销售网络不断完善，海外项目公司销量同比+21.2%，销售金额同比+12.0%。上半年实现骨料/混凝土业务收入 6.5/1.4 亿元，同比+36%/75%，水泥+业务增长更快。

原材料成本上涨导致毛利率承压，资本结构持续优化

公司 21 年上半年自产品综合毛利率为 42.7%，同比下降 4.8pct，主要系原材料涨价导致生产成本增加所致。公司上半年期间费用率 5.0%，同比上涨 1.2pct，其中管理/研发/财务费用率同比分别+0.5/+0.2/+0.5pct，管理费用增加主要系公司为员工缴纳的社会保险费用支出同比增加，研发费用增加系用于节能环保、绿色低碳等技术开发项目费用投入增加，财务费用率上涨主要系汇兑损失同比增加。公司上半年末资产负债率为 14.6%，较去年年末下降 1.7pct，21H1 公司有息负债为 98.9 亿元，相较于去年同期的 131 亿元同比下降 24.5%，资本结构持续优化。

加大资本支出，产业链及环保优势凸显

公司上半年资本性支出为 59.9 亿元，同比+52.4%，下半年公司将加快实施全产业链发展模式，全力发展骨料产业，积极发展商品混凝土产业，致力于打造新的产业增长极。同时公司积极响应“碳达峰”、“碳中和”目标，持续加大环保投入，上半年完成了 21 条熟料生产线的改造，实现氮氧化物超低排放，助力公司高质量发展。考虑到上半年吨毛利率有所下滑，小幅下调 21-23 年归母净利润预测至 356/376/390 亿元（前值：371.4/390.2/398.6 亿元），参考可比公司，考虑到公司龙头地位显著，给予公司 21 年 8 倍目标 PE，目标价 53.76 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求大幅下滑、区域供给格局恶化、价格上涨不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157,030.33	176,242.68	186,455.79	194,180.89	198,192.22
增长率(%)	22.30	12.23	5.79	4.14	2.07
EBITDA(百万元)	49,611.31	48,855.92	48,703.69	51,447.64	53,389.65
净利润(百万元)	33,592.76	35,129.69	35,597.92	37,613.46	38,988.40
增长率(%)	12.67	4.58	1.33	5.66	3.66
EPS(元/股)	6.34	6.63	6.72	7.10	7.36
市盈率(P/E)	6.20	5.93	5.85	5.54	5.34
市净率(P/B)	1.52	1.29	1.12	0.98	0.87
市销率(P/S)	1.33	1.18	1.12	1.07	1.05
EV/EBITDA	4.70	4.08	2.29	1.52	0.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.32 元
目标价格	53.76 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,299.30
流通 A 股股本(百万股)	3,999.70
A 股总市值(百万元)	208,368.58
流通 A 股市值(百万元)	157,268.31
每股净资产(元)	31.20
资产负债率(%)	14.55
一年内最高/最低(元)	63.18/34.62

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



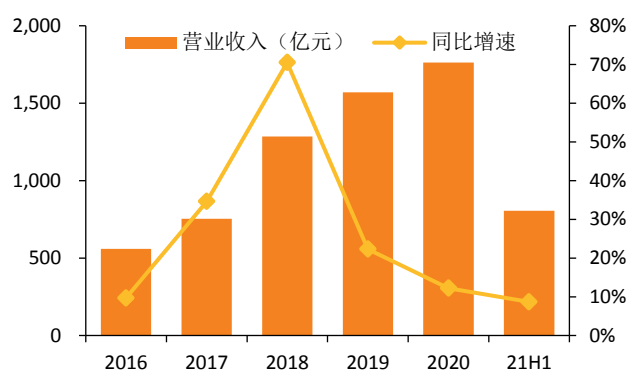
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《海螺水泥-季报点评:Q1 净利润增长显著，期待旺季更旺》 2021-04-28
- 2 《海螺水泥-年报点评报告:业绩稳健增长，龙头优势突出》 2021-03-26
- 3 《海螺水泥-半年报点评:Q2 销量超预期，水泥龙头盈利再创新高》 2020-08-22

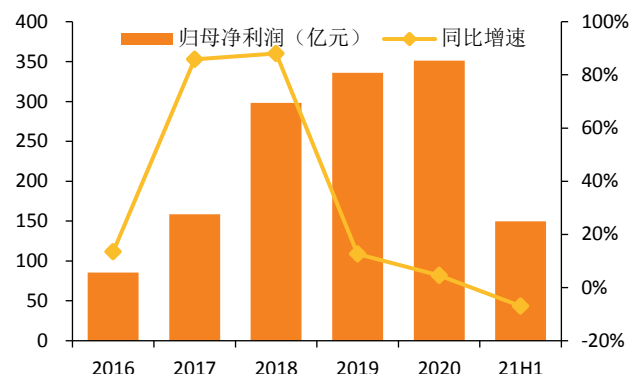
公司历年经营情况

图 1：公司 2016-21H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-21H1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价 格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000401.SZ	冀东水泥	180	12.75	2.00	2.12	2.24	2.49	6.38	6.01	5.69	5.12
000672.SZ	上峰水泥	152	18.68	2.87	2.49	2.94	3.34	6.51	7.50	6.34	5.59
000789.SZ	万年青	94	11.74	1.71	1.86	2.10	2.25	6.87	6.31	5.59	5.23
000877.SZ	天山股份	157	15.01	1.56	1.45	1.82	1.99	9.62	10.35	8.24	7.53
002233.SZ	塔牌集团	121	10.16	1.45	1.49	1.63	1.76	7.01	6.82	6.25	5.78
600720.SH	祁连山	83	10.72	1.59	1.85	2.24	2.44	6.74	5.79	4.78	4.40
600449.SH	宁夏建材	55	11.53	1.61	2.02	2.29	2.56	7.16	5.71	5.03	4.50
600801.SH	华新水泥	391	18.66	3.02	2.69	3.33	3.73	6.18	6.94	5.60	5.00
平均值								7.06	6.93	5.94	5.40
600585.SH	海螺水泥	2,084	39.32	6.34	6.63	6.72	7.1	6.20	5.93	5.85	5.54

注：数据截至 20210828 收盘，除海螺水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	54,977.08	62,177.17	85,114.80	118,237.21	144,871.43
应收票据及应收账款	9,649.02	7,805.73	15,685.47	6,162.43	17,472.11
预付账款	2,692.42	3,464.42	2,290.97	4,036.13	2,407.41
存货	5,571.52	7,001.62	8,089.82	6,763.77	8,966.70
其他	24,191.61	32,530.88	39,752.59	35,432.43	37,357.75
流动资产合计	97,081.64	112,979.82	150,933.65	170,631.96	211,075.40
长期股权投资	3,820.61	4,223.04	4,223.04	4,223.04	4,223.04
固定资产	58,858.42	62,720.18	61,576.59	59,648.97	57,237.92
在建工程	6,237.84	4,675.08	2,841.05	1,752.63	1,081.58
无形资产	9,978.71	13,710.24	13,195.00	12,679.77	12,164.53
其他	2,772.00	2,664.40	2,579.67	2,692.05	2,645.37
非流动资产合计	81,667.58	87,992.94	84,415.35	80,996.45	77,352.44
资产总计	178,777.18	200,972.76	235,358.33	251,640.83	288,435.09
短期借款	2,941.70	1,982.28	1,782.28	1,582.28	1,382.28
应付票据及应付账款	7,303.65	4,785.77	11,372.22	4,589.52	10,965.10
其他	17,175.85	17,455.07	20,819.44	17,400.22	20,388.50
流动负债合计	27,421.19	24,223.12	33,973.94	23,572.01	32,735.87
长期借款	3,871.29	3,309.68	2,809.68	2,509.68	2,309.68
应付债券	3,498.05	3,498.37	3,498.39	3,498.27	3,498.34
其他	1,666.20	1,724.77	1,421.05	1,604.01	1,583.27
非流动负债合计	9,035.54	8,532.82	7,729.12	7,611.96	7,391.30
负债合计	36,456.73	32,755.94	41,703.07	31,183.97	40,127.17
少数股东权益	4,958.77	6,394.59	7,357.22	8,421.20	9,596.81
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30
资本公积	10,587.32	10,583.76	10,583.76	10,583.76	10,583.76
留存收益	131,918.87	156,503.70	180,998.73	206,736.36	233,411.81
其他	(10,443.81)	(10,564.54)	(10,583.76)	(10,583.76)	(10,583.76)
股东权益合计	142,320.45	168,216.82	193,655.26	220,456.86	248,307.92
负债和股东权益总计	178,777.18	200,972.76	235,358.33	251,640.83	288,435.09

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	34,352.01	36,370.18	35,597.92	37,613.46	38,988.40
折旧摊销	5,270.96	5,429.56	3,552.86	3,611.28	3,647.33
财务费用	(1,105.63)	(1,790.21)	(1,668.03)	(1,601.51)	(1,677.21)
投资损失	(1,185.29)	(1,522.77)	(1,379.52)	(1,350.00)	(1,364.76)
营运资金变动	(915.84)	(2,750.55)	(5,301.52)	3,831.51	(4,228.03)
其它	4,322.00	(938.99)	1,282.12	1,353.53	1,476.56
经营活动现金流	40,738.20	34,797.21	32,083.82	43,458.27	36,842.29
资本支出	8,039.84	11,865.59	363.72	(102.95)	70.73
长期投资	638.62	402.43	0.00	0.00	0.00
其他	(29,367.31)	(39,040.90)	408.83	826.82	700.75
投资活动现金流	(20,688.85)	(26,772.88)	772.55	723.86	771.48
债权融资	11,744.79	10,453.85	10,039.85	9,272.49	8,955.39
股权融资	1,632.07	1,645.00	1,906.87	1,859.57	1,935.28
其他	(21,288.76)	(25,360.87)	(21,865.46)	(22,191.78)	(21,870.22)
筹资活动现金流	(7,911.90)	(13,262.02)	(9,918.74)	(11,059.73)	(10,979.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,137.46	(5,237.69)	22,937.63	33,122.41	26,634.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	157,030.33	176,242.68	186,455.79	194,180.89	198,192.22
营业成本	104,760.09	124,847.63	131,821.96	136,745.86	138,825.40
营业税金及附加	1,403.05	1,288.64	1,715.33	1,647.06	1,651.17
营业费用	4,416.57	4,123.29	4,288.48	4,271.98	4,261.13
管理费用	4,741.15	4,207.24	4,381.71	4,524.41	4,558.42
研发费用	187.20	646.58	745.82	776.72	792.77
财务费用	(1,338.17)	(1,514.77)	(1,668.03)	(1,601.51)	(1,677.21)
资产减值损失	(1,164.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	257.60	100.50	268.83	271.52	274.23
投资净收益	1,209.08	1,549.97	1,379.52	1,350.00	1,364.76
其他	(1,499.38)	(5,277.16)	(3,296.70)	(3,243.03)	(3,277.99)
营业利润	44,057.34	46,270.77	46,818.86	49,437.87	51,419.53
营业外收入	648.13	959.33	803.73	881.53	842.63
营业外支出	148.62	122.18	135.40	128.79	132.09
利润总额	44,556.85	47,107.92	47,487.19	50,190.60	52,130.06
所得税	10,204.84	10,737.74	10,875.97	11,495.14	11,939.33
净利润	34,352.01	36,370.18	36,611.22	38,695.47	40,190.73
少数股东损益	759.25	1,240.49	1,013.30	1,082.01	1,202.33
归属于母公司净利润	33,592.76	35,129.69	35,597.92	37,613.46	38,988.40
每股收益（元）	6.34	6.63	6.72	7.10	7.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.30%	12.23%	5.79%	4.14%	2.07%
营业利润	10.47%	5.02%	1.18%	5.59%	4.01%
归属于母公司净利润	12.67%	4.58%	1.33%	5.66%	3.66%
获利能力					
毛利率	33.29%	29.16%	29.30%	29.58%	29.95%
净利率	21.39%	19.93%	19.09%	19.37%	19.67%
ROE	24.46%	21.71%	19.11%	17.74%	16.33%
ROIC	37.70%	43.18%	39.77%	41.25%	46.80%
偿债能力					
资产负债率	20.39%	16.30%	17.72%	12.39%	13.91%
净负债率	-30.38%	-30.75%	-38.77%	-49.43%	-54.74%
流动比率	3.54	4.66	4.44	7.24	6.45
速动比率	3.34	4.38	4.20	6.95	6.17
营运能力					
应收账款周转率	13.08	20.19	15.87	17.78	16.77
存货周转率	27.09	28.03	24.71	26.15	25.20
总资产周转率	0.96	0.93	0.85	0.80	0.73
每股指标（元）					
每股收益	6.34	6.63	6.72	7.10	7.36
每股经营现金流	7.69	6.57	6.05	8.20	6.95
每股净资产	25.92	30.54	35.16	40.01	45.05
估值比率					
市盈率	6.20	5.93	5.85	5.54	5.34
市净率	1.52	1.29	1.12	0.98	0.87
EV/EBITDA	4.70	4.08	2.29	1.52	0.98
EV/EBIT	5.26	4.59	2.47	1.64	1.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com