

2021年09月01日

# 成本压力致利润下降，H2有望边际复苏

## 海螺水泥(600585)

评级:	买入	股票代码:	600585
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	60.79/34.62
目标价格:	49.20	总市值(亿)	2,117.60
最新收盘价:	39.96	自由流通市值(亿)	1,598.28
		自由流通股数(百万)	3,999.70

**事件概述。**公司公布2021中报。2021H1，公司实现收入804.3亿元，同比+8.68%，归母净利润149.5亿元，同比-7.0%；对应Q2收入460亿元，同比-9.5%，归母净利润91.4亿元，同比-18%。随后8月31日公司公告4.43亿元收购海螺新能源公司100%股权。

► **价格保持稳定，成本压力及汇兑损失致业绩同比下滑。**2021H1，全国水泥需求在去年的低基数上同比恢复，公司2021H1水泥及熟料销量1.54亿吨，同比+9.4%，估算对应Q2销量8500万吨左右，同比下降7-9%，主要因为2020Q2需求集中释放，基数较高。尽管部分地区2021H1供需边际恶化，但由于公司重点区域华东地区Q2涨价幅度高于2020年同期，公司2021H1水泥价格总体仍保持平稳，但由于煤价上涨，公司吨成本同比上升，是利润下降的主要原因。2021H1公司售价328元/吨，同比总体持平，吨毛利139元/吨，同比下降17元/吨，测算Q2售价330-335元/吨，同比略有上涨，吨毛利145-150元/吨，同比降低8-10元/吨。此外，由于汇兑亏损增多，H1公司吨三费同比增加6元/吨，使得吨净利同比下滑18元/吨至103元/吨。

► **非水泥业务稳定发展。**2021H1，公司水泥贸易量5400万吨，同比增长17.76%，体现华东地区企业战略合作总体良好。此外根据公司中报披露，2021H1公司骨料、混凝土业务收入同比增长36.2%/75.4%，骨料及混凝土业务拓展迅速，第二成长曲线逐渐明晰。

► **H2稳增长下预计边际复苏。**尽管6-7月淡季跌价幅度超预期，但随着政治局会议重提稳增长，且下半年专项债发行将进一步规划，我们判断下半年水泥需求将边际复苏。根据数字水泥数据，截止到8月20日，长三角地区已经涨价2轮，累计幅度60元/吨，目前时点价格已反超去年同期，且长三角地区库存已下降至50-60%低位，旺季涨价条件总体良好，判断Q3起公司毛利率将逐渐改善。

► **收购新能源公司增强长期竞争力。**扣除新能源公司分红后，公司此次收购对价为1x PB，对价较为合理，而我们认为此次收购有助于公司增强长期竞争力。首先，新能源公司主要进行光伏发电等业务，有利于减少水泥生产过程中二氧化碳排放，助力公司产业升级，2)充分利用公司资金优势，进行多元化协同发展，使得公司第二成长曲线更加明晰。

### 投资建议

上调销量成本假设，上调2021-2023年收入预测1.6%/1.6%/1.6%至1967/2046/2130亿元，下调归母净利润5.9%/5.9%/5.9%至347.5/351.4/363.5亿元。考虑到地产政策收紧，调整估值至2021年7.5x PE，对应下调目标价至49.20元（原：69.50元），维持“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157030.3	176242.7	196725.4	204568.3	213024.4
YoY (%)	22.30%	12.23%	11.62%	3.99%	4.13%
归母净利润(百万元)	33592.76	35129.69	34753.60	35137.41	36350.07
YoY (%)	12.67%	4.58%	-1.07%	1.10%	3.45%
毛利率 (%)	33.29%	29.16%	25.84%	25.40%	24.94%
每股收益 (元)	6.34	6.63	6.56	6.63	6.86
ROE	24.46%	21.71%	18.74%	16.78%	15.53%
市盈率	8.03	7.68	7.76	7.68	7.42

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	176242.7	196725.4	204568.3	213024.4	净利润	36370.18	35980.80	36378.17	37633.65
YoY (%)	12.23%	11.62%	3.99%	4.13%	折旧和摊销	5429.56	4458.98	4562.29	4731.31
营业成本	124847.6	145893.2	152606.2	159891.7	营运资金变动	-2955.98	-6874.48	-127.34	-137.62
营业税金及附加	1288.64	1438.40	1495.75	1557.58	经营活动现金流	34797.21	29604.47	37896.28	39310.49
销售费用	4123.29	4602.49	4785.98	4983.81	资本开支	-9080.49	-3731.00	-4775.00	-4775.00
管理费用	4207.24	4696.20	4883.42	5085.28	投资	-20906.34	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1514.77	-2455.45	-3337.14	-4272.82	投资活动现金流	-26772.88	-2181.03	-3225.03	-3225.03
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	342.20	0.00	0.00	0.00
投资收益	1549.97	1549.97	1549.97	1549.97	债务募资	-1364.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	46270.77	43378.82	44933.58	46547.30	筹资活动现金流	-13262.02	-15089.97	-11695.11	-12082.92
营业外收支	837.15	2869.00	1825.00	1825.00	现金净流量	-5237.69	12333.47	22976.13	24002.54
利润总额	47107.92	46247.82	46758.58	48372.30	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	10737.74	10267.02	10380.40	10738.65	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	36370.18	35980.80	36378.17	37633.65	营业收入增长率	12.23%	11.62%	3.99%	4.13%
归属于母公司净利润	35129.69	34753.60	35137.41	36350.07	净利润增长率	4.58%	-1.07%	1.10%	3.45%
YoY (%)	4.58%	-1.07%	1.10%	3.45%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	6.63	6.56	6.63	6.86	毛利率	29.16%	25.84%	25.40%	24.94%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	20.64%	18.29%	17.78%	17.67%
货币资金	62177.2	74510.6	97486.8	121489.3	总资产收益率 ROA	17.48%	16.12%	14.56%	13.56%
预付款项	3464.42	3464.42	3464.42	3464.42	净资产收益率 ROE	21.71%	18.74%	16.78%	15.53%
存货	7001.62	8181.88	8558.35	8966.93	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	40336.62	39308.33	39655.69	40030.21	流动比率	<b>4.66</b>	<b>7.17</b>	<b>8.24</b>	<b>9.28</b>
流动资产合计	112979.8	125465.3	149165.2	173950.9	速动比率	4.23	6.50	7.58	8.62
长期股权投资	4223.04	4223.04	4223.04	4223.04	现金比率	2.57	4.26	5.39	6.48
固定资产	62720.18	60393.91	60428.05	61525.02	资产负债率	16.30%	10.45%	9.58%	8.87%
无形资产	13710.24	13250.11	12789.97	12329.84	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	87992.94	90133.95	92171.67	94040.36	总资产周转率	0.94	0.94	0.90	0.84
资产合计	200972.8	215599.2	241336.9	267991.2	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1982.28	1982.28	1982.28	1982.28	每股收益	6.63	6.56	6.63	6.86
应付账款及票据	4785.77	5592.51	5849.84	6129.11	每股净资产	30.54	34.99	39.50	44.17
其他流动负债	17455.07	9925.83	10265.00	10631.20	每股经营现金流	6.57	5.59	7.15	7.42
流动负债合计	24223.12	17500.62	18097.11	18742.59	每股股利	1.69	2.10	2.12	2.19
长期借款	3309.68	3309.68	3309.68	3309.68	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	5223.14	1724.77	1724.77	1724.77	PE	7.68	7.76	7.68	7.42
非流动负债合计	8532.82	5034.45	5034.45	5034.45	PB	1.69	1.45	1.29	1.15
负债合计	32755.94	22535.07	23131.56	23777.04					
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30					
少数股东权益	6394.59	7621.80	8862.56	10146.14					
股东权益合计	168216.8	193064.2	218205.3	244214.2					
负债和股东权益合计	200972.8	215599.2	241336.9	267991.2					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。