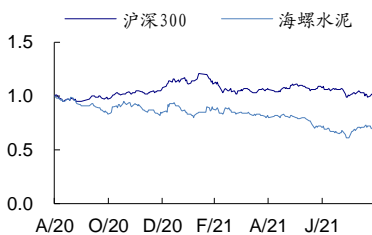


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**水泥 II**
**海螺水泥(600585)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	5,299/5,299
总市值/流通(百万元)	208,369/157,268
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	63.18/34.62

**相关研究报告:**

《海螺水泥-600585-2020 年年报点评: 经营质量优异, 静待估值修复》——2021-03-26  
 《海螺水泥-600585-2020 年中报点评: 现金状态极佳, 龙头优势尽显》——2020-08-24  
 《海螺水泥-600585-2019 年财报点评: 盈利分红均创新高, 价值投资优选》——2020-03-23  
 《海螺水泥-600585-2019 年中报点评: 业绩稳健, 现金充裕, 优势尽显》——2019-08-23  
 《海螺水泥-600585-2018 年年报点评: 水泥龙头, 好企业, 现金牛》——2019-03-22

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 冯梦琪**

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**证券分析师: 陈颖**

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**销量提升促收入增长, 积极延伸产业链布局**
**● 销量提升促进收入增长, Q2 业绩小幅承压**

2021 H1 公司营收 804.33 亿元, 同比+8.7%, 归母净利润 149.51 亿元, 同比-7.0%, EPS 为 2.82 元/股, 基本符合预期, 公司 Q2 单季度实现营收 459.92 亿元, 同比-9.5%, 归母净利润 91.43 亿元, 同比-18.0%。上半年业绩小幅下降主因煤炭价格上涨及期间费用增加, 其中 Q2 受降雨等因素影响, 下游需求走弱, 单季度业绩表现相对偏弱。

**● 成本费用提升影响盈利水平, 资债结构保持优化**

上半年公司水泥及熟料销量 2.08 亿吨, 同比+11.2%, 其中自产品销量 1.54 亿吨, 同比+9.43%, 贸易业务销量 0.54 亿吨, 同比+17.76%。我们测算公司水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 328/189/139 元/吨, 分别同比-1.9/+14.9/-16.9 元/吨。费用管控方面, 销售费用率与去年持平, 管理、财务费用率分别上涨 0.48 和 0.49pct 至 2.88%和-0.68%, 主要由于社保费用缴纳较去年疫情期间增加, 以及汇兑损失增加。上半年账面净现金达 475.52 亿元 (-1.99%), 仍保持极佳的现金状态, 资债结构持续优化, 报告期末资产负债率较去年末下降 1.8pct 至 14.6%的历史低位, 现金流量净额为 122.97 亿元, 同比下降 15.6%, 主要系购买商品支付的现金流同比增加所致。

**● 主业项目持续推进, 积极延伸产业链布局**

上半年公司各类项目积极推进, 资本性支出共 59.9 亿 (+52.5%), 研发费用 2.73 亿 (+238%), 新增熟料产能 180 万吨, 水泥产能 270 万吨; 成功签约铜陵、池州等骨料项目; 海外在建项目有序推进。上半年骨料和混凝土业务分别实现收入 6.5 亿 (+36.3%) 和 1.37 亿 (+75.6%), 未来公司还将积极推进两大业务, 打造新的产业增长极。

**● 估值低廉, 维持“买入”评级**

近期, 华东地区已开启第三轮价格上调, 随着下半年财政发力, 下游需求有望修复, 公司下半年业绩有望获得支撑。公司是全国水泥龙头企业, 近年来保持推进国际化发展战略, 持续加大环保投入, 加快产业转型升级, 具备长期投资价值, 预计 21-23 年 EPS 分别为 6.5/6.9/7.2 元/股, 对应 PE 为 6.0/5.7/5.5x, 估值低廉, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 供给增加超预期; 项目落地不及预期; 成本上涨超预期。**
**盈利预测和财务指标**

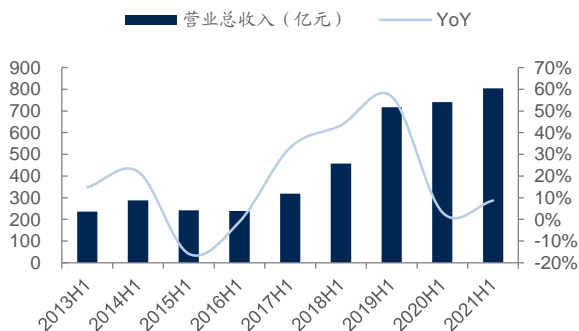
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157,030	176,243	197,216	216,345	234,951
(+/-%)	22.3%	12.2%	11.9%	9.7%	8.6%
净利润(百万元)	33593	35130	34457	36627	37996
(+/-%)	12.7%	4.6%	-1.9%	6.3%	3.7%
摊薄每股收益(元)	6.34	6.63	6.50	6.91	7.17
EBIT Margin	26.6%	23.7%	21.4%	20.6%	19.5%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.7%	18.6%	17.5%	16.1%
市盈率(PE)	6.2	5.9	6.0	5.7	5.5
EV/EBITDA	5.8	5.7	5.0	4.7	4.5
市净率(PB)	1.52	1.29	1.13	0.99	0.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

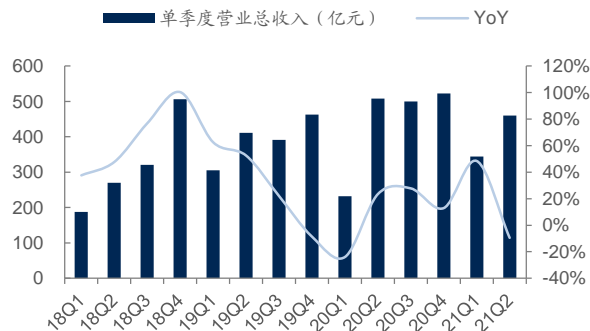
销量提升促进收入增长，Q2 业绩小幅承压。2021 H1 公司营收 804.33 亿元，同比+8.7%，归母净利润 149.51 亿元，同比-7.0%，EPS 为 2.82 元/股，基本符合预期，公司 Q2 单季度实现营收 459.92 亿元，同比-9.5%，归母净利润 91.43 亿元，同比-18.0%。上半年业绩小幅下降主因煤炭价格上涨及期间费用增加，其中 Q2 受降雨等因素影响，下游需求走弱，单季度业绩表现相对偏弱。

图 1：公司营业收入及同比增速



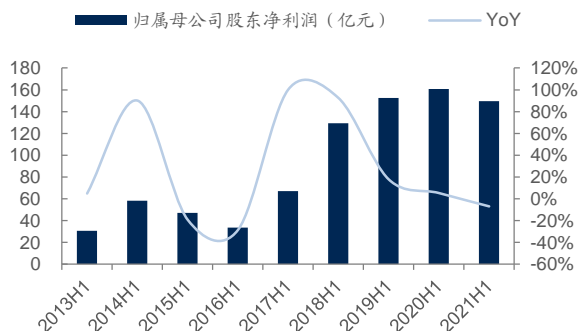
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



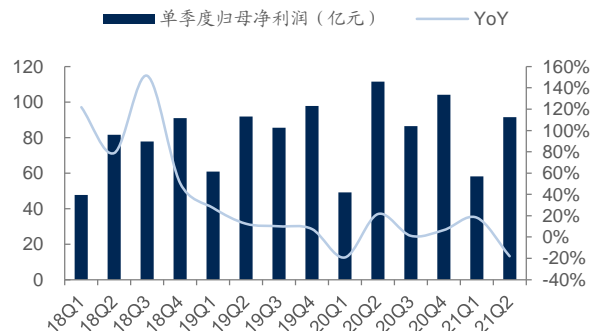
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

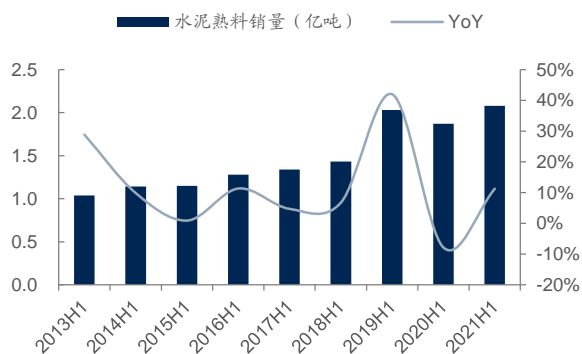
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

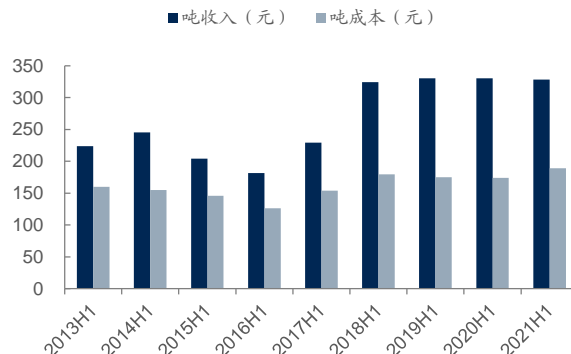
成本费用提升影响盈利水平，资债结构保持优化。上半年公司水泥及熟料销量 2.08 亿吨，同比+11.2%，其中自产品销量 1.54 亿吨，同比+9.43%，贸易业务销量 0.54 亿吨，同比+17.76%。我们测算公司水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 328/189/139 元/吨，分别同比-1.9/+14.9/-16.9 元/吨。费用管控方面，销售费用率与去年持平，管理、财务费用率分别上涨 0.48 和 0.49pct 至 2.88%和-0.68%，主要由于社保费用缴纳较去年疫情期间增加，以及汇兑损失增加。上半年账面净现金达 475.52 亿元（-1.99%），仍保持极佳的现金状态，资债结构持续优化，报告期末资产负债率较去年末下降 1.8pct 至 14.6%的历史低位，现金流量净额为 122.97 亿元，同比下降 15.6%，主要系购买商品支付的现金流同比增加所致。

图 5: 公司水泥熟料销量



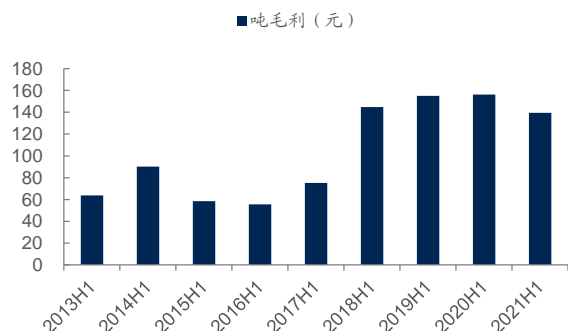
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司水泥熟料吨收入、成本



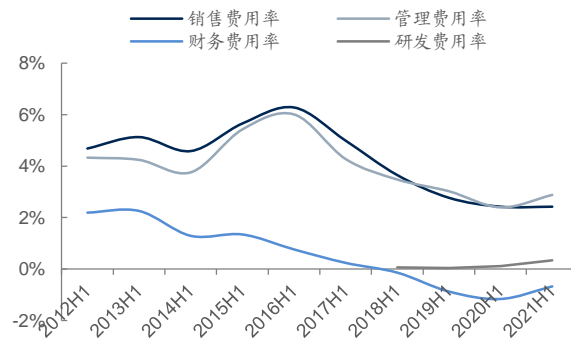
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司水泥熟料吨毛利



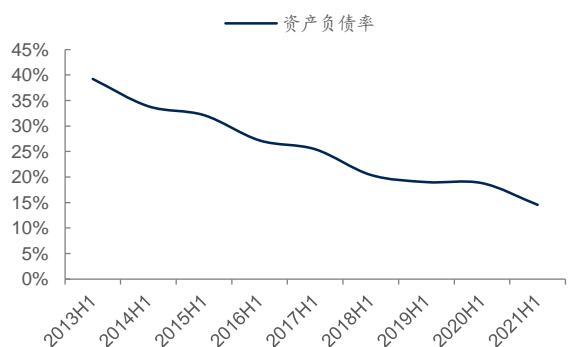
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司期间费用率 (%)



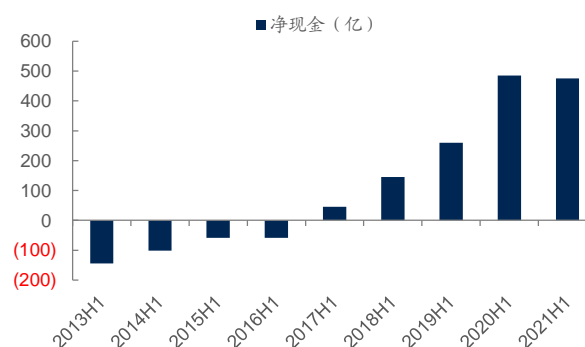
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司资产负债率 (%)



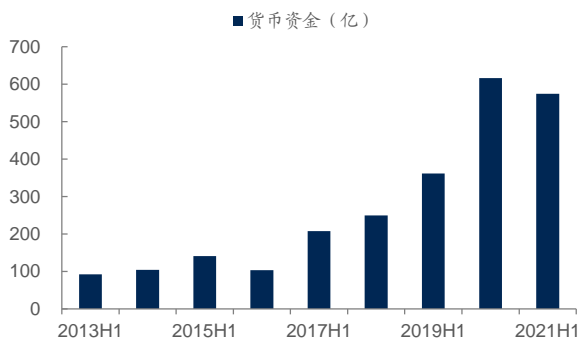
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司保持良好净现金状态



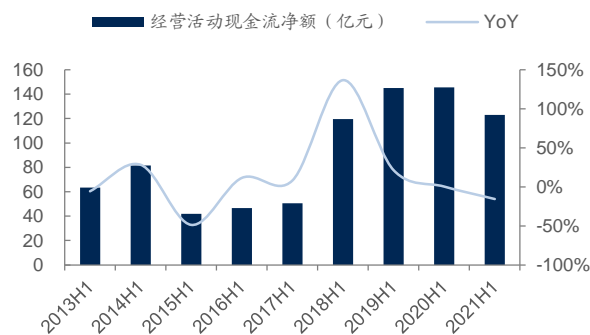
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司货币资金



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司经营活动现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**主业项目持续推进, 积极延伸产业链布局。**上半年公司各类项目积极推进, 资本性支出共 59.9 亿 (+52.5%), 研发费用 2.73 亿 (+238%), 新增熟料产能 180 万吨, 水泥产能 270 万吨; 成功签约铜陵、池州等骨料项目; 海外在建项目有序推进。上半年骨料和混凝土业务分别实现收入 6.5 亿 (+36.3%) 和 1.37 亿 (+75.6%), 未来公司还将积极推进两大业务, 打造新的产业增长极。

**估值低廉, 维持“买入”评级。**近期, 华东地区已开启第三轮价格上调, 随着下半年财政发力, 下游需求有望修复, 公司下半年业绩有望获得支撑。公司是全国水泥龙头企业, 近年来保持推进国际化发展战略, 持续加大环保投入, 加快产业转型升级, 具备长期投资价值, 预计 21-23 年 EPS 分别为 6.5/6.9/7.2 元/股, 对应 PE 为 6.0/5.7/5.5x, 估值低廉, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	62177	73271	93103	111500	营业收入	176243	197216	216345	234951
应收款项	7806	13508	12200	14671	营业成本	124848	144043	161261	178653
存货净额	7002	8334	8970	10122	营业税金及附加	1289	1814	1990	2161
其他流动资产	9113	10707	11466	12604	销售费用	4123	4339	3678	3524
<b>流动资产合计</b>	<b>112980</b>	<b>132702</b>	<b>152622</b>	<b>175778</b>	管理费用	4207	4887	4875	4778
固定资产	67395	75550	82687	88894	财务费用	(1515)	(1256)	(1592)	(2013)
无形资产及其他	13710	13162	12613	12065	投资收益	1550	1000	1000	1000
投资性房地产	2664	2664	2664	2664	资产减值及公允价值变动	101	0	0	0
长期股权投资	4223	4744	5205	5696	其他收入	1330	770	900	1000
<b>资产总计</b>	<b>200973</b>	<b>228822</b>	<b>255792</b>	<b>285098</b>	营业利润	46271	45158	48034	49847
短期借款及交易性金融负债	3646	4000	4000	4000	营业外净收支	837	500	500	500
应付款项	4786	5380	5955	6625	<b>利润总额</b>	<b>47108</b>	<b>45658</b>	<b>48534</b>	<b>50347</b>
其他流动负债	15792	18811	20032	22469	所得税费用	10738	10360	11012	11424
<b>流动负债合计</b>	<b>24223</b>	<b>28191</b>	<b>29986</b>	<b>33094</b>	少数股东损益	1240	842	895	928
长期借款及应付债券	6808	6808	6808	6808	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35130</b>	<b>34457</b>	<b>36627</b>	<b>37996</b>
其他长期负债	1725	2151	2393	2728					
<b>长期负债合计</b>	<b>8533</b>	<b>8959</b>	<b>9202</b>	<b>9536</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>32756</b>	<b>37150</b>	<b>39188</b>	<b>42629</b>	净利润	35130	34457	36627	37996
少数股东权益	6395	6554	6724	6900	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	161822	185118	209881	235569	折旧摊销	445	7394	8411	9342
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200973</b>	<b>228822</b>	<b>255792</b>	<b>285098</b>	公允价值变动损失	(101)	0	0	0
					财务费用	(1515)	(1256)	(1592)	(2013)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(900)	(4589)	1950	(1318)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	839	160	170	176
每股收益	6.63	6.50	6.91	7.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>35413</b>	<b>37421</b>	<b>47158</b>	<b>46195</b>
每股红利	2.15	2.11	2.24	2.32	资本开支	(2400)	(15000)	(15000)	(15000)
每股净资产	30.54	34.93	39.61	44.45	其它投资现金流	(10072)	0	0	0
ROIC	23%	22%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(12874)</b>	<b>(15521)</b>	<b>(15461)</b>	<b>(15491)</b>
ROE	22%	19%	17%	16%	权益性融资	342	0	0	0
毛利率	29%	27%	25%	24%	负债净变化	(562)	0	0	0
EBIT Margin	24%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(11379)	(11161)	(11864)	(12307)
EBITDA Margin	24%	25%	24%	23%	其它融资现金流	8200	354	0	0
收入增长	12%	12%	10%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(15339)</b>	<b>(10807)</b>	<b>(11864)</b>	<b>(12307)</b>
净利润增长率	5%	-2%	6%	4%	<b>现金净变动</b>	<b>7200</b>	<b>11094</b>	<b>19832</b>	<b>18396</b>
资产负债率	19%	19%	18%	17%	货币资金的期初余额	54977	62177	73271	93103
息率	5.5%	5.4%	5.7%	5.9%	货币资金的期末余额	62177	73271	93103	111500
P/E	5.9	6.0	5.7	5.5	企业自由现金流	29399	20377	29796	28458
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	权益自由现金流	37038	21703	31027	30014
EV/EBITDA	5.7	5.0	4.7	4.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032