

## Q3 销量成本承压，Q4 或再现高弹性

### 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:	58.88/34.62
目标价格:	51.23	总市值(亿)	2,015.85
最新收盘价:	38.04	自由流通市值(亿)	1,521.49
		自由流通股数(百万)	3,999.70

**事件概述。**公司公布三季报。2021 年前三季度，公司实现收入 1217.1 亿元，同比减少 1.89%，归母净利润 223.90 亿元，同比降低 9.50%；对应 Q3 收入 412.8 亿元，同比降低 17.46%，归母净利润 74.39 亿元，同比降低 14.09%。

► **Q3 下游开工平淡，需求及成本承压。**受疫情、天气以及下游资金紧张等因素影响，Q3 水泥需求较为平淡，测算公司单季度水泥销量同比下降 5-10%。由于需求较为平淡，Q3 淡季全国水泥价格下降幅度较大，但由于限电导致全国有效供给收缩，9 月以来全国水泥价格涨势强劲，使得 Q3 单季度水泥价格环比降幅较为有限。由于煤炭价格上涨，公司吨成本有所上升，使得吨毛利同比下降 5 元/吨左右。销量及吨毛利下滑是公司单季度业绩下降的主要原因。

► **Q4 水泥价格高弹性。**根据数字水泥数据，8 月底以来全国高标水泥价格已累计上涨 190 元/吨以上至 627 元/吨左右，同比高出近 200 元/吨。尽管我们认为全国范围内高强度一刀切的限电政策可持续性有限，但能耗双控在双碳政策下总体仍将保持较为严格水平。此外，今年以来东北、河南、西南地区错峰生产明显改善，旺季启动时库存同比明显降低，因此我们认为此轮供给收缩范围较大，水泥跨区域侵扰的现象将明显减小，Q4 价格维持高位并保持高弹性的概率较大。

► **需求或逐渐恢复，高盈利周期仍未结束。**我们认为随着 7 月底政治局会议继续强调稳增长，以及近期房地产政策逐渐纠偏，需求端已经逐渐筑底，未来有望随着政策传导逐渐修复。在供需格局仍然保持良好的背景下，我们认为水泥行业仍将处于高盈利周期。此外 Q3，公司公告拟收购海螺新能源 100% 股权，既为水泥生产提供电力支持，同时也切入新能源领域，有利于打造成成长新的一级。

#### 投资建议

考虑到水泥价格 9 月以来涨幅较大，上调水泥价格假设，但考虑到 Q3 销量压力较大，下调全年销量预测及其他非水泥业务收入预测。对应下调 2021-2023 年收入预测 4.0%/4.3%/4.7% 至 1888/1957/2030 亿元，上调 2021-2023 年归母净利润预测 4.1%/4.0%/3.7% 至 361.8/365.4/377.1 亿元，EPS6.83/6.89/7.12 元，对应 10 月 28 日 38.04 元的收盘价 5.6/5.5/5.4x PE。维持公司 2021 年 7.5x PE 估值，对应调整目标价至 51.23 元（原：49.20 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	176243	188823	195678	203044
YoY (%)	22.30%	12.23%	7.14%	3.63%	3.76%
归母净利润(百万元)	33592.76	35129.69	36177.38	36537.02	37710.63
YoY (%)	12.67%	4.58%	2.98%	0.99%	3.21%
毛利率 (%)	33.29%	29.16%	27.97%	27.59%	27.18%
每股收益 (元)	6.34	6.63	6.83	6.89	7.12
ROE	24.46%	21.71%	19.41%	17.29%	15.92%
市盈率	6.00	5.74	5.57	5.52	5.35

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 郁暉

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	176243	188823	195678	203044	净利润	36370	37455	37827	39042
YoY (%)	12.23%	7.14%	3.63%	3.76%	折旧和摊销	5430	4459	4562	4731
营业成本	124848	136005	141693	147850	营运资金变动	-2961	-6725	-110	-119
营业税金及附加	1289	1381	1431	1485	经营活动现金流	34797	31228	39363	40738
销售费用	4123	4418	4578	4750	资本开支	-9970	-3731	-4775	-4775
管理费用	4207	4508	4671	4847	投资	-20906	0	0	0
财务费用	-1515	-1905	-2659	-3441	投资活动现金流	-26773	-2181	-3225	-3225
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	342	0	0	0
投资收益	1550	1550	1550	1550	债务募资	-1364	0	0	0
营业利润	46271	45273	46796	48358	筹资活动现金流	-13262	-15545	-12143	-12518
营业外收支	837	2869	1825	1825	现金净流量	-5238	13502	23995	24995
利润总额	47108	48142	48621	50183					
所得税	10738	10688	10794	11141	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	36370	37455	37827	39042	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	35130	36177	36537	37711	营业收入增长率	12.23%	7.14%	3.63%	3.76%
YoY (%)	4.58%	2.98%	0.99%	3.21%	净利润增长率	4.58%	2.98%	0.99%	3.21%
每股收益	6.63	6.83	6.89	7.12	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	29.16%	27.97%	27.59%	27.18%
					净利率	20.64%	19.84%	19.33%	19.23%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	17.48%	16.76%	15.07%	13.96%
货币资金	62177	75679	99674	124669	净资产收益率 ROE	21.71%	19.41%	17.29%	15.92%
预付款项	3464	3464	3464	3464	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	7002	7627	7946	8292	流动比率	<b>4.66</b>	<b>7.51</b>	<b>8.71</b>	<b>9.88</b>
其他流动资产	40337	38958	39262	39588	速动比率	4.23	6.85	8.05	9.22
流动资产合计	112980	125729	150347	176013	现金比率	2.57	4.52	5.78	7.00
长期股权投资	4223	4223	4223	4223	资产负债率	16.30%	10.09%	9.19%	8.46%
固定资产	62720	60394	60428	61525	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	13710	13250	12790	12330	总资产周转率	0.94	0.91	0.85	0.79
非流动资产合计	87993	90134	92172	94040	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	200973	215863	242518	270054	每股收益	6.63	6.83	6.89	7.12
短期借款	1982	1982	1982	1982	每股净资产	30.54	35.18	39.87	44.71
应付账款及票据	4786	5213	5432	5668	每股经营现金流	6.57	5.89	7.43	7.69
其他流动负债	17455	9550	9845	10161	每股股利	1.69	2.18	2.20	2.28
流动负债合计	24223	16746	17258	17811	<b>估值分析</b>				
长期借款	3310	3310	3310	3310	PE	5.74	5.57	5.52	5.35
其他长期负债	5223	1725	1725	1725	PB	1.69	1.08	0.95	0.85
非流动负债合计	8533	5034	5034	5034					
负债合计	32756	21780	22293	22846					
股本	5299	5299	5299	5299					
少数股东权益	6395	7672	8962	10294					
股东权益合计	168217	194083	220226	247208					
负债和股东权益合计	200973	215863	242518	270054					

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

郝暄：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。