

公司研究

成本上涨压缩利润，全年业绩仍具支撑

——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2021年三季度报点评

要点

事件：公司发布2021年第三季度报告，前三季度实现营业收入1217.11亿元，同减1.89%；归母净利润223.90亿元，同减9.50%；扣非归母净利润210.59亿元，同减10.14%。单三季度，公司营收412.78亿元，同减17.53%；归母净利润74.39亿元，同减14.22%；扣非归母净利润70.54亿元，同减10.55%。

下游需求疲软叠加限产影响，水泥产量持续下滑：自2021年5月水泥市场提前步入淡季后，基建与房地产端需求均表现疲弱。此外，9月份能耗双控限电限产，虽然进一步推升价格，但仍然使得产量受损。根据国家统计局数据，7月，全国水泥产量2.06亿吨，同比下降6.5%；8月产量2.15亿吨，同比下降5.2%；9月产量2.05亿吨，同比减少13.0%。

对于海螺水泥而言，营业收入的下滑或与产品结构变动有关，成本上涨的背景下，营收下滑幅度高于净利润，或为非自产水泥业务规模收缩所致。

燃料成本增加侵蚀利润：2021年，我国动力煤价格一路攀升，尤其是在第三季度加速上涨。截至2021年9月30日，秦皇岛港动力煤（山西产）均价高达1523元/吨，较上年同期（552元/吨）上涨175.91%、较6月末（883元/吨）上涨72.48%。在高煤价的压力下，海螺水泥生产成本明显推升，单Q3毛利率为27%，环比下跌1.5个pct；相较上年同期虽提升1.83pct，我们认为主要是由于非自产水泥业务收缩所致。

煤炭价格见顶回落叠加需求改善预期，业绩仍旧具备支撑：21年10月，国家发改委针对煤炭价格超出供需基本面的上涨启动调控政策，煤炭价格随之见顶回落，目前已降至9月底水平，且后续或仍有下降空间。此外在需求端，未来基建稳增长预期较强，随着专项债发行加速，基建投资有望在后续看到边际改善。同时房地产融资环境回暖，企业拿地需求降低，在交房压力下，现有施工项目进展或加快，整体需求不必过于悲观。

盈利预测与估值评级：考虑到燃料成本增加较大，我们下调公司21-23年EPS至6.01、6.23、6.45元（下调幅度分别为9.15%、9.15%、9.30%）。海螺水泥是国内水泥龙头，随着成本压力逐渐缓解以及需求预期向好，盈利仍将保持较好水平，对公司A股和H股均维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期风险，行业供需格局恶化的风险，原燃材料价格继续大幅上涨的风险，海外投资不确定性和汇兑损益风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	157,030	176,243	177,709	183,822	190,146
营业收入增长率	22.30%	12.23%	0.83%	3.44%	3.44%
净利润（百万元）	33,593	35,130	31,862	33,034	34,205
净利润增长率	12.67%	4.58%	-9.30%	3.68%	3.55%
EPS（元）	6.34	6.63	6.01	6.23	6.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.46%	21.71%	17.46%	16.10%	14.95%
P/E	6.0	5.7	6.3	6.1	5.9
P/E（H股）	5.0	4.8	5.3	5.1	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29；汇率：按1HKD=0.8216CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：38.08元

H股：买入（维持）

当前价：38.70港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

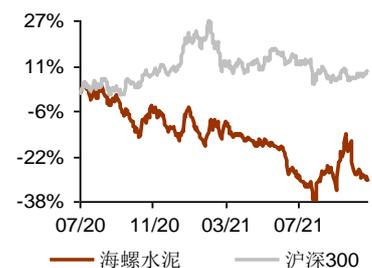
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.99
总市值(亿元)	2015.85
一年最低/最高(元)	34.62/56.23
近3月换手率	42.51%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.09	4.65	-29.52
绝对	-9.49	6.82	-23.40

资料来源：Wind

相关研报

旺季需求预期向好，多元化发展切入新能源领域——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2021年半年报点评（2021-09-02）
稳步推进新项目建设和并购，绿色建材低碳发展——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2020年半年报点评（2021-03-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	157,030	176,243	177,709	183,822	190,146
营业成本	104,760	124,848	129,087	133,319	137,757
折旧和摊销	5,271	5,430	6,183	6,540	6,898
税金及附加	1,403	1,289	1,244	1,287	1,331
销售费用	4,417	4,123	4,443	4,596	4,754
管理费用	4,741	4,207	5,331	5,515	5,704
研发费用	187	647	533	551	570
财务费用	-1,338	-1,515	-1,532	-1,585	-1,639
投资收益	1,209	1,550	1,523	1,489	1,454
营业利润	44,057	46,271	42,009	43,539	45,068
利润总额	44,557	47,108	42,888	44,462	46,037
所得税	10,205	10,738	9,778	10,137	10,496
净利润	34,352	36,370	33,109	34,325	35,541
少数股东损益	759	1,240	1,248	1,291	1,335
归属母公司净利润	33,593	35,130	31,862	33,034	34,205
EPS(元)	6.34	6.63	6.01	6.23	6.45

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	40,738	34,797	37,497	37,176	38,510
净利润	33,593	35,130	31,862	33,034	34,205
折旧摊销	5,271	5,430	6,183	6,540	6,898
净营运资金增加	-8	7,773	-1,518	2,755	3,049
其他	1,883	-13,535	970	-5,153	-5,642
投资活动产生现金流	-20,689	-26,773	-6,977	-7,036	-7,046
净资本支出	-8,651	-9,970	-8,500	-8,500	-8,500
长期投资变化	3,821	4,223	0	0	0
其他资产变化	-15,859	-21,026	1,523	1,464	1,454
融资活动现金流	-7,912	-13,262	-11,685	-8,679	-9,002
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,511	-1,291	-1,982	0	0
无息负债变化	1,816	-2,410	2,168	631	460
净现金流	12,156	-5,338	18,834	21,461	22,462

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.3%	29.2%	27.4%	27.5%	27.6%
EBITDA 率	31.1%	27.0%	24.9%	25.1%	25.2%
EBIT 率	27.7%	24.0%	21.4%	21.5%	21.6%
税前净利润率	28.4%	26.7%	24.1%	24.2%	24.2%
归母净利润率	21.4%	19.9%	17.9%	18.0%	18.0%
ROA	19.2%	18.1%	14.8%	13.9%	13.0%
ROE (摊薄)	24.5%	21.7%	17.5%	16.1%	15.0%
经营性 ROIC	25.2%	22.2%	19.8%	20.0%	20.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	16%	15%	14%	12%
流动比率	3.54	4.66	5.27	6.02	6.82
速动比率	3.34	4.38	5.00	5.75	6.54
归母权益/有息债务	11.70	15.48	21.54	24.22	27.01
有形资产/有息债务	14.23	17.78	24.62	27.61	30.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	178,777	200,973	223,034	247,726	273,086
货币资金	54,977	62,177	81,011	102,472	124,934
交易性金融资产	16,783	26,883	26,883	26,883	26,883
应收账款	1,274	1,205	1,407	1,456	1,506
应收票据	8,375	6,601	7,108	7,353	7,606
其他应收款 (合计)	3,623	0	0	0	0
存货	5,572	7,002	6,842	7,066	7,301
其他流动资产	3,776	5,648	5,795	6,406	7,038
流动资产合计	97,110	112,980	132,721	155,428	179,185
其他权益工具	326	391	391	391	391
长期股权投资	3,821	4,223	4,223	4,223	4,223
固定资产	58,858	62,720	65,497	67,832	69,741
在建工程	4,037	3,345	3,149	2,999	2,887
无形资产	9,979	13,710	13,025	12,373	11,755
商誉	514	576	576	576	576
其他非流动资产	746	761	761	761	761
非流动资产合计	81,668	87,993	90,313	92,298	93,900
总负债	36,457	32,756	32,942	33,573	34,033
短期借款	2,942	1,982	0	0	0
应付账款	7,304	4,786	5,163	5,333	5,510
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	4,209	4,355	4,967	5,599
流动负债合计	27,421	24,223	25,179	25,810	26,270
长期借款	3,871	3,310	3,310	3,310	3,310
应付债券	3,498	3,498	3,498	3,498	3,498
其他非流动负债	942	953	953	953	953
非流动负债合计	9,036	8,533	7,763	7,763	7,763
股东权益	142,320	168,217	190,092	214,153	239,053
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,237	13,233	13,233	13,233	13,233
未分配利润	118,682	143,270	163,897	186,667	210,232
归属母公司权益	137,362	161,822	182,449	205,219	228,784
少数股东权益	4,959	6,395	7,642	8,934	10,269

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.81%	2.34%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	3.02%	2.39%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	-0.85%	-0.86%	-0.86%	-0.86%	-0.86%
研发费用率	0.12%	0.37%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税率	23%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	2.00	2.12	1.94	2.01	2.08
每股经营现金流	7.69	6.57	7.08	7.02	7.27
每股净资产	25.92	30.54	34.43	38.73	43.17
每股销售收入	29.63	33.26	33.53	34.69	35.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	6.0	5.7	6.3	6.1	5.9
PB	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.2	4.1	4.0	3.4	2.9
股息率	5.3%	5.6%	5.1%	5.3%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE