

Q4 供需双弱仍具韧性，2022 关注稳增长和错峰

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:	52.4/33.8
目标价格:	44.10	总市值(亿)	1,953.85
最新收盘价:	36.87	自由流通市值(亿)	1,474.69
		自由流通股数(百万)	3,999.70

事件概述。公司发布 2021 年报。2021 年，公司实现收入 1679.5 亿元，同比-4.73%，归母净利润 332.67 亿元，同比-5.38%；对应 Q4 收入 462.4 亿元，同比-11.48%，归母净利润 108.8 亿元，同比+4.42%。公司同时公布 2022 年计划水泥及熟料销量 3.25 亿吨（不包括贸易量），同比略增，与 2020 年实际销量总体持平。

►**Q4 需求压力较大，价格成本环比显著上升。**公司业绩基本符合预期。2021Q4 由于能耗管控及地产调控，水泥行业整体呈现供需双弱格局，尽管 Q4 前期价格出现较大幅度上涨，但进入 12 月下半段淡季后，价格回落幅度也较大，此外成本端煤炭价格涨幅较大，一定程度上侵蚀了行业利润。根据年报披露数据，2021 年，公司自产自销水泥及熟料 3.04 亿吨，同比-6.5%，测算售价 361 元/吨，同比+36 元/吨，吨成本 203 元/吨，同比+32 元/吨，吨毛利 157 元/吨，同比+3 元/吨；对应估算 Q4 销量同比下滑 27-28%，价格环比提升 130 元/吨以上，吨毛利环比提升 90 元/吨以上。

►**骨料业务发展较快。**2021 年，公司通过新建和并购，新增骨料产能 750 万吨，全年骨料收入 18.20 亿元，同比增长 77.50%，毛利率 65.69%，仍然保持高位，体现良好资源壁垒。未来骨料业务仍然有望成为公司新的增长点之一。

►**股息支付率提升至 37.9%，历史第二高。**公司拟向全体股东每股派发现金红利 2.38 元人民币（含税），按照截至 2021 年 12 月 31 日止的总股本 52.99 亿股计算，合计拟派发现金红利总额 126.1 亿元人民币（含税），拟现金分红金额占 2021 年归属于上市公司股东的净利润的 37.91%，2019 和 2020 年比率为约为 32%。历史上仅次于 2017 年的 40%。

►**2022 年关注供给侧变化及 H2 需求恢复。**根据统计局数据，2022 年 1-2 月水泥需求同比-17.8%，体现基建、地产需求仍然较弱，同时公司核心区域华东价格同比涨幅有限，且成本压力较大，判断 H1 公司整体业绩压力较大。但我们注意到 2022 年多数地区同比收紧错峰生产政策，停窑天数有显著增加对冲需求下滑，同时在稳增长压力下，地产调控有望逐渐放松，H2 起需求或逐渐恢复，而公司的销量指引也一定程度上反映了对于需求恢复的信心。我们认为如果 2022H1 行业错峰生产执行良好，则将为 H2 打下良好基础，届时水泥行业或展现价格弹性。

投资建议

考虑到 Q1 地产仍处于下滑阶段，下调 2022 年销量假设，同时上调成本预测，并下调非主营业务（主要包括水泥贸易及其他材料贸易）收入假设。但考虑到西南地区水泥价格起点已显著高于 2021 年，上调西南地区水泥价格假设。下调 2022/2023 年收入预测至 1692.6/1719.1 亿元（原：1956.8/2030.4 亿元），下调 2022/2023 年归母净利润预测至 333.8/346.6 亿元（原：365.4/377.1 亿元），预计 2024 年公司收入/归母净利润 1741.7/357.8 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 6.30/6.54/6.75 元，对应 3 月 25 日 36.87 元收盘价 5.85/5.64/5.46x PE。给予公司 2022 年盈利预测 7x PE 估值，对应下调目标价至 44.10 元（原：51.23 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176295	167953	169263	171911	174167
YoY (%)	12.27%	-4.73%	0.78%	1.56%	1.31%
归母净利润(百万元)	35158.22	33267.07	33381.11	34656.13	35775.63
YoY (%)	4.66%	-5.38%	0.34%	3.82%	3.23%
毛利率 (%)	28.84%	29.63%	29.71%	29.97%	30.15%
每股收益 (元)	6.63	6.28	6.30	6.54	6.75
ROE	21.68%	18.11%	16.32%	15.33%	14.41%
市盈率	5.56	5.87	5.85	5.64	5.46

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

分析师: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

SAC NO: S1120521050001

联系电话: 0755-23948865

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	167953	169263	171911	174167	净利润	34165.84	34282.96	35592.42	36742.17
YoY (%)	-4.73%	0.78%	1.56%	1.31%	折旧和摊销	5956.76	5066.20	5215.85	5436.14
营业成本	118181	118981	120382	121657	营运资金变动	-2646.53	-7447.33	-95.60	-82.53
营业税金及附加	1243.44	1253.14	1272.75	1289.45	经营活动现金流	33900.53	29301.07	38111.91	39495.02
销售费用	3408.43	3435.03	3488.77	3534.54	资本开支	-14587.43	-5886.41	-5886.41	-5886.41
管理费用	5083.21	5122.89	5203.03	5271.29	投资	-10463.22	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1314.61	-1608.51	-2225.90	-2878.99	投资活动现金流	-21666.96	-4484.48	-4484.48	-4484.48
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	943.40	0.00	0.00	0.00
投资收益	1401.93	1401.93	1401.93	1401.93	债务募资	268.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	43109.19	42153.85	43844.68	45329.27	筹资活动现金流	-11604.47	-13494.71	-14053.72	-14478.15
营业外收支	1007.01	2113.59	2113.59	2113.59	现金净流量	629.10	11321.87	19573.71	20532.39
利润总额	44116.20	44267.43	45958.26	47442.86					
所得税	9950.36	9984.47	10365.84	10700.69	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	34165.84	34282.96	35592.42	36742.17	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	33267.07	33381.11	34656.13	35775.63	营业收入增长率	-4.73%	0.78%	1.56%	1.31%
YoY (%)	-5.38%	0.34%	3.82%	3.23%	净利润增长率	-5.38%	0.34%	3.82%	3.23%
每股收益	6.28	6.30	6.54	6.75	盈利能力 (%)				
					毛利率	29.63%	29.71%	29.97%	30.15%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润率	20.34%	20.25%	20.70%	21.10%
货币资金	69535	80856	100430	120963	总资产收益率 ROA	14.43%	13.82%	13.11%	12.44%
预付款项	1186	1186	1186	1186	净资产收益率 ROE	18.11%	16.32%	15.33%	14.41%
存货	9896	9963	10080	10187	偿债能力 (%)				
其他流动资产	42966	39753	39916	40056	流动比率	3.78	5.97	6.81	7.69
流动资产合计	123583	131758	151613	172391	速动比率	3.44	5.46	6.30	7.18
长期股权投资	5563	5563	5563	5563	现金比率	2.13	3.66	4.51	5.39
固定资产	66514	64941	65808	67751	资产负债率	16.78%	11.63%	10.70%	9.89%
无形资产	18240	17566	16893	16220	经营效率 (%)				
非流动资产合计	106932	109866	112650	115214	总资产周转率	0.78	0.72	0.68	0.63
资产合计	230515	241624	264263	287605	每股指标 (元)				
短期借款	3290	3290	3290	3290	每股收益	6.28	6.30	6.54	6.75
应付账款及票据	6828	6874	6954	7027	每股净资产	34.66	38.59	42.65	46.84
其他流动负债	22551	11912	12017	12107	每股经营现金流	6.40	5.53	7.19	7.45
流动负债合计	32669	22075	22260	22424	每股股利	1.69	2.39	2.48	2.56
长期借款	3748	3748	3748	3748	估值分析				
其他长期负债	2272	2272	2272	2272	PE	5.87	5.85	5.64	5.46
非流动负债合计	6020	6020	6020	6020	PB	1.16	0.96	0.86	0.79
负债合计	38689	28095	28280	28443					
股本	5299	5299	5299	5299					
少数股东权益	8141	9043	9979	10945					
股东权益合计	191826	213529	235983	259161					
负债和股东权益合计	230515	241624	264263	287605					

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。