

## 海螺水泥(600585.SH)

## 业绩整体稳健，产业链延伸效果显现

## 推荐(维持)

03月25日: 36.87元

## 主要数据

行业	建筑材料
公司网址	www.conch.cn
大股东/持股	安徽海螺集团有限责任公司 /36.40%
实际控制人	安徽省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	5299
流通A股(百万股)	4000
流通B/H股(百万股)	1300
总市值(亿元)	1877
流通A股市值(亿元)	1475
每股净资产(元)	34.66
资产负债率(%)	16.78

## 行情走势图



## 相关研究报告

《海螺水泥\*600585\*水泥价格或现韧性，龙头地利人和齐具》 2021-03-01

## 证券分析师

**杨侃** 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
BQV514  
YANGKAN034@pingan.com.cn

**郑南宏** 投资咨询资格编号  
S1060521120001  
ZHENG NANHONG873@pingan.com.cn

## 事项:

公司公布 2021 年年报，全年实现营收 1679.5 亿元，较 2020 年调整后收入（因收购合并海螺新能源）下滑 4.7%，归母净利润 332.7 亿元，较 2020 年调整后利润下滑 5.4%；公司拟每股派发现金红利 2.38 元（含税）。

## 平安观点:

■ **水泥熟料销量小幅下滑，业绩整体稳健。**期内公司收入、利润分别下滑 4.7%、5.4%，主要因：1）受下游需求不振叠加限电限产影响，期内水泥熟料净销量同比降 9.76%至 4.09 亿吨，其中自产品销量同比降 6.5%至 3.04 亿吨，贸易业务销量同比降 18.0%至 1.05 亿吨，尽管自产品销售受益水泥熟料涨价、营收同比增 4.5%，但贸易收入同比降 11.0%、拖累整体营收；2）受原煤价格大幅上涨影响，水泥熟料综合成本同比上升 17.78%至 203.34 元/吨，自产品销售业务毛利率同比下滑 3.1pct；3）期间费用增加，其中管理费用同比增 20.5%，主要因公司为员工缴纳社保支出相较于 2020 年疫情期间增加，研发费用同比上升 103.5%，主要因绿色低碳等技术开发投入增加。

■ **水泥熟料基本盘稳步发展，产能继续扩张。**期内公司湖南云峰水泥熟料项目建成投产，成功并购广东鸿丰、贵州新双龙、云南腾越等水泥项目，通过新建和并购新增熟料产能 720 万吨，水泥产能 1425 万吨；期末熟料产能高达 2.69 亿吨，水泥产能 3.84 亿吨。2022 年公司计划资本性支出 235 亿元，以自有资金为主，将主要用于项目建设、节能环保技改、并购项目及股权投资支出，预计（不含并购）全年新增熟料产能 460 万吨、水泥产能 140 万吨；全年水泥和熟料净销量（不含贸易量）为 3.25 亿吨，同比增 6.9%。

■ **上游产业链延伸效果显现，新能源业务加速推进。**期内江西弋阳骨料项目建成投产，通过公开竞拍取得多个骨料项目矿权；成功并购安徽观腾集团、英德通德混凝土、圣德混凝土等商混项目；完成海螺新能源股权收购，新增 19 个光伏电站、3 个储能电站。全年新增骨料产能 750 万吨，商品混凝土产能 1050 万立方米；期末骨料产能 6580 万吨，商品混凝土产能 1470

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176295	167953	182178	183268	186522
YOY(%)	12.3	-4.7	8.5	0.6	1.8
净利润(百万元)	35158	33267	35759	36593	37730
YOY(%)	4.7	-5.4	7.5	2.3	3.1
毛利率(%)	28.8	29.6	28.7	28.8	28.8
净利率(%)	19.9	19.8	19.6	20.0	20.2
ROE(%)	21.7	18.1	17.0	15.3	14.1
EPS(摊薄/元)	6.63	6.28	6.75	6.91	7.12
P/E(倍)	5.6	5.9	5.5	5.3	5.2
P/B(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

万立方米，光伏发电装机容量 200MW。2022 年计划新增骨料产能 4400 万吨、商品混凝土产能 1020 万立方米，光伏发电装机容量达到 1GW。

- **投资建议：**期内公司收购海螺新能源，考虑后者收入业绩占比小，我们维持此前盈利预测，预计 2022-2023 年 EPS 分别为 6.75 元、6.91 元，新增 2024 年 EPS 预测为 7.12 元，当前股价对应 PE 分别为 5.5 倍、5.3 倍、5.2 倍，从行业层面看，中央稳增长诉求下，后续地产基本面筑底、基建有望发力，带动水泥需求边际改善，叠加供给收缩、成本维持高位，促使水泥价格保持韧性，全年看价格中枢存在高于 2021 年可能，中长期看“双碳”目标下，水泥产能供给趋于收缩，带动行业供需格局保持紧平衡，盈利水平有望保持良好。从公司层面看，海螺作为水泥行业领军者，重点布局华东、华南地区，区域布局得天独厚，市场需求更具韧性，同时成本管控、运营效率长期保持行业领先水平，分红比例、股息率亦具备一定吸引力。我们看好公司后续表现，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 基建、房地产投资低于预期，影响水泥行业需求：地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产投资、开工修复水平与速度，既而影响水泥需求规模与价格表现；基建投资同理，若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。2) 原材料、燃料价格继续上涨，利润率进一步承压风险：当前煤炭价格维持高位，电力成本亦有所上升，水泥生产成本端压力较大，若后续煤炭、电力价格继续上涨，将导致公司利润率进一步承压。3) 骨料、新能源等业务发展不及预期：公司近年积极拓展骨料石子、混凝土、新能源等业务，以促进与主业协同发展并打开未来成长空间，但业务模式与水泥熟料存在差异，存在相关业务发展不及预期的风险。

会计年度	单位:百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	123583	139311	160607	185958
现金	69535	79248	96756	117768
应收票据及应收账款	14594	15830	15924	16207
其他应收款	3294	3573	3595	3658
预付账款	1186	1287	1294	1317
存货	9896	14226	17885	21839
其他流动资产	25078	25147	25152	25168
<b>非流动资产</b>	106932	121229	125812	129900
长期投资	5563	6435	7307	8179
固定资产	66641	69394	74233	76276
无形资产	18240	21128	25716	28104
其他非流动资产	16488	24273	18557	17341
<b>资产总计</b>	230515	260540	286419	315858
<b>流动负债</b>	32669	34520	32337	32905
短期借款	3290	2355	0	0
应付票据及应付账款	6828	7500	7543	7676
其他流动负债	22551	24665	24794	25229
<b>非流动负债</b>	6020	6051	5313	4491
长期借款	3795	3826	3088	2266
其他非流动负债	2225	2225	2225	2225
<b>负债合计</b>	38689	40571	37650	37396
少数股东权益	8141	9107	10096	11115
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	10494	10494	10494	10494
留存收益	167892	195069	222880	251555
<b>归属母公司股东权益</b>	183685	210862	238673	267348
<b>负债和股东权益</b>	230515	260540	286419	315858

会计年度	单位:百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	33901	35147	35855	36681
净利润	34166	36725	37582	38749
折旧摊销	5957	4575	5289	5784
财务费用	-1315	-1738	-2201	-2820
投资损失	-1402	-1387	-1387	-1387
营运资金变动	-2556	-3230	-3615	-3772
其他经营现金流	-950	202	187	126
<b>投资活动现金流</b>	-21667	-17687	-8672	-8611
资本支出	14679	18000	9000	9000
长期投资	-10463	-100	-100	-100
其他投资现金流	-25883	-35587	-17572	-17511
<b>筹资活动现金流</b>	-11604	-7747	-9674	-7057
短期借款	1307	-935	-2355	0
长期借款	-3435	31	-738	-822
其他筹资现金流	-9477	-6844	-6581	-6235
<b>现金净增加额</b>	578	9713	17508	21013

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位:百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	167953	182178	183268	186522
营业成本	118181	129816	130563	132856
税金及附加	1243	1349	1357	1381
营业费用	3408	3650	3695	3730
管理费用	5083	4554	4582	4663
研发费用	1317	911	550	560
财务费用	-1315	-1738	-2201	-2820
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-24	-26	-26	-27
其他收益	1002	985	985	985
公允价值变动收益	591	316	336	415
投资净收益	1402	1387	1387	1387
资产处置收益	104	341	341	341
<b>营业利润</b>	43109	46639	47746	49253
营业外收入	1105	904	904	904
营业外支出	98	123	123	123
<b>利润总额</b>	44116	47421	48527	50035
所得税	9950	10696	10945	11285
<b>净利润</b>	34166	36725	37582	38749
少数股东损益	899	966	989	1019
<b>归属母公司净利润</b>	33267	35759	36593	37730
EBITDA	48758	50258	51615	52999
EPS (元)	6.28	6.75	6.91	7.12

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-4.7	8.5	0.6	1.8
营业利润(%)	-6.9	8.2	2.4	3.2
归属于母公司净利润(%)	-5.4	7.5	2.3	3.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	29.6	28.7	28.8	28.8
净利率(%)	19.8	19.6	20.0	20.2
ROE(%)	18.1	17.0	15.3	14.1
ROIC(%)	21.1	20.1	17.5	17.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.8	15.6	13.1	11.8
净负债比率(%)	-32.6	-33.2	-37.7	-41.5
流动比率	3.8	4.0	5.0	5.7
速动比率	3.4	3.6	4.3	4.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	25.4	25.4	25.4	25.4
应付账款周转率	17.47	17.47	17.47	17.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	6.28	6.75	6.91	7.12
每股经营现金流(最新摊薄)	6.40	6.63	6.77	6.92
每股净资产(最新摊薄)	34.66	39.79	45.04	50.45
<b>估值比率</b>				
P/E	5.9	5.5	5.3	5.2
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.12	3.63	3.17	2.72

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033