

# 海螺水泥（600585）：拓规模助力成本优势持续提升

2022年3月28日

强烈推荐/维持

海螺水泥 公司报告

海螺水泥 2021 年分别实现营业收入 1699.79 亿元，同比下降 4.73%；归属于母公司净利润 332.67 亿元同比下降 5.38%，实现每股收益为 6.28 元。

## 点评：

**价升量减、煤价上涨和其他业务收入下降导致营业收入和净利润双降。**2021 年公司水泥和熟料综合价格为 360.56 元/吨，同比提高 35.48 元/吨，增长 10.92%；而销量仅为 3.04 亿吨，同比下降 6.46%，使得水泥营业收入同比微增 3.75%，主要原因是 2021 年下半年以来的限电导致生产供应下降，销量下降，水泥供给的不足和动力燃料煤炭价格上涨的推动水泥价格大幅提升。煤炭供应不足导致限电和煤炭价格大幅上涨。在水泥营业收入增速不高的情况下，公司其他业务收入（与建材相关的贸易收入）下降 30.26%，使得公司营业收入同比出现下降。煤炭燃料价格的上涨下，2021 年水泥毛利率水平同比下降 3.83 个百分点，吨燃料和动力成本达到 113 元，同比增 26 元；销量的下降也导致公司的单位折旧、人工和其他成本均出现同比上涨，成本的提升使得公司归属于母公司净利润出现同比下降。

**规模拓展中成本优势有望进一步增强。**公司作为水泥的龙头公司，具备突出的成本优势。2021 年吨成本在煤炭价格高涨和销量下降的情况下上涨较多，达到 203.44 元，同比提高 3.72 元，但在天山股份、冀东水泥、塔牌集团、祁连山等水泥上市公司中依然保持最低水平，这主要得益于公司的规模优势、管理优势和产线的区位优势等。

2021 年在水泥行业产能控制和高景气的环境下公司依然通过自建投产（湖南云峰 4500T/D 生产线）和并购（广东鸿丰、贵州新双龙、云南腾越等）增加水泥熟料产能 720 万吨，同比增长 3%，比年初计划规模翻了一番。2021 年公司全国产能占比达到 14.59%，同比增 0.25 个百分点。2021 年底公司货币资金充裕达到 695.35 亿元，资产占比达 30.16%。2022 年公司计划增加水泥熟料产能 460 万吨，按照行业景气度下降、货币资金的充裕、公司的历史和实际量的关系等判断，预计新增将超过 920 万吨，增速超过 2021 年。当前公司池州四期 10000T/D 生产线和乌兹别克斯坦 3200T/D 生产线正在按计划建设当中，公司规模将得到更快地拓展。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022 年到 2024 年的每股收益为 6.57 元、7.26 元和 8.10 元，对应的动态 PE 为 5.62 倍、5.08 倍和 4.55 倍，考虑到公司低成本优势下，规模的扩张助力成本的进一步降低，巩固公司护城河，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示：**地产景气度探底时间超出预期。

## 公司简介：

海螺水泥主要从事水泥、熟料以及骨料等材料的生产和销售，其水泥熟料产能位居国内企业第二，是中国乃至世界水泥行业的标杆企业。

资料来源：公司公告、WIND

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

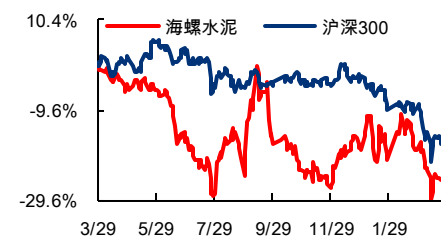
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52 周股价区间（元）	49.38-34.75
总市值（亿元）	1,953.85
流通市值（亿元）	1,474.69
总股本/流通 A 股（万股）	529,930/399,970
流通 B 股/H 股（万股）	-/129,960
52 周日均换手率	1.29

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	176,242.68	167,952.66	181,843.47	191,980.31	203,292.94
增长率（%）	12.23%	-4.70%	8.27%	5.57%	5.89%
归母净利润（百万元）	35,129.69	33,267.07	34,796.43	38,474.55	42,929.32
增长率（%）	4.58%	-5.30%	4.60%	10.57%	11.58%
净资产收益率（%）	21.71%	18.11%	16.72%	16.37%	16.19%
每股收益(元)	6.63	6.28	6.57	7.26	8.10
PE	5.56	5.87	5.62	5.08	4.55
PB	1.21	1.06	0.94	0.83	0.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产合计</b>	112979	123582	129908	149549	172341	<b>营业收入</b>	17624	167953	181843	191980	203293
货币资金	62177.1	69534.5	81366.6	99852.2	121393	<b>营业成本</b>	12484	118181	127683	132683	137798
应收账款	1204.53	2377.08	2575.70	2719.28	2879.52	营业税金及附加	1289	1243	1346	1421	1504
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	4123	3408	3691	3897	4127
预付款项	3464.42	1186.19	1186.19	1186.19	1186.19	管理费用	4207	5083	6728	7103	7522
存货	7001.62	9895.53	10844.3	11268.9	11703.4	财务费用	(1515)	(1315)	(1546)	(2027)	(2567)
其他流动资产	627.39	806.92	945.82	1047.19	1160.32	研发费用	647	1317	909	960	1016
<b>非流动资产合计</b>	87992.9	106932	111706	120472	129350	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	4223.04	5562.70	5563.00	5563.00	5563.00	公允价值变动收益	101	591	100	100	100
固定资产	62720.1	66514.3	79902.3	91901.9	103309	投资净收益	1550	1402	1400	1400	1400
无形资产	13710.2	18239.5	16415.6	14591.6	12767.6	加:其他收益	1083	1002	1000	1000	1000
其他非流动资产	682.76	3657.88	3657.88	3657.88	3657.88	<b>营业利润</b>	46271	43109	45630	50542	56491
<b>资产总计</b>	200972	230514	241615	270022	301692	营业外收入	959	1105	959	959	959
<b>流动负债合计</b>	24223.1	32669.0	19135.2	19420.1	19711.6	营业外支出	122	98	122	122	122
短期借款	1982.28	3289.75	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	47108	44116	46467	51379	57328
应付账款	4785.77	6764.82	7209.74	7492.03	7780.89	所得税	10738	9950	10595	11714	13071
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	36370	34166	35873	39664	44257
一年内到期的非流动负债	1663.52	4816.49	4816.00	4816.00	4816.00	少数股东损益	1240	899	1076	1190	1328
<b>非流动负债合计</b>	8532.82	6019.58	5019.69	5019.69	5019.69	归属母公司净利润	35130	33267	34796	38475	42929
长期借款	3309.68	3747.69	3747.69	3747.69	3747.69	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3498.37	0.00	0.00	0.00	0.00		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>负债合计</b>	32755.9	38688.5	24154.9	24439.7	24731.3	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6394.59	8140.80	9216.98	10406.9	11734.6	营业收入增长	12.23	-4.70%	8.27%	5.57%	5.89%
实收资本(或股本)	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增长	5.02%	-6.83%	5.85%	10.76%	11.77%
资本公积	10583.7	10493.5	10493.5	10493.5	10493.5	归属于母公司净利润增长	4.58%	-5.30%	4.60%	10.57%	11.58%
未分配利润	143270	165318	189675	216608	246658	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	161822	183685	208118	235050	265101	毛利率(%)	29.16	29.63%	29.78%	30.89%	32.22%
<b>负债和所有者权益</b>	200972	230514	241615	270022	301692	净利率(%)	19.93	19.81%	19.14%	20.04%	21.12%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.13%	18.10%	14.82%	14.85%	14.70%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	21.71	18.11%	16.72%	16.37%	16.19%
<b>经营活动现金流</b>	34797	33901	38975	43878	48754	<b>偿债能力</b>					
净利润	36370	34166	35873	39664	44257	资产负债率(%)	16.30	16.78%	10.00%	9.06%	8.20%
折旧摊销	5430	4741	7715	8611	9523	流动比率	4.66	3.78	6.79	7.70	8.74
财务费用	1515	1315	1546	2027	2567	速动比率	4.38	3.48	6.22	7.12	8.15
应收帐款减少	(2518)	1979	445	282	289	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.93	0.78	0.77	0.75	0.71
<b>投资活动现金流</b>	(26773)	(21667)	(14960)	(15877)	(16901)	应收账款周转率	142.24	93.79	73.43	72.51	72.62
公允价值变动收益	101	591	100	100	100	应付账款周转率	20.65	20.46	18.27	18.05	18.04
长期投资减少	402	1340	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1550	1402	1400	1400	1400	每股收益(最新摊薄)	6.63	6.28	6.57	7.26	8.10
<b>筹资活动现金流</b>	(13262)	(11604)	(12183)	(9516)	(10312)	每股净现金流(最新摊薄)	(0.99)	0.12	2.23	3.49	4.06
应付债券增加	0	(3498)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	30.54	34.66	39.27	44.36	50.03
长期借款增加	(562)	438	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	5.56	5.87	5.62	5.08	4.55
资本公积增加	(4)	(90)	0	0	0	P/B	1.21	1.06	0.94	0.83	0.74
<b>现金净增加额</b>	(5238)	629	11832	18486	21541	EV/EBITDA	2.86	2.96	1.44	1.82	1.30

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	建材行业报告：着眼周期新变化，龙头和优秀公司仍是重要方向	2022-03-07
行业深度报告	2022 年建材行业发展总述报告：内需之变和绿色增长下的行业走向	2021-12-28
行业普通报告	中央经济工作会议点评：关注高效绿色稳增长模式下基建的相关机会	2021-12-15
行业普通报告	建材行业报告：地产政策边际松动有助 2B 模式及后周期建材基本面改善	2021-11-29
行业普通报告	建材行业 2021 年 3 季度基金重仓股分析：着眼外需和供给刚性，等待政策变化	2021-11-08
行业深度报告	2021 年下半年建筑材料行业策略报告之一：集中度提升趋势下看好消费建材企业成长性	2021-07-06

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526