

逆境中经营稳健，加码延伸产业链

——海螺水泥 2021 年报点评

核心观点

- **受制于行业景气度下滑，业绩略有承压。**21 年实现营收 1679.5 亿，YoY-4.73%；归母净利润 332.7 亿元，YoY-5.38%。其中，核心主业，产品销售（不含贸易）收入 1116.5 亿元，YoY+4.46%，毛利率同比下滑 3.09pct。公司业绩下滑与行业景气度下滑有关。根据数字水泥网，21 年水泥行业产量 23.63 亿吨，YoY-1.2%，行业利润同比下滑 10%。此外，21H2 煤炭成本大幅上涨，叠加限电，导致盈利能力下滑。
- **水泥熟料业务盈利受煤炭价格影响下滑，骨料和商混业务继续大力发展。**水泥熟料自产品，吨价格/成本/毛利分别为 360.6/203.3/157.3 元，同比分别上涨 35.5/32.4/3.1 元，吨价格和成本上涨主要因为原煤价格上涨。受行业影响，自产品销量在核心区域（东部/中部）略下滑，21 年整体销量 3.04 亿吨，YoY-6.53%。22 年，公司计划销售水泥熟料（不含贸易）3.25 亿吨。21 年骨料业务业绩创新高，实现收入 18.2 亿，YoY+77.50%；毛利率 65.69%，YoY-2.64pct。公司 21 年新增骨料产能 750 万吨至 6580 万吨，未来将继续增加骨料产能及利用率，预计 22 年将新增骨料产能 4400 万吨，计划增速可观。在商品混凝土领域，公司也加大了拓展力度，21 年新增产能 1020 万立方米，计划 22 年继续新增 1050 万立方米，将产业链同时往上下游拓展。21 年贸易业务实现营收 365.7 亿，YoY-10.95%。22 年，基建有望对冲地产下行带来的空缺，煤炭价格向上概率不大，我们认为传统业务将继续保持韧性。
- **积极布局光伏发电，进一步提升主业竞争力。**在双碳大背景下，公司也引领行业变革，21 年完成海螺新能源股权收购，新增 19 个光伏电站和 3 个储能电站，21 年底实现光伏装机容量 200MW，并计划在 22 年新增光伏装机量 800MW。一方面，光伏发电能降低燃料及动力费用，21 年这部分成本占水泥熟料成本的 55.4%。另一方面，发改委等五部门于 21 年 10 月在《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》提出，到 25 年水泥行业达到标杆水平产能比例超 30%。作为行业龙头，公司有较强的能耗改造升级的需求。公司 22 年计划资本性支出 235 亿，相较 21 年实际支出增长 46.69%，主要应用于项目建设/环保技改/并购，项目落地有望加快。

盈利预测与投资建议

- 预测 22-24 年 EPS 6.42/6.57/6.44 元（原 22/23 年预测值 7.06/7.22 元），盈利预测下调主要因为煤炭成本超预期上涨。14 年至今平均（调整后）PE 8X，我们认可给予公司 22 年 8X PE，对应目标价 51.36 元，维持“增持”评级。

风险提示：地产需求下行超预期，原材料成本大幅上升，海外业务拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176,295	167,953	168,950	174,560	177,290
同比增长(%)	12.3%	-4.7%	0.6%	3.3%	1.6%
营业利润(百万元)	46,300	43,109	44,090	45,111	44,180
同比增长(%)	5.1%	-6.9%	2.3%	2.3%	-2.1%
归属母公司净利润(百万元)	35,158	33,267	34,014	34,800	34,114
同比增长(%)	4.7%	-5.4%	2.2%	2.3%	-2.0%
每股收益(元)	6.63	6.28	6.42	6.57	6.44
毛利率(%)	28.8%	29.6%	30.0%	29.4%	28.3%
净利率(%)	19.9%	19.8%	20.1%	19.9%	19.2%
净资产收益率(%)	23.5%	19.2%	16.9%	15.1%	13.4%
市盈率	5.7	6.0	5.9	5.7	5.9
市净率	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

增持（维持）

股价（2022年03月29日）	37.68 元
目标价格	51.36 元
52 周最高价/最低价	49.8/33.8 元
总股本/流通 A 股（万股）	529,930/529,930
A 股市值（百万元）	199,678
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022 年 03 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.26	-6.5	-6.89	-23.65
相对表现	1.08	-3.04	-1.87	-1.03
沪深 300	0.18	-3.46	-5.02	-22.62



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074
	huangji@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520030001
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521120002

相关报告

行业景气有望回升，估值有望修复：——	2021-03-27
2020 年年报点评	
业绩符合预期，价值属性凸显：——业绩	2021-03-07
快报点评	
贸易业务拉低盈利能力，管控能力继续凸	2020-10-29
显	

投资建议

我们选用历史估值法。水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-19 年新增供给有限，而需求相对平稳增加，行业从 16 年开始进入周期上行期，水泥及熟料价格不断提升，行业盈利逐年向好。水泥行业 19 年盈利创出历史高位，随后行业盈利有所下降，目前需求已进入平台期，不排除未来需求有趋势性下滑的可能，因此采用绝对估值法会产生较大误差。而公司重点布局华东/华南市场，在人口持续流入华东/华南的趋势下，水泥/熟料的需求有支撑，此外公司在成本控制/渠道等方面具有领先同行的优势，且拥有相对充沛的货币资金，其估值水平相对可比公司偏高。考虑到公司主业并无大幅变动，因此我们选用历史估值法。

公司 14 年至今平均（调整后）PE（TTM）为 8X，我们认可给予公司 22 年 PE 8X。我们选取 14 年至今（2014/1/1-2022/3/28）PE（TTM）进行估值，主要因为这个时间段完整包含了整个周期，涵盖了景气下行期（14-15 年）、上行期（16-19 年）以及平稳期（20 年-至今）。在行业景气上行周期的中段（16-18 年），PE 相对较高，因为盈利在持续增长，且未来预期依然向好。我们认为当时的 PE 水平对目前参考意义不大，因为一、水泥行业需求目前已进入平台期，未来有可能继续走弱，业绩的韧性存在一定不确定因素；二、公司新开拓的骨料/商品混凝土/新能源发电目前依然处于培育期，贡献的净利润占比较为有限。所以，我们剔除了 16-18 年的数据，调整后历史平均 PE 为 8X。

图 1：公司 PE-Band（2014/1/1-2022/3/28）



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

地产需求下行超预期。房地产作为水泥行业主要需求端之一，经历 2020-2021 年多次政策调控后目前仍处于行业寒冬，地产新开工数据不断下滑，可能导致未来水泥行业需求继续收缩。

原燃料成本大幅提升。环保要求下，矿山政策趋严，小厂加速退出，可能导致原材料石灰石价格的上涨；动力煤价格 21 年大幅上涨，不排除未来价格继续上涨的可能。原燃料价格的上涨会对公司生产成本带来负面影响。

海外业务拓展不及预期。海外市场竞争加剧，同时疫情蔓延反复，公司项目拓展在资源获取、用工派遣等方面都存在一定困难和不便，可能导致海外业务的拓展和盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	62,300	69,535	105,957	126,118	142,063	营业收入	176,295	167,953	168,950	174,560	177,290
应收票据及应收账款	10,923	14,594	14,680	15,168	15,405	营业成本	125,458	118,181	118,181	123,203	127,097
预付账款	3,464	1,186	1,193	1,233	1,252	营业税金及附加	1,289	1,243	1,251	1,292	1,313
存货	7,002	9,896	8,714	9,084	9,371	营业费用	3,508	3,408	3,513	3,605	3,681
其他	29,503	28,373	27,815	25,823	25,831	管理费用及研发费用	4,865	6,401	6,536	7,028	7,255
流动资产合计	113,192	123,583	158,359	177,426	193,922	财务费用	(1,498)	(1,315)	(1,475)	(1,640)	(1,694)
长期股权投资	4,253	5,563	6,063	6,563	7,063	资产、信用减值损失	(5)	24	286	113	130
固定资产	63,274	66,514	69,480	73,062	77,003	公允价值变动收益	101	591	609	615	621
在建工程	3,381	5,639	7,651	10,161	13,170	投资净收益	1,550	1,402	1,416	1,430	1,444
无形资产	13,710	18,240	18,418	18,767	19,279	其他	1,971	1,107	1,407	2,107	2,607
其他	4,042	10,976	2,445	2,455	2,455	营业利润	46,300	43,109	44,090	45,111	44,180
非流动资产合计	88,661	106,932	104,056	111,007	118,969	营业外收入	959	1,105	1,116	1,138	1,161
资产总计	201,853	230,515	262,416	288,433	312,891	营业外支出	122	98	99	100	101
短期借款	1,982	3,290	2,000	2,000	1,500	利润总额	47,137	44,116	45,107	46,150	45,240
应付票据及应付账款	4,783	6,828	6,765	7,052	7,275	所得税	10,737	9,950	10,174	10,409	10,204
其他	17,541	22,551	21,153	21,847	22,486	净利润	36,400	34,166	34,933	35,741	35,036
流动负债合计	24,306	32,669	29,918	30,899	31,261	少数股东损益	1,242	899	919	940	922
长期借款	3,695	3,748	3,248	2,748	2,248	归属于母公司净利润	35,158	33,267	34,014	34,800	34,114
应付债券	3,498	0	0	0	0	每股收益(元)	6.63	6.28	6.42	6.57	6.44
其他	1,738	2,272	2,416	2,416	2,416						
非流动负债合计	8,931	6,020	5,663	5,163	4,663	主要财务比率					
负债合计	33,237	38,689	35,581	36,062	35,924		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	6,446	8,141	9,060	10,000	10,922	成长能力					
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299	营业收入	12.3%	-4.7%	0.6%	3.3%	1.6%
资本公积	10,882	10,494	10,494	10,494	10,494	营业利润	5.1%	-6.9%	2.3%	2.3%	-2.1%
留存收益	145,969	167,968	201,982	226,578	250,253	归属于母公司净利润	4.7%	-5.4%	2.2%	2.3%	-2.0%
其他	19	(76)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	168,616	191,826	226,835	252,371	276,967	毛利率	28.8%	29.6%	30.0%	29.4%	28.3%
负债和股东权益总计	201,853	230,515	262,416	288,433	312,891	净利率	19.9%	19.8%	20.1%	19.9%	19.2%
						ROE	23.5%	19.2%	16.9%	15.1%	13.4%
						ROIC	20.7%	16.9%	15.0%	13.5%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	16.5%	16.8%	13.6%	12.5%	11.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	4.66	3.78	5.29	5.74	6.20
						速动比率	4.37	3.48	5.00	5.45	5.90
						营运能力					
						应收账款周转率	140.5	93.0	70.9	71.8	71.2
						存货周转率	19.9	14.0	12.7	13.8	13.8
						总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	6.63	6.28	6.42	6.57	6.44
						每股经营现金流	6.57	6.40	9.12	7.21	7.23
						每股净资产	30.60	34.66	41.10	45.74	50.20
						估值比率					
						市盈率	5.7	6.0	5.9	5.7	5.9
						市净率	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
						EV/EBITDA	2.3	2.5	2.4	2.3	2.3
						EV/EBIT	2.6	2.7	2.7	2.6	2.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn