

22Q1 需求承压，行业错峰机制下显韧性

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:	50.93/33.8
目标价格:	47.25	总市值(亿)	2,125.02
最新收盘价:	40.1	自由流通市值(亿)	1,603.88
		自由流通股数(百万)	3,999.70

事件概述

公司公布 2022Q1 一季报。2022Q1，公司收入 254.6 亿元，同比-26.1%，归母净利润 49.25 亿元，同比-15.2%。

► **Q1 需求承压，成本高位。** 公司业绩基本符合我们预期。2022Q1，由于地产需求下滑，且 3 月下半月疫情管控升级影响施工，水泥需求较为低迷，价格从 2021Q4 的高点下滑，3 月后的施工季也呈现“旺季不旺”态势，价格上涨乏力。测算公司 Q1 自产自销水泥销量下降 10-15% 左右，价格环比 2021Q4 下滑 100 元/吨左右，由于煤价总体仍然维持高位，公司吨成本环比 2021Q4 降幅有限，吨毛利水平总体与 2021Q1 相仿。

► **水泥贸易业务量下降，吨三费有所提升。** 根据测算，公司 2022Q1 水泥贸易业务量同比下降幅度较大，因此表现收入下降幅度较大。由于 3 月下半月华东地区出货受阻，公司规模效应受到一定影响，吨三费同比略有提升，使得公司利润的降幅略大于销量降幅。

► **供给侧约束较为成熟，关注 2022H2 行业反弹机会。** 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。此外我们预计在疫情管控结束后，基建稳增长力度将进一步升级，地产调控也有望逐渐放松，2022H2 起需求或逐渐恢复，而公司 2021 年报公布的销量指引也一定程度上反映了对于需求恢复的信心。我们仍然认为，水泥行业的对抗煤炭成本上涨以及需求波动的机制较为成熟，一季度的业绩体现出行业领先者的经营韧性，我们认为 2022H1 行业错峰生产执行良好将为 H2 打下良好基础，届时水泥行业或展现价格弹性。

投资建议

维持盈利预测不变。预计 2022-2024 年，公司收入 1692.6/1719.1/1741.7 亿元，EPS6.30/6.54/6.75 元，对应 4 月 28 日 40.1 元收盘价 6.37/6.13/5.94x PE。考虑到 H2 基建稳增长力度可能增强，小幅提升估值至 7.5x 2022E PE，对应提升目标价至 47.25 元（原：44.10 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)	176294.7	167952.7	169263.4	171911.4	174166.8
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	6.04	6.39	6.37	6.13	5.94

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

分析师: 郝暲

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	167952.7	169263.4	171911.4	174166.8	净利润	34165.84	34282.96	35592.42	36742.17
YoY (%)	-4.7%	0.8%	1.6%	1.3%	折旧和摊销	5956.76	5066.20	5215.85	5436.14
营业成本	118181.2	118981.4	120381.7	121657.1	营运资金变动	-2646.53	-7447.33	-95.60	-82.53
营业税金及附加	1243.4	1253.1	1272.7	1289.4	经营活动现金流	33900.53	29301.07	38111.91	39495.02
销售费用	3408.4	3435.0	3488.8	3534.5	资本开支	-14587.43	-5886.41	-5886.41	-5886.41
管理费用	5083.2	5122.9	5203.0	5271.3	投资	-10463.22	0.00	0.00	0.00
财务费用	1317.3	1327.6	1348.4	1366.1	投资活动现金流	-21666.96	-4484.48	-4484.48	-4484.48
研发费用	-1314.6	-1608.5	-2225.9	-2879.0	股权募资	943.40	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	债务募资	268.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	1401.9	1401.9	1401.9	1401.9	筹资活动现金流	-11604.47	-13494.71	-14053.72	-14478.15
营业利润	43109.2	42153.8	43844.7	45329.3	现金净流量	629.10	11321.87	19573.71	20532.39
营业外收支	1007.0	2113.6	2113.6	2113.6					
利润总额	44116.2	44267.4	45958.3	47442.9	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	9950.4	9984.5	10365.8	10700.7	成长能力				
净利润	34165.8	34283.0	35592.4	36742.2	营业收入增长率	-4.73%	0.78%	1.56%	1.31%
归属于母公司净利润	33267.1	33381.1	34656.1	35775.6	净利润增长率	-5.38%	0.34%	3.82%	3.23%
YoY (%)	-5.4%	0.3%	3.8%	3.2%	盈利能力				
每股收益	6.3	6.3	6.5	6.8	毛利率	29.63%	29.71%	29.97%	30.15%
					净利率	20.34%	20.25%	20.70%	21.10%
资产负债表 (百万元)	2021.0	2022.0	2023.0	2024.0	总资产收益率 ROA	14.43%	13.82%	13.11%	12.44%
货币资金	69534.5	80856.4	100430.1	120962.5	净资产收益率 ROE	18.11%	16.32%	15.33%	14.41%
预付款项	1186.2	1186.2	1186.2	1186.2	偿债能力				
存货	9895.5	9962.5	10079.8	10186.6	流动比率	3.78	5.97	6.81	7.69
其他流动资产	42966.4	39753.1	39916.5	40055.7	速动比率	3.44	5.46	6.30	7.18
流动资产合计	123582.6	131758.2	151612.6	172391.0	现金比率	2.13	3.66	4.51	5.39
长期股权投资	5562.7	5562.7	5562.7	5562.7	资产负债率	16.78%	11.63%	10.70%	9.89%
固定资产	66514.4	64941.1	65808.4	67750.5	经营效率				
无形资产	18239.6	17566.2	16892.9	16219.5	总资产周转率	0.78	0.72	0.68	0.63
非流动资产合计	106932.0	109865.8	112650.0	115213.8	每股指标 (元)				
资产合计	230514.7	241624.0	264262.5	287604.8	每股收益	6.28	6.30	6.54	6.75
短期借款	3289.8	3289.8	3289.8	3289.8	每股净资产	34.66	38.59	42.65	46.84
应付账款及票据	6827.8	6873.6	6953.8	7026.8	每股经营现金流	6.40	5.53	7.19	7.45
其他流动负债	22551.4	11912.0	12016.9	12107.4	每股股利	1.69	2.39	2.48	2.56
流动负债合计	32669.0	22075.3	22260.4	22423.9	估值分析				
长期借款	3747.7	3747.7	3747.7	3747.7	PE	6.39	6.37	6.13	5.94
其他长期负债	2271.9	2271.9	2271.9	2271.9	PB	1.16	1.04	0.94	0.86
非流动负债合计	6019.6	6019.6	6019.6	6019.6					
负债合计	38688.6	28094.9	28280.0	28443.5					
股本	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3					
少数股东权益	8140.8	9042.7	9978.9	10945.5					
股东权益合计	191826.1	213529.1	235982.5	259161.3					
负债和股东权益合计	230514.7	241624.0	264262.5	287604.8					

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。