

海螺水泥 (600585.SH)

买入

2022年一季报点评：需求承压致业绩小幅下行，低估值提供安全边际

核心观点

Q1 业绩小幅下降，符合行业运行。2022年一季报，公司实现营收 254.62 亿元，同比-26.07%，归母净利润 49.25 亿元，同比-15.21%。业绩下降符合行业运行趋势，主要影响因素包括一季度全国疫情反复，下游施工进度放缓，水泥需求表现低迷，同时煤炭原材料价格上涨所致。

成本控制良好，资债结构保持优化。2022年 Q1 公司盈利表现平稳，实现毛利率 31.4%，同比提高 4.5 个百分点，在成本端上行背景下，整体盈利水平表现较好，净利率 20.1%，同比增长 2.8 个百分点。费用管控方面，期间费用率实现 7.2%，同比增加 1.3 个百分点，其中销售/管理/财务/研发费用率分别实现 2.7%/5.1%/-1.5%/0.9%，同比变动 -0.1pct/+1.5pct/-0.8pct/+0.6pct。现金流方面，公司本期经营活动现金流净额为 28.74 亿元，同比下降 42.01%，现金流减少主要由产品销量及营业收入同比下降所致。公司资产负债率实现 14.94%，环比下降 1.84 个百分点，资债结构保持良好。

加码新能源布局，多角度拓展产业链。公司加大力度进军新能源领域，力争快速做大光伏、风能发电和储能电站等新能源产业。报告期内，设立凤阳海螺光伏科技有限公司，并发布新能源业务发展计划：今年将投资 50 亿元用于发展光伏电站、储能项目等新能源业务，实现下属工厂光伏发电全覆盖，预计到今年底，光伏发电装机容量可达 1GW，年发电能力 10 亿度。此外，公司持续挖掘产业链上下游：报告期内成立平凉海螺绿色新型材料有限公司、贵阳海螺绿色建材有限公司，涉及新型材料与绿色建材；并购多吉再生资源，主营业务为粉煤灰砖生产销售，有助于公司充分利用水泥副产品。

风险提示：疫情反复；项目落地不及预期；成本上涨超预期。

投资建议：低估值提供安全边际，维持“买入”评级

公司是全国水泥龙头企业，在规模、成本、品牌等方面竞争优势突出，通过收购方式，未来公司还将在贵州新建万吨线，并在重庆建设码头及产业园，进一步抢占西南地区市场。在继续巩固水泥业务的同时，公司加快产业链延伸，推进新能源产业发展，打造未来新的产业增长极，为中长期经营提供新的亮点。我们预计 2022-24 年公司 EPS 分别为 6.46/6.69/6.86 元/股，对应 PE 为 6.5/6.0/5.8x，目前估值低廉，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176,243	167,953	182,232	195,773	209,731
(+/-%)	12.2%	-4.7%	8.5%	7.4%	7.1%
净利润(百万元)	35130	33267	34225	35476	36348
(+/-%)	4.6%	-5.3%	2.9%	3.7%	2.5%
每股收益(元)	6.63	6.28	6.46	6.69	6.86
EBIT Margin	23.7%	23.8%	22.9%	22.1%	21.2%
净资产收益率 (ROE)	21.7%	18.1%	16.7%	15.6%	14.5%
市盈率 (PE)	6.0	6.4	6.2	6.0	5.8
EV/EBITDA	5.2	5.4	5.0	4.8	4.6
市净率 (PB)	1.31	1.15	1.03	0.93	0.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立 0755-82130685
 huangdl@guosen.com.cn S0980511070003

证券分析师：冯梦琪 0755-81982950
 fengmq@guosen.com.cn S0980521040002

证券分析师：陈颖 0755-81981825
 chenying4@guosen.com.cn S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	39.96 元
总市值/流通市值	211748/211748 百万元
52 周最高价/最低价	50.93/33.80 元
近 3 个月日均成交额	952.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海螺水泥 (600585.SH) - 分红规模创历史新高，盈利水平高位稳定》——2022-03-28
- 《海螺水泥-600585-2021 年中报点评：销量提升促收入增长，积极延伸产业链布局》——2021-09-02
- 《海螺水泥-600585-2020 年年报点评：经营质量优异，静待估值修复》——2021-03-26
- 《海螺水泥-600585-2020 年中报点评：现金状态极佳，龙头优势尽显》——2020-08-24
- 《海螺水泥-600585-2019 年财报点评：盈利分红均创新高，价值投资优选》——2020-03-23

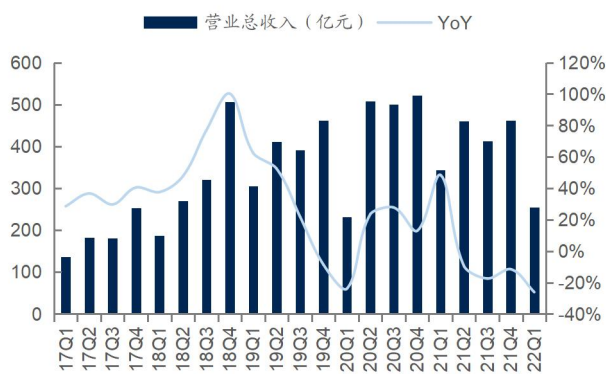
Q1 业绩小幅下降，符合行业运行。2022 年一季度，公司实现营收 254.62 亿元，同比-26.07%，归母净利润 49.25 亿元，同比-15.21%。业绩下降符合行业运行趋势，主要影响因素包括一季度全国疫情反复，下游施工进度放缓，水泥需求表现低迷，同时煤炭原燃材料价格上涨所致。

图1：海螺水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



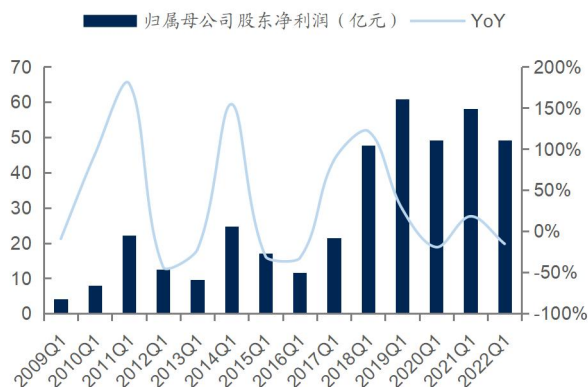
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海螺水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海螺水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

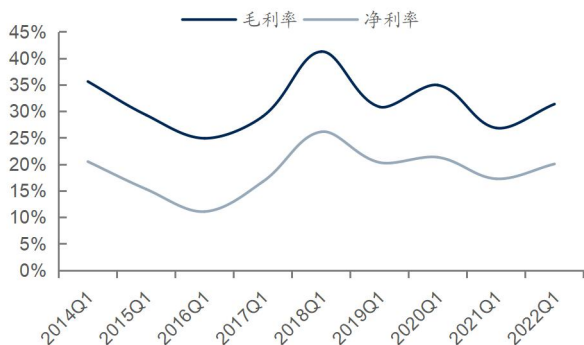
图4：海螺水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

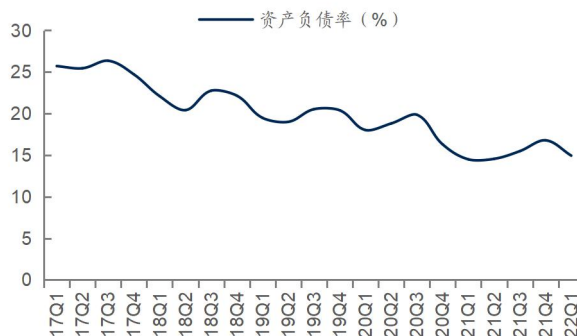
成本控制良好，资债结构保持优化。2022 年 Q1 公司盈利表现平稳，实现毛利率 31.4%，同比提高 4.5 个百分点，在成本端上行背景下，整体盈利水平表现较好，净利率 20.1%，同比增长 2.8 个百分点。费用管控方面，期间费用率实现 7.2%，同比增加 1.3 个百分点，其中销售/管理/财务/研发费用率分别实现 2.7%/5.1%/-1.5%/0.9%，同比变动-0.1pct/+1.5pct/-0.8pct/+0.6pct。现金流方面，公司本期经营活动现金流净额为 28.74 亿元，同比下降 42.01%，现金流减少主要由产品销量及营业收入同比下降所致。公司资产负债率实现 14.94%，环比下降 1.84 个百分点，资债结构保持良好。

图5：海螺水泥水泥熟料毛利率、净利率情况



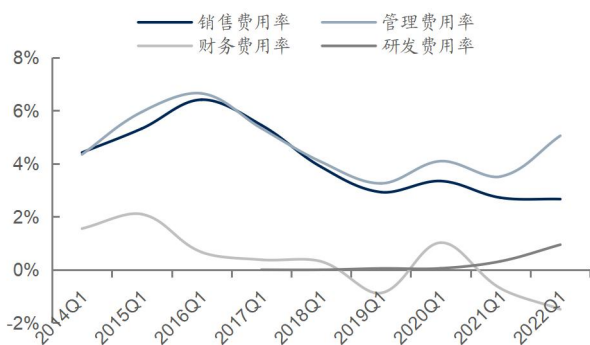
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：海螺水泥资产负债率情况



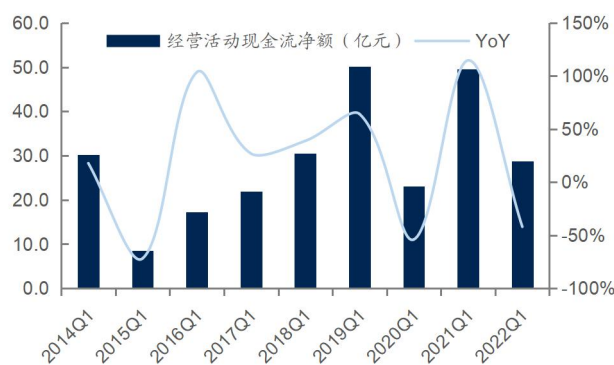
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：海螺水泥期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：海螺水泥经营活动现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加码新能源布局，多角度拓展产业链。公司加大力度进军新能源领域，力争快速做大光伏、风能发电和储能电站等新能源产业。报告期内，设立凤阳海螺光伏科技有限公司，并发布新能源业务发展计划：今年将投资 50 亿元用于发展光伏电站、储能项目等新能源业务，实现下属工厂光伏发电全覆盖，预计到今年底，光伏发电装机容量可达 1GW，年发电能力 10 亿度。此外，公司持续挖掘产业链上下游：报告期内成立平凉海螺绿色新型材料有限公司、贵阳海螺绿色建材有限公司，涉及新型材料与绿色建材；并购多吉再生资源，主营业务为粉煤灰砖生产销售，有助于公司充分利用水泥副产品。

低估值提供安全边际，维持“买入”评级。公司是全国水泥龙头企业，在规模、成本、品牌等方面竞争优势突出，通过收购方式，未来公司还将在贵州新建万吨线，并在重庆建设码头及产业园，进一步抢占西南地区市场。在继续巩固水泥业务的同时，公司加快产业链延伸，推进新能源产业发展，打造未来新的产业增长极，为中长期经营提供新的亮点。我们预计 2022-24 年公司 EPS 分别为 6.46/6.69/6.86 元/股，对应 PE 为 6.5/6.0/5.8x，目前估值低廉，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	62177	69535	80212	94713	112034	营业收入	176243	167953	182232	195773	209731
应收款项	7806	10366	9659	11230	11574	营业成本	124848	118181	130660	142719	155695
存货净额	7002	9896	9013	10794	11224	营业税金及附加	1289	1243	1349	1449	1553
其他流动资产	9113	9515	10840	11369	12328	销售费用	4123	3408	3247	3133	3010
流动资产合计	112980	123583	133996	152377	171431	管理费用	4207	5083	5285	5159	4963
固定资产	67395	73794	82087	89280	95526	财务费用	(1515)	(1315)	(1432)	(1754)	(2104)
无形资产及其他	13710	18240	17510	16780	16051	投资收益	1550	1402	1500	1500	1500
投资性房地产	2664	9336	9336	9336	9336	资产减值及公允价值变动	101	591	600	600	600
长期股权投资	4223	5563	6434	7539	8527	其他收入	1330	(235)	(1300)	(1600)	(2000)
资产总计	200973	230515	249363	275312	300871	营业利润	46271	43109	43921	45567	46714
短期借款及交易性金融负债	3646	8106	4000	4000	4000	营业外净收支	837	1007	1100	1100	1100
应付款项	4786	6828	7614	8207	8985	利润总额	47108	44116	45021	46667	47814
其他流动负债	15792	17735	17743	20016	21220	所得税费用	10738	9950	10154	10526	10784
流动负债合计	24223	32669	29357	32224	34205	少数股东损益	1240	899	642	666	682
长期借款及应付债券	6808	3748	3748	3748	3748	归属于母公司净利润	35130	33267	34225	35476	36348
其他长期负债	1725	2272	2575	3000	3364	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	8533	6020	6322	6747	7111	净利润	35130	33267	34225	35476	36348
负债合计	32756	38689	35679	38971	41316	资产减值准备	0	24	5	2	2
少数股东权益	6395	8141	8262	8389	8518	折旧摊销	5430	5957	8031	9135	10081
股东权益	161822	183685	205422	227953	251037	公允价值变动损失	(101)	(591)	(600)	(600)	(600)
负债和股东权益总计	200973	230515	249363	275312	300871	财务费用	(1515)	(1315)	(1432)	(1754)	(2104)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(900)	(7971)	1366	(587)	615
每股收益	6.63	6.28	6.46	6.69	6.86	其它	839	547	117	124	127
每股红利	2.15	2.29	2.36	2.44	2.50	经营活动现金流	40397	31232	43144	43551	46573
每股净资产	30.54	34.66	38.76	43.02	47.37	资本开支	0	(12366)	(15000)	(15000)	(15000)
ROIC	23%	20%	19%	19%	18%	其它投资现金流	(10072)	2611	0	0	0
ROE	22%	18%	17%	16%	14%	投资活动现金流	(10474)	(11094)	(15871)	(16105)	(15988)
毛利率	29%	30%	28%	27%	26%	权益性融资	(100)	943	0	0	0
EBIT Margin	24%	24%	23%	22%	21%	负债净变化	(562)	438	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	27%	27%	26%	支付股利、利息	(11379)	(12139)	(12488)	(12945)	(13263)
收入增长	12%	-5%	9%	7%	7%	其它融资现金流	1259	9678	(4106)	0	0
净利润增长率	5%	-5%	3%	4%	2%	融资活动现金流	(22723)	(12780)	(16595)	(12945)	(13263)
资产负债率	19%	20%	18%	17%	17%	现金净变动	7200	7357	10678	14500	17322
息率	5.4%	5.7%	5.9%	6.1%	6.3%	货币资金的期初余额	54977	62177	69535	80212	94713
P/E	6.0	6.4	6.2	6.0	5.8	货币资金的期末余额	62177	69535	80212	94713	112034
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	16626	26684	27093	30167
EV/EBITDA	5.2	5.4	5.0	4.8	4.6	权益自由现金流	0	26742	23686	28451	31796

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032