

公司研究

谋求控股海螺环保，进一步整合产业资源

——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）拟控股收购海螺环保事项点评

要点

事件：公司拟通过境外全资子公司海螺国际控股（香港）有限公司择机在二级市场继续增持中国海螺环保控股有限公司（以下简称“海螺环保”）股份。海螺环保股权分散、无实际控制人，公司目前直接及间接持股13.83%，是其第一大股东。本次增持，公司以巩固作为海螺环保第一大股东之基础，并最终通过委任海螺环保董事会大部分董事，从而实现海螺环保的控制和并表。

海螺环保主营水泥窑协同处置，属“水泥+”范畴：海螺环保主营业务涉及水泥窑协同处置工业固废及危废、飞灰水洗、油泥处置等。水泥窑协同处置是指将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时，实现对固体废物的无害化处置过程。因此海螺环保主营业务是与公司水泥主业具有高度协同效应的新兴产业。

整合产业资源，打造业绩增长极：海螺环保是我国最大的水泥窑废物处置服务供应商，2021年业务遍布全国22个省市自治区，年处理固废、危废规模约1051万吨，实现营业收入16.98亿元、净利润6.47亿元。若公司最终实现对海螺环保的并表，则将进一步加强资源整合及产业融合，打造出新的产业增长极和利润增长点。此外，水泥窑协同处置业务契合国家“双碳”政策目标，还将带来良好的社会效益。

2022H2不必过度悲观，水泥仍存估值反弹预期：进入2022年，水泥需求持续疲软，1-4月全国水泥产量5.8亿吨，同比减少14.8%。近期随着水泥行业逐步进入淡季，供给端竞争有加剧迹象，引发市场对未来水泥市场持续走弱的担忧。我们认为2022H2水泥市场不必过度悲观，一方面，在稳增长背景下，基建投资确定性发力，同时地产下行周期有望触底，存量及新建项目的推动有望对水泥需求形成较强支撑；另一方面，疫情后的复工复产有望带来前期积压需求的进一步释放。总而言之，水泥需求将继续彰显较强韧性，同时也将为供给端秩序的维系夯实基础，从而带来短期估值弹性。

盈利预测与估值评级：我们认为2022年下半年水泥需求有望回暖，量价均具备较强支撑，由于本次控股收购事件尚未落地，因此维持公司22-24年EPS分别为6.43、6.56、6.85元，对公司A股和H股均维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期风险，行业供给格局恶化的风险，原燃材料价格继续大幅上涨的风险，海外投资不确定性和汇兑损益风险，本次控股收购事项失败等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	176,243	167,953	171,012	174,023	175,975
营业收入增长率	12.23%	-4.70%	1.82%	1.76%	1.12%
净利润（百万元）	35,130	33,267	34,066	34,788	36,284
净利润增长率	4.58%	-5.30%	2.40%	2.12%	4.30%
EPS（元）	6.63	6.28	6.43	6.56	6.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.71%	18.11%	16.61%	15.41%	14.65%
P/E（A股）	5.5	5.8	5.6	5.5	5.3
P/E（H股）	4.4	4.7	4.5	4.5	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-06-02；汇率：按1HKD=0.8490CNY换算 注：该表中2020年的数据均为追溯调整前的财务数据

A股：买入（维持）

当前价：36.22元

H股：买入（维持）

当前价：34.45港元

作者

分析师：孙伟凤

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.99
总市值(亿元)	1919.41
一年最低/最高(元)	33.80/49.80
近3月换手率	25.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.28	-0.29	-2.40
绝对	-10.30	-9.34	-21.44

资料来源：Wind

相关研报

需求偏弱、成本上涨，业绩仍表现较强韧性——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2021年年报点评（2022-03-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	176,243	167,953	171,012	174,023	175,975
营业成本	124,848	118,181	120,532	121,361	121,288
折旧和摊销	5,430	5,957	6,664	7,818	8,981
税金及附加	1,289	1,243	1,283	1,305	1,320
销售费用	4,123	3,408	3,506	3,480	3,519
管理费用	4,207	5,083	5,216	5,308	5,367
研发费用	647	1,317	1,710	1,740	1,760
财务费用	-1,515	-1,315	-1,532	-1,585	-1,639
投资收益	1,550	1,402	1,474	1,543	1,532
营业利润	46,271	43,109	44,864	45,812	47,760
利润总额	47,108	44,116	45,743	46,735	48,729
所得税	10,738	9,950	10,430	10,656	11,110
净利润	36,370	34,166	35,314	36,079	37,619
少数股东损益	1,240	899	1,248	1,291	1,335
归属母公司净利润	35,130	33,267	34,066	34,788	36,284
EPS(元)	6.63	6.28	6.43	6.56	6.85

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	34,797	33,901	39,248	39,785	44,763
净利润	35,130	33,267	34,066	34,788	36,284
折旧摊销	5,430	5,957	6,664	7,818	8,981
净营运资金增加	8,733	-1,445	-1,487	2,189	-554
其他	-14,495	-3,878	5	-5,010	52
投资活动产生现金流	-26,773	-21,667	-25,553	-28,482	-28,468
净资本支出	-9,970	-14,587	-30,000	-30,000	-30,000
长期投资变化	4,223	5,563	0	0	0
其他资产变化	-21,026	-12,642	4,447	1,518	1,532
融资活动现金流	-13,262	-11,604	-14,377	-10,553	-14,781
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,291	1,400	-3,290	1,988	-1,988
无息负债变化	-2,410	4,533	-566	-2,318	209
净现金流	-5,338	578	-675	750	1,515

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.2%	29.6%	29.5%	30.3%	31.1%
EBITDA 率	27.0%	27.2%	26.5%	28.5%	29.9%
EBIT 率	24.0%	23.7%	22.6%	24.0%	24.8%
税前净利润率	26.7%	26.3%	26.7%	26.9%	27.7%
归母净利润率	19.9%	19.8%	19.9%	20.0%	20.6%
ROA	18.1%	14.8%	14.2%	13.3%	12.9%
ROE (摊薄)	21.7%	18.1%	16.6%	15.4%	14.7%
经营性 ROIC	21.0%	18.4%	15.5%	14.9%	14.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	16%	17%	14%	13%	11%
流动比率	4.66	3.78	4.02	4.04	4.31
速动比率	4.38	3.48	3.70	3.76	4.05
归母权益/有息债务	15.48	15.50	23.95	21.40	28.92
有形资产/有息债务	17.78	17.77	26.90	23.97	32.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	200,973	230,515	249,361	270,985	292,393
货币资金	62,177	69,535	68,859	69,609	71,124
交易性金融资产	26,883	24,272	24,272	24,272	24,272
应收账款	1,205	2,377	1,693	1,378	1,394
应收票据	6,601	7,989	6,840	6,961	7,039
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	7,002	9,896	9,643	8,495	7,277
其他流动资产	5,648	8,329	8,329	8,329	8,329
流动资产合计	112,980	123,583	120,901	120,318	120,707
其他权益工具	391	870	870	870	870
长期股权投资	4,223	5,563	5,563	5,563	5,563
固定资产	62,720	66,514	89,584	110,503	130,373
在建工程	3,345	5,639	6,482	7,112	7,584
无形资产	13,710	18,240	17,328	16,461	15,638
商誉	576	876	876	876	876
其他非流动资产	761	3,785	3,785	3,785	3,785
非流动资产合计	87,993	106,932	128,460	150,667	171,686
总负债	32,756	38,689	34,833	34,503	32,725
短期借款	1,982	3,290	0	1,988	0
应付账款	4,786	6,765	6,027	4,854	4,852
应付票据	0	63	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,209	7,443	7,443	7,443	7,443
流动负债合计	24,223	32,669	30,084	29,754	27,975
长期借款	3,310	3,748	3,748	3,748	3,748
应付债券	3,498	0	0	0	0
其他非流动负债	953	1,000	1,000	1,000	1,000
非流动负债合计	8,533	6,020	4,749	4,749	4,749
股东权益	168,217	191,826	214,528	236,482	259,669
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,233	13,143	13,143	13,143	13,143
未分配利润	143,270	165,318	186,772	207,435	229,287
归属母公司权益	161,822	183,685	205,139	225,802	247,653
少数股东权益	6,395	8,141	9,389	10,680	12,015

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.34%	2.03%	2.05%	2.00%	2.00%
管理费用率	2.39%	3.03%	3.05%	3.05%	3.05%
财务费用率	-0.86%	-0.78%	-0.90%	-0.91%	-0.93%
研发费用率	0.37%	0.78%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	23%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	2.12	2.38	2.67	2.72	2.84
每股经营现金流	6.57	6.40	7.41	7.51	8.45
每股净资产	30.54	34.66	38.71	42.61	46.73
每股销售收入	33.26	31.69	32.27	32.84	33.21

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	5.5	5.8	5.6	5.5	5.3
PB (A股)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.0	4.1	4.2	3.9	3.7
股息率	5.9%	6.6%	7.4%	7.5%	7.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE