

# 海螺水泥 (600585)

证券研究报告

2022年06月05日

## 拟控股收购海螺环保，竞争力再增强

### 事件：海螺水泥拟控股收购中国海螺环保控股有限公司

海螺水泥发布拟控股收购中国海螺环保控股有限公司的公告，公司目前直接持有及通过境外全资子公司海螺国际控股（香港）有限公司间接持有海螺环保的股份比例合计为13.83%，为其第一大股东，并拟通过海螺香港择机在二级市场继续增持海螺环保的股份，以巩固公司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，从而实现对海螺环保的控制和并表。

### 收购环保龙头企业，打造新的利润增长点

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，是中国最大的水泥窑废物处置服务供应商，截至21年底，公司已形成固危废处置规模1051万吨/年，并正在制定新一轮五年规划，到2028年力争实现固危废处置签约规模3000万吨/年的目标。公司21年收入16.98亿元，同比增长48.44%，其中工业危废/固废处置收入分别为12.42/4.56亿元，同比+48.9%/47.2%，实现净利润5.79亿元，同比+23.5%。公司收购海螺环保后，有望进一步发挥产业协同效应，在推动主业绿色转型的同时，通过资源整合，形成发展合力，打造新的产能增长极和利润增长点。

### 短期水泥价格或继续探底，Q3业绩有望改善

1-4月水泥产量5.81亿吨，同比下滑14.8%，4月单月水泥产量1.95亿吨，同比下滑18.9%，降幅环比有所扩大，一是因为疫情导致部分区域需求恢复受阻，尤其是道路运输不畅，二是资金短缺使得工程项目开工率偏低。预计5月份水泥产量仍保持两位数下滑。6月疫情影响因素缓解后，水泥发货有望边际好转，但考虑到梅雨季节临近，需求恢复或有限，截至6月2日全国水泥出货率63%，年同比低11pct。当前华东地区水泥均价同比低46元/吨，淡季水泥企业可能加快抢占市场份额，或导致价格阶段性探底。下半年在稳增长压力下，需求端有望好于上半年，全年韧性仍存。旺季的价格弹性仍值得期待，且叠加去年销量低基数，我们预计Q3公司水泥主业利润有望改善。

### 产业扩张加速，分红率提升凸显投资价值

公司21年底具有熟料/水泥产能2.69/3.84亿吨，骨料6580万吨，混凝土1470万立方米，22年公司计划资本性支出235亿元，同比+47%，预计22年新增熟料/水泥/骨料产能460/140/4400万吨、商混1020万立方米，市场份额有望持续巩固。在加快延伸上下游产业链的同时，大力推进新能源、环保产业发展，打造新的产业增长极。公司21年分红率提升至37.91%，股息率高达6.4%。维持22-24年净利润预测351/365/374亿元，维持公司22年7倍目标PE，目标价46.41元。

**风险提示：**水泥需求不及预期、价格竞争加剧、煤炭成本上涨、收购事项的具体实施进度存在一定的不确定性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176,242.68	167,952.66	176,004.61	182,902.98	187,948.67
增长率(%)	12.23	(4.70)	4.79	3.92	2.76
EBITDA(百万元)	48,855.92	47,986.27	50,368.05	52,076.09	53,254.00
净利润(百万元)	35,129.69	33,267.07	35,140.50	36,460.06	37,429.32
增长率(%)	4.58	(5.30)	5.63	3.76	2.66
EPS(元/股)	6.63	6.28	6.63	6.88	7.06
市盈率(P/E)	5.46	5.77	5.46	5.26	5.13
市净率(P/B)	1.19	1.04	0.93	0.84	0.76
市销率(P/S)	1.09	1.14	1.09	1.05	1.02
EV/EBITDA	4.08	2.74	1.56	0.98	0.36

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	36.22元
目标价格	46.41元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,999.70
流通A股股本(百万股)	3,999.70
A股总市值(百万元)	144,869.23
流通A股市值(百万元)	144,869.23
每股净资产(元)	35.52
资产负债率(%)	14.94
一年内最高/最低(元)	49.80/33.80

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**武慧东** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《海螺水泥-季报点评:需求释放潜力仍在，业绩或逐季改善》2022-04-29
- 《海螺水泥-年报点评报告:主业经营仍然稳健，产业扩张加快》2022-03-26
- 《海螺水泥-季报点评:成本控制仍稳健，期待Q4盈利好转》2021-10-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	62,177.17	69,534.55	104,229.93	130,570.95	161,697.16
应收票据及应收账款	7,805.73	10,365.83	7,871.13	11,499.30	8,405.49
预付账款	3,464.42	1,186.19	4,275.92	1,360.47	4,202.76
存货	7,001.62	9,895.53	4,495.34	9,351.85	5,739.56
其他	32,530.88	32,600.55	30,922.89	32,562.90	31,405.42
<b>流动资产合计</b>	<b>112,979.82</b>	<b>123,582.65</b>	<b>151,795.21</b>	<b>185,345.48</b>	<b>211,450.39</b>
长期股权投资	4,223.04	5,562.70	5,562.70	5,562.70	5,562.70
固定资产	62,720.18	66,514.37	61,005.33	55,496.30	49,987.27
在建工程	4,675.08	7,279.42	7,279.42	7,279.42	7,279.42
无形资产	13,710.24	18,239.56	17,548.97	16,858.37	16,167.77
其他	2,664.40	9,335.96	5,138.94	5,810.50	6,761.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>87,992.94</b>	<b>106,932.01</b>	<b>96,535.37</b>	<b>91,007.29</b>	<b>85,758.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>200,972.76</b>	<b>230,514.66</b>	<b>248,330.58</b>	<b>276,352.78</b>	<b>297,209.36</b>
短期借款	1,982.28	3,289.75	3,000.00	2,500.00	2,000.00
应付票据及应付账款	4,785.77	6,827.82	6,406.17	6,417.31	6,903.92
其他	13,210.44	19,301.41	17,009.25	21,958.77	18,755.27
<b>流动负债合计</b>	<b>19,978.48</b>	<b>29,418.98</b>	<b>26,415.43</b>	<b>30,876.08</b>	<b>27,659.19</b>
长期借款	3,309.68	3,747.69	3,000.00	2,500.00	2,000.00
应付债券	3,498.37	0.00	2,332.14	1,943.50	1,425.22
其他	1,724.77	2,271.89	1,887.62	1,961.42	2,040.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,532.82</b>	<b>6,019.58</b>	<b>7,219.76</b>	<b>6,404.93</b>	<b>5,465.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>32,755.94</b>	<b>38,688.59</b>	<b>33,635.19</b>	<b>37,281.01</b>	<b>33,124.72</b>
少数股东权益	6,394.59	8,140.80	8,766.95	9,482.44	10,175.71
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30
资本公积	10,583.76	10,493.51	10,493.51	10,493.51	10,493.51
留存收益	145,919.93	167,968.08	190,106.60	213,805.63	238,134.69
其他	19.23	(75.62)	29.04	(9.12)	(18.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>168,216.82</b>	<b>191,826.07</b>	<b>214,695.39</b>	<b>239,071.77</b>	<b>264,084.64</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200,972.76</b>	<b>230,514.66</b>	<b>248,330.58</b>	<b>276,352.78</b>	<b>297,209.36</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	36,370.18	34,165.84	35,140.50	36,460.06	37,429.32
折旧摊销	5,429.56	5,956.76	6,199.63	6,199.63	6,199.63
财务费用	(1,790.21)	(1,943.00)	(1,588.10)	(1,676.38)	(1,703.24)
投资损失	(1,522.77)	(1,375.10)	(1,350.00)	(1,375.97)	(1,375.97)
营运资金变动	(3,501.49)	(10,005.96)	6,762.34	(3,008.80)	730.10
其它	(188.05)	7,102.00	1,236.60	1,345.91	822.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>34,797.21</b>	<b>33,900.53</b>	<b>46,400.97</b>	<b>37,944.44</b>	<b>42,102.07</b>
资本支出	11,865.59	17,977.15	384.27	(73.81)	(78.89)
长期投资	402.43	1,339.66	0.00	0.00	0.00
其他	(39,040.90)	(40,983.78)	470.98	965.70	1,942.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>(26,772.88)</b>	<b>(21,666.96)</b>	<b>855.25</b>	<b>891.90</b>	<b>1,863.60</b>
债权融资	223.82	2,714.70	704.23	689.14	643.55
股权融资	(11,362.36)	(185.10)	(13,265.06)	(13,184.44)	(13,483.01)
其他	(2,123.49)	(14,134.06)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13,262.02)</b>	<b>(11,604.47)</b>	<b>(12,560.84)</b>	<b>(12,495.31)</b>	<b>(12,839.46)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(5,237.69)</b>	<b>629.10</b>	<b>34,695.38</b>	<b>26,341.03</b>	<b>31,126.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>176,242.68</b>	<b>167,952.66</b>	<b>176,004.61</b>	<b>182,902.98</b>	<b>187,948.67</b>
营业成本	124,847.63	118,181.22	121,833.12	126,661.47	129,695.26
营业税金及附加	1,288.64	1,243.44	1,387.51	1,377.78	1,429.65
销售费用	4,123.29	3,408.43	3,520.09	3,658.06	3,758.97
管理费用	4,207.24	5,083.21	5,280.14	5,487.09	5,638.46
研发费用	646.58	1,317.33	1,408.04	1,463.22	1,503.59
财务费用	(1,514.77)	(1,314.61)	(1,588.10)	(1,676.38)	(1,703.24)
资产/信用减值损失	4.91	(24.17)	(20.55)	(17.46)	(14.85)
公允价值变动收益	100.50	591.22	242.72	245.14	(244.33)
投资净收益	1,549.97	1,401.93	1,350.00	1,375.97	1,375.97
其他	(5,282.07)	(5,044.53)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>46,270.77</b>	<b>43,109.19</b>	<b>45,735.98</b>	<b>47,535.39</b>	<b>48,742.77</b>
营业外收入	959.33	1,104.98	1,032.15	1,068.57	1,068.57
营业外支出	122.18	97.97	110.08	104.03	104.03
<b>利润总额</b>	<b>47,107.92</b>	<b>44,116.20</b>	<b>46,658.06</b>	<b>48,499.93</b>	<b>49,707.31</b>
所得税	10,737.74	9,950.36	10,523.68	10,939.11	11,211.43
<b>净利润</b>	<b>36,370.18</b>	<b>34,165.84</b>	<b>36,134.39</b>	<b>37,560.82</b>	<b>38,495.88</b>
少数股东损益	1,240.49	898.77	993.88	1,100.76	1,066.56
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35,129.69</b>	<b>33,267.07</b>	<b>35,140.50</b>	<b>36,460.06</b>	<b>37,429.32</b>
每股收益(元)	6.63	6.28	6.63	6.88	7.06

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.23%	-4.70%	4.79%	3.92%	2.76%
营业利润	5.02%	-6.83%	6.09%	3.93%	2.54%
归属于母公司净利润	4.58%	-5.30%	5.63%	3.76%	2.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.16%	29.63%	30.78%	30.75%	30.99%
净利率	19.93%	19.81%	19.97%	19.93%	19.91%
ROE	21.71%	18.11%	17.06%	15.88%	14.74%
ROIC	43.18%	36.98%	33.71%	38.33%	41.03%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.30%	16.78%	13.54%	13.49%	11.15%
净负债率	-30.75%	-30.07%	-43.44%	-50.44%	-57.85%
流动比率	4.66	3.78	5.75	6.00	7.64
速动比率	4.38	3.48	5.58	5.70	7.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.19	18.49	19.30	18.88	18.88
存货周转率	28.03	19.88	24.46	26.42	24.91
总资产周转率	0.93	0.78	0.74	0.70	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	6.63	6.28	6.63	6.88	7.06
每股经营现金流	6.57	6.40	8.76	7.16	7.94
每股净资产	30.54	34.66	38.86	43.32	47.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.46	5.77	5.46	5.26	5.13
市净率	1.19	1.04	0.93	0.84	0.76
EV/EBITDA	4.08	2.74	1.56	0.98	0.36
EV/EBIT	4.59	3.12	1.78	1.11	0.40

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com