

水泥 Q2 经历业绩底、预期底，重视龙头安全边际

2022 年 08 月 26 日

➤ **公司发布 2022 年半年报：**22H1 实现营收 562.76 亿元，同比-30.03%，归母净利润 98.4 亿元，同比-34.19%，扣非净利 92.99 亿元，同比-33.61%。其中，22Q2 实现营收 308.14 亿元，同比-33%，归母净利润 49.15 亿元，同比-46.25%，扣非净利 47.26 亿元，同比-44.72%。22H1 公司毛利率 28.47%，同比+0.68pct，净利率 18.06%，同比-1.05pct，其中 Q2 毛利率 26.09%，同比-2.41pct。**分区域看**，东部、中部、南部、西部区域收入增速分别为-16.42%、-8.11%、-9.15%、-10.75%，毛利率同比分别-14.1pct、-8.64pct、-9.05pct、+2.77pct。

➤ **22H1 水泥价格触底、销量下滑明显，公司自产品销量占比提升：**

水泥行业上半年经历寒冬、价格触底：2022H1 全国累计水泥产量 9.77 亿吨，同比-15%，产量创 11 年来同期新低。需求下降导致供需关系失衡，部分地区水泥价格大幅下降，南部地区超跌，全国均价较上年底回落 10.6%。同时，煤炭价格高企、生产成本同比增加，预计上半年行业平均效益同比下降近 50%。

公司销量表现：22H1 实现水泥熟料合计净销量 1.3 亿吨，同比-37.46%，其中自产品销量 1.28 亿吨，同比-16.77%，贸易量 219 万吨，同比-95.98%。骨料及机制砂收入 7.78 亿元，同比+19.8%，商品混凝土收入 8.02 亿元，同比+484%。

➤ **吨指标表现：**

22H1 水泥熟料（自产品）吨售价 360.59 元，同比+27.13 元（+8.14%），吨成本 238.91 元，同比+47.78 元（+25%），吨毛利 121.68 元，同比-20.65 元。主因占比 64.14% 的燃料及动力成本增长较多，上半年单吨燃料及动力成本 148.31 元（同比+41.93 元），原材料单吨成本 38.05 元（同比-5.72 元）。**自产品销售毛利率 33.74%，同比-8.2pct。**

（自产品口径）吨期间费用 32.1 元，同比+6.1 元。其中，吨销售费用 11.9 元，同比-0.7 元，吨管理费用 21.2 元，同比+6.1 元，**吨研发费用 6.4 元，同比+4.6 元**，吨财务费用-7.4 元，同比-3.8 元。（扣非后归母口径）吨净利 72.6 元，同比-18.4 元，（归母净利润口径）吨净利 76.7 元，同比-20.2 元。

➤ **成本费用方面：**剔除贸易业务收入影响，期间费用合计占主营业务收入比重为 8.89%，同比+1.82pct，主因研发费用率明显提升。研发费用同比+195.64%，主因下属子公司用于超低排放及节能提效技术研发项目费用投入增加，财务费用（收益）同比+75.5%，主因海外子公司汇兑损失减少。期末货币现金 657 亿元，2021 年末为 695 亿元；短期借款 92.41 亿元，2021 年末为 32.9 亿元，长期借款 63.57 亿元，2021 年末为 37.48 亿元。

➤ **资本开支方面：**截至 2022H1，公司熟料产能 2.72 亿吨（新增 240 万吨），水泥产能 3.87 亿吨（新增 325 万吨），骨料产能 7450 万吨（新增 870 万吨），商品混凝土 1770 万立方米（新增 300 万立方米），光伏发电装机容量 237MW（新增 37 MW）。公司资本性支出约 142.28 亿元，主要用于矿权购置、项目建设投资、并购项目支出，去年同期为 59.92 亿元。

➤ **持续重点推荐海螺水泥：**下游需求减弱，煤炭价格高企，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 260.31、280.73、302.54 亿元，8 月 25 日股价对应动态 PE 为 7x、6x、6x。我们看好下半年基建落实实物工作量，以及限电、限产带来供给紧张，进入 9 月旺季华东地区价格有望持续回升，维持“推荐”评级。

风险提示：天气变化不及预期；基建项目资金到位不及预期；疫情影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	167953	130499	140939	157922
增长率 (%)	-4.7	-22.3	8.0	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	33267	26031	28073	30254
增长率 (%)	-5.4	-21.8	7.8	7.8
每股收益 (元)	6.28	4.91	5.30	5.71
PE	5	7	6	6
PB	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.10 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年一季报点评：看好龙头扩张提速，静待疫后需求回暖-2022/04/30

2. 海螺水泥 (600585.SH) 2021 年年报点评：另一种扩张，资本开支、分红、光伏装机提升明显-2022/03/27

3. 【民生建材】海螺水泥：坚定减碳，看好“现金牛”的绿电投资-2021/12/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	167953	130499	140939	157922
营业成本	118181	90827	97917	110546
营业税金及附加	1243	966	1043	1169
销售费用	3408	2610	2819	3316
管理费用	5083	3915	4228	4896
研发费用	1317	1827	2114	2685
EBIT	39697	30354	32817	35311
财务费用	-1315	-1018	-1099	-1232
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1402	1109	1198	1342
营业利润	43109	33520	36229	39122
营业外收支	1007	1007	1007	1007
利润总额	44116	34527	37236	40129
所得税	9950	7788	8399	9051
净利润	34166	26740	28838	31078
归属于母公司净利润	33267	26031	28073	30254
EBITDA	45654	36286	38985	41626

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	69535	66207	67319	70071
应收账款及票据	10366	8054	8699	9747
预付款项	1186	912	983	1110
存货	9896	7605	8199	9256
其他流动资产	32601	30923	31391	32151
流动资产合计	123583	113701	116590	122335
长期股权投资	5563	5563	5563	5563
固定资产	66514	72766	76127	76881
无形资产	18240	18240	18240	18240
非流动资产合计	106932	110999	112832	112516
资产合计	230515	224701	229422	234851
短期借款	3290	3290	3290	3290
应付账款及票据	6828	5247	5657	6387
其他流动负债	22551	18493	19569	21432
流动负债合计	32669	27030	28516	31109
长期借款	3748	3748	3748	3748
其他长期负债	2272	2272	2272	2272
非流动负债合计	6020	6020	6020	6020
负债合计	38689	33050	34535	37128
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	8141	8849	9614	10437
股东权益合计	191826	191651	194887	197723
负债和股东权益合计	230515	224701	229422	234851

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.73	-22.30	8.00	12.05
EBIT 增长率	-6.07	-23.54	8.12	7.60
净利润增长率	-5.38	-21.75	7.85	7.77
盈利能力 (%)				
毛利率	29.63	30.40	30.53	30.00
净利润率	20.34	20.49	20.46	19.68
总资产收益率 ROA	14.43	11.58	12.24	12.88
净资产收益率 ROE	18.11	14.24	15.15	16.15
偿债能力				
流动比率	3.78	4.21	4.09	3.93
速动比率	3.44	3.89	3.77	3.60
现金比率	2.13	2.45	2.36	2.25
资产负债率 (%)	16.78	14.71	15.05	15.81
经营效率				
应收账款周转天数	5.17	5.17	5.17	5.17
存货周转天数	30.56	30.56	30.56	30.56
总资产周转率	0.73	0.58	0.61	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	6.28	4.91	5.30	5.71
每股净资产	36.20	36.17	36.78	37.31
每股经营现金流	6.40	5.93	6.13	6.53
每股股利	2.38	2.18	2.21	2.12
估值分析				
PE	5	7	6	6
PB	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	2.46	3.19	2.94	2.69
股息收益率 (%)	7.41	6.79	6.89	6.61

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	34166	26740	28838	31078
折旧和摊销	5957	5933	6168	6315
营运资金变动	-2647	915	-291	-400
经营活动现金流	33901	31450	32475	34590
资本开支	-14587	-20000	-14500	-16000
投资	-10463	-5000	-7000	-6500
投资活动现金流	-21667	-23791	-20202	-21058
股权募资	943	500	500	400
债务募资	268	300	300	300
筹资活动现金流	-11604	-10987	-11161	-10781
现金净流量	578	-3328	1112	2752

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026