

海螺水泥 (600585.SH)

强烈推荐 (维持)

成本需求共扰业绩，产业链延伸拓边界

中游制造/建材
目标估值: NA
当前股价: 31.81 元

公司 2022 年上半年实现收入 562.76 亿元，同比减少 30.06%；实现归母净利润 98.40 亿元，同比减少 34.26%；扣非后归母净利润 92.99 亿元，同比减少 33.68%；基本 EPS 为 1.86 元/股，同比减少 34.26%；加权平均 ROE 为 5.30%，同比减少 3.62pct。

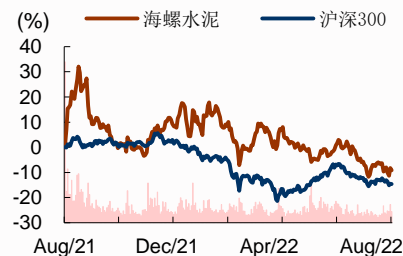
基础数据

总股本 (万股)	529930
已上市流通股 (万股)	399970
总市值 (亿元)	1686
流通市值 (亿元)	1272
每股净资产 (MRQ)	33.8
ROE (TTM)	15.7
资产负债率	18.0%
主要股东	安徽海螺集团有限责任公司
主要股东持股比例	36.4%

□ 22H1 国内需求疲软，行业底部业绩承压。公司 2022H1 实现营业总收入/归母净利润 562.76 亿元/98.40 亿元，分别同比-30.06%/-34.26%。分季度看，22Q1/Q2 收入分别为 254.62 亿元/308.14 亿元，同比-26.07%/-33.05%，归母净利润分别为 49.25 亿元/49.15 亿元，同比-15.21%/-46.34%。公司海外项目销售网络不断完善，海外销量/销售金额分别同比+23.00%/+42.40%，一定程度上缓解国内市场需求压力。公司销售下滑主因地产下行导致水泥需求低位，22H1 房地产开发投资完成额同比-5.4%，房屋新开工面积/施工面积同比-34.4%/-2.8%，传导至行业层面，上半年全国累计水泥产量同比下降 15%，产量创 11 年新低。上半年公司水泥熟料自产品销量 1.28 亿吨，同比-17%；自产品收入 462 亿元，同比-10%；自产品吨售价 361 元/吨，同比+8%；吨毛利 122 元/吨，同比-15%。上半年，贸易业务销量 219 万吨，同比-96%；贸易收入 8.96 亿元，同比-95%；贸易吨售价 409 元/吨，同比+22%；贸易吨毛利 3.20 元/吨，同比+379%。公司产业链延伸效果显著，上半年骨料及机制砂收入 7.78 亿元，同比+20%；商混收入 8.02 亿元，同比+484%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-16	-16
相对表现	-1	-6	-2



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 成本上行，自产品毛利率大幅下滑。公司 22H1 综合毛利率/净利率分别为 28.47%/18.06%，分别同比+1.12pct/-1.06pct。其中，自产品毛利率同比-8.20pct 至 33.74%，贸易业务毛利率同比+0.63pct 至 0.83%。22H1 秦皇岛动力煤 (Q5500) 均价同比+21.78%，成本叠加行业错峰限产支撑水泥价格上行，22H1 全国 P.O42.5 散装水泥市场均价同比+10.13%。此外由于公司外购熟料同比减少，原材料单位成本同比-13.06%，但燃料及动力成本同比+39.42%。22H1 期间费用率同比+2.78pct 至 7.29% (若剔除贸易业务，期间费用率同比+1.82pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+0.76pct/+1.93pct/+1.11pct/-1.01pct 至 2.71%/4.81%/1.45%/-1.68%。由于公司固定资产总额增加+水泥熟料产销量减少，单位折旧费用同比+17.58%。上半年公司经营性现金流净额 44.68 亿元，同比-63.79%，主因销售收入下降。

相关报告

1、《海螺水泥 (600585) —Q1 需求偏弱，利润率同比改善》2022-04-29

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 研究助理
yuandingyun@cmschina.com.cn

□ 加码市场布局和产能扩张，推进低碳发展。公司通过并购和新建项目持续提升规模与竞争力。上半年成功并购重庆多吉公司、宏基水泥、哈河水泥等水泥项目，海外乌兹别克斯坦卡尔希水泥项目也顺利点火投产，上半年新增熟料产能 240 万吨、水泥产能 325 万吨、骨料产能 870 万吨、商混产能 300 万立方米，现有熟料产能 2.72 亿吨、水泥产能 3.87 亿吨、骨料产能 7450 万吨、商混产能 1770 万立方米，规模优势将进一步巩固。低碳发展方面，22H1 研发费用同比增加 196.64%，着力超低排放及节能提效技术研发项目，上半年新增光伏发电装机容量 37MW 至 237MW，进一步巩固环保优势，响应双碳目标。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。上半年行业位于底部区间，但随着专项债基本发行完毕，资金逐渐落实，基建工程落地加速，前置指标工程机械开工率提升，预期下半年基建对水泥的带动作用将强于上半年，目前 8 月份起水泥行业均价已有恢复性上涨。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 4.62 元、5.24 元，对应 PE 分别为 6.9x、6.1x，维持“强烈推荐”投资评级。

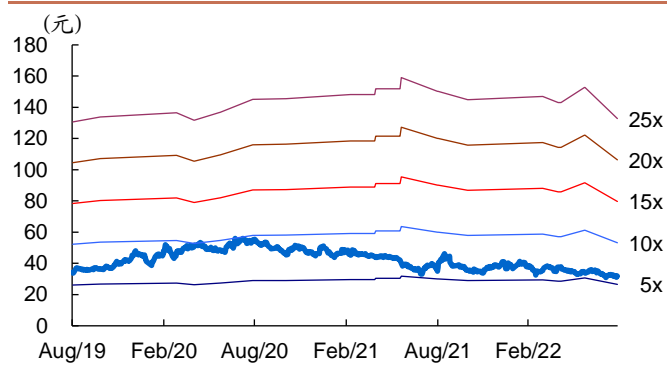
□ 风险提示：地产和基建投资增速下滑、煤炭价格大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	176243	167953	126472	137798	145304
同比增长	12%	-5%	-25%	9%	5%
营业利润(百万元)	46271	43109	31576	35891	38715
同比增长	5%	-7%	-27%	14%	8%
归母净利润(百万元)	35130	33267	24482	27788	29899
同比增长	5%	-5%	-26%	14%	8%
每股收益(元)	6.63	6.28	4.62	5.24	5.64
PE	4.8	5.1	6.9	6.1	5.6
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

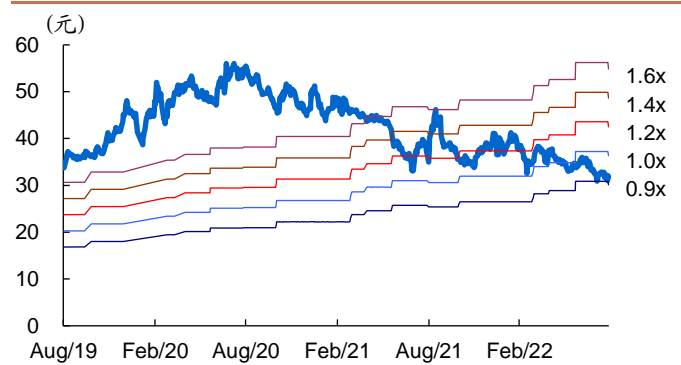
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：海螺水泥历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：海螺水泥历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	112980	123583	127116	147309	168592
现金	62177	69535	80407	98666	118649
交易性投资	26883	24272	24272	24272	24272
应收票据	6601	7989	6016	6554	6911
应收款项	1205	2377	1775	1934	2039
其它应收款	1935	3294	2481	2703	2850
存货	7002	9896	7477	8079	8496
其他	7177	6221	4688	5100	5375
非流动资产	87993	106932	108657	110271	111782
长期股权投资	4223	5563	5563	5563	5563
固定资产	62720	66514	70151	73486	76545
无形资产商誉	14286	19116	17204	15484	13935
其他	6763	15739	15739	15739	15739
资产总计	200973	230515	235772	257580	280374
流动负债	24223	32669	25396	26010	26434
短期借款	1982	3290	3290	3290	3290
应付账款	4786	6828	5164	5579	5867
预收账款	4245	3250	2458	2656	2793
其他	13210	19301	14485	14485	14485
长期负债	8533	6020	6020	6020	6020
长期借款	3310	3748	3748	3748	3748
其他	5223	2272	2272	2272	2272
负债合计	32756	38689	31416	32029	32454
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积金	10584	10494	10494	10494	10494
留存收益	145939	167892	179762	200205	221767
少数股东权益	6395	8141	8802	9553	10361
归属于母公司所有者权益	161822	183685	195554	215998	237560
负债及权益合计	200973	230515	235772	257580	280374

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	34797	33901	34726	31650	34189
净利润	36370	34166	25143	28538	30706
折旧摊销	5430	5957	7421	7531	7635
财务费用	(1790)	(1943)	(33)	(294)	(447)
投资收益	(1523)	(1375)	(2689)	(2806)	(2830)
营运资金变动	(3872)	(3271)	4890	(1322)	(878)
其它	182	367	(6)	3	2
投资活动现金流	(26773)	(21667)	(6457)	(6340)	(6316)
资本支出	(9970)	(15202)	(9146)	(9146)	(9146)
其他投资	(16803)	(6465)	2689	2806	2830
筹资活动现金流	(13262)	(11604)	(17396)	(7050)	(7889)
借款变动	(4186)	1858	(4816)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(4)	(90)	0	0	0
股利分配	(10599)	(11235)	(12612)	(7344)	(8336)
其他	1526	(2137)	33	294	447
现金净增加额	(5238)	629	10872	18259	19983

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	176243	167953	126472	137798	145304
营业成本	124848	118181	89374	96570	101546
营业税金及附加	1289	1243	936	1020	1076
营业费用	4123	3408	2567	2659	2658
管理费用	4207	5083	3828	4033	4107
研发费用	647	1317	992	805	558
财务费用	(1515)	(1315)	(33)	(294)	(447)
资产减值损失	893	80	80	80	80
公允价值变动收益	101	591	316	336	415
其他收益	1083	1002	985	1023	1004
投资收益	1550	1402	1387	1446	1412
营业利润	46271	43109	31576	35891	38715
营业外收入	959	1105	904	989	1000
营业外支出	122	98	123	114	112
利润总额	47108	44116	32358	36766	39603
所得税	10738	9950	7215	8228	8897
少数股东损益	1240	899	661	751	808
归属于母公司净利润	35130	33267	24482	27788	29899

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	12%	-5%	-25%	9%	5%
营业利润	5%	-7%	-27%	14%	8%
归母净利润	5%	-5%	-26%	14%	8%
获利能力					
毛利率	29.2%	29.6%	29.3%	29.9%	30.1%
净利率	19.9%	19.8%	19.4%	20.2%	20.6%
ROE	23.5%	19.3%	12.9%	13.5%	13.2%
ROIC	21.0%	16.9%	11.7%	12.3%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	16.3%	16.8%	13.3%	12.4%	11.6%
净负债比率	3.5%	5.1%	3.0%	2.7%	2.5%
流动比率	4.7	3.8	5.0	5.7	6.4
速动比率	4.4	3.5	4.7	5.4	6.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.6	0.5
存货周转率	19.9	14.0	10.3	12.4	12.3
应收账款周转率	20.2	18.5	13.9	16.9	16.7
应付账款周转率	20.7	20.4	14.9	18.0	17.7
每股资料(元)					
EPS	6.63	6.28	4.62	5.24	5.64
每股经营净现金	6.57	6.40	6.55	5.97	6.45
每股净资产	30.54	34.66	36.90	40.76	44.83
每股股利	2.12	2.38	1.39	1.57	1.69
估值比率					
PE	4.8	5.1	6.9	6.1	5.6
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.6	2.7	3.3	3.0	2.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。