

海螺水泥 (600585.SH)

2022 半年报点评：多因素致业绩承压，积极延伸产业链

买入

核心观点

成本上涨，需求下行，业绩承压。2022 年上半年，公司实现营收 562.76 亿元，同比-30.1%，归母净利润 98.40 亿元，同比-34.3%。其中公司 Q2 单季度实现营收 308.14 亿元，同比-33.1%，归母净利润 49.15 亿元，同比-46.3%。贸易业务规模显著下降致收入端进一步承压，利润端因华东区域疫情、需求下降、能源价格上涨等多因素影响而同比下降。

水泥业务盈利承压，在手现金水平仍较充裕。上半年公司水泥熟料自产品销量 1.28 亿吨，同比-16.8%，贸易业务销量 219 万吨，同比-95.98%。自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 348/231/117 元/吨，分别同比+19.9/+42.4/-22.5 元/吨，成本上升主因原煤价格上涨。混凝土业务收入大幅增长 485.62% 至 8.02 亿，毛利率+2.27pct 至 22.35%；骨料业务收入 7.78 亿，同比+19.74%，毛利率 55.77%，同比-8.85pct。上半年期间费用率实现 7.29%，同比+2.33pct，主要由于用于节能降耗方面技术研发项目费用投入增加所致。公司本期经营活动现金流净额为 44.68 亿元，同比下降 63.7%，主要是由于销售收入下降所致。报告期末，公司货币资金和交易性金融资产合计 750.55 亿，同比小幅减少 8.5%，现金水平仍保持充裕；资产负债率实现 17.96%，较上年末上升 1.17pct，主因公司经营发展需求，银行长短期借款增加。

积极开展项目建设和并购，稳妥推进新能源项目。上半年公司资本性支出约 142.28 亿元，同比增长 137.45%，主要用于国内水泥、商混项目并购、海外水泥项目建设、矿权购置、光伏电站等方面。上半年新增熟料产能 240 万吨至 2.72 亿吨，新增水泥产能 325 万吨至 3.87 亿吨，新增骨料产能 870 万吨至 7,450 万吨，新增商品混凝土产能 300 万立方米至 1,770 万立方米，新增光伏发电装机容量 37MW 至 237MW。此外，公司上半年拟控股收购海螺环保，布局水泥主业相关新兴产业，促进资源整合，打造新的产业增长极。

风险提示：需求不及预期；成本上涨超预期；疫情反复。

投资建议：低估值优质水泥龙头，维持“买入”评级。

在“稳中求进”工作基调下，基建投资有望发挥重要作用，随着下半年赶工进度推进，水泥需求有望获得一定支撑。公司是全国优质水泥龙头，未来除继续聚焦做强做优做大水泥主业外，还将积极探索转型升级，稳妥推进新能源项目发展，为长期发展奠定良好基础。考虑到上半年不利因素影响，下调 2022-24 年 EPS 至 4.7/5.4/5.7 元/股（调整前为 6.5/6.7/6.9 元/股），对应 PE 为 6.8/6.0/5.6x，目前估值低廉，安全边际良好，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	132,386	143,565	151,612
(+/-%)	12.2%	-4.7%	-21.2%	8.4%	5.6%
净利润(百万元)	35130	33267	25116	28578	30327
(+/-%)	4.6%	-5.3%	-24.5%	13.8%	6.1%
每股收益(元)	6.63	6.28	4.74	5.39	5.72
EBIT Margin	23.7%	23.8%	22.5%	24.0%	24.2%
净资产收益率 (ROE)	21.7%	18.1%	12.6%	13.1%	12.8%
市盈率 (PE)	4.8	5.1	6.8	6.0	5.6
EV/EBITDA	4.3	4.5	5.2	4.6	4.3
市净率 (PB)	1.05	0.93	0.85	0.78	0.72

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	32.10 元
总市值/流通市值	170098/170098 百万元
52 周最高价/最低价	49.80/30.85 元
近 3 个月日均成交额	785.87 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) - 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》——2022-05-04
- 《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

成本上涨，需求下行，业绩承压。2022 年上半年，公司实现营收 562.76 亿元，同比-30.1%，归母净利润 98.40 亿元，同比-34.3%。其中公司 Q2 单季度实现营收 308.14 亿元，同比-33.1%，归母净利润 49.15 亿元，同比-46.3%。贸易业务规模显著下降致收入端进一步承压，利润端因华东区域疫情、需求下降、能源价格上涨等多因素影响而同比下降。

图1：海螺水泥营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海螺水泥单季度营业收入及增速



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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

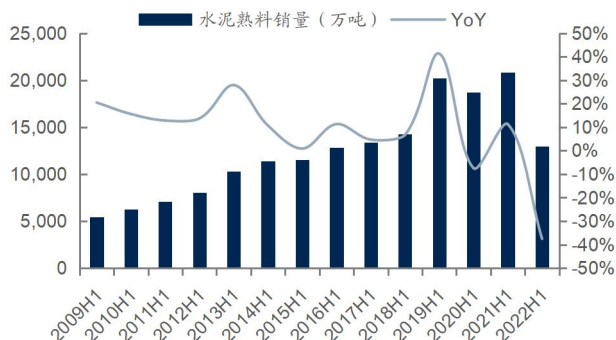
图4：海螺水泥单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

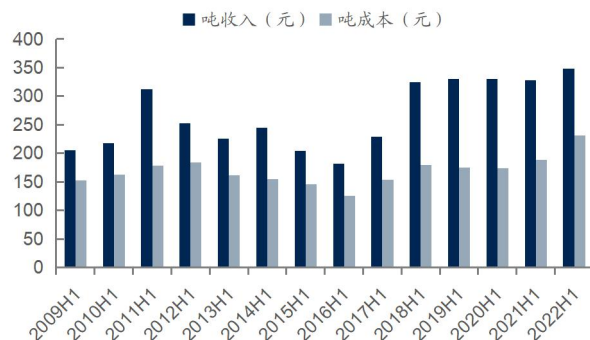
水泥业务盈利承压，在手现金水平仍较充裕。上半年公司水泥熟料自产品销量1.28 亿吨，同比-16.8%，贸易业务销量 219 万吨，同比-95.98%。自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 348/231/117 元/吨，分别同比+19.9/+42.4/-22.5 元/吨，成本上升主因原煤价格上涨。混凝土业务收入大幅增长 485.62%至 8.02 亿，毛利率+2.27pct 至 22.35%；骨料业务收入 7.78 亿，同比+19.74%，毛利率 55.77%，同比-8.85pct。上半年期间费用率实现 7.29%，同比+2.33pct，主要由于用于节能降耗方面技术研发项目费用投入增加所致。公司本期经营活动现金流净额为 44.68 亿元，同比下降 63.7%，主要是由于销售收入下降所致。报告期末，公司货币资金和交易性金融资产合计 750.55 亿，同比小幅减少 8.5%，现金水平仍保持充裕；资产负债率实现 17.96%，较上年末上升 1.17pct，主因公司经营发展需求，银行长短期借款增加。

图5：海螺水泥水泥熟料销量及增速



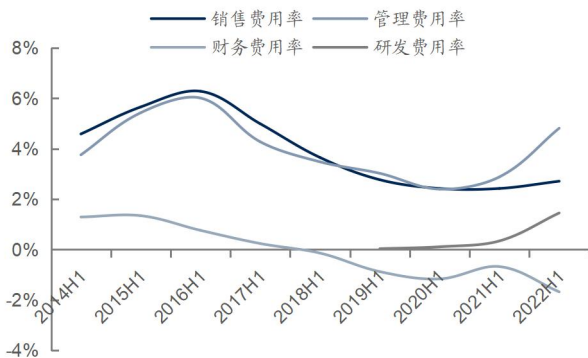
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：海螺水泥水泥熟料吨收入和吨成本



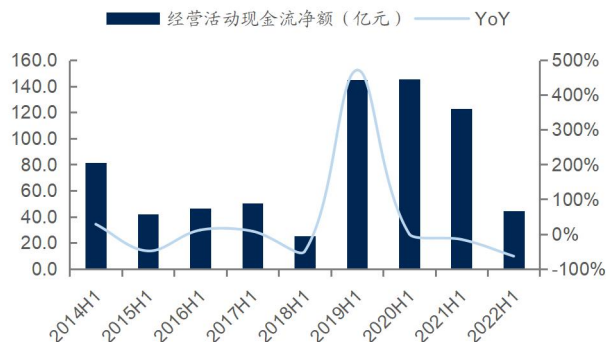
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：海螺水泥期间费用率



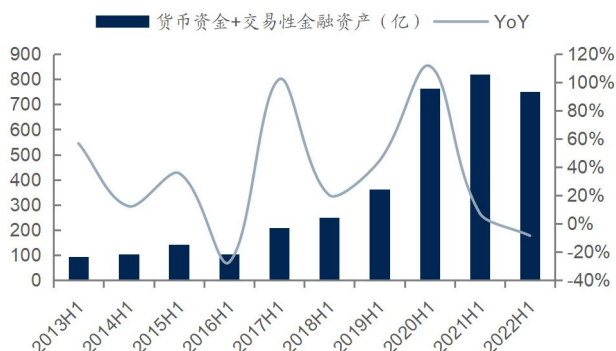
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：海螺水泥经营性净现金流



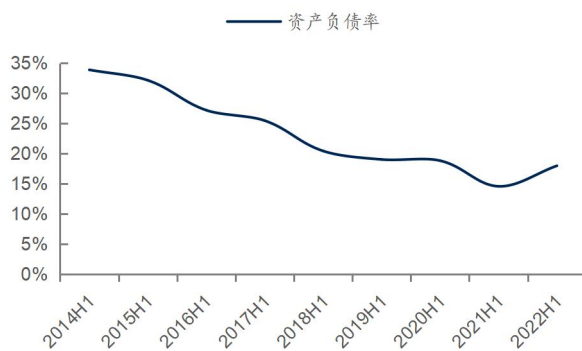
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：海螺水泥货币资金和交易性金融资产规模及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：海螺水泥资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极开展项目建设和并购，稳妥推进新能源项目。上半年公司资本性支出约142.28亿元，同比增长137.45%，主要用于国内水泥、商混项目并购、海外水泥项目建设、矿权购置、光伏电站等方面。公司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，完成永运建材、常德顶兴公司等商混项目股权收购。海外方面，乌兹别克斯坦卡尔希水泥项目顺利点火投产，其它在建及拟建项目有序推进，通过加强市场拓展，在运行项目整体运营质量持续改善。上半年新增熟料产能 240 万吨至 2.72 亿吨，新增水泥产能 325 万吨至 3.87 亿吨，新增骨料产能 870 万吨至 7,450 万吨，新增商品混凝土产能 300 万立方米至 1,770 万立方米，新增光伏发电装机容量 37MW 至 237MW。此外，公司上半年拟控股收购海螺环保，布局水泥主业相关新兴产业，促进资源整合，打造新的产业增长极。

低估值优质水泥龙头，维持“买入”评级。在“稳中求进”工作基调下，基建投资有望发挥重要作用，随着下半年赶工进度推进，水泥需求有望获得一定支撑。公司是全国优质水泥龙头，未来除继续聚焦做强做优做大水泥主业外，还将积极探索转型升级，稳妥推进新能源项目发展，为长期发展奠定良好基础。考虑到上半年不利因素影响，下调 2022-24 年 EPS 至 4.7/5.4/5.7 元/股（调整前为 6.5/6.7/6.9 元/股），对应 PE 为 6.8/6.0/5.6x，目前估值低廉，安全边际良好，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	71361	83150	95090	营业收入	176243	167953	132386	143565	151612
应收款项	7806	10366	8988	9304	10059	营业成本	124848	118181	93206	99729	105571
存货净额	7002	9896	8291	8415	9077	营业税金及附加	1289	1243	980	1063	1122
其他流动资产	9113	9515	7875	8337	8912	销售费用	4123	3408	3106	3140	3110
流动资产合计	112980	123583	120787	133477	147410	管理费用	4207	5083	5289	5169	5104
固定资产	67395	73794	82087	89280	95526	财务费用	(1515)	(1315)	(1334)	(1529)	(1790)
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)	(1800)
资产总计	200973	230515	236154	256412	276850	营业利润	46271	43109	31939	36493	38794
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	5304	5585	5914	利润总额	47108	44116	33039	37593	39894
其他流动负债	15792	17735	12660	13961	14338	所得税费用	10738	9950	7452	8479	8998
流动负债合计	24223	32669	21965	23546	24252	少数股东损益	1240	899	471	536	569
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	25116	28578	30327
其他长期负债	1725	2272	2575	3000	3364						
长期负债合计	8533	6020	6322	6747	7111	现金流量表（百万元）					
负债合计	32756	38689	28287	30293	31363	净利润	35130	33267	25116	28578	30327
少数股东权益	6395	8141	8230	8332	8440	资产减值准备	0	24	5	2	2
股东权益	161822	183685	199637	217787	237048	折旧摊销	5430	5957	8031	9135	10081
负债和股东权益总计	200973	230515	236154	256412	276850	公允价值变动损失	(101)	(591)	(600)	(600)	(600)
关键财务与估值指标						财务费用	(1515)	(1315)	(1334)	(1529)	(1790)
每股收益	6.63	6.28	4.74	5.39	5.72	营运资本变动	(900)	(7971)	(1668)	1107	(921)
每股红利	2.15	2.29	1.73	1.97	2.09	其它	839	547	85	99	106
每股净资产	30.54	34.66	37.67	41.10	44.73	经营活动现金流	40397	31232	30969	38322	38995
ROIC	23%	20%	13%	15%	15%	资本开支	0	(12366)	(15000)	(15000)	(15000)
ROE	22%	18%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(10072)	2611	0	0	0
毛利率	29%	30%	30%	31%	30%	投资活动现金流	(10474)	(11094)	(15871)	(16105)	(15988)
EBIT Margin	24%	24%	23%	24%	24%	权益性融资	(100)	943	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	29%	30%	31%	负债净变化	(562)	438	0	0	0
收入增长	12%	-5%	-21%	8%	6%	支付股利、利息	(11379)	(12139)	(9165)	(10428)	(11066)
净利润增长率	5%	-5%	-25%	14%	6%	其它融资现金流	1259	9678	(4106)	0	0
资产负债率	19%	20%	15%	15%	14%	融资活动现金流	(22723)	(12780)	(13271)	(10428)	(11066)
息率	6.7%	7.1%	5.4%	6.1%	6.5%	现金净变动	7200	7357	1827	11788	11941
P/E	4.8	5.1	6.8	6.0	5.6	货币资金的期初余额	54977	62177	69535	71361	83150
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	货币资金的期末余额	62177	69535	71361	83150	95090
EV/EBITDA	4.3	4.5	5.2	4.6	4.3	企业自由现金流	0	16626	14446	21933	22586
						权益自由现金流	0	26742	11373	23117	23972

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