

公司研究

需求走弱导致盈利下滑，期待水泥龙头价值回归

——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2022 半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入562.8亿元，同降30.1%；归母净利润98.4亿元，同降34.3%；扣非归母净利润93.0亿元，同降33.7%。单二季度，公司营收308.1亿元，同降33.1%；归母净利润49.2亿元，同降46.3%；扣非归母净利润47.3亿元，同降44.7%。

水泥行业承压运行，公司产品量、利均出现回落：2022H1，全国水泥需求疲弱，尤其是水泥使用较多的地产新开工（面积同降34.4%）需求下滑明显，累计水泥产量9.8亿吨，同降15.0%。由于以煤炭为代表的燃料动力成本大幅上升，支撑水泥价格高位运行，全国PO42.5水泥均价为507元/吨，同增12%。

公司水泥和熟料（自产品）合计净销量为1.3亿吨，同比下降16.8%；吨售价为361元，同增28元；吨成本231元，同增40元；吨毛利130元，同降12元。此外，公司水泥熟料的贸易业务销量同降96.0%，至219万吨，占比已较小。

多元化业务积极推进，探寻新的增长曲线：公司积极推进水泥主业的国内外项目建设和并购，并加快延伸上下游产业链（如骨料、混凝土），同时开始向新能源、智慧物流等新兴产业发展，以期打造新的收入增长极。此外，公司拟通过增持海螺环保股份，实现对其的控制和并表，从而进一步整合产业资源。截至报告期末，公司拥有熟料产能2.72亿吨（22H1增240万吨），水泥产能3.87亿吨（22H1增325万吨），骨料产能7450万吨（22H1年增870万吨），商品混凝土产能1770万立方米（22H1年增300万立方米），光伏发电装机容量237MW（22H1增37MW）。

基本面及预期有望迎来边际改善，水泥板块或存阶段性博弈机会：当前地产端需求仍然面临较大压力，但是随着走过传统淡季（高温、雨水等影响），进入施工旺季后，需求有望迎来季节性改善。同时基建端需求呈现出较强韧性，且或将出现相关项目加速向实物工作量转化，则价格有望进入回升通道。

盈利预测与估值评级：考虑到水泥需求疲软且成本处于高位，我们下调公司22-24年EPS至4.70、5.32和5.78元（下调幅度分别为26.9%、18.9%和15.6%）。看好需求后续的边际回升以及公司多元化业务的拓展，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。

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	124,450	134,041	136,014
营业收入增长率	12.23%	-4.70%	-25.90%	7.71%	1.47%
净利润（百万元）	35,130	33,267	24,884	28,206	30,639
净利润增长率	4.58%	-5.30%	-25.20%	13.35%	8.63%
EPS（元）	6.63	6.28	4.70	5.32	5.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.71%	18.11%	12.70%	13.20%	13.18%
P/E（A股）	4.8	5.1	6.8	6.0	5.5
P/E（H股）	4.0	4.2	5.6	4.9	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-31；汇率：按1HKD=0.87788CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：31.92元

H股：买入（维持）

当前价：30.00港元

作者

分析师：孙伟风

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)	1691.54
一年最低/最高(元)	30.67/46.61
近3月换手率	28.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.26	-13.02	-5.00
绝对	-1.36	-7.39	-14.64

资料来源：Wind

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	124,450	134,041	136,014
营业成本	124,848	118,181	87,934	91,351	90,063
折旧和摊销	5,430	5,957	6,664	7,818	8,981
税金及附加	1,289	1,243	933	1,005	1,020
销售费用	4,123	3,408	3,111	3,351	3,400
管理费用	4,207	5,083	4,356	4,691	4,760
研发费用	647	1,317	1,245	1,340	1,360
财务费用	-1,515	-1,315	-1,532	-1,585	-1,639
投资收益	1,550	1,402	1,753	1,763	1,752
营业利润	46,271	43,109	32,970	37,286	40,449
利润总额	47,108	44,116	33,849	38,209	41,418
所得税	10,738	9,950	7,718	8,712	9,443
净利润	36,370	34,166	26,131	29,497	31,974
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	24,884	28,206	30,639
EPS(元)	6.63	6.28	4.70	5.32	5.78

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	34,797	33,901	31,454	32,813	38,623
净利润	35,130	33,267	24,884	28,206	30,639
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	-21,779	4,991	-269
其他	-14,495	-3,878	21,685	-8,202	-728
投资活动产生现金流	-26,773	-21,667	-25,274	-28,262	-28,248
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	4,726	1,738	1,752
融资活动现金流	-13,262	-11,604	-14,370	-8,868	-10,160
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,291	1,400	-3,290	0	0
无息负债变化	-2,410	4,533	-4,156	-1,548	149
净现金流	-5,338	578	-8,191	-4,318	215

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.2%	29.6%	29.3%	31.8%	33.8%
EBITDA 率	27.0%	27.2%	26.6%	30.5%	33.2%
EBIT 率	24.0%	23.7%	21.3%	24.6%	26.6%
税前净利润率	26.7%	26.3%	27.2%	28.5%	30.5%
归母净利润率	19.9%	19.8%	20.0%	21.0%	22.5%
ROA	18.1%	14.8%	11.0%	11.6%	11.7%
ROE (摊薄)	21.7%	18.1%	12.7%	13.2%	13.2%
经营性 ROIC	21.0%	18.4%	11.9%	12.8%	12.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	16%	17%	13%	12%	11%
流动比率	4.66	3.78	4.08	4.15	4.09
速动比率	4.38	3.48	3.82	3.89	3.88
归母权益/有息债务	15.48	15.50	22.88	24.95	27.15
有形资产/有息债务	17.78	17.77	25.41	27.56	30.03

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	236,588	254,085	274,410
货币资金	62,177	69,535	61,344	57,026	57,241
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	1,232	1,062	1,077
应收票据	6,601	7,989	4,978	5,362	5,441
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	7,002	9,896	7,035	6,395	5,404
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	108,128	103,418	102,724
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	31,243	29,695	29,845
短期借款	1,982	3,290	0	0	0
应付账款	4,786	6,765	4,397	3,654	3,603
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	26,494	24,946	25,095
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	205,345	224,390	244,566
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	177,590	195,343	214,183
归属母公司权益	161,822	183,685	195,957	213,710	232,550
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%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	2.39%	3.03%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	-0.86%	-0.78%	-1.23%	-1.18%	-1.21%
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	1.97	2.23	2.41
每股经营现金流	6.57	6.40	5.94	6.19	7.29
每股净资产	30.54	34.66	36.98	40.33	43.88
每股销售收入	33.26	31.69	23.48	25.29	25.67

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (A 股)	4.8	5.1	6.8	6.0	5.5
P/E (H 股)	4.0	4.2	5.6	4.9	4.6
EV/EBITDA	3.6	3.6	4.7	4.1	3.7
股息率	6.6%	7.5%	6.2%	7.0%	7.6%

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