

海螺水泥(600585.SH)

多因素拖累业绩，资本开支提速

推荐 (维持)

股价:27.05元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.conch.cn
大股东/持股	安徽海螺集团有限责任公司/36.40%
实际控制人	安徽省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	5,299
流通A股(百万股)	4,000
流通B/H股(百万股)	1,300
总市值(亿元)	1,346
流通A股市值(亿元)	1,082
每股净资产(元)	34.09
资产负债率(%)	18.8

行情走势图



相关研究报告

《海螺水泥*600585*水泥主业短期承压，产业链延伸成果颇丰》2022-08-25

《海螺水泥*600585*业绩短期承压，基建发力需求修复可期》2022-04-28

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



事项:

公司公布2022年三季报，前三季度实现营收853.3亿元，较上年同期调整后营收减少29.6%，归母净利润124.2亿元，同比降44.5%；其中三季度实现营收290.5亿元，同比减少29.6%，归母净利润25.8亿元，同比降65.3%。

平安观点:

- **需求疲弱叠加成本高企等，业绩同比下滑。**前三季度公司营收同比降29.9%，归母净利润同比降44.5%，主要因：1) 地产投资开工显著下滑，需求疲弱下水泥价格走弱；2) 二季度疫情蔓延影响施工与物流，尤其公司重点布局的东部地区受冲击大；3) 煤炭成本上涨而水泥价格下滑，尤其是三季度水煤价差进一步缩窄，导致前三季度毛利率同比降2.2pct至25.4%；5) 受研发投入与管理费用增加影响，期间费用率同比增2.4pct至7.2%。
- **积极延伸产业链，资本开支显著增加。**从现金流情况看，受销售收入下滑影响，前三季度经营性净现金流95.9亿元，同比减少55%。公司积极推进国内外项目建设和并购，成功并购重庆多吉公司等水泥项目、拟控股收购海螺环保，期内购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长141%至219.6亿元。融资方面，10月20日成功注册发行不超过100亿元（含100亿元）中期票据，为后续产业链延伸提供充足资金。
- **水泥供需维持弱平衡，后续价格或稳中略升。**随着天气好转与基建需求落地，9月单月全国水泥产量增速转正，10月需求延续回暖、发货率约68%左右，其中公司重点布局的华东、华南地区发货情况相对更好；供给端水泥企业积极错峰生产，供需维持弱平衡叠加煤价继续走高，10月20日全国P.O42.5水泥含税散装市场价402元/吨，较9月末提升12元/吨。后续错峰生产与高煤价推动下，我们预计，水泥价格或延续稳中略升，但弹性或相对有限。
- **投资建议：**考虑需求修复、成本回落不及预期，下调此前公司盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为3.10元、3.59元、4.02元，原为4.62元

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176,295	167,953	114,916	123,497	126,957
YOY(%)	12.3	-4.7	-31.6	7.5	2.8
净利润(百万元)	35,158	33,267	16,446	19,005	21,305
YOY(%)	4.7	-5.4	-50.6	15.6	12.1
毛利率(%)	28.8	29.6	22.5	23.2	24.6
净利率(%)	19.9	19.8	14.3	15.4	16.8
ROE(%)	21.7	18.1	8.4	9.0	9.4
EPS(摊薄/元)	6.63	6.28	3.10	3.59	4.02
P/E(倍)	4.1	4.3	8.7	7.5	6.7
P/B(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

、5.46元、6.06元，当前股价对应PE分别为8.7倍、7.5倍、6.7倍。从行业层面看，随着地产筑底企稳、基建实物需求落地，叠加供给端多地积极错峰生产，后续水泥供需矛盾有望温和改善。从公司层面看，海螺作为水泥行业领军者，重点布局华东、华南地区，区域布局得天独厚，市场需求更具韧性，同时成本管控、运营效率长期保持行业领先水平，分红比例、股息率亦具备一定吸引力，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 基建、房地产投资低于预期，影响水泥行业需求：地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产投资、开工修复水平与速度，既而影响水泥需求规模与价格表现；基建投资同理，若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。2) 原材料、燃料价格继续上涨，利润率进一步承压风险：当前煤炭价格维持高位，电力成本亦有所上升，水泥生产成本端压力较大，若后续煤炭、电力价格继续上涨，将导致公司利润率进一步承压。3) 骨料、新能源等业务发展不及预期：公司近年积极拓展骨料石子、混凝土、新能源等业务，以促进与主业协同发展并打开未来成长空间，但业务模式与水泥熟料存在差异，存在相关业务发展不及预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	123616	113144	122797	134990
现金	69559	65502	70900	79938
应收票据及应收账款	14594	9985	10731	11031
其他应收款	3295	2254	2422	2490
预付账款	1187	812	873	898
存货	9896	9759	12999	15744
其他流动资产	25086	24831	24872	24889
非流动资产	106940	121155	125657	129663
长期投资	5563	6354	7145	7936
固定资产	66652	69403	74241	76283
无形资产	18240	21128	25716	28104
其他非流动资产	16484	24270	18555	17340
资产总计	230556	234299	248454	264653
流动负债	32677	23446	23382	23636
短期借款	3290	1481	0	0
应付票据及应付账款	6828	5145	5482	5533
其他流动负债	22559	16821	17900	18103
非流动负债	6022	6053	5314	4492
长期借款	3797	3828	3090	2267
其他非流动负债	2225	2225	2225	2225
负债合计	38699	29499	28697	28128
少数股东权益	8148	8592	9105	9681
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	10515	10515	10515	10515
留存收益	167895	180394	194837	211029
归属母公司股东权益	183709	196208	210652	226844
负债和股东权益	230556	234299	248454	264653

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	33901	17641	19028	21494
净利润	34166	16890	19518	21881
折旧摊销	5957	4575	5289	5784
财务费用	-1315	-1568	-1676	-1944
投资损失	-1402	-1472	-1472	-1472
营运资金变动	-2556	-1006	-2839	-2901
其他经营现金流	-950	221	206	145
投资活动现金流	-21667	-17540	-8525	-8464
资本支出	14679	18000	9000	9000
长期投资	-10463	-100	-100	-100
其他投资现金流	-25883	-35440	-17425	-17364
筹资活动现金流	-11604	-4157	-5105	-3991
短期借款	1307	-1809	-1481	0
长期借款	-3433	31	-738	-822
其他筹资现金流	-9479	-2379	-2886	-3169
现金净增加额	578	-4056	5398	9038

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	167953	114916	123497	126957
营业成本	118181	89051	94890	95775
税金及附加	1243	851	914	940
营业费用	3408	2332	2506	2576
管理费用	5083	4597	4322	4063
研发费用	1317	1724	1235	1270
财务费用	-1315	-1568	-1676	-1944
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-24	-17	-18	-18
其他收益	1002	985	985	985
公允价值变动收益	591	316	336	415
投资净收益	1402	1472	1472	1472
资产处置收益	104	341	341	341
营业利润	43109	21028	24421	27472
营业外收入	1105	904	904	904
营业外支出	98	123	123	123
利润总额	44116	21809	25203	28253
所得税	9950	4919	5684	6373
净利润	34166	16890	19518	21881
少数股东损益	899	444	513	576
归属母公司净利润	33267	16446	19005	21305
EBITDA	48758	24816	28816	32094
EPS (元)	6.28	3.10	3.59	4.02

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	-4.7	-31.6	7.5	2.8
营业利润(%)	-6.9	-51.2	16.1	12.5
归属于母公司净利润(%)	-5.4	(50.6)	15.6	12.1
获利能力				
毛利率(%)	29.6	22.5	23.2	24.6
净利率(%)	19.8	14.3	15.4	16.8
ROE(%)	18.1	8.4	9.0	9.4
ROIC(%)	21.1	8.5	9.4	9.9
偿债能力				
资产负债率(%)	16.8	12.6	11.6	10.6
净负债比率(%)	-32.6	-29.4	-30.9	-32.8
流动比率	3.8	4.8	5.3	5.7
速动比率	3.4	4.4	4.6	5.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	25.4	25.4	25.4	25.4
应付账款周转率	17.47	17.47	17.47	17.47
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	6.28	3.10	3.59	4.02
每股经营现金流(最新摊薄)	6.40	3.33	3.59	4.06
每股净资产(最新摊薄)	34.67	37.03	39.75	42.81
估值比率				
P/E	4.3	8.7	7.5	6.7
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.12	5.20	4.40	3.73

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033