

海螺水泥（600585）

2022年三季报点评：主业盈利有望底部反弹， 富余现金投资力度加大

增持（维持）

2022年10月28日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

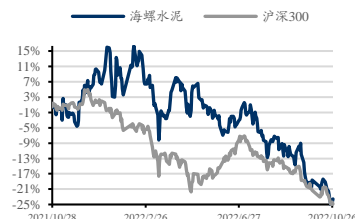
| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元） | 167,953 | 120,956 | 127,182 | 131,364 |
| 同比 | -5% | -28% | 5% | 3% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 33,267 | 18,037 | 23,001 | 26,618 |
| 同比 | -5% | -46% | 28% | 16% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 6.28 | 3.40 | 4.34 | 5.02 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 4.31 | 7.95 | 6.23 | 5.39 |

#产品价格上涨

投资要点

- **事件：**公司披露2022年三季报，前三季度实现营业总收入853.28亿元，同比-29.9%，实现归母净利润124.19亿元，同比-44.5%，盈利基本符合我们预期。
- **Q3单季收入降幅维持，预计因水泥价格降幅扩大抵消销量回升。**（1）公司Q3单季收入同比-29.9%，与Q2基本持平，考虑到Q3全国水泥产量降幅较Q2收窄，公司策略性回收市场份额，但数字水泥网统计的全国高标水泥含税均价同比下降31元/吨，环比Q2下降61元/吨，预计公司自产品销量降幅明显收窄，但价格端同比降幅扩大。（2）Q3毛利率为19.3%，环比Q2下降6.7pct，主要是水泥价格环比下降所致。
- **除研发费用显著增加外，费用端总体稳定。**公司Q3单季期间费用额同比增加11.2%，主要是研发费用同比增长158.7%至6.16亿元所致，预计与超低排放及节能提效技术研发项目投入有关，但管理和财务费用基本稳定，销售费用同比减少13.9%至7.93亿元，反映费用控制良好。
- **资本开支维持高位，富余现金再投资力度加大支撑产业链加速延伸。**公司Q3经营活动现金流净额同比-43.7%至51.24亿元，略小于盈利降幅。Q3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65.4%至52.40亿元，其中主要是新增矿权和项目投资力度加大所致，有望支撑骨料产能快速扩张和水泥主业并购延伸。公司2022年三季报资产负债率18.8%，同比+3.4pct，也与公司持续加大外延扩张力度有关。
- **基建实物需求落地推动行业景气回升，公司盈利有望逐级改善。**短期基建重点工程加快开工，基建市政链条实物工作量逐步落地，水泥需求持续回升，叠加景气低位下错峰和自律停窑力度加大，四季度需求进一步上升后，有望看到库存下行和价格的全面反弹。公司产能集中的长三角市场和中南市场价格反弹力度有望领先全国，公司盈利有望逐级改善。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为全国水泥龙头，行业景气低位凸显公司难以被复制的成本优势和竞争力，富余现金再投资有望提升中长期成长性，随着行业景气回升，公司盈利有望逐级改善。由于疫情冲击以及实物需求落地慢于此前预期，我们下调公司2022-2024年归母净利润至180（-10%）/230（-10%）/266（-1%）亿元，10月27日收盘价对应市盈率8.0、6.2、5.4倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求超预期下滑，行业竞合态势超预期恶化的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 27.05 |
| 一年最低/最高价 | 26.36/44.50 |
| 市净率(倍) | 0.79 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 108,191.95 |
| 总市值(百万元) | 143,346.13 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 34.09 |
| 资产负债率(%，LF) | 18.84 |
| 总股本(百万股) | 5,299.30 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,999.70 |

相关研究

海螺水泥三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 123,583 | 111,433 | 114,551 | 118,071 | 营业总收入 | 167,953 | 120,956 | 127,182 | 131,364 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 93,806 | 87,282 | 87,061 | 92,052 | 营业成本(含金融类) | 118,181 | 89,816 | 89,464 | 88,972 |
| 经营性应收款项 | 15,780 | 11,904 | 14,049 | 13,499 | 税金及附加 | 1,243 | 1,129 | 1,187 | 1,226 |
| 存货 | 9,896 | 8,567 | 8,829 | 8,471 | 销售费用 | 3,408 | 3,247 | 3,280 | 3,247 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 5,083 | 5,176 | 4,170 | 4,297 |
| 其他流动资产 | 4,101 | 3,680 | 4,612 | 4,050 | 研发费用 | 1,317 | 2,150 | 2,580 | 2,967 |
| 非流动资产 | 106,932 | 126,433 | 141,396 | 155,995 | 财务费用 | -1,315 | -1,847 | -1,145 | -1,445 |
| 长期股权投资 | 5,563 | 6,563 | 7,263 | 7,963 | 加:其他收益 | 1,002 | 763 | 802 | 828 |
| 固定资产及使用权资产 | 66,641 | 76,540 | 84,988 | 92,898 | 投资净收益 | 1,402 | 1,315 | 1,508 | 1,759 |
| 在建工程 | 7,279 | 6,890 | 6,945 | 6,972 | 公允价值变动 | 591 | -370 | -370 | -370 |
| 无形资产 | 18,240 | 24,646 | 30,052 | 35,458 | 减值损失 | -24 | -40 | -42 | -44 |
| 商誉 | 876 | 956 | 1,006 | 1,056 | 资产处置收益 | 104 | 55 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 43,109 | 23,007 | 29,543 | 34,274 |
| 其他非流动资产 | 8,333 | 10,838 | 11,143 | 11,648 | 营业外净收支 | 1,007 | 686 | 721 | 745 |
| 资产总计 | 230,515 | 237,866 | 255,948 | 274,067 | 利润总额 | 44,116 | 23,693 | 30,264 | 35,019 |
| 流动负债 | 32,669 | 31,592 | 33,245 | 33,203 | 减:所得税 | 9,950 | 5,152 | 6,621 | 7,658 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 8,106 | 12,606 | 12,611 | 12,616 | 净利润 | 34,166 | 18,541 | 23,643 | 27,361 |
| 经营性应付款项 | 6,828 | 4,898 | 6,434 | 6,343 | 减:少数股东损益 | 899 | 504 | 643 | 744 |
| 合同负债 | 3,250 | 2,694 | 2,684 | 2,669 | 归属母公司净利润 | 33,267 | 18,037 | 23,001 | 26,618 |
| 其他流动负债 | 14,485 | 11,393 | 11,516 | 11,574 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 6.28 | 3.40 | 4.34 | 5.02 |
| 非流动负债 | 6,020 | 8,520 | 8,520 | 8,520 | EBIT | 39,697 | 20,240 | 27,345 | 31,528 |
| 长期借款 | 3,748 | 6,248 | 6,248 | 6,248 | EBITDA | 45,654 | 26,865 | 34,479 | 39,228 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 29.63 | 25.74 | 29.66 | 32.27 |
| 租赁负债 | 47 | 47 | 47 | 47 | 归母净利率(%) | 19.81 | 14.91 | 18.09 | 20.26 |
| 其他非流动负债 | 2,225 | 2,225 | 2,225 | 2,225 | 收入增长率(%) | -4.73 | -27.98 | 5.15 | 3.29 |
| 负债合计 | 38,689 | 40,112 | 41,765 | 41,723 | 归母净利润增长率(%) | -5.38 | -45.78 | 27.52 | 15.73 |
| 归属母公司股东权益 | 183,685 | 189,110 | 204,896 | 222,313 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8,141 | 8,645 | 9,287 | 10,031 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 191,826 | 197,754 | 214,183 | 232,344 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 230,515 | 237,866 | 255,948 | 274,067 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 33,901 | 23,527 | 27,227 | 34,351 | 每股净资产(元) | 34.66 | 35.69 | 38.66 | 41.95 |
| 投资活动现金流 | -21,667 | -9,069 | -20,367 | -20,295 | 最新发行在外股份(百万股) | 5,299 | 5,299 | 5,299 | 5,299 |
| 筹资活动现金流 | -11,604 | -5,612 | -7,210 | -9,195 | ROIC(%) | 16.04 | 7.54 | 9.50 | 10.17 |
| 现金净增加额 | 578 | 8,846 | -350 | 4,861 | ROE-摊薄(%) | 18.11 | 9.54 | 11.23 | 11.97 |
| 折旧和摊销 | 5,957 | 6,624 | 7,134 | 7,700 | 资产负债率(%) | 16.78 | 16.86 | 16.32 | 15.22 |
| 资本开支 | -14,587 | -21,859 | -20,351 | -20,329 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 4.31 | 7.95 | 6.23 | 5.39 |
| 营运资本变动 | -2,647 | 7 | -1,733 | 1,381 | P/B (现价) | 0.78 | 0.76 | 0.70 | 0.64 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

