

审慎增持 (维持)

海螺水泥

600585

需求与成本双重压制业绩，公司份额有望保持

2022年10月28日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-27
收盘价(元)	27.05
总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	5299.30
总市值(百万元)	143346.13
流通市值(百万元)	108191.95
净资产(百万元)	180629.26
总资产(百万元)	233767.15
每股净资产(元)	34.09

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】海螺水泥 2022 年中报点评: 多因素致业绩承压, 关注后续需求改善》2022-08-26

《【兴证建材】海螺水泥 2022 一季报点评: Q1 毛利率同比提升, 关注疫情后赶工行情》2022-04-29

《【兴证建材】海螺水泥 2021 年年报点评: 自产品业务稳健增长, 静待稳增长发力》2022-03-27

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn  
S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn  
S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn  
S0190513080002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	167953	120044	123102	126303
同比增长	-4.7%	-28.5%	2.5%	2.6%
归母净利润(百万元)	33267	17678	18867	20037
同比增长	-5.4%	-46.9%	6.7%	6.2%
毛利率	29.6%	25.7%	26.5%	27.3%
净利率	20.3%	15.1%	15.7%	16.3%
净资产收益率	18.1%	9.4%	9.4%	9.3%
每股收益(元)	6.28	3.34	3.56	3.78
每股经营现金流(元)	6.40	5.10	4.23	4.52

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 公司披露 2022 年三季度报告, 2022 年前三季度实现营收 853.28 亿元, 同比-29.89%, 预计主要系低毛利贸易业务大幅下降所致, 同时公司三季度采取较为积极的价格策略, 自产品降幅相对有限; 其中 Q3 收入 290.52 亿元, 同比-29.57%。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 254.62 亿元、308.14 亿元、290.52 亿元, 分别较去年同期变动-26.07%、-33.05%、-29.57%。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 25.36%, 较去年同期下降 1.75pct, 主要系燃料成本上涨, 采购支出增加所致。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 31.35%、26.09%、19.34%, 分别较去年同期变动+4.5pct、-1.64pct、-7.3pct。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 14.95%, 较去年同期下滑 3.92pct, 主要系毛利率下滑, 叠加期间费率上涨所致; 期间费用率为 7.19%, 同比上涨 2.82pct, 主要系管理费用率、研发费率提高所致。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 95.93 亿元, 较去年同期-118.59 亿元, 主要系本集团报告期内销售收入下降, 销售商品、提供劳务收到的现金减少所致; 每股经营性现金流净额为 1.81 元, 较去年同期减少-2.24 元。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为 0.54、0.3、0.97 元, 分别较去年同期变动-0.39、-1.08、-0.76 元, Q3 经营现金流净额同比-44.02%。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 121.86%和 129.92%, 分别较去年同期变动+5.55pct、+10.6pct。现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+74.89%; 筹资活动产生的现金流量净额同比+74.6%。
- 资产负债表分析: 本报告期末资产负债率为 18.84%, 较去年同期变动+3.36pct, 主要系短期借款、长期借款增加所致, 分别较去年同期增加 57.9、39.3 亿元。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 176.78、188.67、200.37 亿元, 根据 10 月 27 日股价对应 PE 分别为 8.1X、7.6X、7.2X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 房地产竣工持续下行; 原材料价格大幅上涨; 应收账款带来坏账损失的风险; 新业务拓展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下行。

## 报告正文

## 事件

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 853.28 亿元，同比-29.89%，实现归母净利 124.19 亿元，同比-44.53%，扣非后归母净利 119.9 亿元，同比-43.06%，主要系集团产品能源成本(煤价)上升及销量下滑所致。其中，单三季度实现营收 290.52 亿元，同比-29.57%，归母净利 25.79 亿元，同比-65.26%，扣非后归母 26.92 亿元，同比-61.84%。

## 点评

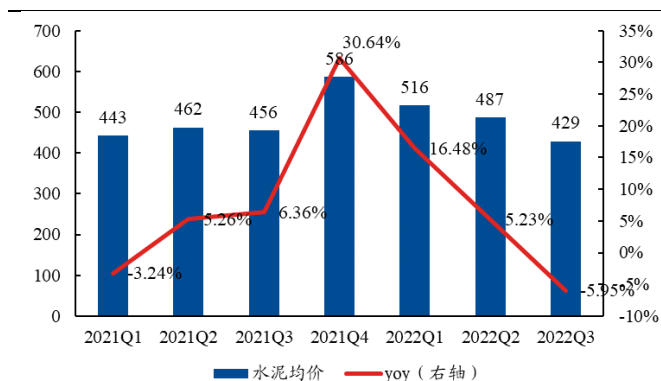
- 公司披露 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营收 853.28 亿元，同比-29.89%，主要系水泥市场低迷，销量下滑所致；其中 Q3 收入 290.52 亿元，同比-29.57%。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 254.62 亿元、308.14 亿元、290.52 亿元，分别较去年同期变动-26.07%、-33.05%、-29.57%。
- 从全国水泥价格上看，Q1-Q3 同比分别变动+16.48%、+5.23%、-5.95%。
- 从全国水泥销量上看，Q1-Q3 同比分别变动-14.95%、-15.03%、-13.63%。
- 收入同比大幅下滑我们认为主要系低毛利贸易业务大幅下降所致，同时公司三季度采取较为积极的价格策略，自产品降幅相对有限。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 25.36%，较去年同期下降 1.75pct，主要系燃料成本上涨，采购支出增加所致。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 31.35%、26.09%、19.34%，分别较去年同期变动+4.5pct、-1.64pct、-7.3pct，Q3 毛利率下降较多主要系当季水泥价格同比下滑所致。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 14.95%，较去年同期下滑 3.92pct，主要系毛利率下滑，叠加期间费率上涨所致；期间费用率为 7.19%，同比上涨 2.82pct，主要系管理费率、研发费率提高所致。
  - 1) 销售费用率 2.72%，同比上升 0.67pct；
  - 2) 管理费用率 4.48%，同比增加 1.78pct，预计主要系员工薪资及福利费用增加；
  - 3) 财务费用率-1.69%，同比下降 0.88pct，预计主要由于本公司下属子公司用于超低排放及节能提效技术研发项目费用投入同比增加所致；
  - 4) 研发费用率 1.68%，同比增加 1.26pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 95.93 亿元，较去年同期-118.59 亿元，主要系本集团报告期内销售收入下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；每股经营性现金流净额为 1.81 元，较去年同期减少-2.24 元。
  - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为 0.54、0.3、0.97

元, 分别较去年同期变动-0.39、-1.08、-0.76元, Q3经营现金流净额同比-44.02%。

- 2) 从收、付现比的角度来看, 公司2022年前三季度收、付现比分别为121.86%和129.92%, 分别较去年同期变动+5.55pct、+10.6pct。
  - 3) 现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+74.89%; 筹资活动产生的现金流量净额同比+74.6%。
- **资产负债表分析:** 本报告期末资产负债率为18.84%, 较去年同期变动+3.36pct, 主要系短期借款、长期借款增加所致, 分别较去年同期增加57.9、39.3亿元。

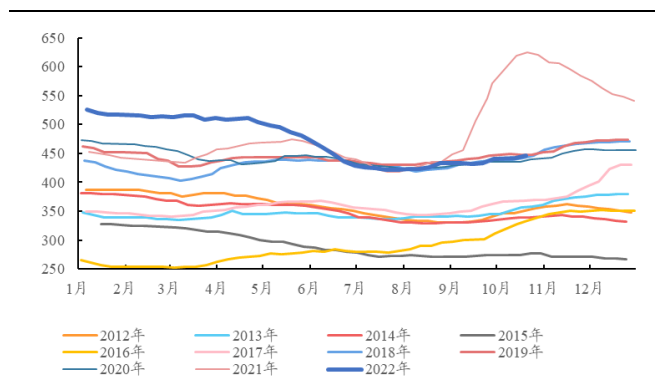
- **全国水泥价格企稳。** 2022年来水泥均价较年初呈下降趋势, 上半年全国水泥市场总体呈现“需求收缩、库存上升、价格探底、成本高位、效益下滑”的运行特征, 6月华东、中南、西南水泥出厂价均跌到成本线或以下, 同时原煤价格较上年同期大幅上涨。经历了6月、7月的价格大幅走低, 8月份水泥市场依然延续弱势, 导致水泥企业三季度业绩同比大幅下行。9月份来水泥价格有所回升, 价格竞争已趋于缓和, 企业提涨意愿较强, 且受益于供给端错峰限产, 推动水泥价格进入上行通道, 预计吨毛利环比好转。但由于房地产仍未企稳, 地产对水泥需求拖累因素仍在, 水泥需求可能会出现季节性回暖, 增长幅度有限。

图 1、全国水泥价格分季度均价及同比增速(元/吨, %)



资料来源：数字水泥，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、全国水泥价格走势(元/吨)



资料来源：数字水泥，兴业证券经济与金融研究院整理

- **完善国内外产能布局, 积极延伸上下游产业链。** 积极推进国内外项目建设和并购, 水泥主业和上下游产业链延伸取得丰硕成果, 成功并购重庆多家公司、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。2022 年上半年, 集团新增熟料产能 240 万吨, 水泥产能 325 万吨,

骨料产能 870 万吨, 商品混凝土产能 300 万立方米, 光伏发电装机容量 37MW。截至 2022 年上半年, 熟料产能 2.72 亿吨, 水泥产能 3.87 亿吨, 骨料产能 7,450 万吨, 商品混凝土 1,770 万立方米, 光伏发电装机容量 237MW。

- **盈利预测及评级:** 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利 176.78、188.67、200.37 亿元, 根据 10 月 27 日股价对应 PE 分别为 8.1X、7.6X、7.2X。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 房地产新开工持续下行; 原材料价格大幅上涨; 应收账款带来坏账损失的风险; 新业务拓展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下行。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	123583	130289	144882	159177	
货币资金	69535	83957	97938	111876	
交易性金融资产	24272	25142	24852	24949	
应收票据及应收账款	10366	6715	7124	7228	
预付款项	1186	1418	1262	1340	
存货	9896	6636	7014	7023	
其他	8329	6421	6693	6761	
<b>非流动资产</b>	106932	102913	102072	101092	
长期股权投资	5563	4836	4981	5030	
固定资产	66514	66452	62956	58799	
在建工程	7279	3640	1820	912	
无形资产	18240	21951	25734	29493	
商誉	876	716	746	758	
长期待摊费用	0	0	0	0	
其他	8460	5318	5835	6100	
<b>资产总计</b>	230515	233202	246954	260268	
<b>流动负债</b>	32669	28304	29269	29040	
短期借款	3290	2854	2999	2951	
应付票据及应付账款	6828	4,569	4,832	4,837	
其他	22551	20881	21438	21252	
<b>非流动负债</b>	6020	7466	7227	7096	
长期借款	3748	3724	3726	3719	
其他	2272	3742	3501	3377	
<b>负债合计</b>	38689	35770	36496	36136	
股本	5299	5299	5299	5299	
资本公积	10494	10494	10494	10494	
未分配利润	165318	170384	182900	196033	
少数股东权益	8141	8605	9115	9656	
<b>股东权益合计</b>	191826	197432	210457	224132	
<b>负债及权益合计</b>	230515	233202	246954	260268	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
归母净利润	33267	17678	18867	20037	
折旧和摊销	5957	6015	6285	6433	
资产减值准备	0	-1174	-1	1	
资产处置损失	-58	-4	-4	-4	
公允价值变动损失	-591	370	-15	-15	
财务费用	-1943	-1208	-1231	-1272	
投资损失	-1375	-1387	-1446	-1412	
少数股东损益	899	465	510	541	
营运资金的变动	-2556	4881	-253	-313	
<b>经营活动产生现金流量</b>	33901	27049	22440	23934	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-21667	-2082	-3466	-3997	
<b>融资活动产生现金流量</b>	-11604	-10545	-4993	-5999	
现金净变动	578	14422	13981	13938	
现金的期初余额	16799	69535	83957	97938	
现金的期末余额	17378	83957	97938	111876	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	167953	120044	123102	126303	
营业成本	118181	89193	90480	91822	
税金及附加	1243	984	1009	1036	
销售费用	3408	3261	3344	3431	
管理费用	5083	5380	5517	5660	
研发费用	1317	2041	1847	1895	
财务费用	-1315	-1208	-1231	-1272	
其他收益	1002	985	985	1004	
投资收益	1402	1387	1446	1412	
公允价值变动收益	591	-370	15	15	
信用减值损失	-24	-33	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	
资产处置收益	104	4	4	4	
<b>营业利润</b>	43109	22367	24587	26166	
营业外收入	1105	980	1018	1020	
营业外支出	98	114	110	110	
<b>利润总额</b>	44116	23233	25496	27076	
所得税	9950	5090	6119	6498	
<b>净利润</b>	34166	18143	19377	20578	
少数股东损益	899	465	510	541	
<b>归属母公司净利润</b>	33267	17678	18867	20037	
<b>EPS(元)</b>	6.28	3.34	3.56	3.78	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	-4.7%	-28.5%	2.5%	2.6%	
营业利润增长率	-6.9%	-48.1%	9.9%	6.4%	
归母净利润增长率	-5.4%	-46.9%	6.7%	6.2%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	29.6%	25.7%	26.5%	27.3%	
净利率	20.3%	15.1%	15.7%	16.3%	
ROE	18.1%	9.4%	9.4%	9.3%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.8%	15.3%	14.8%	13.9%	
流动比率	3.78	4.60	4.95	5.48	
速动比率	3.48	4.37	4.71	5.24	
<b>营运能力</b>					
资产周转率	77.7%	51.8%	51.3%	49.8%	
应收账款周转率	9296%	6334%	8317%	8147%	
存货周转率	1398%	1079%	1325%	1308%	
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	6.28	3.34	3.56	3.78	
每股经营现金	6.40	5.10	4.23	4.52	
每股净资产	34.66	35.63	37.99	40.47	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	4.3	8.1	7.6	7.2	
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn