

公司研究 | 点评报告 | 海螺水泥 (600585.SH)

量价思路重新选择下的 22Q3

报告要点

海螺水泥前三季度收入 853 亿元, 同比减少 30%; 归属净利润 124 亿元, 同比减少 45%; 22Q3 单季度归属净利润 25.8 亿元, 同比下降 65%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001



李金宝

SAC: S0490516040002

海螺水泥 (600585.SH)

2022-11-01

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

量价思路重新选择下的 22Q3

事件描述

海螺水泥前三季度收入 853 亿元, 同比减少 30%; 归属净利润 124 亿元, 同比减少 45%; 22Q3 单季度归属净利润 25.8 亿元, 同比下降 65%。

事件评论

- 策略调整立竿见影。**2022 年 1-9 月, 全国水泥产量 15.63 亿吨, 同比下降 12.5%, 下滑的幅度和持续时间均是过去多年之最。公司作为水泥行业优质龙头, 具备较强成本优势, 因此在需求承压背景下理论上具备较强市场话语权。结合区域表现和公司的销售策略变化, 我们预计 22Q3 公司销量同比降幅或在 5%以内 (7-9 月全国水泥产量同比分别为-7%、-13%、1%), 也即公司的市场份额有一定回流; 此外, 我们预计 22Q3 公司价格同比低约 44 元/吨; 进一步考虑到成本端煤炭价格也有较大幅度上涨, 最后 22Q3 吨毛利不到 60 元/吨, 同比下降超 70 元/吨, 单季度盈利水平处历史低位。也即公司 22Q3 销量表现优于同行, 而价格表现弱于同行; 单季度业绩最终下滑幅度较大, 更多是因为量价之间公司进行了一定策略抉择。
- 资本开支加速推进, 中期布局新业务。**2021 年公司资本支出 160 亿元, 2022 年资本开支计划 235 亿元, 以自有资金为主, 用于项目建设、技改以及并购支出。2022H1 公司资本性支出约 142 亿元, 开支计划超全年计划值一半, 反映公司在下行周期加大产业布局 and 扩张, 为中期多元稳健经营提供边际支撑。
- 需求端: 基建投资到实物量需求的落地并不显著。**基建投资 Q3 以来迎来较为明显改善, 但是最终体现的资源品需求来看未有起色, 我们判断一方面投资到终端需求存在时间差, 同时基建投资结构或是也是因素之一, 传统基建投资占比在下降, 因此拉动的水泥需求在钝化, 期待后续能看到一定的边际增量支撑。地产端来看, 政策放松显现, 房企融资放松 & 首贷放开等, 我们判断至少最悲观时刻或已经过去。
- 供给端: 整体管控优于往年。**1、淡季错峰区域、时间都优于往年, 主要是东北、和贵州为代表的中西部地区错峰执行较好, 时间也比往年有不同程度延长。2、跨区域管控流动减少, 同时进口熟料量大幅减少, 因此市场重新回到封闭区域定价模式。3、阶段性的时间窗口内, 部分区域市场还存在能耗下的限电停产。
- 低估值之下的安全边际凸显。**目前海螺水泥估值破历史新低。我们认为, 公司当前无论从盈利安全边际还是资产估值角度来看都存在低估, 期待看到政策修复和价值重估。预计 2022~2023 年业绩 175、221 亿元, 对应 PE 为 7.7、6.1 倍, 买入评级。

风险提示

- 需求承压, 水泥涨价空间有限;
- 公司海外扩张进度较为缓慢。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	25.30
总股本(万股)	529,930
流通A股/B股(万股)	399,970/0
资产负债率	18.84%
每股净资产(元)	34.09
市盈率(当前)	5.76
市净率(当前)	0.71
近12月最高/最低价(元)	44.50/25.24

注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《需求和成本双制约 22H1 业绩, 当前底部已至修复可期》2022-09-03
- 《需求偏弱叠加疫情影响小幅制约 22Q1 业绩》2022-04-29
- 《全年业绩符合预期, 看好稳增长下的修复》2022-03-28



更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	167953	113246	130995	134036	货币资金	69535	87635	118130	140179
营业成本	118181	83675	92696	92696	交易性金融资产	24272	24272	24272	24272
毛利	49771	29570	38298	41340	应收账款	2377	0	0	0
%营业收入	30%	26%	29%	31%	存货	9896	0	0	0
营业税金及附加	1243	793	1113	1180	预付账款	1186	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	16318	807	807	807
销售费用	3408	2831	3275	3351	流动资产合计	123583	112713	143208	165257
%营业收入	2%	3%	3%	3%	长期股权投资	5563	5563	5563	5563
管理费用	5083	3964	4585	4691	投资性房地产	76	76	76	76
%营业收入	3%	4%	4%	4%	固定资产合计	66514	66661	65728	63750
研发费用	1317	906	1048	1072	无形资产	18240	18240	18240	18240
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	876	876	876	876
财务费用	-1315	-461	684	464	递延所得税资产	756	756	756	756
%营业收入	-1%	0%	1%	0%	其他非流动资产	14907	14907	14907	14907
加: 资产减值损失	0	-200	-200	-200	资产总计	230515	219792	249354	269424
信用减值损失	-24	0	0	0	短期贷款	3290	0	0	0
公允价值变动收益	591	0	0	0	应付款项	6765	208	7517	208
投资收益	1402	793	917	938	预收账款	0	1585	1834	1877
营业利润	43109	22753	29031	32057	应付职工薪酬	1558	669	742	742
%营业收入	26%	20%	22%	24%	应交税费	5484	3964	4585	4691
营业外收支	1007	650	650	650	其他流动负债	15572	10006	8374	10322
利润总额	44116	23403	29681	32707	流动负债合计	32669	16433	23051	17840
%营业收入	26%	21%	23%	24%	长期借款	3748	3748	3748	3748
所得税费用	9950	5277	6738	7425	应付债券	0	0	0	0
净利润	34166	18126	22943	25283	递延所得税负债	1272	1272	1272	1272
归属于母公司所有者的净利润	33267	17491	22140	24398	其他非流动负债	1000	1000	1000	1000
少数股东损益	899	634	803	885	负债合计	38689	22453	29071	23859
EPS (元)	6.28	3.30	4.18	4.60	归属于母公司所有者权益	183685	188564	210704	235102
					少数股东权益	8141	8775	9578	10463
现金流量表 (百万元)					股东权益	191826	197339	220283	245565
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	230515	219792	249354	269424
经营活动现金流净额	33901	37824	33052	23583					
取得投资收益收回现金	1195	793	917	938	基本指标				
长期股权投资	-1309	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-14587	-4293	-3285	-2283	每股收益	6.28	3.30	4.18	4.60
其他	-6965	0	0	0	每股经营现金流	6.40	7.14	6.24	4.45
投资活动现金流净额	-21667	-3501	-2368	-1345	市盈率	6.42	7.67	6.06	5.50
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.16	0.71	0.64	0.57
股权融资	943	0	0	0	EV/EBITDA	3.42	2.09	0.73	0.07
银行贷款增加(减少)	3886	-3290	0	0	总资产收益率	14.4%	8.0%	8.9%	9.1%
筹资成本	-12139	-12933	-189	-189	净资产收益率	18.1%	9.3%	10.5%	10.4%
其他	-4294	0	0	0	净利率	19.8%	15.4%	16.9%	18.2%
筹资活动现金流净额	-11604	-16223	-189	-189	资产负债率	16.8%	10.2%	11.7%	8.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	578	18100	30495	22049	总资产周转率	0.78	0.50	0.56	0.52

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	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
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。