

海螺水泥 (600585)

2022 年年报点评：下行期彰显龙头竞争力，中期景气有望回升

增持 (维持)

2023 年 03 月 29 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,022	141,914	157,158	168,584
同比	-21%	7%	11%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	15,661	17,021	20,616	21,912
同比	-53%	9%	21%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.96	3.21	3.89	4.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.54	8.77	7.24	6.82

关键词: #市占率上升

投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年年报, 报告期内实现营收 1320.2 亿元, 同比-21.4%, 归母净利润 156.6 亿元, 同比-52.9%。Q4 单季度实现营收 466.9 亿元, 同比+1.0%, 归母净利润 32.4 亿元, 同比-70.2%。公司向全体股东股派发现金红利 1.48 元 (含税), 分红比例 50.1%。
- **水泥业务盈利探底, 但表现优于行业, 骨料、商混产能布局加速:** 宏观经济下行、房地产持续走弱等多重超预期因素冲击导致全国水泥需求明显收缩, 价格竞争加剧。(1)水泥及熟料自产品实现营收 908.4 亿元, 同比-17.1%, 销量 2.83 亿吨, 同比-6.9%, 销量降幅明显好于全国整体水平, 反映市场份额回升, 下行期彰显龙头竞争力。(2)测算单吨销售均价 321 元, 同比-39 元, 单吨毛利 91 元, 同比-66 元。煤炭成本及电价上涨带动自产品吨燃料及动力成本同比+32 元, 但扣除燃料及动力成本后吨成本同比-5 元, 体现成本控制成效。(3)公司骨料、商混产能扩张至 1.08 亿吨/2550 万方, 分别同比+64.1%/+142.9%; 产能布局加速带动营收高增, 2022 年骨料业务实现营收 22.3 亿元, 同比+22.5%, 商混业务实现营收 18.1 亿元, 同比+711.6%。
- **销量下降叠加节能减排相关研发费用增加, 公司吨期间费用上升。**(1)2022 年单吨期间费用 (分母为自产品销量, 下同) 32.7 元, 同比+4.7 元。吨销售/管理费用的上升主要是由于分母端销量的缩减, 吨研发费用上升主要是由于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。(2)2022 年单吨净利 57 元, 同比-55 元, 绝对值已接近 2017 年的水平。
- **资本开支大幅增加反映外延提速, 分红率为上市以来最高。**(1)应收账款、预付款项余额大幅增加导致 2022 年经营活动净现金流同比下滑 71.5%至 96.5 亿元。(2)2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 266.5 亿元, 同比+75.3%, 截至 2022 年末公司无形资产、在建工程余额分别较 2021 年末+75.7%/15.2%; 2022 年末公司资产负债率为 19.7%, 同比+2.9pct; (3)公司合计拟派发现金红利总额 78.43 亿元人民币, 分红比例提升至 50.1% (2021 年为 37.9%), 体现了对于投资者回报的重视。
- **行业需求温和复苏, 受益稳增长继续加码和地产景气改善, 公司估值有望迎来修复。**22Q4 以来信贷持续改善, 狭义基建投资加速, 基建实物需求有望迎来释放高峰, 需求回升将利好景气中枢企稳回升, 公司市净率处于历史底部, 受益稳增长继续加码和地产景气改善, 估值有望迎来修复。
- **盈利预测与投资评级:** 行业景气底部回升, 公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位等因素, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 170.2/206.2/219.1 亿元 (2023-2024 年预测前值为 230.0/266.2 亿元), 3 月 28 日收盘价对应市盈率 8.8/7.2/6.8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 产业链上下游扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.18
一年最低/最高价	24.08/41.83
市净率(倍)	0.81
流通 A 股市值(百万元)	112,711.62
总市值(百万元)	149,334.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.65
资产负债率(% ,LF)	19.67
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(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》

2022-10-28

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1: 水泥及熟料自产品销量及变动情况.....	4
图 2: 水泥及熟料自产品吨成本变动情况.....	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)	5
图 4: 公司分红比例逐年抬升.....	5
图 5: 海螺水泥 PB-band.....	6

1. 事件

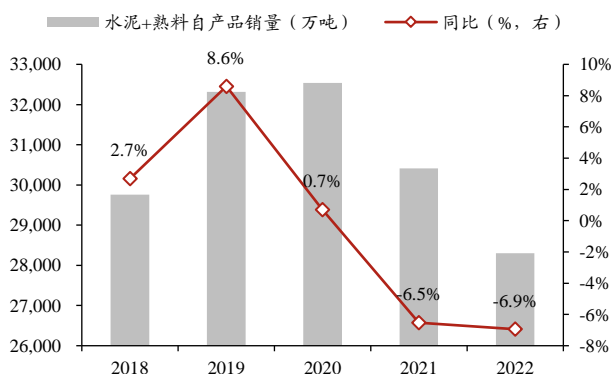
公司披露 2022 年年报，报告期内实现营业总收入 1320.2 亿元，同比-21.4%，实现归母净利润 156.6 亿元，同比-52.9%。其中 2022Q4 单季度实现营业总收入 466.9 亿元，同比+1.0%，实现归母净利润 32.4 亿元，同比-70.2%。2022 年度公司向全体股东股派发现金红利 1.48 元（含税），总额 78.4 亿元，分红比例达 50.1%。

2. 点评

水泥业务盈利探底，但表现优于行业，彰显龙头竞争力。受宏观经济下行压力加大、房地产市场持续走弱等多重超预期因素冲击，全国水泥市场需求明显收缩，2022 年全国水泥产量同比下滑 10.5%，导致价格竞争加剧。(1) 2022 年公司水泥及熟料自产品实现营业收入 908.4 亿元，同比-17.1%，销量 2.83 亿吨，同比-6.9%，销量降幅明显好于全国整体水平，反映市场份额回升，下行期彰显龙头竞争力。(2) 我们测算单吨销售均价 321 元，同比下滑 39 元，单吨毛利 91 元，同比下滑 66 元。其中 2022 年煤炭成本及电价上涨带动公司自产品吨燃料及动力成本同比+32 元，导致吨毛利大幅下滑，但扣除燃料及动力成本后吨成本同比-5 元，体现公司成本控制成效显著。(2) 分季度来看，我们测算 22Q4 销量在低基数下同比增幅转正，Q4 单季自产品单吨销售均价环比 22Q3 约提升 27 元，单吨毛利环比 22Q3 约提升 24 元。

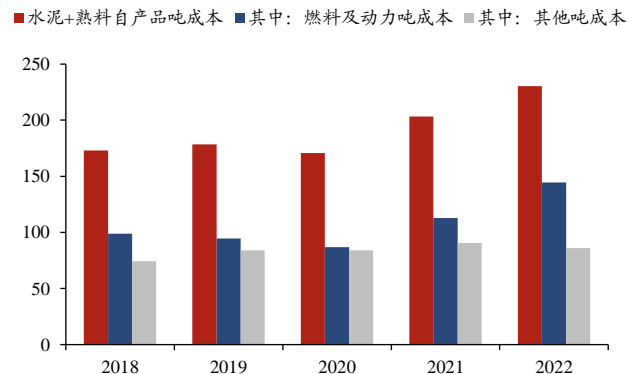
骨料、商混业务：产能布局加速，业务规模快速扩张。2022 年末公司骨料、商混产能扩张至 1.08 亿吨/2550 万方，分别同比+64.1%/+142.9%；产能布局加速带动营业收入高速增长，2022 年公司骨料业务实现营业收入 22.3 亿元，同比+22.5%，毛利率 60.3%，同比-5.4pct；商混业务实现营业收入 18.1 亿元，同比+711.6%，毛利率 14.6%，同比-4.6pct。

图1：水泥及熟料自产品销量及变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：水泥及熟料自产品吨成本变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

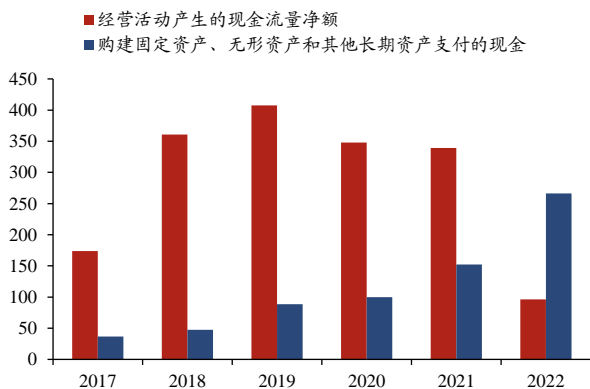
销量下降叠加节能减排相关研发费用增加，公司吨期间费用上升。(1) 公司 2022 年期间费用率为 7.0%，对应单吨期间费用（分母为自产品销量，下同）为 32.7 元，分别

同比+1.9pct/+4.7元。(2)销售费用率为2.5%，对应单吨销售费用为11.8元，分别同比+0.5pct/+0.6元；管理费用率为4.2%，对应单吨管理费用为19.6元，分别同比+1.2pct/+2.9元；研发费用率为1.5%，对应单吨研发费用为7.1元，分别同比+0.7pct/+2.8元；财务费用率为-1.3%，对应单吨财务费用为-5.8元，分别同比-0.5pct/-1.5元。吨销售/管理费用的上升主要是由于分母端销量的缩减，吨研发费用上升主要是由于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。(3)公司2022年净利率为12.2%，同比-8.1pct，单吨净利为57元，同比-55元，吨净利绝对值已接近2017年的水平。

资本开支大幅增加反映外延提速，资产负债率略有提升。(1)公司2022年经营活动产生的现金流量净额同比下滑71.5%至96.5亿元，降幅大于净利润降幅，主要是应收账款、预付款项余额大幅增加所致；(2)2022年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为266.5亿元，同比+75.3%，资本开支大幅增加主要是用于矿权购置、项目建设、收并购等，截至2022年末公司无形资产、在建工程余额分别较2021年末+75.7%/15.2%；2023年公司计划资本性支出193亿元，将主要用于项目建设、节能环保技改、并购项目支出等，预计全年新增熟料产能(海外)180万吨、水泥产能1020万吨、骨料产能4020万吨、商品混凝土产能780万方。(3)2022年末公司资产负债率为19.7%，同比+2.9pct，环比三季度末+0.8pct；2022年末带息债务余额221.4亿元，同比+102亿元，环比三季度末+18亿元。

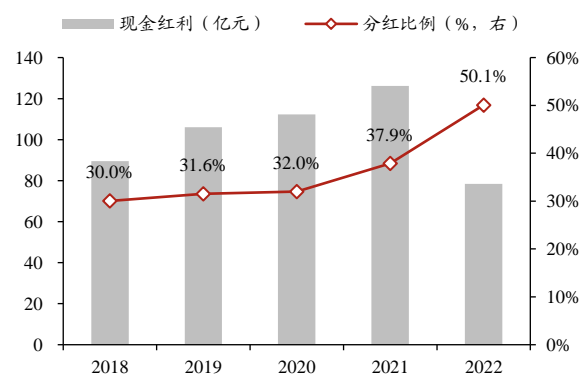
分红比例提升至50.1%，为上市以来最高。根据公司《2022年年度利润分配方案公告》，公司拟向全体股东每股派发现金红利1.48元人民币(含税)，合计拟派发现金红利总额78.43亿元人民币(含税)，分红比例提升至50.1%(2021年为37.9%)。公司分红率保持提升态势，体现了对于投资者回报的重视。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司分红比例逐年抬升

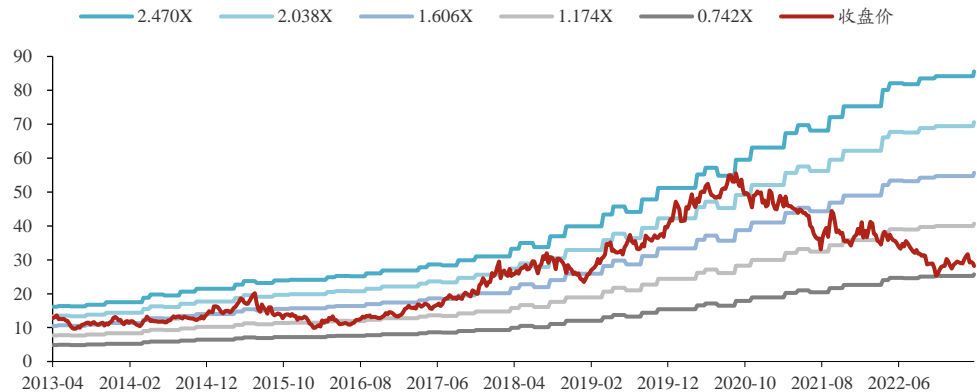


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

行业需求温和复苏, 受益稳增长继续加码和地产景气改善, 公司估值有望迎来修复。2022Q4以来信贷持续改善, 狭义基建投资尤其是交通投资明显加速, 2023年基建实物需求有望迎来释放高峰, 需求回升将利好景气中枢企稳回升, 公司产能主要集中的长三角、珠三角市场旺季价格弹性有望明显增强。公司市净率处于历史底部, 受益稳增长继

续加码和地产景气改善，估值有望迎来修复。

图5: 海螺水泥 PB-band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

伴随基建实物工作量落地，房建需求修复，水泥需求有望企稳回升，随着行业供需平衡重建，景气底部回升。公司作为水泥龙头在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势，且产业链上下游的业务扩张为公司提供新的业绩增长动能，公司估值有望迎来修复。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位等因素，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 170.2/206.2/219.1 亿元（2023-2024 年预测前值为 230.0/266.2 亿元），3 月 28 日收盘价对应市盈率 8.8/7.2/6.8 倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

水泥需求恢复不及预期；产业链上下游扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	106,018	99,970	102,223	105,083	营业总收入	132,022	141,914	157,158	168,584
货币资金及交易性金融资产	68,621	64,097	64,330	65,757	营业成本(含金融类)	103,897	111,975	122,781	132,794
经营性应收款项	19,994	20,018	21,650	21,816	税金及附加	967	1,039	1,151	1,235
存货	11,679	10,716	10,430	11,703	销售费用	3,327	3,427	3,530	3,565
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,561	5,458	5,572	5,603
其他流动资产	5,724	5,139	5,813	5,807	研发费用	2,011	2,414	2,776	3,192
非流动资产	137,958	154,990	168,933	182,311	财务费用	-1,651	-1,277	-1,729	-2,023
长期股权投资	6,793	7,793	8,493	9,193	加:其他收益	666	716	793	850
固定资产及使用权资产	81,328	90,311	98,386	105,724	投资净收益	1,351	1,556	1,824	2,171
在建工程	8,387	7,694	7,347	7,173	公允价值变动	-458	0	0	0
无形资产	32,038	39,197	44,355	49,514	减值损失	-2	-2	-2	-1
商誉	1,146	1,226	1,276	1,326	资产处置收益	8	0	0	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	19,474	21,149	25,692	27,240
其他非流动资产	8,266	8,771	9,076	9,381	营业外净收支	541	582	644	691
资产总计	243,976	254,961	271,156	287,394	利润总额	20,015	21,730	26,336	27,930
流动负债	35,571	36,856	38,613	40,516	减:所得税	3,875	4,188	5,089	5,348
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,390	12,395	12,400	12,405	净利润	16,140	17,542	21,247	22,583
经营性应付款项	6,993	7,626	7,722	8,140	减:少数股东损益	479	521	631	670
合同负债	3,577	3,359	3,683	3,984	归属母公司净利润	15,661	17,021	20,616	21,912
其他流动负债	12,611	13,476	14,807	15,987	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.96	3.21	3.89	4.13
非流动负债	12,412	12,412	12,412	12,412	EBIT	16,922	18,318	22,143	23,047
长期借款	9,689	9,689	9,689	9,689	EBITDA	23,711	25,906	30,291	31,759
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.30	21.10	21.87	21.23
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	11.86	11.99	13.12	13.00
其他非流动负债	2,667	2,667	2,667	2,667	收入增长率(%)	-21.40	7.49	10.74	7.27
负债合计	47,983	49,268	51,025	52,928	归母净利润增长率(%)	-52.92	8.69	21.12	6.29
归属母公司股东权益	183,639	192,817	206,625	220,289					
少数股东权益	12,355	12,876	13,506	14,177					
所有者权益合计	195,994	205,693	220,131	234,466					
负债和股东权益	243,976	254,961	271,156	287,394					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,649	26,298	27,161	29,398	每股净资产(元)	34.65	36.39	38.99	41.57
投资活动现金流	-5,281	-22,982	-20,122	-19,727	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	-5,723	-8,340	-7,306	-8,744	ROIC(%)	6.47	6.63	7.60	7.47
现金净增加额	-1,239	-5,024	-267	927	ROE-摊薄(%)	8.53	8.83	9.98	9.95
折旧和摊销	6,789	7,588	8,148	8,711	资产负债率(%)	19.67	19.32	18.82	18.42
资本开支	-26,388	-22,513	-20,421	-20,373	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.54	8.77	7.24	6.82
营运资本变动	-10,830	2,803	-270	463	P/B(现价)	0.81	0.77	0.72	0.68

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>

