

# 海螺水泥 (600585.SH)

## 2022 年年报点评：Q4 收入边际改善，全年分红比例提升

买入

### 核心观点

**多因素致全年业绩承压，Q4 营收增速转正。**公司全年营收 1320.22 亿元，同比-21.4%，归母净利润 156.61 亿元，同比-52.9%，EPS 为 2.96 元/股，拟 10 派 14.8 元（含税），符合此前业绩预告，全年业绩承压的主因房地产市场下行、疫情反复等因素导致水泥需求下降，价格下行，同时煤炭、电力等能源价格上涨导致成本上升。公司 Q4 单季度营收 466.93 亿元，同比+1%，增速已实现转正，归母净利润 32.42 亿元，同比-70.2%。

**盈利水平下降，下半年销量实现正增长。**公司全年水泥熟料净销量 3.10 亿吨，同比-24.12%，其中自产品销量 2.83 亿吨，同比-6.94%，下半年自产品销量 1.55 亿吨，同比+3.33%。我们测算水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 321.0/230.4/90.6 元/吨，分别同比-39.6/27.0/-66.6 元/吨，盈利水平受到价格和成本的双重挤压。全年期间费用率 7.01%，同比+0.82pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.49/+1.19/-0.47/+0.74pct 至 2.52%/4.21%/-1.25%/1.52%。全年经营活动现金流净额 96.49 亿，同比-71.53%，主因销售收入下降、应收账款余额增加。年末货币资金和交易性金融资产合计 686.21 亿，同比-26.85%，主因结构性存款、理财到期收回，整体在手现金仍较为充裕。报告期末公司资产负债率 19.67%，同比+2.89pct，仍然保持健康。

**积极推进项目建设并购，拓展新兴产业领域。**2022 年公司积极完善产业链上下游布局，推进产线技改与新能源产业发展，统筹推进海外发展与运营管理，全年完成资本性支出约 239.33 亿元，同比+49.4%，新增水泥/骨料/商混产能分别为 385 万吨/4480 万吨/1080 万方，光储发电装机容量 275 兆瓦，同时收购海螺环保项目，打造新产业增长极。公司计划 2023 年资本性支出 193.18 亿元，总体仍保持较高水平。

**风险提示：**供给增加超预期；成本上涨超预期；需求不及预期。

**投资建议：**分红比例提升，股价具备安全边际，维持“买入”评级。

公司 2022 年拟每股现金分红 1.48 元（含税），分红率由上年 37.9% 提升至 50%，当前股息率约 5.2%，目前估值低廉，具备较好安全边际。我们预计 2023 年基建投资仍有望保持增长趋势，水泥需求具备有效支撑，供需常态化执行下，行业运行有望保持平稳，考虑到行业景气恢复情况，结合公司经营计划，小幅下调 23-24 盈利预测，预计 2023-25 年 EPS 为 3.5/3.8/4.1 元/股（23-24 年前值为 3.8/4.1 元/股），对应 PE 为 8.1/7.4/6.9x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	167,953	132,022	141,869	150,873	157,286
(+/-%)	-4.7%	-21.4%	7.5%	6.3%	4.3%
净利润(百万元)	33267	15661	18344	20174	21440
(+/-%)	-5.3%	-52.9%	17.1%	10.0%	6.3%
每股收益(元)	6.28	2.96	3.46	3.81	4.05
EBIT Margin	23.1%	12.3%	14.5%	15.1%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	8.5%	9.3%	9.6%	9.5%
市盈率 (PE)	4.5	9.5	8.1	7.4	6.9
EV/EBITDA	4.2	8.5	6.3	5.7	5.4
市净率 (PB)	0.81	0.81	0.76	0.71	0.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 建筑材料 · 水泥

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

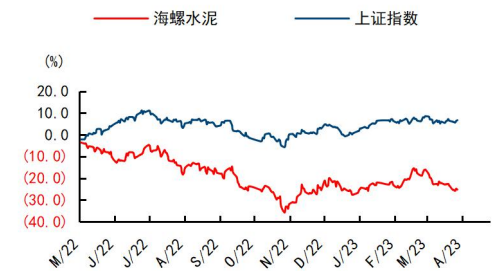
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价	28.25 元	
总市值/流通市值	149705/149705 百万元	
52 周最高价/最低价	41.83/24.08 元	
近 3 个月日均成交额	611.36 百万元	

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《海螺水泥 (600585.SH) - 2022 年三季报点评：单三季度收入环比下降 5.7%，资产负债率小幅上升》——2022-10-31
- 《海螺水泥 (600585.SH) - 2022 半年报点评：多因素致业绩承压，积极延伸产业链》——2022-08-26
- 《海螺水泥 (600585.SH) - 2022 年一季报点评：需求承压致业绩小幅下行，低估值提供安全边际》——2022-05-04
- 《海螺水泥 (600585.SH) - 分红规模创历史新高，盈利水平高位稳定》——2022-03-28
- 《海螺水泥-600585-2021 年中报点评：销量提升促收入增长，积极延伸产业链布局》——2021-09-02

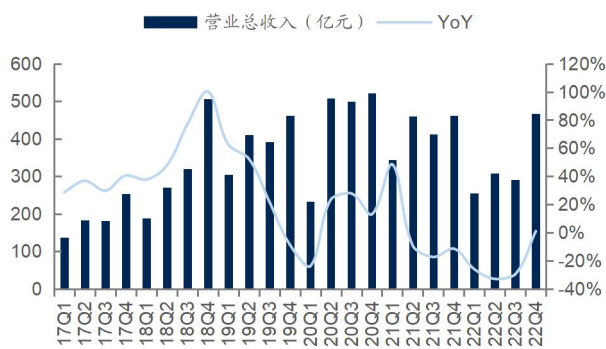
**多因素致全年业绩承压，Q4 营收增速转正。**公司全年营收 1320.22 亿元，同比-21.4%，归母净利润 156.61 亿元，同比-52.9%，EPS 为 2.96 元/股，拟 10 派 14.8 元（含税），符合此前业绩预告，全年业绩承压的主因房地产市场下行、疫情反复等因素导致水泥需求下降，价格下行，同时煤炭、电力等能源价格上涨导致成本上升。公司 Q4 单季度营收 466.93 亿元，同比+1%，增速已实现转正，归母净利润 32.42 亿元，同比-70.2%。

图1：海螺水泥营业收入及增速



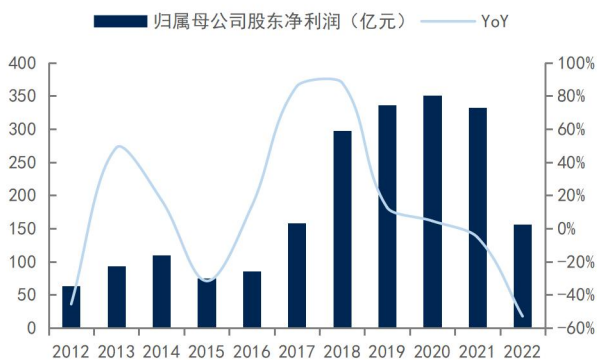
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海螺水泥单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海螺水泥归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海螺水泥单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

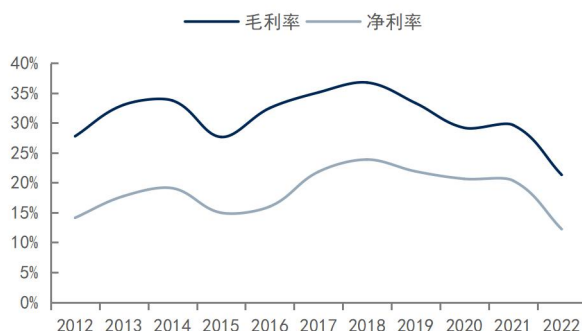
**盈利水平下降，下半年销量实现正增长。**公司全年水泥熟料净销量 3.10 亿吨，同比-24.12%，其中自产品销量 2.83 亿吨，同比-6.94%，下半年自产品销量 1.55 亿吨，同比+3.33%。我们测算水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 321.0/230.4/90.6 元/吨，分别同比-39.6/27.0/-66.6 元/吨，盈利水平受到价格和成本的双重挤压。全年期间费用率 7.01%，同比+0.82pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比 +0.49/+1.19/-0.47/+0.74pct 至 2.52%/4.21%/-1.25%/1.52%。全年经营活动现金流净额 96.49 亿，同比-71.53%，主因销售收入下降、应收账款余额增加。年末货币资金和交易性金融资产合计 686.21 亿，同比-26.85%，主因结构性存款、理财到期收回，整体在手现金仍较为充裕。报告期末公司资产负债率 19.67%，同比+2.89pct，仍然保持健康。

图5: 海螺水泥熟料销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥水泥熟料吨收入、吨成本



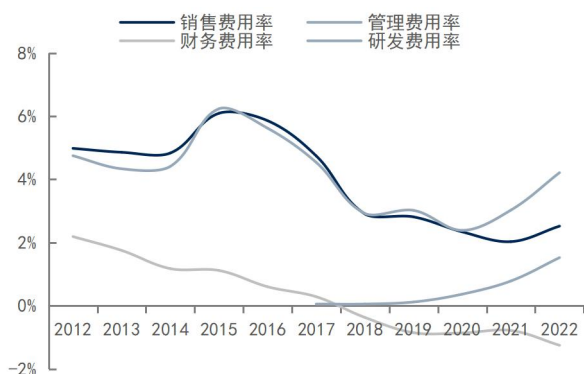
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥水泥熟料吨毛利



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 海螺水泥期间费用率



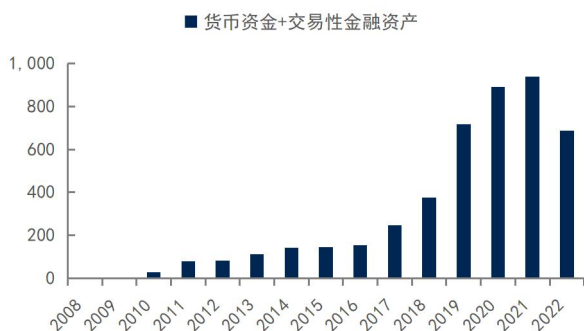
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 海螺水泥经营性净现金流



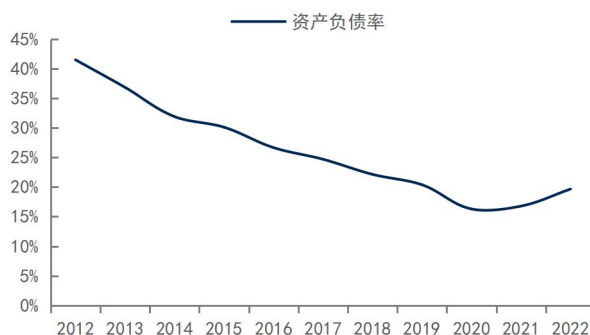
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 海螺水泥货币资金+交易性金融资产 (亿)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 海螺水泥资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**积极推进项目建设并购, 拓展新兴产业领域。**2022 年公司积极完善产业链上下游布局, 推进产线技改与新能源产业发展, 统筹推进海外发展与运营管理, 全年完成资本性支出约 239.33 亿元, 同比+49.4%, 新增水泥/骨料/商混产能分别为 385 万吨/4480 万吨/1080 万方, 光储发电装机容量 275 兆瓦, 同时收购海螺环保项目, 打造新产业增长极。公司计划 2023 年资本性支出 193.18 亿元, 总体仍保持较高水平。

**分红比例提升, 股价具备安全边际, 维持“买入”评级。**公司 2022 年拟每股现金分红 1.48 元 (含税), 分红率由上年 37.9% 提升至 50%, 当前股息率约 5.2%, 目前估值低廉, 具备较好安全边际。我们预计 2023 年基建投资仍有望保持增长趋势, 水泥需求具备有效支撑, 供需常态化执行下, 行业运行有望保持平稳, 考虑到行业景气恢复情况, 结合公司经营计划, 小幅下调 23-24 盈利预测, 预计 2023-25 年 EPS 为 3.5/3.8/4.1 元/股 (23-24 年前值为 3.8/4.1 元/股), 对应 PE 为 8.1/7.4/6.9x, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	69535	57866	55852	63316	71933	营业收入	167953	132022	141869	150873	157286
应收款项	10366	14229	14526	14675	14534	营业成本	118181	103897	107821	113909	118437
存货净额	9896	11679	11210	11160	10944	营业税金及附加	1243	967	1039	1105	1152
其他流动资产	9515	11490	12964	14476	15846	销售费用	3408	3327	3451	3515	3533
<b>流动资产合计</b>	<b>123583</b>	<b>106018</b>	<b>105307</b>	<b>114382</b>	<b>124012</b>	管理费用	5083	5561	6531	6713	6787
固定资产	73794	89569	99855	108771	116495	研发费用	1317	2011	2461	2859	3146
无形资产及其他	18240	32038	30758	29477	28197	财务费用	(1315)	(1651)	(448)	(581)	(738)
投资性房地产	9336	9558	9558	9558	9558	投资收益	1402	1351	1434	1434	1434
长期股权投资	5563	6793	8077	9335	10606	资产减值及公允价值变动	591	(458)	200	200	200
<b>资产总计</b>	<b>230515</b>	<b>243976</b>	<b>253555</b>	<b>271523</b>	<b>288867</b>	其他收入	(235)	(1339)	(2461)	(2859)	(3146)
短期借款及交易性金融负债	8106	12390	8047	9515	9984	营业利润	43109	19474	22648	24987	26605
应付款项	6828	6993	7419	8163	8848	营业外净收支	1007	541	795	795	795
其他流动负债	17735	16188	16121	17035	17469	<b>利润总额</b>	<b>44116</b>	<b>20015</b>	<b>23443</b>	<b>25782</b>	<b>27401</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>32669</b>	<b>35571</b>	<b>31587</b>	<b>34713</b>	<b>36301</b>	所得税费用	9950	3875	4539	4991	5305
长期借款及应付债券	3748	9689	9689	9689	9689	少数股东损益	899	479	561	617	656
其他长期负债	2272	2723	3222	3697	4184	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>33267</b>	<b>15661</b>	<b>18344</b>	<b>20174</b>	<b>21440</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6020</b>	<b>12412</b>	<b>12911</b>	<b>13386</b>	<b>13873</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>38689</b>	<b>47983</b>	<b>44498</b>	<b>48099</b>	<b>50174</b>	净利润	33267	15661	18344	20174	21440
少数股东权益	8141	12355	12578	12824	13085	资产减值准备	24	(24)	0	0	0
股东权益	183685	183639	196479	210601	225609	折旧摊销	5957	6789	10196	11565	12757
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>230515</b>	<b>243976</b>	<b>253555</b>	<b>271523</b>	<b>288867</b>	公允价值变动损失	(591)	458	(200)	(200)	(200)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1315)	(1651)	(448)	(581)	(738)
每股收益	6.28	2.96	3.46	3.81	4.05	营运资本变动	(7971)	(8798)	(445)	523	593
每股红利	2.29	2.55	1.04	1.14	1.21	其它	547	89	223	246	261
每股净资产	34.66	34.65	37.08	39.74	42.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>31232</b>	<b>14174</b>	<b>28118</b>	<b>32307</b>	<b>34851</b>
ROIC	20%	8%	9%	10%	10%	资本开支	0	(21239)	(19001)	(19001)	(19001)
ROE	18%	9%	9%	10%	10%	其它投资现金流	2611	13517	0	0	0
毛利率	30%	21%	24%	24%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1271</b>	<b>(8953)</b>	<b>(20286)</b>	<b>(20258)</b>	<b>(20272)</b>
EBIT Margin	23%	12%	14%	15%	15%	权益性融资	(51)	696	0	0	0
EBITDA Margin	27%	17%	22%	23%	24%	负债净变化	438	5941	0	0	0
收入增长	-5%	-21%	7%	6%	4%	支付股利、利息	(12139)	(13531)	(5503)	(6052)	(6432)
净利润增长率	-5%	-53%	17%	10%	6%	其它融资现金流	(1693)	(2406)	(4343)	1467	469
资产负债率	20%	25%	23%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(25146)</b>	<b>(16890)</b>	<b>(9846)</b>	<b>(4585)</b>	<b>(5962)</b>
息率	8.2%	9.1%	3.7%	4.1%	4.3%	<b>现金净变动</b>	<b>7357</b>	<b>(11669)</b>	<b>(2014)</b>	<b>7464</b>	<b>8616</b>
P/E	4.5	9.5	8.1	7.4	6.9	货币资金的期初余额	62177	69535	57866	55852	63316
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	货币资金的期末余额	69535	57866	55852	63316	71933
EV/EBITDA	4.2	8.5	6.3	5.7	5.4	企业自由现金流	0	(10139)	7335	11451	13891
						权益自由现金流	0	(6604)	3353	13386	14956

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032