

## 行业底部仍具盈利韧性，建材高股息标的

2023 年 08 月 23 日

► **公司发布 2023 年半年报：**23H1 实现营收 654.36 亿元，同比+16.28%，归母净利 64.68 亿元，同比-34.26%，扣非归母净利 61.58 亿元，同比-33.77%。其中，23Q2 营收 340.68 亿元，同比+10.56%，归母净利 39.18 亿元，同比-20.28%，扣非净利 40.03 亿元，同比-15.28%。23H1 公司毛利率 19.43%，同比-9.04pct，净利率 16.69%，同比-7.66pct，其中 Q2 毛利率 22.13%，同比-3.97pct、环比+5.63pct。

► **水泥主业同比继续承压。**受下游需求趋弱影响，上半年公司 42.5 级水泥、32.5 级水泥、熟料分别实现收入 306.65 亿元、50.54 亿元、40.25 亿元，分别同比-5.08%、-7.96%、-40.62%，水泥及熟料（自产品）合计占营收比重为 60.73%，同比-18.47pct。骨料业务贡献收入 16.88 亿元，同比高增 116.84%，占比 2.58%；贸易业务实现收入 13.12 亿元，同比+46.37%，占比 2.01%；商品混凝土实现收入 9.77 亿元，同比+21.80%，占比 1.49%；其他业务贡献收入 217.15 亿元，同比+135.44%，占比 33.19%。

► **水泥熟料单位盈利回落，骨料盈利能力提升。**上半年公司水泥熟料实现净销量 1.34 亿吨，同比+3%，其中自产品销量 1.30 亿吨，同比+1.78%，（自产品）吨售价约 326 元，同比-32 元（-8.93%），吨成本 236 元，同比-2.8 元（-1.18%），吨毛利 90 元，同比-29.2 元（-24.45%），吨能源成本同比-4.75%，主要系煤炭价格下降及煤电耗降低所致。上半年单吨期间费用约 36 元，同比+3.7 元（+11.56%）。骨料及机制砂毛利率为 57.55%，同比+1.78pct；商品混凝土毛利率 12.62%，同比-9.73pct。

► **做强水泥，做大产业链布局。**截至 23H1 末，公司拥有熟料产能 2.69 亿吨，水泥产能 3.88 亿吨，骨料产能 1.30 亿吨（较年初+2160 万吨），商品混凝土产能 3330 万立方米（较年初+780 万立方米），光储发电装机容量 513MW（较年初+38MW）。①水泥主业方面，水城海螺低碳减量置换项目建成投产，乌兹别克斯坦塔什干海螺、上峰友谊公司和柬埔寨金边海螺的水泥熟料生产线项目建设有序推进，八菱海螺粉磨站迁建项目和蒙城海螺粉磨站项目顺利开工。②“水泥+”方面，马鞍山绿色建材、芜湖建科等 8 个骨料项目顺利投产，公司通过新建、并购和租赁等方式新增了 8 个在运营商品混凝土项目，“水泥+”产能进一步提升。

► **其他关注点包括：**①23H1 公司管理费用为 31.35 亿元，同比+15.75%，管理费用率为 7.17%，同比+1.41pct，主要由于集团财务报表合并范围内子公司数量增加，以及《企业安全生产费用提取和使用管理办法》中要求非煤矿山安全费用计提标准上升所致。②上半年公司经营性活动现金流净额为 50.77 亿元，同比+13.63%，主要系上半年缴纳税费的同比减少。

► **投资建议：**当前水泥行业处于相对底部位置，公司龙头地位稳固，竞争优势显著，22 年公司股息率高达 5.41%，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 159.74、165.09、167.79 亿元，8 月 22 日股价对应动态 PE 为 8x、8x、8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**基建项目落地不及预期；原材料价格波动的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	132,022	136,642	145,871	155,340
增长率 (%)	-21.4	3.5	6.8	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,661	15,974	16,509	16,779
增长率 (%)	-52.9	2.0	3.3	1.6
每股收益 (元)	2.96	3.01	3.12	3.17
PE	9	8	8	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 26.08 元



**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年年报点评：“水泥+”持续扩张，分红比例明显提高-2023/04/07
- 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年半年报点评：水泥 Q2 经历业绩底、预期底，重视龙头安全边际-2022/08/26
- 海螺水泥 (600585.SH) 2022 年一季报点评：看好龙头扩张提速，静待疫后需求回暖-2022/04/30
- 海螺水泥 (600585.SH) 2021 年年报点评：另一种扩张，资本开支、分红、光伏装机提升明显-2022/03/27
- 【民生建材】海螺水泥：坚定减碳，看好“现金牛”的绿电投资-2021/12/20

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	132,022	136,642	145,871	155,340
营业成本	103,897	108,577	116,829	125,509
营业税金及附加	967	956	1,021	1,087
销售费用	3,327	3,416	3,501	3,573
管理费用	5,561	5,602	5,849	6,136
研发费用	2,011	1,776	1,838	1,864
EBIT	16,922	16,980	17,691	18,008
财务费用	-1,651	-1,741	-1,795	-1,804
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,351	1,230	1,167	1,243
营业利润	19,474	20,033	20,726	21,132
营业外收支	541	650	650	600
利润总额	20,015	20,683	21,376	21,732
所得税	3,875	4,137	4,275	4,346
净利润	16,140	16,546	17,101	17,386
归属于母公司净利润	15,661	16,050	16,588	16,864
EBITDA	23,711	24,300	26,416	28,281

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	57,866	57,568	57,799	59,418
应收账款及票据	14,229	14,209	14,370	14,453
预付款项	3,003	2,714	3,038	3,389
存货	11,679	11,304	11,843	12,379
其他流动资产	19,241	18,069	18,440	18,820
流动资产合计	106,018	103,865	105,490	108,459
长期股权投资	6,793	8,022	9,189	10,432
固定资产	81,182	87,373	92,764	98,067
无形资产	32,038	32,992	34,874	37,701
非流动资产合计	137,958	146,365	154,937	164,641
资产合计	243,976	250,230	260,427	273,101
短期借款	10,037	3,037	3,037	3,037
应付账款及票据	6,993	7,615	7,874	8,115
其他流动负债	18,541	19,243	18,156	19,483
流动负债合计	35,571	29,896	29,068	30,635
长期借款	9,689	9,689	9,689	9,689
其他长期负债	2,723	3,883	3,892	3,901
非流动负债合计	12,412	13,571	13,581	13,590
负债合计	47,983	43,467	42,648	44,225
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	12,355	12,851	13,364	13,886
股东权益合计	195,994	206,763	217,779	228,876
负债和股东权益合计	243,976	250,230	260,427	273,101

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-21.40	3.50	6.75	6.49
EBIT 增长率	-57.37	0.35	4.19	1.79
净利润增长率	-52.92	2.48	3.35	1.67
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.30	20.54	19.91	19.20
净利率	11.86	11.75	11.37	10.86
总资产收益率 ROA	6.42	6.41	6.37	6.18
净资产收益率 ROE	8.53	8.28	8.11	7.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.98	3.47	3.63	3.54
速动比率	2.52	2.94	3.05	2.97
现金比率	1.63	1.93	1.99	1.94
资产负债率 (%)	19.67	17.37	16.38	16.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	15.59	15.00	14.00	13.00
存货周转天数	41.03	38.00	37.00	36.00
总资产周转率	0.56	0.55	0.57	0.58
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.96	3.03	3.13	3.18
每股净资产	34.65	36.59	38.57	40.57
每股经营现金流	1.82	4.84	4.64	4.99
每股股利	0.00	1.15	1.19	1.21
<b>估值分析</b>				
PE	9	9	8	8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.32	3.99	3.57	3.28
股息收益率 (%)	0.00	4.40	4.55	4.63

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	16,140	16,546	17,101	17,386
折旧和摊销	6,789	7,319	8,725	10,273
营运资金变动	-10,830	3,164	113	200
经营活动现金流	9,649	25,659	24,573	26,463
资本开支	-26,388	-13,755	-15,396	-18,046
投资	18,057	0	0	0
投资活动现金流	-5,281	-13,755	-15,396	-18,046
股权募资	696	0	0	0
债务募资	7,712	-5,850	-2,353	0
筹资活动现金流	-5,723	-12,362	-8,946	-6,798
现金净流量	-1,239	-297	231	1,619

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026