

海螺水泥 (600585.SH)

2023年中报点评：景气下行业绩承压，龙头优势持续巩固

买入

核心观点

行业景气下行，业绩有所承压。2023H1 公司实现营收 654.36 亿元，同比+16.3%，归母净利润 64.68 亿元，同比-34.3%，扣非归母净利润 61.58 亿元，同比-33.8%，EPS 为 1.22 元/股，其中 Q2 单季度实现营收 340.68 亿元，同比+10.6%，归母净利润 39.18 亿元，同比-20.3%。业绩有所承压主因市场需求不足，行业竞争加剧，水泥价格中枢下行。

水泥市场份额持续巩固，骨料业务快速增长。上半年公司水泥熟料自产品销量为 1.3 亿吨，同比+1.8%，高于全国水泥产量增速，市场份额进一步巩固，测算上半年吨价格/吨成本/吨毛利分别为 305.7/223.4/82.3 元/吨，分别同比-42.5/-7.8/-34.7 元/吨；骨料业务实现收入 16.9 亿，同比+117.0%，主要受益于产能扩张，板块毛利率 57.6%，同比+1.8pct；混凝土业务收入 9.8 亿，同比+21.8%，板块毛利率 12.6%，同比-9.7pct。随着海外销售网络不断完善，海外项目公司销量同比+4.9%，收入实现 21.8 亿，同比+14.3%。

Q2 盈利水平环比改善，现金流保持充足。上半年综合毛利率为 19.4%，同比-9.0pct，Q2 单季度为 22.1%，同比/环比分别-4.0/+5.6pct。上半年期间费用率实现 7.1%，同比-0.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.5%/4.8%/-1.3%/1.1%，分别同比-0.2/-0.02/+0.4/-0.4pct。上半年经营活动现金流净额为 50.77 亿，同比+13.6%，主因缴纳税费同比减少。

强化水泥主业发展，积极延伸产业链。报告期内，主业方面水城海螺置换项目投产，其他建设项目有序推进，产业链方面，八个骨料项目顺利投产，新增了八个在运营商品混凝土项目，合计新增骨料产能 2160 万吨，商品混凝土产能 780 万立方米，光储发电装机容量 38MW。

风险提示：需求恢复不及预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

投资建议：龙头竞争优势明显，安全边际充足，维持“买入”评级。

随着 7 月下旬以来政策再次强调逆周期调节，下半年稳增长有望加码，需求改善预期。近期行业进入淡旺季切换阶段，出货需求逐步边际改善，价格有望企稳修复。公司作为行业优质龙头企业，在行业景气承压背景下市场份额持续巩固，成本优势明显，盈利水平保持较强韧性，目前在手现金充足，估值处于低位，高股息背景下具备良好安全边际，考虑到上半年需求影响，下调 2023-25 年 EPS 为 2.8/3.1/3.4 元/股（调整前为 3.5/3.8/4.1 元/股），对应 PE 为 9.4/8.3/7.6x，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	141,360	150,085	157,034
(+/-%)	-4.7%	-21.4%	7.1%	6.2%	4.6%
净利润(百万元)	33267	15661	14594	16585	18102
(+/-%)	-5.3%	-52.9%	-6.8%	13.6%	9.1%
每股收益(元)	6.28	2.96	2.75	3.13	3.42
EBIT Margin	23.1%	12.3%	11.0%	11.9%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	8.5%	7.5%	8.1%	8.3%
市盈率 (PE)	4.1	8.8	9.4	8.3	7.6
EV/EBITDA	3.9	8.0	7.3	6.4	5.9
市净率 (PB)	0.75	0.75	0.71	0.67	0.63

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	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.91 元
总市值/流通市值	137305/137305 百万元
52 周最高价/最低价	32.45/23.23 元
近 3 个月日均成交额	483.87 百万元

市场走势



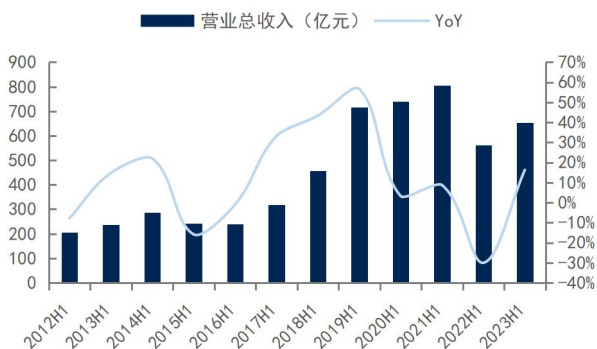
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海螺水泥 (600585.SH) -2022 年年报点评：Q4 收入边际改善，全年分红比例提升》——2023-04-03
- 《海螺水泥 (600585.SH) -2022 年三季度点评：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

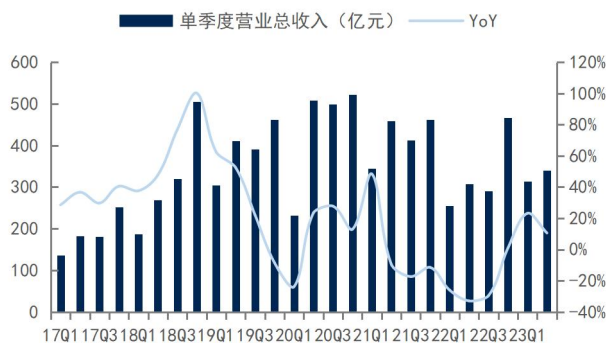
行业景气下行，业绩有所承压。2023H1 公司实现营收 654.36 亿元，同比+16.3%，归母净利润 64.68 亿元，同比-34.3%，扣非归母净利润 61.58 亿元，同比-33.8%，EPS 为 1.22 元/股，其中 Q2 单季度实现营收 340.68 亿元，同比+10.6%，归母净利润 39.18 亿元，同比-20.3%。业绩有所承压主因市场需求不足，行业竞争加剧，水泥价格中枢下行。

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

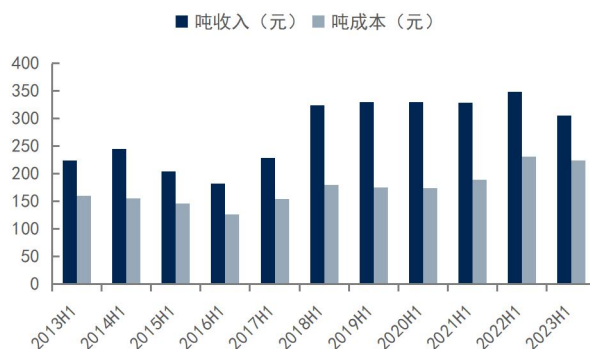
水泥市场份额持续巩固，骨料业务快速增长。上半年公司水泥熟料自产品销量为 1.3 亿吨，同比+1.8%，高于全国水泥产量增速，市场份额进一步巩固，测算上半年吨价格/吨成本/吨毛利分别为 305.7/223.4/82.3 元/吨，分别同比-42.5/-7.8/-34.7 元/吨；骨料业务实现收入 16.9 亿，同比+117.0%，主要受益于产能扩张，板块毛利率 57.6%，同比+1.8pct；混凝土业务收入 9.8 亿，同比+21.8%，板块毛利率 12.6%，同比-9.7pct。随着海外销售市场网络不断完善，海外项目公司销量同比+4.9%，收入实现 21.8 亿，同比+14.3%。

图5: 海螺水泥水泥熟料销量及增速



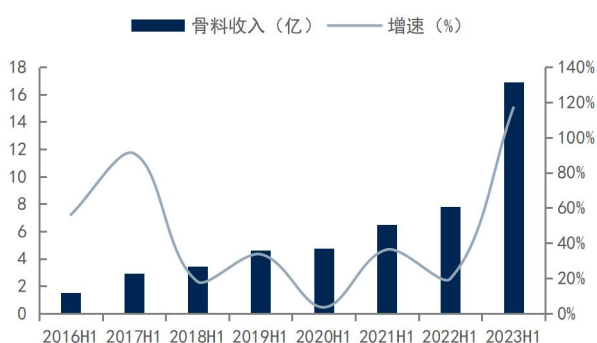
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥水泥熟料吨收入和吨成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥骨料业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

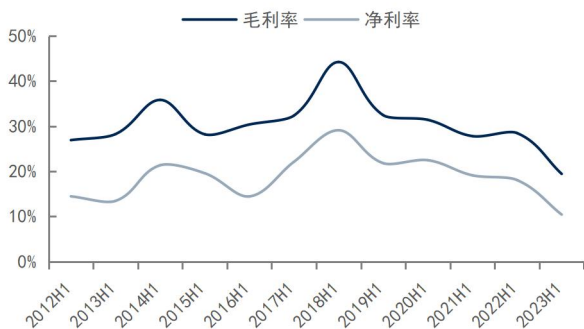
图8: 海螺水泥骨料业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

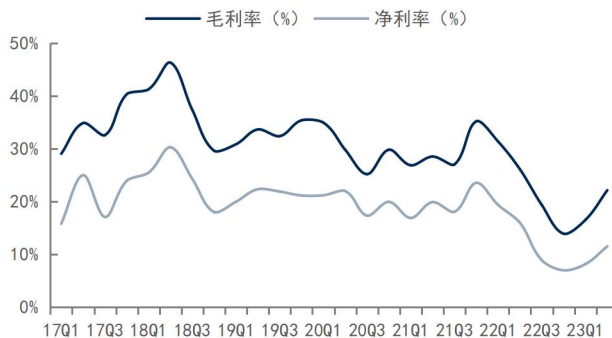
Q2 盈利水平环比改善，现金流保持充足。上半年综合毛利率为 19.4%，同比-9.0pct，Q2 单季度为 22.1%，同比/环比分别-4.0/+5.6pct。上半年期间费用率实现 7.1%，同比-0.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.5%/4.8%/-1.3%/1.1%，分别同比-0.2/-0.02/+0.4/-0.4pct。上半年经营活动现金流净额为 50.77 亿，同比+13.6%，主因缴纳税费同比减少。

图9：海螺水泥上半年毛利率和净利率



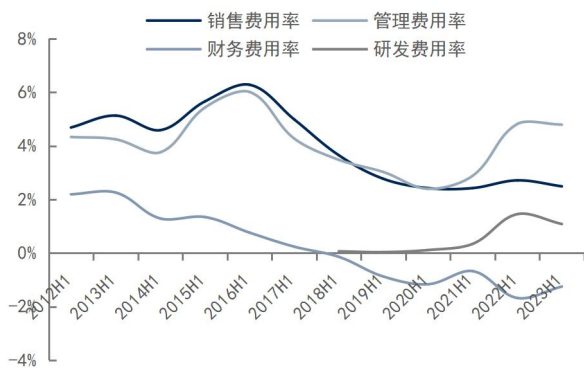
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：海螺水泥单季度毛利率和净利率



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12：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

强化水泥主业发展，积极延伸产业链。报告期内，主业方面水城海螺置换项目投产，其他建设项目有序推进，产业链方面，八个骨料项目顺利投产，新增了八个在运营商品混凝土项目，合计新增骨料产能 2160 万吨，商品混凝土产能 780 万立方米，光储发电装机容量 38MW。

投资建议：龙头竞争优势明显，安全边际充足，维持“买入”评级。随着 7 月下旬以来政策再次强调逆周期调节，下半年稳增长有望加码，需求存改善预期。近期行业进入淡旺季切换阶段，出货需求逐步边际改善，价格有望企稳修复。公司作为行业优质龙头企业，在行业景气承压背景下市场份额持续巩固，成本优势明显，盈利水平保持较强韧性，目前在手现金充足，估值处于低位，高股息背景下具备良好安全边际，考虑到上半年需求影响，下调 2023-25 年 EPS 为 2.8/3.1/3.4 元/股（调整前为 3.5/3.8/4.1 元/股），对应 PE 为 9.4/8.3/7.6x，维持“买入”评级。

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	72266	70867	80511	营业收入	167953	132022	141360	150085	157034
应收款项	10366	14229	12188	12294	12220	营业成本	118181	103897	112381	118568	123585
存货净额	9896	11679	9872	9818	9659	营业税金及附加	1243	967	1035	1099	1150
其他流动资产	9515	11490	12917	14400	15820	销售费用	3408	3327	3468	3532	3550
流动资产合计	123583	106018	110244	114257	123149	管理费用	5083	5561	7069	7097	7126
固定资产	73794	89569	99517	108114	115541	研发费用	1317	2011	1916	1935	1945
无形资产及其他	18240	32038	30758	29477	28197	财务费用	(1315)	(1651)	(732)	(913)	(1028)
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	7093	7858	8390	资产减值及公允价值变动	591	(458)	200	200	200
资产总计	230515	243976	257169	269264	284835	其他收入	(235)	(1339)	(1916)	(1935)	(1945)
短期借款及交易性金融负债	8106	12390	13010	11169	12190	营业利润	43109	19474	17857	20401	22339
应付款项	6828	6993	8127	8934	9715	营业外净收支	1007	541	795	795	795
其他流动负债	17735	16188	16880	17797	18297	利润总额	44116	20015	18652	21196	23135
流动负债合计	32669	35571	38018	37900	40202	所得税费用	9950	3875	3611	4104	4479
长期借款及应付债券	3748	9689	9689	9689	9689	少数股东损益	899	479	447	507	554
其他长期负债	2272	2723	3075	3477	3854	归属于母公司净利润	33267	15661	14594	16585	18102
长期负债合计	6020	12412	12764	13165	13542	现金流量表 (百万元)					
负债合计	38689	47983	50782	51065	53744	净利润	33267	15661	14594	16585	18102
少数股东权益	8141	12355	12532	12734	12955	资产减值准备	24	(24)	0	0	0
股东权益	183685	183639	193855	205465	218136	折旧摊销	5957	6789	10186	11536	12708
负债和股东权益总计	230515	243976	257169	269264	284835	公允价值变动损失	(591)	458	(200)	(200)	(200)
关键财务与估值指标						财务费用	(1315)	(1651)	(732)	(913)	(1028)
每股收益	6.28	2.96	2.75	3.13	3.42	营运资本变动	(7971)	(8798)	4600	590	471
每股红利	2.29	2.55	0.83	0.94	1.02	其它	547	89	178	202	220
每股净资产	34.66	34.65	36.58	38.77	41.16	经营活动现金流	31232	14174	29358	28714	31301
ROIC	20%	8%	7%	8%	9%	资本开支	0	(21239)	(18653)	(18653)	(18653)
ROE	18%	9%	8%	8%	8%	其它投资现金流	2611	13517	7755	(3877)	1939
毛利率	30%	21%	20%	21%	21%	投资活动现金流	1271	(8953)	(11198)	(23296)	(17247)
EBIT Margin	23%	12%	11%	12%	13%	权益性融资	(51)	696	0	0	0
EBITDA Margin	27%	17%	18%	20%	21%	负债净变化	438	5941	0	0	0
收入增长	-5%	-21%	7%	6%	5%	支付股利、利息	(12139)	(13531)	(4378)	(4976)	(5431)
净利润增长率	-5%	-53%	-7%	14%	9%	其它融资现金流	(1693)	(2406)	620	(1841)	1021
资产负债率	20%	25%	25%	24%	23%	融资活动现金流	(25146)	(16890)	(3759)	(6817)	(4410)
息率	8.8%	9.9%	3.2%	3.6%	4.0%	现金净变动	7357	(11669)	14400	(1399)	9644
P/E	4.1	8.8	9.4	8.3	7.6	货币资金的期初余额	62177	69535	57866	72266	70867
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	货币资金的期末余额	69535	57866	72266	70867	80511
EV/EBITDA	3.9	8.0	7.3	6.4	5.9	企业自由现金流	0	(10139)	8624	7871	10392
						权益自由现金流	0	(6604)	9834	6766	12243

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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