

海螺水泥 (600585)

2023 年三季报点评: Q3 盈利探底, 静待宏观政策发力推动需求回暖和景气反弹

增持 (维持)

2023 年 10 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

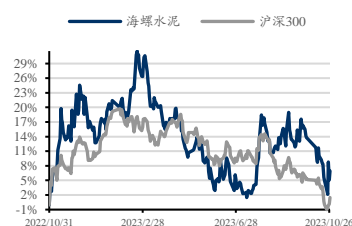
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,022	140,596	152,000	168,639
同比	-21%	6%	8%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	15,661	11,909	13,787	15,686
同比	-53%	-24%	16%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.96	2.25	2.60	2.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.29	10.91	9.42	8.28

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年三季报, 前三季度分别实现营业总收入/归母净利润 990.43 亿元/86.72 亿元, 同比分别+16.1%/-30.2%, Q3 单季分别实现营业总收入/归母净利润 336.07 亿元/22.04 亿元, 同比分别+15.7%/-14.5%, 略低于此前的预期。
- **Q3 收入延续平稳增长, 预计水泥同比量稳价降, 吨毛利环比下滑。(1)** Q3 全国水泥产量同比-5.1%, 需求疲软, 供需矛盾加剧行业库存压力, 淡季价格跌幅较大, 8 月后企稳回升乏力。(2) 公司 Q3 单季营收同比+15.7%, 主要是大宗材料等贸易业务体量增长拉动, 水泥自产品销量得益成本竞争力预计同比基本保持平稳, 但价格同比环比均有明显下跌。(3) Q3 单季毛利率为 16.2%, 同比/环比分别-3.2/-5.9pct, Q3 毛利额环比 Q2 下降 20.99 亿元至 54.39 亿元。考虑到贸易、骨料业务毛利占比较小, 环比下降主要因 Q3 公司重点的珠三角、湖南等市场水泥价格跌幅较大, 公司水泥均价下滑幅度超出煤炭成本降幅, 水泥吨毛利环比明显下降; 毛利率的同比下降主要因低毛利的贸易业务规模增长所致。
- **期间费用有所增加, 资本开支明显放缓。(1)** 公司 Q3 期间费用率为 8.0%, 同比+1.0pct, 主要是管理/财务费用率分别同比+0.3/+1.2pct 所致。(2) 公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 46.24 亿元, 同比-9.8%, 基本与盈利降幅一致。Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 28.63 亿元, 同比-45.4%, 反映矿权获取、项目建设等资本性支出节奏放缓。(3) 公司三季报资产负债率/带息债务为 20.4%/262.08 亿元, 环比中报分别+1.1pct/+23.36 亿元, 预计主要是骨料等产业链延伸项目和海外水泥产能等项目建设新增长期借款所致。
- **中期宏观逆周期调节加码, 需求企稳回升和行业竞合秩序修复有望推动水泥景气反弹。** 当前行业景气筑底, 企业利润大幅下行, 低效高成本产能出清压力持续加大。短期需求疲弱, 高库存压制价格反弹空间。近期新增万亿特别国债落地, 中期逆周期调节将加码, 财政政策持续发力, 实物需求有望企稳回升。我们认为需求改善有望改变行业预期, 加速行业竞合秩序修复, 叠加淡季错峰力度加大, 2023 年景气有望明显改善。
- **盈利预测与投资评级:** 公司在下行期彰显成本领先等综合优势, 产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥企业市净率估值处于历史底部, 随着阶段性盈利底部确认, 中期需求预期提振, 龙头企业估值有望迎来修复。基于地产投资下行压力仍大, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 119/138/157 亿元 (前值为 147/173/185 亿元), 10 月 27 日收盘价对应市盈率为 10.9/9.4/8.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地产超预期下行、逆周期调节政策力度不及预期、行业竞合态势恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.51
一年最低/最高价	23.23/32.30
市净率(倍)	0.71
流通 A 股市值(百万元)	98,032.71
总市值(百万元)	129,885.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.75
资产负债率(% ,LF)	20.42
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): 2023 年中报点评: 水泥盈利探底企稳, 产业链延伸积极推进》
2023-08-22
- 《海螺水泥(600585): 2023 年一季报点评: 收入增长彰显龙头实力, 中期景气有望回升》
2023-04-29

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	113,414	121,533	132,052	营业总收入	132,022	140,596	152,000	168,639
货币资金及交易性金融资产	68,621	72,305	79,074	86,268	营业成本(含金融类)	103,897	115,659	124,991	139,262
经营性应收款项	19,994	22,516	24,336	27,201	税金及附加	967	1,036	1,120	1,242
存货	11,679	12,738	11,566	11,644	销售费用	3,327	3,599	3,707	3,744
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,561	6,308	6,101	6,226
其他流动资产	5,724	5,854	6,558	6,939	研发费用	2,011	1,827	2,101	2,416
非流动资产	137,958	143,013	146,780	149,800	财务费用	-1,651	-1,241	-1,672	-2,024
长期股权投资	6,793	7,793	8,493	9,193	加:其他收益	666	709	767	851
固定资产及使用权资产	81,328	85,333	87,733	88,964	投资净收益	1,351	630	773	929
在建工程	8,387	6,694	5,847	5,423	公允价值变动	-458	0	-85	-85
无形资产	32,038	33,197	34,355	35,514	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	14,746	17,106	19,467
其他非流动资产	8,266	8,771	9,076	9,381	营业外净收支	541	576	623	691
资产总计	243,976	256,427	268,313	281,852	利润总额	20,015	15,322	17,729	20,158
流动负债	35,571	37,592	39,724	42,991	减:所得税	3,875	3,050	3,520	3,992
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	12,273	14,209	16,166
经营性应付款项	6,993	7,464	8,159	9,248	减:少数股东损益	479	364	422	480
合同负债	3,577	3,932	4,250	4,735	归属母公司净利润	15,661	11,909	13,787	15,686
其他流动负债	12,611	13,800	14,914	16,603	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.96	2.25	2.60	2.96
非流动负债	12,412	18,412	19,912	20,912	EBIT	16,922	12,878	14,749	16,601
长期借款	9,689	15,689	17,189	18,189	EBITDA	23,711	19,944	22,072	24,171
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.30	17.74	17.77	17.42
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	11.86	8.47	9.07	9.30
其他非流动负债	2,667	2,667	2,667	2,667	收入增长率(%)	-21.40	6.49	8.11	10.95
负债合计	47,983	56,003	59,635	63,903	归母净利润增长率(%)	-52.92	-23.96	15.77	13.78
归属母公司股东权益	183,639	187,704	195,537	204,329					
少数股东权益	12,355	12,719	13,141	13,621					
所有者权益合计	195,994	200,424	208,678	217,950					
负债和股东权益	243,976	256,427	268,313	281,852					

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	16,788	21,348	22,487	每股净资产(元)	34.65	35.42	36.90	38.56
投资活动现金流	-5,281	-1,914	-10,194	-9,469	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	-2,189	-4,801	-6,240	ROIC(%)	6.47	4.62	5.06	5.47
现金净增加额	-1,239	12,685	6,353	6,778	ROE-摊薄(%)	8.53	6.34	7.05	7.68
折旧和摊销	6,789	7,065	7,323	7,570	资产负债率(%)	19.67	21.84	22.23	22.67
资本开支	-26,388	-10,019	-9,442	-8,873	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.29	10.91	9.42	8.28
营运资本变动	-10,830	-1,697	775	-65	P/B (现价)	0.71	0.69	0.66	0.64

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>