

## 行业底部龙头仍显韧性

2023 年 10 月 31 日

➤ **公司发布 2023 年三季度报：**23Q1-Q3 实现营收 990.43 亿元，同比+16.07%，归母净利 86.72 亿元，同比-30.17%，扣非归母净利 81.57 亿元，同比-31.97%。23Q3 实现营收 336.07 亿元，同比+15.68%，归母净利 22.66 亿元，同比-12.71%，扣非净利 22.04 亿元，同比-14.54%。23Q1-Q3 公司毛利率 18.33%，同比-7.03pct，净利率 9.16%，同比-5.79pct，其中 Q3 毛利率 16.18%，同比-3.16pct、环比-5.95pct。

### ➤ 水泥行业供需疲弱，龙头仍显盈利韧性

受地产行业下行、部分地方政府资金不足等因素影响，2023 年前三季度水泥需求表现持续下滑。前三季度地产开发投资额为 8.73 万亿元，同比-9.1%，降幅较去年同期扩大 1.1pct。前三季度全国水泥累计产量为 14.95 亿吨，同比-0.7%，产量创近十三年同期最低水平；其中 9 月全国水泥产量为 1.89 亿吨，同比-7.2%，整体来看前三季度供需两端表现都较为疲弱。

根据水泥网数据，2023Q1-Q3 全国水泥价格整体震荡下行，截至 9 月底 P.O 42.5 散装水泥均价在 323.6 元/吨，较年初均价-24.7%，同比-29.9%。水泥行业的吨利润也有较大幅度下滑，水泥网统计 2023Q1-Q3 水泥行业利润总额在 240 亿元左右，同比-55%左右。公司作为国内水泥行业的绝对龙头，规模和成本优势显著，前三季度利润降幅小于行业平均水平，显现了较强的盈利韧性。

### ➤ 单位售价下降，费用端平稳运行

23Q1-Q3 公司毛利率 18.33%，同比-7.03pct，净利率 9.16%，同比-5.79pct，其中 Q3 毛利率 16.18%，同比-3.16pct、环比-5.95pct，我们认为公司盈利能力下滑的主要原因系水泥产品销售价格下降带动吨毛利的下降。

23Q1-Q3 公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.56%、4.57%、1.29%、-1.01%，分别同比-0.16pct、+0.09pct、-0.39pct、+0.67pct，前三季度期间费用率为 7.40%，同比+0.22pct。单三季度来看，公司期间费用率同比+1.00pct，主要系财务费用增长所致（Q3 财务费用率同比+1.16pct）。

### ➤ 现金流表现稳定

公司应收账款及票据金额截至三季度末为 137.45 亿元，较年初余额有所下降，同比+53.68%，占营收比重较去年同期提升 3.40pct 至 13.88%。三季度末公司的经营性现金流净额为 97.01 亿元，同比+1.13%，表现较为稳定。

➤ **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，2022 年公司股利支付率达到 50.08%，股息率为 5.41%，看好公司的长期投资价值，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 125.38、141.14、154.77 亿元，10 月 30 日股价对应动态 PE 为 10x、9x、8x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**基建项目、地产政策落地不及预期的风险，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	136,537	144,360	153,614
增长率 (%)	-21.4	3.4	5.7	6.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,661	12,538	14,114	15,477
增长率 (%)	-52.9	-19.9	12.6	9.7
每股收益 (元)	2.96	2.37	2.66	2.92
PE	8	10	9	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 10 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

24.33 元



分析师 **李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

## 相关研究

1.海螺水泥 (600585.SH) 2023 年半年报点评：行业底部仍具盈利韧性，建材高股息标的 -2023/08/23

2.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

3.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

4.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

5.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

## 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	136,537	144,360	153,614
营业成本	103,897	112,063	117,202	123,788
营业税金及附加	967	1,052	1,113	1,184
销售费用	3,327	3,493	3,693	3,930
管理费用	5,561	6,241	6,599	7,022
研发费用	2,011	1,757	1,858	1,977
EBIT	16,922	12,596	14,746	16,541
财务费用	-1,651	-1,602	-1,565	-1,497
资产减值损失	0	-1	0	0
投资收益	1,351	1,229	1,155	1,229
营业利润	19,474	15,507	17,538	19,345
营业外收支	541	650	650	600
利润总额	20,015	16,157	18,188	19,945
所得税	3,875	3,231	3,638	3,989
净利润	16,140	12,926	14,551	15,956
归属于母公司净利润	15,661	12,538	14,114	15,477
EBITDA	23,711	19,915	23,471	26,814

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	57,866	58,765	57,077	56,381
应收账款及票据	14,229	14,198	14,222	14,293
预付款项	3,003	2,802	3,047	3,342
存货	11,679	11,667	11,881	12,209
其他流动资产	19,241	17,493	17,807	18,179
流动资产合计	106,018	104,924	104,034	104,404
长期股权投资	6,793	8,021	9,176	10,405
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	146,233	154,793	164,484
资产合计	243,976	251,158	258,827	268,888
短期借款	10,037	3,037	3,037	3,037
应付账款及票据	6,993	7,860	7,899	8,004
其他流动负债	18,541	18,839	18,188	19,248
流动负债合计	35,571	29,736	29,125	30,289
长期借款	9,689	16,632	16,632	16,632
其他长期负债	2,723	3,928	3,938	3,947
非流动负债合计	12,412	20,561	20,570	20,579
负债合计	47,983	50,297	49,695	50,868
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	12,355	12,743	13,179	13,658
股东权益合计	195,994	200,861	209,132	218,020
负债和股东权益合计	243,976	251,158	258,827	268,888

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	3.42	5.73	6.41
EBIT 增长率	-57.37	-25.57	17.07	12.18
净利润增长率	-52.92	-19.94	12.57	9.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.30	17.92	18.81	19.42
净利率	11.86	9.18	9.78	10.08
总资产收益率 ROA	6.42	4.99	5.45	5.76
净资产收益率 ROE	8.53	6.66	7.20	7.57
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.98	3.53	3.57	3.45
速动比率	2.52	3.00	3.02	2.89
现金比率	1.63	1.98	1.96	1.86
资产负债率 (%)	19.67	20.03	19.20	18.92
<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	2.37	2.66	2.92
每股净资产	34.65	35.50	36.98	38.56
每股经营现金流	1.82	4.31	4.20	4.76
每股股利	1.48	1.18	1.33	1.46
<b>估值分析</b>				
PE	8	10	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.66	4.35	3.69	3.23
股息收益率 (%)	6.08	4.87	5.48	6.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	16,140	12,926	14,551	15,956
折旧和摊销	6,789	7,319	8,725	10,273
营运资金变动	-10,830	4,003	66	81
经营活动现金流	9,649	22,817	22,266	25,206
资本开支	-26,388	-13,756	-15,397	-18,047
投资	18,057	0	0	0
投资活动现金流	-5,281	-13,485	-15,397	-18,047
股权募资	696	0	0	0
债务募资	7,712	178	-1,491	0
筹资活动现金流	-5,723	-8,593	-8,556	-7,856
现金净流量	-1,239	899	-1,687	-697

## 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