

公司发布 2023 年年报：2023 年实现营收 1409.99 亿元，同比+6.80%，归母净利润 104.30 亿元，同比-33.40%，扣非归母净利润 99.66 亿元，同比-33.72%。其中，23Q4 营收 419.56 亿元，同比-10.15%，归母净利润 17.58 亿元，同比-45.77%，扣非净利 18.09 亿元，同比-40.59%。2023 年公司毛利率 16.57%，同比-4.73pct，净利率 7.62%，同比-4.61pct，其中 23Q4 毛利率 12.42%，同比-1.46pct、环比-3.76pct。

水泥主业承压，水泥+业务实现高增。受行业下游需求疲软影响，全年公司水泥熟料净销量 2.93 亿吨，同比-5.60%，其中自产品销量 2.85 亿吨，同比+0.72%。42.5 级水泥、32.5 级水泥、熟料分别实现收入 609.17 亿元、102.76 亿元、67.40 亿元，分别同比-12.21%、-11.24%、-31.74%。据水泥网预测，2024 年全国水泥产量将同比-2%至 20.1 亿吨左右，公司计划 2024 年实现水泥和熟料净销量 2.99 亿吨，体现出公司在行业下行期稳定份额的决心。

公司积极推进水泥+业务布局，2023 年芜湖建科、双峰建材等 12 个骨料项目顺利投产，并通过新建、并购和租赁等方式新增了 14 个在营商混项目。骨料业务全年贡献收入 38.64 亿元，同比高增 73.27%；商混业务贡献收入 22.54 亿元，同比+24.74%。其他业务贡献收入 545.92 亿元，同比+92.67%，主要系公司充分利用大宗材料供销渠道服务客户，贸易收入同比增长。

盈利能力回落，费控保持稳定。需求向下叠加产能过剩，2023 年水泥价格同比大幅回落，水泥生产成本受煤炭价格高企及环保降耗压力增强等因素影响居高不下，2023 年公司水泥熟料自产品吨售价约 294.92 元，同比-40.39 元 (-12.05%)，吨毛利 75.84 元，同比-20.41 元 (-21.20%)。骨料及机制砂毛利率为 48.32%，同比-11.98pct；商品混凝土毛利率 11.00%，同比-3.56pct。

公司费用管控整体保持稳定，2023 年期间费用率为 6.96%，同比-0.04pct，其中财务费用冲回 11.19 亿元，同比-32.22%，主要由于市场存款利率下行及海外项目借款利息支出增加所致。

放慢资本开支步伐，现金流改善落实分红。截至 2023 年年底，公司拥有熟料产能 2.72 亿吨（较年初+350 万吨），水泥产能 3.95 亿吨（较年初+705 万吨），骨料产能 1.49 亿吨（较年初+4070 万吨），商品混凝土产能 3980 万立方米（较年初+1430 万立方米），光储发电装机容量 542MW（较年初+67MW，2023 年公司资本开支为 195.10 亿元，同比-18.48%。2024 年公司资本开支计划金额为 152 亿元，同比-22.09%，预计全年新增熟料产能 390 万吨、水泥产能 840 万吨、骨料产能 2,550 万吨、商品混凝土产能 720 万立方米。

公司持续优化资产结构，提高资产流动性水平，2023 年经营性现金流净额为 201.06 亿元，同比+108.36%。公司计划 2023 年每股分红 0.96 元（含税），若考虑当年的回购费用，公司 2023 年分红比例进一步提升至 51.82%，同比+1.74pct。

海外业绩快速增长，持续推进能耗管控。2023 年公司乌兹别克斯坦塔什干海螺项目顺利建成投产，柬埔寨金边海螺和乌兹别克斯坦上峰友谊公司的水泥熟料生产线项目建设有序推进，全年出口销量同比+117.83%，销售金额同比+92.53%，海外项目公司销量同比增长 13.91%，销售金额同比增长 17.75%。

2023 年公司吨熟料综合能耗在 102.63 千克标煤，同比下降约 2.1%，较 2020 年下降约 7.2%，已提前完成「2025 年较 2020 年熟料工序单位产品综合能耗降低 6%」的目标。2024 年政府工作报告指出要“扩大全国碳市场行业覆盖范围”，水泥作为高碳排放行业，占全国碳排放总量的 10%-12%，若水泥行业成功纳入碳交易市场，公司凭借能耗优势有望充分受益。

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，2023 年分红比例维持在 50%左右的较高水平，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 102.66、108.68、117.42 亿元，3 月 20 日收盘价对应动态 PE 为 12x、11x、10x，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	140,999	141,225	149,303	161,591
增长率 (%)	6.8	0.2	5.7	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,430	10,266	10,868	11,742
增长率 (%)	-33.4	-1.6	5.9	8.0
每股收益 (元)	1.97	1.94	2.05	2.22
PE	12	12	11	10
PB	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
22.68 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.海螺水泥 (600585.SH) 2023 年三季报点评：行业底部龙头仍显韧性-2023/10/31
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	140,999	141,225	149,303	161,591
营业成本	117,637	119,142	126,163	136,395
营业税金及附加	1,024	1,026	1,084	1,174
销售费用	3,424	3,531	3,733	4,040
管理费用	5,652	5,790	6,121	6,625
研发费用	1,860	1,863	1,969	2,131
EBIT	11,937	10,426	10,817	11,874
财务费用	-1,119	-1,870	-2,230	-2,263
资产减值损失	-301	0	0	0
投资收益	544	544	576	623
营业利润	13,138	12,886	13,671	14,812
营业外收支	463	500	500	500
利润总额	13,600	13,386	14,171	15,312
所得税	2,851	2,806	2,971	3,210
净利润	10,749	10,580	11,200	12,102
归属于母公司净利润	10,430	10,266	10,868	11,742
EBITDA	19,382	18,006	18,690	19,989

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,362	77,384	78,201	87,859
应收账款及票据	10,727	10,731	11,345	12,293
预付款项	2,404	2,435	2,578	2,787
存货	10,100	10,230	10,832	11,711
其他流动资产	9,503	8,581	8,867	6,085
流动资产合计	101,096	109,360	111,823	120,736
长期股权投资	7,765	7,765	7,765	7,765
固定资产	85,565	87,242	88,920	90,597
无形资产	32,380	34,380	37,380	37,380
非流动资产合计	145,093	148,903	153,913	153,913
资产合计	246,189	258,263	265,736	274,649
短期借款	4,480	4,480	4,480	4,480
应付账款及票据	6,568	6,577	6,965	7,681
其他流动负债	18,612	20,455	21,463	22,992
流动负债合计	29,660	31,512	32,908	35,153
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612
其他长期负债	2,949	2,959	2,969	2,969
非流动负债合计	18,561	18,571	18,581	18,581
负债合计	48,220	50,083	51,489	53,734
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	12,648	12,962	13,294	13,653
股东权益合计	197,969	208,180	214,248	220,915
负债和股东权益合计	246,189	258,263	265,736	274,649

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.80	0.16	5.72	8.23
EBIT 增长率	-29.46	-12.65	3.74	9.77
净利润增长率	-33.40	-1.57	5.86	8.05
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	15.64	15.50	15.59
净利率	7.40	7.27	7.28	7.27
总资产收益率 ROA	4.24	3.98	4.09	4.28
净资产收益率 ROE	5.63	5.26	5.41	5.67
偿债能力				
流动比率	3.41	3.47	3.40	3.43
速动比率	2.87	2.95	2.88	2.91
现金比率	2.30	2.46	2.38	2.50
资产负债率 (%)	19.59	19.39	19.38	19.56
经营效率				
应收账款周转天数	12.81	11.21	10.89	10.79
存货周转天数	33.33	30.71	30.05	29.75
总资产周转率	0.58	0.56	0.57	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.97	1.94	2.05	2.22
每股净资产	34.97	36.84	37.92	39.11
每股经营现金流	3.79	3.88	3.50	4.32
每股股利	0.96	0.97	1.03	1.11
估值分析				
PE	12	12	11	10
PB	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.87	4.16	4.01	3.75
股息收益率 (%)	4.23	4.27	4.52	4.88

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,749	10,580	11,200	12,102
折旧和摊销	7,445	7,579	7,873	8,116
营运资金变动	3,584	2,597	-264	2,990
经营活动现金流	20,106	20,544	18,564	22,898
资本开支	-13,934	-10,833	-12,324	-7,562
投资	-7,240	0	0	0
投资活动现金流	-19,307	-10,289	-11,748	-6,939
股权募资	677	0	0	0
债务募资	3,558	0	0	0
筹资活动现金流	-5,436	-1,233	-5,999	-6,300
现金净流量	-4,607	9,022	817	9,658

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