

# 海螺水泥 (600585.SH)

## 2023 年年报点评：销量逆势提升，分红率维持较高水平

买入

### 核心观点

**收入同比小幅增长，业绩继续承压。**2023 年公司实现营收 1410.0 亿元，同比+6.8%，归母净利润 104.3 亿元，同比-33.4%，扣非归母净利润 99.7 亿元，同比-33.7%，EPS 为 1.97 元/股，并拟 10 派 9.6 元（含税）；其中 Q4 单季度实现营收 420.0 亿元，同比-10.2%，归母净利润 17.6 亿元，同比-45.8%，扣非归母净利润 18.1 亿元，同比-40.6%，受市场需求不足，行业竞争加剧，水泥价格中枢下行影响，业绩继续承压。

**销量逆势略有提升，骨料等业务稳步贡献增量。**2023 年公司水泥熟料净销量 2.93 亿吨，同比-5.6%，其中自产品销量 2.85 亿吨，同比+0.72%，高于全国水泥产量增速的-0.7%，份额逆势仍有提升，我们测算水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 273.5/205.0/68.4 元/吨，同比-47.5/-25.4/-22.1 元/吨，水泥价格下滑继续拖累盈利；骨料业务和商品混凝土业务分别实现收入 38.6/22.5 亿元，同比+73.3%/+24.7%，毛利率分别为 48.3%/11%，同比-12.0pp/-3.6pp，产业链延伸稳步推进。分地区来看，受价格同比下降影响，国内各区域收入均有不同程度下降，但随着海外销售市场网络的不断完善，海外项目公司实现收入 46.7 亿元，同比+17.8%，销量同比+14.9%，毛利率 30.1%，同比+3.3pp。

**价格下行压制盈利，现金流依旧充沛，分红率维持较高水平。**2023 年综合毛利率 16.6%，同比-4.7pp，其中 Q4 单季度 12.4%，同比-1.46pp，环比-3.76pp，期间费用率 6.96%，同比基本持平，其中 Q4 单季度 5.92%，同比-0.75pp，环比-2.06pp，主因管理费用率下降影响。2023 年实现经营活动现金流净额 201.1 亿元，同比+108.4%，主要系应收票据、应收账款、存货、预付款项等科目较年初下降所致；截至年末货币资金和交易性金融资产合计 705.7 亿元，同比+2.8%，在手现金依旧充裕。2023 年公司资本性支出 195.1 亿元，同比-44 亿元，2024 年计划资本性支出 152 亿元，整体呈现收敛趋势，同时 2023 年拟现金分红 50.7 元，叠加回购 3.4 亿元，分红率 51.82%，继续维持较高水平。

**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：**份额逆势巩固，底部具备较高安全边际，维持“买入”评级。

公司作为行业优质龙头，景气承压背景下份额逆势巩固，竞争优势明显，目前在手现金充足，分红率维持较高水平，估值亦处于低位，仍具备较高安全边际。考虑到整体需求依旧低迷，下调 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.74/1.85/2.04 元/股，对应 PE 为 12.8/12.0/10.9x，考虑到水泥盈利有望触底以及公司行业地位稳固，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	132,022	140,999	144,770	151,994	160,696
(+/-%)	-21.4%	6.8%	2.7%	5.0%	5.7%
净利润(百万元)	15661	10430	9196	9823	10785
(+/-%)	-52.9%	-33.4%	-11.8%	6.8%	9.8%
每股收益(元)	2.96	1.97	1.74	1.85	2.04
EBIT Margin	12.3%	8.1%	6.9%	7.1%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	5.6%	4.8%	4.9%	5.2%
市盈率 (PE)	7.5	11.3	12.8	12.0	10.9
EV/EBITDA	7.2	8.8	8.2	7.6	7.1
市净率 (PB)	0.64	0.63	0.61	0.59	0.57

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：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

证券分析师：陈颖  
0755-81981825  
chenying4@guosen.com.cn  
S0980518090002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.16 元
总市值/流通市值	117433/117433 百万元
52 周最高价/最低价	29.19/21.30 元
近 3 个月日均成交额	412.54 百万元

#### 市场走势



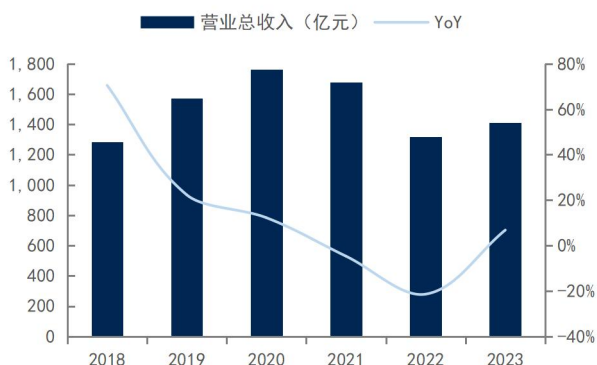
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《海螺水泥 (600585.SH) - 2023 年中报点评：景气下行业绩承压，龙头优势持续巩固》——2023-08-24
- 《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 年三季报点评：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

**收入同比小幅增长,业绩继续承压。**2023年公司实现营收1410.0亿元,同比+6.8%,归母净利润104.3亿元,同比-33.4%,扣非归母净利润99.7亿元,同比-33.7%,EPS为1.97元/股,并拟10派9.6元(含税);其中Q4单季度实现营收420.0亿元,同比-10.2%,归母净利润17.6亿元,同比-45.8%,扣非归母净利润18.1亿元,同比-40.6%,受市场需求不足,行业竞争加剧,水泥价格中枢下行影响,业绩继续承压。

图1:海螺水泥营业收入及增速



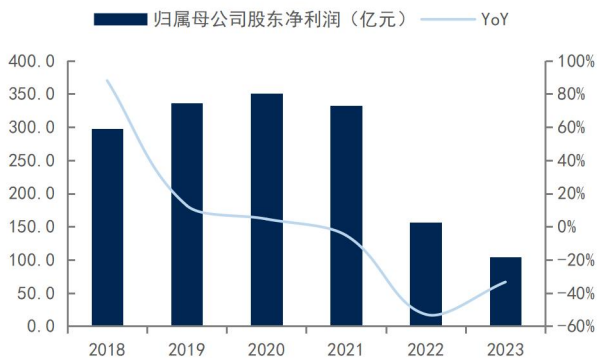
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

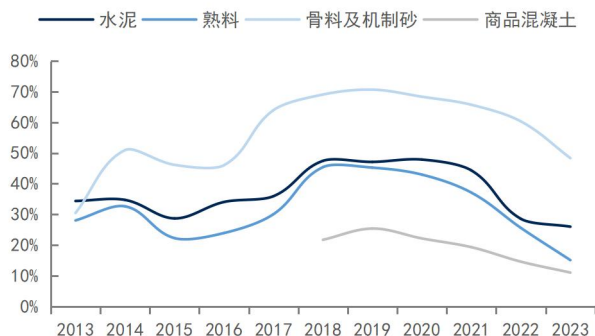
**销量逆势略有提升,骨料等业务稳步贡献增量。**2023年公司水泥熟料净销量2.93亿吨,同比-5.6%,其中自产品销量2.85亿吨,同比+0.72%,高于全国水泥产量增速的-0.7%,份额逆势仍有提升,我们测算水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为273.5/205.0/68.4元/吨,同比-47.5/-25.4/-22.1元/吨,水泥价格下滑继续拖累盈利;骨料业务和商品混凝土业务分别实现收入38.6/22.5亿元,同比+73.3%/+24.7%,毛利率分别为48.3%/11%,同比-12.0pp/-3.6pp,产业链延伸稳步推进。分地区来看,受价格同比下降影响,国内各区域收入均有不同程度下降,但随着海外销售市场网络的不断完善,海外项目公司实现收入46.7亿元,同比+17.8%,销量同比+14.9%,毛利率30.1%,同比+3.3pp。

图5: 海螺水泥水泥熟料销量及增速



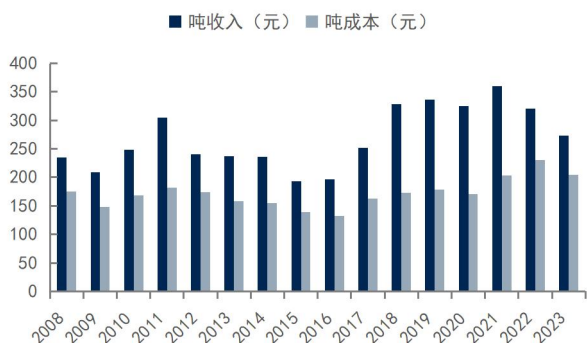
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥主要产品毛利率



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



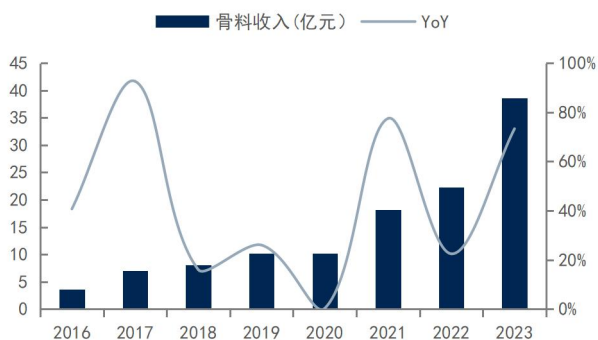
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥水泥熟料吨毛利



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 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

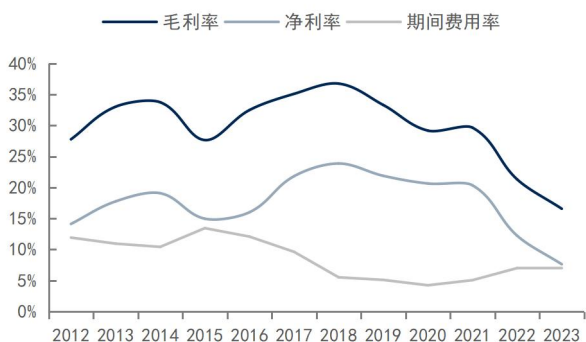
图10: 海螺水泥骨料业务产能及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

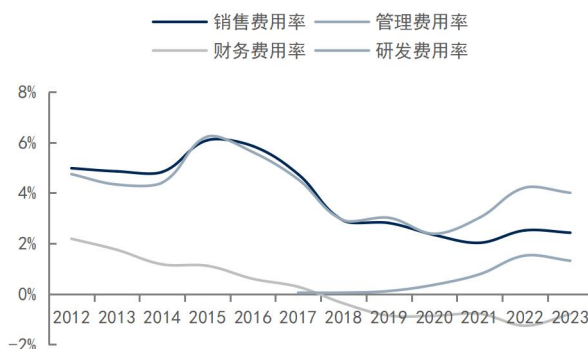
价格下行压制盈利，现金流依旧充沛，分红率维持高水平。2023 年综合毛利率 16.6%，同比-4.7pp，其中 Q4 单季度 12.4%，同比-1.46pp，环比-3.76pp，期间费用率 6.96%，同比基本持平，其中 Q4 单季度 5.92%，同比-0.75pp，环比-2.06pp，主因管理费用率下降影响。2023 年实现经营活动现金流净额 201.1 亿元，同比+108.4%，主要系应收票据、应收账款、存货、预付款项等科目较年初下降所致；截至年末货币资金和交易性金融资产合计 705.7 亿元，同比+2.8%，在手现金依旧充裕。2023 年公司资本性支出 195.1 亿元，同比-44 亿元，2024 年计划资本性支出 152 亿元，整体呈现收敛趋势，同时 2023 年拟现金分红 50.7 元，叠加回购 3.4 亿元，分红率 51.82%，继续维持较高水平。

图11: 海螺水泥毛利率、费用率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 海螺水泥期间费用率



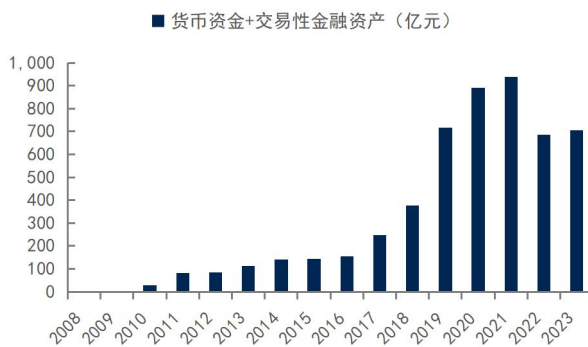
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 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

图14: 海螺水泥货币资金+交易性金融资产



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 海螺水泥资本性支出



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 海螺水泥现金分红和分红率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 份额逆势巩固, 底部具备较高安全边际, 维持“买入”评级。**公司作为行业优质龙头, 景气承压背景下份额逆势巩固, 竞争优势明显, 目前在手现金充足, 分红率维持较高水平, 估值亦处于低位, 仍具备较高安全边际。考虑到整体需求依旧低迷, 下调 24-25 年盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 1.74/1.85/2.04 元/股, 对应 PE 为 12.8/12.0/10.9x, 考虑到水泥盈利有望触底以及公司行业地位稳固, 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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	57866	68362	79573	86052	96164	营业收入	132022	140999	144770	151994	160696
应收款项	14229	10727	11014	11332	12101	营业成本	103897	117637	122513	129022	136121
存货净额	11679	10100	10301	10582	11260	营业税金及附加	967	1024	1013	1064	1125
其他流动资产	11490	9696	5791	6080	6428	销售费用	3327	3424	3474	3496	3696
<b>流动资产合计</b>	<b>106018</b>	<b>101096</b>	<b>109443</b>	<b>117362</b>	<b>129600</b>	管理费用	5561	5652	5928	5855	6116
固定资产	89569	96407	98682	99309	98621	研发费用	2011	1860	1789	1806	1815
无形资产及其他	32038	32380	31134	29889	28652	财务费用	(1651)	(1119)	(114)	(210)	(360)
投资性房地产	9558	8542	8542	8542	8542	投资收益	1351	544	1000	1000	1000
长期股权投资	6793	7765	7965	8115	8265	资产减值及公允价值变动	(458)	(507)	(500)	(500)	(500)
<b>资产总计</b>	<b>243976</b>	<b>246189</b>	<b>255766</b>	<b>263217</b>	<b>273679</b>	其他收入	(1339)	(1281)	(1289)	(1306)	(1315)
短期借款及交易性金融负债	12390	7347	7000	7350	7718	营业利润	19474	13138	11166	11961	13182
应付款项	6993	6568	6364	6871	7167	营业外净收支	541	463	500	500	500
其他流动负债	16188	15744	18973	18278	20073	<b>利润总额</b>	<b>20015</b>	<b>13600</b>	<b>11666</b>	<b>12461</b>	<b>13682</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35571</b>	<b>29660</b>	<b>32337</b>	<b>32499</b>	<b>34957</b>	所得税费用	3875	2851	2333	2492	2736
长期借款及应付债券	9689	15612	15612	15612	15612	少数股东损益	479	319	137	146	160
其他长期负债	2723	2949	3287	3569	3879	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15661</b>	<b>10430</b>	<b>9196</b>	<b>9823</b>	<b>10785</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12412</b>	<b>18561</b>	<b>18899</b>	<b>19181</b>	<b>19491</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>47983</b>	<b>48220</b>	<b>51236</b>	<b>51680</b>	<b>54449</b>	净利润	15661	10430	9196	9823	10785
少数股东权益	12355	12648	12771	12902	13047	资产减值准备	(24)	0	0	0	0
股东权益	183639	185321	191759	198634	206184	折旧摊销	6789	7445	10520	11568	12313
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>243976</b>	<b>246189</b>	<b>255766</b>	<b>263217</b>	<b>273679</b>	公允价值变动损失	458	507	500	500	500
						财务费用	(1651)	(1119)	(114)	(210)	(360)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(8798)	7248	6781	(794)	606
每股收益	2.96	1.97	1.74	1.85	2.04	其它	89	37	123	132	144
每股红利	2.55	1.74	0.52	0.56	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>14174</b>	<b>25668</b>	<b>27120</b>	<b>21228</b>	<b>24349</b>
每股净资产	34.65	34.97	36.19	37.48	38.91	资本开支	0	(12922)	(12050)	(11450)	(10888)
ROIC	8%	5%	4%	5%	5%	其它投资现金流	13517	8544	(553)	(553)	(332)
ROE	9%	6%	5%	5%	5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>12287</b>	<b>(5350)</b>	<b>(12803)</b>	<b>(12153)</b>	<b>(11369)</b>
毛利率	21%	17%	15%	15%	15%	权益性融资	116	677	0	0	0
EBIT Margin	12%	8%	7%	7%	7%	负债净变化	5941	5923	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(13531)	(9230)	(2759)	(2947)	(3236)
收入增长	-21%	7%	3%	5%	6%	其它融资现金流	(23065)	(3884)	(347)	350	368
净利润增长率	-53%	-33%	-12%	7%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(38130)</b>	<b>(9821)</b>	<b>(3106)</b>	<b>(2597)</b>	<b>(2868)</b>
资产负债率	25%	25%	25%	25%	25%	<b>现金净变动</b>	<b>(11669)</b>	<b>10496</b>	<b>11212</b>	<b>6478</b>	<b>10112</b>
股息率	11.5%	7.9%	2.3%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	69535	57866	68362	79573	86052
P/E	7.5	11.3	12.8	12.0	10.9	货币资金的期末余额	57866	68362	79573	86052	96164
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	0	10785	13293	7924	11490
EV/EBITDA	7.2	8.8	8.2	7.6	7.1	权益自由现金流	0	12823	13037	8442	12145

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