

公司发布 2024 年一季报：2024Q1 实现营收 213.28 亿元，同比-32.08%；归母净利润 15.02 亿元，同比-41.14%；扣非归母净利 13.68 亿元，同比-36.56%。2024Q1 公司毛利率 17.75%，同比+1.25pct，环比+5.33 pct，扣非后归母净利率为 6.41%，上年同期为 6.87%。

一季度水泥行业量价齐跌，符合年初判断，意外因素是雨水天气偏多

2024Q1 受雨水偏多、房地产投资偏弱、基建项目开工不足等影响，下游需求不足，根据国家统计局数据，2024Q1 全国水泥产量 33684 万吨，绝对值同比-16.28%。供需矛盾进一步加剧，2024Q1 全国水泥均价 362 元/吨，同比-15.40%，华东地区均价 363 元/吨，同比-17.73%，华南地区均价 378 元/吨，同比-17.34%。公司水泥量价压力同步于行业，带来营收和利润同比下滑。但预计受益煤价同比下行（2024Q1 京唐港动力末煤(Q5500)平仓均价 907 元/吨，同比-20.03%），以及骨料与海外业务的结构支持，毛利率同比实现提升 1.25pct。

行业盈利进一步探底，从已披露的一季报来看，福建水泥亏损 8500 万、冀东水泥亏损 11 亿，万年青微亏约 900 万，上市公司普遍承压，行业情况预估同样承压。

收入下降导致期间费用摊薄减少

2024Q1 期间费用率 9.35%，同比+2.26pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 3.37%、6.31%、0.87%、-1.20%，分别同比+0.87pct、+1.62pct、+0.06pct、-0.29pct。公司应收账款及票据金额截至一季度末为 112.16 亿元，同比-13.74%，占营收比重较去年同期+11.14pct 至 52.59%。一季度末公司经营性现金流净额 1.60 亿元，期末货币 663 亿、交易性金融资产 19.75 亿，期末短期借款 38.4 亿，较期初 44.8 亿有所减少，长期借款 167 亿，期初、上年同期分别为 156、101 亿。此外，上年同期公允价值变动收益 1.12 亿，本年为-2100 万；投资净收益也同比减少 0.68 亿，两项累计差异约 2 亿。

基建环比改善值得期待，供给端有望面临碳排放趋严

2024《政府工作报告》提出拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元（同比增加 1000 亿元）；从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。4 月 17 日云南披露“白名单”进展，首批 60 个项目全过审，已对 29 个项目新发放贷款 22.43 亿元。1-4 月基建端水泥需求疲软的现状有望逐步得到改善。

短期需求端需要政策驱动、内生疲软，我们认为水泥行业重点在供给端，行业过剩背景下，错峰生产是锦上添花，去产能才是雪中送炭。2023 年水泥行业 CR5 为 46%，CR10 近 60%，集中度仍然偏低、且区域属性较强。2023 年景气度呈现前高后低，我们认为今年有望前低后高，主因下半年碳交易的预期渐浓，叠加地产逐渐企稳、行业的需求预期企稳，供需关系有望迎来好转。

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，现价对应 PE 为 12x、11x、10x，维持“推荐”评级。

风险提示：基建、地产需求不及预期的风险，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	0.7	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 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
22.77 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang@mszq.com

相关研究

- 1.海螺水泥 (600585.SH) 2023 年年报点评：资本开支计划放缓，海外与“水泥+”业务贡献成长-2024/03/21
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	119,141	125,957	136,191
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	10,428	11,023	12,078
财务费用	-1,119	-1,869	-2,025	-2,058
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	13,672	14,811
营业外收支	463	500	500	500
利润总额	13,600	13,386	14,172	15,311
所得税	2,851	2,806	2,971	3,210
净利润	10,749	10,580	11,201	12,101
归属于母公司净利润	10,430	10,266	10,868	11,742
EBITDA	19,382	18,007	18,896	20,193

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,362	72,315	73,142	82,798
应收账款及票据	10,727	10,731	11,345	12,293
预付款项	2,404	2,435	2,574	2,783
存货	10,100	10,230	10,815	11,693
其他流动资产	9,503	8,581	8,867	6,085
流动资产合计	101,096	104,291	106,742	115,653
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	148,913	153,923	153,923
资产合计	246,189	253,204	260,664	269,576
短期借款	4,480	4,480	4,480	4,480
应付账款及票据	6,568	6,577	6,954	7,670
其他流动负债	18,612	20,511	21,517	23,046
流动负债合计	29,660	31,568	32,950	35,195
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612
其他长期负债	2,949	3,021	3,031	3,031
非流动负债合计	18,561	18,633	18,643	18,643
负债合计	48,220	50,201	51,593	53,838
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	203,003	209,071	215,738
负债和股东权益合计	246,189	253,204	260,664	269,576

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	-12.64	5.71	9.57
净利润增长率	-33.40	-1.57	5.87	8.04
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	15.64	15.64	15.72
净利润率	7.40	7.27	7.28	7.27
总资产收益率 ROA	4.24	4.05	4.17	4.36
净资产收益率 ROE	5.63	5.40	5.55	5.81
偿债能力				
流动比率	3.41	3.30	3.24	3.29
速动比率	2.87	2.79	2.72	2.76
现金比率	2.30	2.29	2.22	2.35
资产负债率 (%)	19.59	19.83	19.79	19.97
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	30.07	29.75
总资产周转率	0.58	0.57	0.58	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	1.97	1.94	2.05	2.22
每股净资产	34.97	35.86	36.94	38.13
每股经营现金流	3.79	3.87	3.51	4.32
每股股利	0.96	0.97	1.03	1.11
估值分析				
PE	12	12	11	10
PB	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.02	4.33	4.13	3.86
股息收益率 (%)	4.22	4.25	4.50	4.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,749	10,580	11,201	12,101
折旧和摊销	7,445	7,579	7,873	8,116
营运资金变动	3,584	2,597	-256	2,990
经营活动现金流	20,106	20,501	18,576	22,899
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	-10,224	-11,748	-6,939
股权募资	677	0	0	0
债务募资	3,558	58	0	0
筹资活动现金流	-5,436	-6,323	-6,001	-6,303
现金净流量	-4,607	3,954	826	9,657

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