

海螺水泥（600585）

2024年一季报点评：水泥景气筑底，公司综合竞争力持续彰显

增持（维持）

2024年04月30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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	132,022	140,999	150,993	168,128	188,123
同比（%）	(21.40)	6.80	7.09	11.35	11.89
归母净利润（百万元）	15,661	10,430	9,022	11,249	12,949
同比（%）	(52.92)	(33.40)	(13.50)	24.68	15.12
EPS-最新摊薄（元/股）	2.96	1.97	1.70	2.12	2.44
P/E（现价&最新摊薄）	7.88	11.83	13.68	10.97	9.53

股价走势



投资要点

- **公司披露 2024 年一季报：**Q1 分别实现营业总收入、归母净利润 213.28 亿元、15.02 亿元，同比分别下降 32.1%、41.1%。
- **Q1 营收下降 32.1%，预计主要受水泥量价齐跌拖累，费用控制成效显著，水泥盈利处历史低位。**（1）年初以来水泥需求超预期下行，Q1 全国水泥产量同比下降 11.8%，供需矛盾激化导致市场竞争加剧，水泥价格表现弱于季节性规律，预计 Q1 公司水泥量价同比均有一定幅度的下降。（2）Q1 毛利率为 17.7%，同比提升 1.2pct，环比提升 5.3pct，预计主要是低毛利的贸易业务占比下降所致，我们测算水泥吨毛利环比或保持基本稳定。（3）公司 Q1 期间费用总额同比下降 10.3%，反映费用控制成效显著。（4）公司 Q1 销售净利率为 7.0%，表现明显优于行业整体水平，销售净利率同比下降 1.5pct，环比提升 3.0pct，我们测算 Q1 水泥吨净利得益于费用控制成效环比有一定改善，但仍处历史低位。
- **行业下行期资本开支有所放缓，负债率保持稳定。**（1）公司 Q1 经营活动现金流净额为 1.60 亿元，同比下降 94.9%，主要是盈利下滑以及应收票据余额增加所致。（2）Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 29.74 亿元，同比-9.2%，反映行业下行期公司控制资本开支，矿权获取、项目建设等资本性支出节奏放缓。（3）公司一季报资产负债率/带息债务为 18.8%/236.48 亿元，环比 2023 年年报分别下降 0.8pct/增加 4.91 亿元，基本保持稳定。
- **水泥行业景气或将继续筑底，产业链延伸有望形成新增长点。**上半年旺季需求同比仍显偏弱，后续仍需观察实物需求的释放情况，财政工具和准财政工具有望进一步发力，财政前置下基建投资增速有望维持高位，但仍待向实物需求进一步传导。需求不足背景下，行业库存控制依赖错峰停窑，但跨区域流动和企业市场策略的影响下，行业竞合或将反复，行业景气将继续低位震荡，但也为进一步的市场整合带来机遇。公司全年预计新增骨料产能 2550 万吨、商品混凝土产能 720 万立方米，骨料商混产能维持稳步扩张态势，国际化稳妥推进，有望形成新增长点。
- **盈利预测与投资评级：**水泥企业市净率估值处于历史底部，双碳、环保政策利好中长期供给侧出清。公司作为水泥龙头在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势，且产业链延伸、国际化布局为公司提供新增长点，估值有望迎来修复。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润 90/112/129 亿元，4 月 29 日收盘价对应市盈率 13.7/11.0/9.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求恢复不及预期；产业链上下游扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	23.29
一年最低/最高价	21.30/28.14
市净率(倍)	0.66
流通 A 股市值(百万元)	93,153.07
总市值(百万元)	123,420.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	35.19
资产负债率(% ,LF)	18.77
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 年年报点评：水泥盈利继续承压，产业链延伸贡献新增量》

2024-03-21

《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》

2023-10-29

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	101,096	109,114	121,361	137,014	营业总收入	140,999	150,993	168,128	188,123
货币资金及交易性金融资产	70,572	75,199	85,208	97,054	营业成本(含金融类)	117,637	129,622	143,272	160,862
经营性应收款项	15,020	16,381	17,716	19,538	税金及附加	1,024	1,097	1,221	1,366
存货	10,100	11,882	12,337	13,852	销售费用	3,424	3,321	3,321	3,354
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,652	6,019	6,334	6,389
其他流动资产	5,404	5,652	6,100	6,570	研发费用	1,860	2,138	2,459	2,828
非流动资产	145,093	147,657	148,921	149,388	财务费用	(1,119)	(1,208)	(1,177)	(1,317)
长期股权投资	7,765	8,096	8,428	8,759	加:其他收益	565	605	674	754
固定资产及使用权资产	85,905	92,933	96,842	98,800	投资净收益	544	646	741	864
在建工程	10,842	6,671	4,336	3,168	公允价值变动	(206)	0	0	0
无形资产	32,380	31,755	31,115	30,460	减值损失	(334)	(35)	(39)	(43)
商誉	1,147	1,147	1,147	1,147	资产处置收益	46	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	13,138	11,220	14,073	16,215
其他非流动资产	7,055	7,055	7,055	7,055	营业外净收支	463	495	552	617
资产总计	246,189	256,771	270,283	286,402	利润总额	13,600	11,715	14,625	16,833
流动负债	29,660	31,281	33,200	35,973	减:所得税	2,851	2,417	3,032	3,487
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,347	6,847	6,347	5,847	净利润	10,749	9,298	11,593	13,346
经营性应付款项	6,568	7,319	7,890	8,859	减:少数股东损益	319	276	344	396
合同负债	2,888	3,020	3,363	3,762	归属母公司净利润	10,430	9,022	11,249	12,949
其他流动负债	12,857	14,095	15,600	17,504	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.97	1.70	2.12	2.44
非流动负债	18,561	18,561	18,561	18,561	EBIT	11,937	10,507	13,448	15,516
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612	EBITDA	19,382	18,775	22,014	24,381
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.57	14.15	14.78	14.49
租赁负债	198	198	198	198	归母净利率(%)	7.40	5.98	6.69	6.88
其他非流动负债	2,751	2,751	2,751	2,751	收入增长率(%)	6.80	7.09	11.35	11.89
负债合计	48,220	49,842	51,760	54,534	归母净利润增长率(%)	(33.40)	(13.50)	24.68	15.12
归属母公司股东权益	185,321	194,006	205,255	218,204					
少数股东权益	12,648	12,924	13,268	13,664					
所有者权益合计	197,969	206,929	218,522	231,868					
负债和股东权益	246,189	256,771	270,283	286,402					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20,106	16,025	19,899	21,027	每股净资产(元)	34.97	36.61	38.73	41.18
投资活动现金流	(19,307)	(9,689)	(8,538)	(7,850)	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	(5,436)	(1,740)	(1,352)	(1,332)	ROIC(%)	4.30	3.70	4.53	4.98
现金净增加额	(4,607)	4,627	10,009	11,846	ROE-摊薄(%)	5.63	4.65	5.48	5.93
折旧和摊销	7,445	8,268	8,566	8,865	资产负债率(%)	19.59	19.41	19.15	19.04
资本开支	(14,167)	(10,005)	(8,948)	(8,383)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.83	13.68	10.97	9.53
营运资本变动	3,584	(1,305)	142	(577)	P/B(现价)	0.67	0.64	0.60	0.57

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>