

2024 年 07 月 12 日

海螺水泥 (600585)

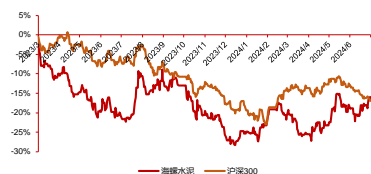
——行业下行不改公司配置价值，DCF 估值法下具备安全边际

增持 (维持)

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年一季报, 2024 年一季度公司实现营收约 213.28 亿元, 同比下降 32.08%; 归属于母公司净利润 15.02 亿元, 同比下降 41.14%。
- **行业需求低迷导致一季度营收及利润下滑, 费用率上升。** 一季度, 受国内地产新开工持续低迷以及部分地区化债影响, 国内水泥下游需求较弱, 全国水泥产量 3.37 亿吨, 同比下降 11.8%。供需矛盾的加重使得市场竞争加剧, 水泥价格在 3 月并未迎来季节性反弹。根据数字水泥网数据, 一季度全国 PO42.5 散装水泥参考价均价 363 元/吨, 同比下降 66 元/吨, 导致一季度公司应收同比下行。从盈利能力看, 一季度毛利率 17.75%, 同比提升 1.25 个百分点, 我们判断表观毛利率的提升主要由于低毛利的贸易业务占比下降所致。此外, 一季度公司期间费用率 9.36%, 同比上升 2.26 个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别变动 +0.87、+1.62、+0.06、-0.29 个百分点; 一季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.60 亿元, 同比大幅下降了 94.87%, 主要是由于营业收入和盈利下滑所致。
- **水泥价格呈现淡季不淡, DCF 估值法下安全边际充分。** 近期, 水泥行业盈利压力变大, “竞合”趋势再现, 价格初现淡季不淡趋势, 使市场对行业底部盈利中枢判断逐渐明朗。根据我们此前深度报告测算, 在全行业永续完全竞争格局 (类似 2015 年) 的假设下, 海螺 DCF 估值法内在价值约为 1586 亿元, 明显高于当前市值。我们认为, 当下市场给予折价主要系公司基于战略考虑长期维持大量在手现金 (截止 Q1 货币资金约 663 亿元), 但未进行收并购或现金分红, 资金回报率较低。我们判断, 当下海螺水泥隐含股息率近 4%, 在央国企市值考核背景下, 在手现金分红概率具备上修可能, 公司合理市值有望向 DCF 定价靠拢。我们认为, 在价格底预期下, 海螺水泥相当于红利股叠加价格看涨期权, 具备配置价值。
- **盈利预测与估值:** 考虑地产及基建景气低于我们此前预期, 我们下调 2024-2025 年归母净利润预测至 83.76、92.92 亿元 (原为 99.40、120.09 亿元), 新增 2026 年盈利预测 103.27 亿元, 对应 7 月 10 日股价 PE 分别为 16X、14X、13X。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济复苏不及预期, 非水泥业务进展不及预期, 原材料价格波动

股票数据: 2024 年 07 月 10 日

收盘价 (元)	24.51
一年内最高/最低 (元)	26.53/20.34
总市值 (百万元)	121,747
基础数据: 2024 年 3 月 31 日	
总股本 (百万股)	5,299
总资产 (百万元)	245,175
净资产 (百万元)	199,154
每股净资产 (元)	35.19

资料来源: 公司公告, iFinD

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	132,022	140,999	139,887	148,160	156,726
同比增长率 (%)	-21.4	6.8	-0.8	5.9	5.8
归母净利润 (百万元人民币)	15,661	10,430	8,376	9,292	10,327
同比增长率 (%)	-52.9	-33.4	-19.7	10.9	11.1
每股收益 (元人民币/股)	2.96	1.97	1.58	1.75	1.95
毛利率 (%)	21.3	16.6	14.8	15.2	15.7
ROE (%)	8.5	5.6	4.3	4.6	4.8
市盈率	8	12	16	14	13

表 1：合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	132,022	140,999	139,887	148,160	156,726
营业收入	132,022	140,999	139,887	148,160	156,726
营业总成本	114,113	128,476	129,949	137,015	144,216
营业成本	103,897	117,637	119,236	125,648	132,175
税金及附加	966.957	1,024	1,016	1,076	1,138
销售费用	3,327	3,424	3,397	3,598	3,806
管理费用	5,561	5,652	5,607	5,939	6,282
研发费用	2,011	1,860	1,845	1,954	2,067
财务费用	-1,651	-1,119	-1,152	-1,199	-1,252
其他收益	666	565	565	565	565
投资收益	1,351	544	544	544	544
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-458	-206	0	0	0
信用减值损失	-2	-32	0	0	0
资产减值损失	0	-301	-200	-200	-200
资产处置收益	8	46	46	46	46
营业利润	19,474	13,138	10,893	12,100	13,464
营业外收支	541	463	0	0	0
利润总额	20,015	13,600	10,893	12,100	13,464
所得税	3,875	2,851	2,260	2,524	2,821
净利润	16,140	10,749	8,633	9,576	10,642
少数股东损益	479	319	256	284	316
归属于母公司所有者的净利润	15,661	10,430	8,376	9,292	10,327

资料来源：iFinD，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数