

研究所:

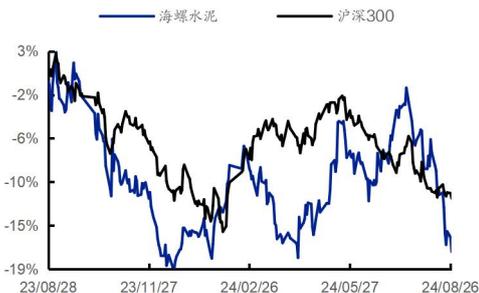
证券分析师:

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

需求下行业绩承压，成本管控彰显韧性

——海螺水泥（600585）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/27

表现	1M	3M	12M
海螺水泥	-11.9%	-10.9%	-16.0%
沪深300	-3.0%	-9.1%	-10.9%

市场数据

2024/08/27

当前价格(元)	21.08
52周价格区间(元)	20.95-27.38
总市值(百万)	111,709.30
流通市值(百万)	84,313.73
总股本(万股)	529,930.26
流通股本(万股)	399,970.26
日均成交额(百万)	281.63
近一月换手(%)	0.34

事件:

2024年8月27日，海螺水泥发布2024年半年报：2024H1，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润455.7/33.3/31.8亿元，分别同比-30.4%/-48.6%/-48.3%；2024Q2，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润242.4/18.2/18.2亿元，分别同比-28.9%/-53.5%/-54.6%。

投资要点:

- 国内水泥需求承压，成本管控优秀彰显韧性：**2024H1，公司水泥与熟料合计销量为1.28亿吨，同比-4.9%。其中，水泥熟料自产品销量为1.26亿吨，同比-3.4%；实现收入335.8亿，同比-20.8%；测算吨售价/吨成本/吨毛利为266.5/205.2/61.3元/吨，同比-18.3%/-13.1%/-32.0%。其中，海外水泥业务逆势增长，实现收入23.0亿元，同比+5.7%；收入占比为5.1%，同比+1.7pct；毛利率为40.0%，同比+10.2pct。从行业数据看，2024H1，全国水泥产量同比-10.0%，公司依托于龙头优势，同比跌幅小于行业，预计市占率有所提升。产能方面，2024H1公司新增熟料产能230万吨，水泥产能470万吨，截至2024H1，公司具备熟料产能2.74亿吨，水泥产能3.99亿吨。
- 非水泥业务新增产能逐步落地，有望贡献增量：**2024H1，公司骨料及机制砂/商混业务收入为21.9/11.8亿元，同比+29.8%/+20.6%；收入占比为4.8%/2.6%，同比+2.2%/+1.1pct；毛利率为47.8%/8.4%，同比-9.7/-4.2pct。非水泥业务合计收入占比由2023H1的4.1%提升至7.4%。产能方面，2024H1新增骨料产能200万吨，商品混凝土产能480万立方米。截至2024H1，公司具备骨料产能1.51亿吨，商品混凝土产能4,460万立方米。
- 刚性支出导致费用率提升，现金流大幅改善。**2024H1公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率分别为18.9%/7.3%/0.1%，分别同比-0.5/-2.6/-2.4pct。公司2024H1期间费用率为9.5%，同比+2.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.4%/5.9%/1.1%/-1.0%，同比+0.9/+1.1/+0.1/+0.3pct，主要系营业收入下滑且费用支出较为刚性所致。其中，1)研发费用下降较多主要系智能生产工业化开发与应用等研发项目投入支出同比减少所致；2)财务费用净收益同比下降46.1%，主要系汇兑损失所致。2024H1公司资产负债率/有息负

债率为 19.5%/10.3%，同比+0.2/+0.4pct。2024H1 公司经营性净现金流 68.7 亿元，同比+35.3%，主要系公司优化资产结构，加强回款。单季度来看，2024Q2 毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 20.0%/7.5%/7.5%，同比-2.2/-4.0/-4.3pct、环比+2.2/+0.5/+1.1pct。2024Q2 经营性净现金流 67.1 亿元，同比+238.4%；同期，收现比 130.1%、同/环比+38.4/+12.6pct。

- **盈利预测和投资评级：**公司为水泥行业龙头，规模效应下成本优势突出。我们认为，公司所处主要地区华东水泥价格复苏略有滞后，需求承压下，未来区域内公司或保持盈利平稳，但公司盈利或更具韧性：1) 成本护城河突出，若华东地区整体提价则公司盈利弹性或更佳；2) 产业链延伸布局下，骨料及海外水泥业务有望贡献业绩增量。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 1357.4/1391.3/1431.7 亿元，归母净利润为 80.1/88.1/96.3 亿元，EPS 为 1.5/1.7/1.8 元，PE 为 14.0/12.7/11.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**水泥价格大幅下滑风险；原材料成本大幅上涨风险；地产需求不及预期；基建投资不及预期；骨料及海外水泥业务拓展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	140999	135743	139131	143166
增长率(%)	7	-4	2	3
归母净利润（百万元）	10430	8006	8805	9630
增长率(%)	-33	-23	10	9
摊薄每股收益（元）	1.97	1.51	1.66	1.82
ROE(%)	6	4	5	5
P/E	11.45	13.95	12.69	11.60
P/B	0.65	0.59	0.58	0.56
P/S	0.85	0.82	0.80	0.78
EV/EBITDA	3.84	4.30	4.21	4.08

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海螺水泥盈利预测表

证券代码:	600585				股价:	21.08	投资评级:	买入		日期:	2024/08/27
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标						
ROE	6%	4%	5%	5%	EPS		1.97	1.51	1.66	1.82	
毛利率	17%	14%	15%	16%	BVPS		34.97	35.79	36.64	37.58	
期间费率	6%	6%	6%	6%	估值						
销售净利率	7%	6%	6%	7%	P/E		11.45	13.95	12.69	11.60	
成长能力					P/B		0.65	0.59	0.58	0.56	
收入增长率	7%	-4%	2%	3%	P/S		0.85	0.82	0.80	0.78	
利润增长率	-33%	-23%	10%	9%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	0.58	0.54	0.53	0.53	营业收入	140999	135743	139131	143166		
应收账款周转率	28.10	30.42	30.37	30.43	营业成本	117637	116122	117925	120346		
存货周转率	10.80	11.74	12.09	12.12	营业税金及附加	1024	1086	1113	1145		
偿债能力					销售费用	3424	3394	3478	3579		
资产负债率	20%	21%	22%	23%	管理费用	5652	5565	5704	5870		
流动比	3.41	3.50	3.63	3.74	财务费用	-1119	-1137	-866	-650		
速动比	2.93	3.00	3.11	3.21	其他费用/(-收入)	1860	1765	1809	1861		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	13138	9998	11041	12117		
现金及现金等价物	70572	74239	78081	82231	营业外净收支	463	450	450	450		
应收款项	10727	10935	11208	11533	利润总额	13600	10448	11491	12567		
存货净额	10100	9677	9827	10029	所得税费用	2851	2194	2413	2639		
其他流动资产	9696	12113	12820	13573	净利润	10749	8254	9078	9928		
流动资产合计	101096	106963	111936	117366	少数股东损益	319	248	272	298		
固定资产	85565	90190	94141	97460	归属于母公司净利润	10430	8006	8805	9630		
在建工程	10842	9216	7833	6658	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	40921	41513	42103	42293	经营活动现金流	20106	13434	16542	17908		
长期股权投资	7765	8765	9765	10765	净利润	10430	8006	8805	9630		
资产总计	246189	256647	265778	274542	少数股东损益	319	248	272	298		
短期借款	4480	4480	4480	4480	折旧摊销	7445	7911	8242	8566		
应付款项	6568	6709	6813	6953	公允价值变动	206	-200	-200	-200		
合同负债	2888	2783	2783	2863	营运资金变动	3584	-2399	-810	-777		
其他流动负债	15724	16558	16775	17057	投资活动现金流	-19307	-16394	-16493	-15977		
流动负债合计	29660	30530	30850	31353	资本支出	-13934	-11750	-11250	-10750		
长期借款及应付债券	15612	20612	24612	27612	长期投资	-7240	-5800	-5800	-5800		
其他长期负债	2949	2959	2969	2979	其他	1868	1156	557	573		
长期负债合计	18561	23571	27581	30591	筹资活动现金流	-5436	1425	-1406	-2982		
负债合计	48220	54101	58431	61944	债务融资	3558	6047	4010	3010		
股本	5299	5299	5299	5299	权益融资	677	0	0	0		
股东权益	197969	202546	207347	212597	其它	-9671	-4621	-5416	-5992		
负债和股东权益总计	246189	256647	265778	274542	现金净增加额	-4607	-1534	-1357	-1051		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。