

龙头表现优于行业，盈利能力差距拉大

2024 年 08 月 29 日

► **公司发布 2024 年半年报：**2024H1 实现营收 455.66 亿元，同比-30.37%，归母净利 33.26 亿元，同比-48.59%，扣非归母净利 31.85 亿元，同比-48.28%。其中，24Q2 营收 242.38 亿元，同比-28.85%，归母净利 18.23 亿元，同比-53.46%，扣非净利 18.16 亿元，同比-54.63%。2024 年上半年公司毛利率为 18.93%，同比-0.5pct，净利率为 7.43%，同比-2.97pct；24Q2 毛利率为 19.96%，同比-2.17pct、环比+2.21pct。

► **行业持续承压，水泥龙头盈利领先。**上半年受房地产市场持续调整、基建项目开工不足以及大范围连续性降雨天气影响，国内水泥需求持续弱势表现，24H1 全国累计水泥产量 8.5 亿吨，同比下降 10%（可比口径）。上半年公司水泥熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比下降 3.35%，销售表现优于行业整体水平；实现收入 302.1 亿元，同比-23.99%。

上半年多数时段长三角和珠三角等主流消费市场价格竞争依然激烈，24H1 全国/华东/华南水泥均价分别同比下滑 12.9%/16%/19.9%。量缩价低导致行业效益持续下滑，据数字水泥预计，上半年国内水泥行业整体亏损 10 亿元左右。我们测算 24H1 公司水泥熟料均价在 239.76 元/吨，同比下滑 21.58%；毛利率 21.78%，同比-4.96pct；综合吨成本 187.57 元，同比-16%，其中原材料/燃料成本分别同比-13.7%/ -20.9%。

► **骨料及商混实现收入增长、但毛利率下滑。**上半年公司新增骨料产能 200 万吨和商混产能 480 万立方，24H1 骨料业务实现收入 21.91 亿元，同比+29.84%，毛利率 47.84%，同比-9.71pct；商混业务实现收入 11.78 亿元，同比+20.6%，毛利率 8.42%，同比-4.2pct。

► **收入基数下降影响费用率，应收下降现金流保持良性。**2024H1 公司期间费用率为 12.75%，同比+2.04pct，受营收基数下降影响，销售费用率/管理费用率/研发费用率/分别同比+0.87%/+0.74%/ -0.16pct，财务费用为-4.43 亿（23H1 为-8.21 亿），主要系部分海外项目融资受汇率波动影响产生汇兑损失。24H1 末公司应收票据和账款余额为 85.58 亿元，同比-42.11%，得益于资产结构优化，2024H1 末公司经营性现金流净额为 68.71 亿元，同比+35.75%。

► **海外业务持续拓展，盈利能力表现优异。**上半年公司乌兹别克斯坦安集延项目投产运营，柬埔寨金边海螺建设有序推进；2024H1 海外业务实现收入 23 亿元，同比+5.72%，毛利率为 39.99%，同比+10.23pct。

► **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，下半年需求边际改善叠加供给压缩，有望迎来利润修复，我们继续看好下半年的复苏驱动型提价，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 80.12、82.37、85.22 亿元，现价对应 PE 为 14x、13x、13x，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	100,222	102,278	104,574
增长率 (%)	6.8	-28.9	2.1	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,430	8,012	8,237	8,522
增长率 (%)	-33.4	-23.2	2.8	3.5
每股收益 (元)	1.97	1.51	1.55	1.61
PE	10	14	13	13
PB	0.6	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 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.49 元



分析师 **李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.海螺水泥 (600585.SH) 2024 年一季报点评：龙头表现稳定并优于行业，节能减排继续引领行业-2024/04/28
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	100,222	102,278	104,574
营业成本	117,637	81,875	83,480	85,300
营业税金及附加	1,024	728	743	760
销售费用	3,424	3,007	3,212	3,284
管理费用	5,652	5,011	5,155	5,271
研发费用	1,860	1,102	1,330	1,359
EBIT	11,937	8,865	8,745	9,004
财务费用	-1,119	-764	-1,167	-1,271
资产减值损失	-301	0	0	0
投资收益	544	386	394	403
营业利润	13,138	10,047	10,340	10,713
营业外收支	463	400	400	400
利润总额	13,600	10,447	10,740	11,113
所得税	2,851	2,190	2,252	2,330
净利润	10,749	8,257	8,489	8,783
归属于母公司净利润	10,430	8,012	8,237	8,522
EBITDA	19,382	16,444	16,568	17,020

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,362	69,238	72,708	81,236
应收账款及票据	10,727	8,316	7,647	7,537
预付款项	2,404	1,673	1,706	1,743
存货	10,100	9,097	8,116	7,582
其他流动资产	9,503	8,340	8,252	5,336
流动资产合计	101,096	96,664	98,428	103,434
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	35,380	35,380
非流动资产合计	145,093	148,505	151,515	151,515
资产合计	246,189	245,169	249,943	254,949
短期借款	4,480	4,480	4,480	4,480
应付账款及票据	6,568	4,725	4,748	4,804
其他流动负债	18,612	16,390	16,649	16,934
流动负债合计	29,660	25,595	25,876	26,217
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612
其他长期负债	2,949	2,959	2,969	2,969
非流动负债合计	18,561	18,571	18,581	18,581
负债合计	48,220	44,166	44,458	44,798
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	12,648	12,893	13,145	13,405
股东权益合计	197,969	201,003	205,485	210,150
负债和股东权益合计	246,189	245,169	249,943	254,949

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	-28.92	2.05	2.25
EBIT 增长率	-29.46	-25.74	-1.35	2.96
净利润增长率	-33.40	-23.18	2.80	3.47
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	18.31	18.38	18.43
净利润率	7.40	7.99	8.05	8.15
总资产收益率 ROA	4.24	3.27	3.30	3.34
净资产收益率 ROE	5.63	4.26	4.28	4.33
偿债能力				
流动比率	3.41	3.78	3.80	3.95
速动比率	2.87	3.24	3.30	3.47
现金比率	2.30	2.71	2.81	3.10
资产负债率 (%)	19.59	18.01	17.79	17.57
经营效率				
应收账款周转天数	12.81	14.34	12.26	11.30
存货周转天数	33.33	42.21	37.12	33.13
总资产周转率	0.58	0.41	0.41	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	1.97	1.51	1.55	1.61
每股净资产	34.97	35.50	36.30	37.13
每股经营现金流	3.79	3.01	3.47	3.91
每股股利	0.96	0.76	0.78	0.80
估值分析				
PE	10	14	13	13
PB	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.40	4.01	3.98	3.87
股息收益率 (%)	4.69	3.69	3.79	3.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,749	8,257	8,489	8,783
折旧和摊销	7,445	7,579	7,823	8,016
营运资金变动	3,584	139	1,964	3,847
经营活动现金流	20,106	15,927	18,381	20,735
资本开支	-13,934	-10,947	-10,389	-7,581
投资	-7,240	0	0	0
投资活动现金流	-19,307	-9,947	-9,994	-7,178
股权募资	677	0	0	0
债务募资	3,558	1,037	0	0
筹资活动现金流	-5,436	-5,104	-4,917	-5,030
现金净流量	-4,607	876	3,470	8,528

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