

# 海螺水泥（600585）

## 2024年中报点评：经营韧性显现，非水泥及海外贡献增量

增持（维持）

2024年08月29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）	132022	140999	144464	161032	180382
同比（%）	(21.40)	6.80	2.46	11.47	12.02
归母净利润（百万元）	15661	10430	8354	9744	11215
同比（%）	(52.92)	(33.40)	(19.90)	16.64	15.09
EPS-最新摊薄（元/股）	2.96	1.97	1.58	1.84	2.12
P/E（现价&最新摊薄）	6.93	10.41	13.00	11.14	9.68

### 股价走势



### 投资要点

- **事件：**公司披露2024年中报，实现营业收入455.66亿元，同比-30.4%，归母净利润33.26亿元，同比-48.6%。其中Q2实现营业收入242.38亿元，同比-28.9%，归母净利润18.23亿元，同比-53.4%。
- **下行期经营韧性进一步显现，非水泥及海外业务贡献新增长点。**（1）上半年公司水泥及熟料自产品销量1.26亿吨，同比-3.4%，降幅明显低于同期全国水泥产量，我们测算单吨均价240元，同比-65元；（2）水泥及熟料自产品吨毛利52元，较2023H2下降5元，同比-29元，同比降幅小于均价，主要得益于煤价下跌，此外单吨燃料及动力以外的成本也有6.3元的同比下降；（3）骨料、商混分别实现营业收入21.91、11.78亿元，分别同比+30%、+21%，上半年公司非水泥业务贡献占比达到23.6%，同比+7.2pct。（4）海外建材收入同比+5.7%，毛利率同比上升10.2pct至40.0%，毛利额和毛利贡献占比分别达到9.20亿元/10.7%。（5）公司Q2毛利率为20.0%，环比+2.2pct，预计Q2自产品吨毛利较Q1稳中略有改善。
- **费用管控得当，吨综合净利历史底部区域徘徊。**（1）公司上半年单吨自产品对应期间费用为34.5元，同比-1.2元，其中压缩较为明显的是单吨管理费用及研发费用，分别同比-2.6元/-1.3元，此外财务费用净收益同比-46.1%，主要由于部分海外项目融资受汇率波动影响产生汇兑损失；（2）在水泥全行业亏损的背景下，公司上半年水泥及熟料自产品吨综合净利为27元，同比-25元，环比2023H2回升1元，测算Q2单季吨综合净利环比Q1基本稳定，水泥单位毛利和净利均处历史底部区域。
- **经营性现金流逆势改善，资本开支力度继续收缩。**（1）2024H1实现经营活动净现金流68.71亿元，同比+35.8%，主要得益于公司优化资产结构，应收款项、预付款项等科目余额较年初下降所致。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为57.12亿元，同比-13.5%，反映公司进一步控制资本开支力度；（2）中报公司资产负债率19.5%，同比+0.2pct，带息债务251.24亿元，同比增加12.52亿元。
- **全行业亏损下行行业自律改善奠定景气反弹基础，中长期期待政策加速供给侧出清。**上半年水泥行业亏损面超50%，龙头企业引领推动行业自律改善，供给侧调控的力度和持续性明显增强，随着季节性需求恢复，下半年全国价格中枢有望反弹。中长期双碳、环保政策进一步趋严为供给侧带来更强约束，中短期产业政策对行业自律的约束有望强化，有利于行业竞争格局的优化和供给侧的加速出清，需继续观察落地节奏。
- **盈利预测与投资评级：**公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值处于历史底部，随着行业自律改善，龙头企业估值有望修复。基于国内水泥需求超预期下行，我们调整公司2024-2026年归母净利润至83.5/97.4/112.1亿元（前值为90.2/112.5/129.5亿元），对应市盈率为13/11/10倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求下降超预期；产业链上下游扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	20.49
一年最低/最高价	20.37/27.38
市净率(倍)	0.59
流通A股市值(百万元)	81,953.91
总市值(百万元)	108,582.71

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	34.64
资产负债率(% ,LF)	19.50
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)：2024年一季报点评：水泥景气筑底，公司综合竞争力持续彰显》  
2024-04-30
- 《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
<b>流动资产</b>	<b>101,096</b>	<b>105,135</b>	<b>111,025</b>	<b>119,209</b>	<b>营业总收入</b>	<b>140,999</b>	<b>144,464</b>	<b>161,032</b>	<b>180,382</b>
货币资金及交易性金融资产	70,572	72,608	76,216	80,689	营业成本(含金融类)	117,637	123,924	138,112	155,356
经营性应收款项	15,020	15,670	16,987	18,757	税金及附加	1,024	1,049	1,170	1,310
存货	10,100	11,360	11,893	13,378	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	5,497	5,929	6,385	研发费用	1,860	2,138	2,459	2,828
<b>非流动资产</b>	<b>145,093</b>	<b>147,258</b>	<b>148,523</b>	<b>148,989</b>	财务费用	(1,119)	(1,156)	(1,127)	(1,263)
长期股权投资	7,765	8,096	8,428	8,759	加:其他收益	565	579	646	723
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)	(33)	(37)	(42)
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	<b>营业利润</b>	<b>13,138</b>	<b>10,361</b>	<b>12,113</b>	<b>13,954</b>
其他非流动资产	7,055	6,656	6,656	6,656	营业外净收支	463	474	528	592
<b>资产总计</b>	<b>246,189</b>	<b>252,393</b>	<b>259,548</b>	<b>268,198</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,600</b>	<b>10,835</b>	<b>12,641</b>	<b>14,546</b>
<b>流动负债</b>	<b>29,660</b>	<b>31,278</b>	<b>33,262</b>	<b>35,962</b>	减:所得税	2,851	2,225	2,599	2,988
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,347	7,915	7,415	6,915	<b>净利润</b>	<b>10,749</b>	<b>8,610</b>	<b>10,042</b>	<b>11,558</b>
经营性应付款项	6,568	6,997	7,606	8,556	减:少数股东损益	319	256	298	343
合同负债	2,888	2,889	3,221	3,608	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,430</b>	<b>8,354</b>	<b>9,744</b>	<b>11,215</b>
其他流动负债	12,857	13,477	15,021	16,884	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.97	1.58	1.84	2.12
非流动负债	18,561	18,561	18,561	18,561	EBIT	11,937	9,679	11,514	13,283
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612	EBITDA	19,382	17,947	20,080	22,148
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.57	14.22	14.23	13.87
租赁负债	198	198	198	198	归母净利率(%)	7.40	5.78	6.05	6.22
其他非流动负债	2,751	2,751	2,751	2,751	收入增长率(%)	6.80	2.46	11.47	12.02
<b>负债合计</b>	<b>48,220</b>	<b>49,839</b>	<b>51,824</b>	<b>54,523</b>	归母净利润增长率(%)	(33.40)	(19.90)	16.64	15.09
归属母公司股东权益	185,321	189,651	194,523	200,130					
少数股东权益	12,648	12,903	13,201	13,544					
<b>所有者权益合计</b>	<b>197,969</b>	<b>202,554</b>	<b>207,724</b>	<b>213,674</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>246,189</b>	<b>252,393</b>	<b>259,548</b>	<b>268,198</b>					

  

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	15,524	18,393	19,288	每股净资产(元)	34.97	35.79	36.71	37.77
投资活动现金流	(19,307)	(9,098)	(8,562)	(7,875)	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)	(4,391)	(6,224)	(6,939)	ROIC(%)	4.30	3.44	4.00	4.52
现金净增加额	(4,607)	2,036	3,607	4,473	ROE-摊薄(%)	5.63	4.41	5.01	5.60
折旧和摊销	7,445	8,268	8,566	8,865	资产负债率(%)	19.59	19.75	19.97	20.33
资本开支	(13,934)	(10,026)	(8,972)	(8,408)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.41	13.00	11.14	9.68
营运资本变动	3,584	(986)	165	(553)	P/B(现价)	0.59	0.57	0.56	0.54

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>