

海螺水泥(600585.SH)/建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年9月3日

评级: 买入(维持)

市场价格: 20.72元

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘铭政

执业证书编号: S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	132,022	140,999	132,867	136,503	139,411
增长率 yoy%	-21.39%	6.80%	-5.77%	2.74%	2.13%
归母净利润(百万元)	15,661	10,430	8,347	9,447	10,317
增长率 yoy%	-52.92%	-33.40%	-19.97%	13.17%	9.21%
每股收益(元)	2.96	1.97	1.58	1.78	1.95
每股现金流量	1.82	3.79	3.99	3.36	3.54
净资产收益率	8%	5.3%	4.3%	4.7%	4.9%
P/E	7.01	10.53	13.15	11.62	10.64
P/B	0.60	0.59	0.60	0.58	0.56

备注: 股价取自2024年9月3日收盘价; 每股指标按照最新股本数全面摊薄

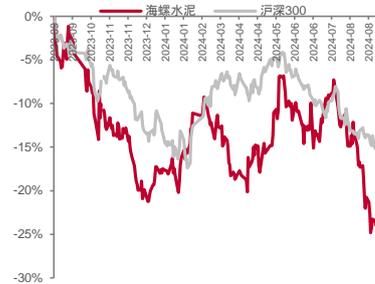
投资要点

- 事件:** 海螺水泥发布2024年半年报。24H1公司实现营收455.7亿元, 同比-30.4%; 归母净利润33.3亿元, 同比-48.6%; 扣非归母净利润31.8亿元, 同比-48.3%。单二季度公司实现营收242.4亿元, 同比-28.9%, 环比+13.7%; 归母净利润18.2亿元, 同比-53.4%, 环比+21.4%; 扣非归母净利润18.2亿元, 同比-54.6%, 环比+32.7%。单二季度由于汇兑损失(2.1亿元)及公允价值变动净损失(2.8亿元)影响利润, 剔除两项影响后, 公司单二季度实现归母净利润23.1亿元。
- 量价下行拖累收入表现, 但仍优于行业整体水平。** 销量方面, 根据国家统计局数据, 24H1全国水泥产量8.5亿吨, 同比-10.0%, 公司上半年实现自产水泥熟料销量1.28亿吨, 同比-4.9%。价格方面, 24H1自产水泥熟料吨价格239.8元/吨, 同比-66元, 随着5月以来多地加强错峰生产, 淡季水泥价格有所修复, 预计后续旺季价格有支撑。产业链延伸方面, 24H1公司砂石骨料、商混收入21.9亿、11.8亿, 分别同比+29.8%、+20.6%, 营收占比6.4%、3.5%, 分别同比+2.6pcts、+1.2pcts, 主要得益于产能扩张推动(24H1骨料、商混产能同比+16.2%、+33.9%)。另公司海外项目销售金额23.0亿, 同比+5.7%, 营收占比6.8%, 同比+1.8pcts, 项目运营质量稳步提升。
- 行业经营承压, 公司维持较强盈利韧性。** 吨成本&毛利方面, 24H1自产水泥熟料吨成本187.6元/吨, 同比-35.8元, 主要得益于煤价同比回落(24H1吨燃料动力成本111.7元/吨, 同比-29.5元)。24H1吨毛利52.2元/吨, 同比-30.1元。吨费用&净利方面, 24H1公司吨费用37.5元/吨, 同比-2.5元, 期间费用率为9.5%, 同比+2.4pcts, 主要受收入下降影响。24H1吨归母净利26.0元/吨, 同比-23.8元, 扣非吨净利25.3元, 同比-22.1元。根据数字水泥网数据, 24H1水泥量缩价低导致行业出现历史性亏损, 据数字水泥网预计, 上半年水泥行业亏损10亿元左右, 而公司实现远优于行业的业绩表现, 维持较强盈利韧性, 我们判断一方面系公司自身领先于行业的成本管控能力持续发挥作用, 另一方面或为较高的产能利用率进一步拉大了公司的成本领先身位。
- 现金流持续充沛, 经营质量稳步提升。** 上半年公司经营现金流净额为68.7亿元, 同比增加17.9亿元。24H1收现比1.24, 同比+0.19; 净现比2.03, 同比+1.28。截至24H1, 公司货币资金及交易性金融资产合计695.1亿元, 同比+8.8%。
- 行业供需格局边际改善, 公司龙头价值凸显。** 水泥行业当前逻辑: 1) 行业通过错峰生产实现自救, 行业回归到要有合理利润阶段; 2) 头部企业大多为央国企, 业绩考核压力加大; 3) 低PB提供强安全边际; 4) 向上期权: 双碳政策有望带来产能、产量的持续去化, 和中小企业成本的再增加等。海螺水泥已经进入净资产推升市值阶段, 近年来公司现金流充沛, 22-23年分红率提升至50%左右更显示公司对全体股东回报的重视,

基本状况

总股本(百万股)	5,299
流通股本(百万股)	4,000
市价(元)	20.72
市值(百万元)	109,802
流通市值(百万元)	82,874

股价与行业-市场走势对比

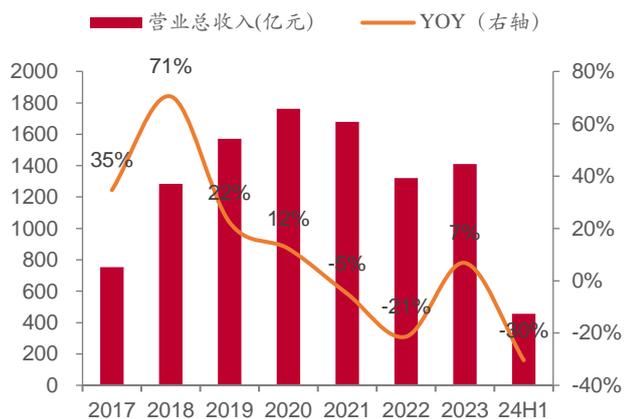


相关报告

- 【公司点评】压力期维持盈利韧性, 水泥龙头价值凸显(20230822)
- 【公司点评】销量增长领先于行业, 单吨盈利或已逐步筑底(20230427)
- 【公司点评】Q4吨盈利环比改善, 分红比例提升回馈股东(20230328)
- 【公司点评】销量下滑价格同比高位, 重视旺季需求修复(20220826)
- 【公司点评】Q1量减价增, 单吨净利保持稳定(20220428)
- 【公司点评】价格创新高, 共享行业供给侧改革成果(20220326)

公司作为行业优质龙头中长期价值凸显。

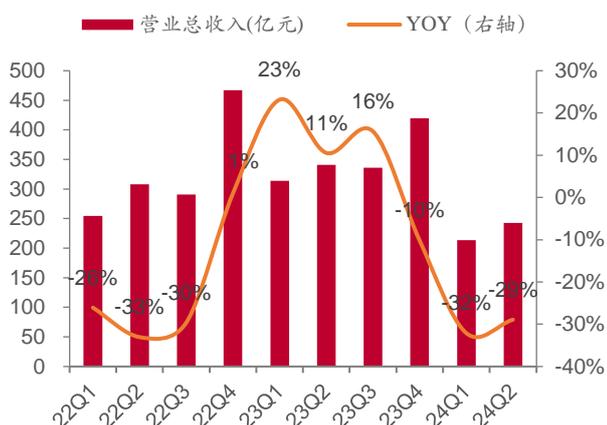
- **盈利预测：**基于公司半年报披露数据及水泥行业整体经营情况，我们调整更新盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 83.5、94.5、103.2 亿元，（前次预测 24-25 年分别为 150.4、173.4 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 13.2、11.6、10.6 倍，对应 PB 为 0.60、0.58、0.56 倍。以公司 24 年盈利预测为基准，假设分红率与 23 年保持不变，公司当前股价对应股息率为 3.7%。截至 9 月 3 日，申万水泥板块 PB 为 0.6 倍，已处于历史低位，公司作为行业龙头依托于行业领先的成本管控优势以及优异经营管理能力有望率先走出行业压力期，实现估值和业绩的修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；供给侧约束不及预期；原材料涨幅超预期；水泥价格大幅波动等；产能去化不及预期；双碳政策不及预期。

图表 1: 24H1 营收 455.7 亿元, 同比-30.4%


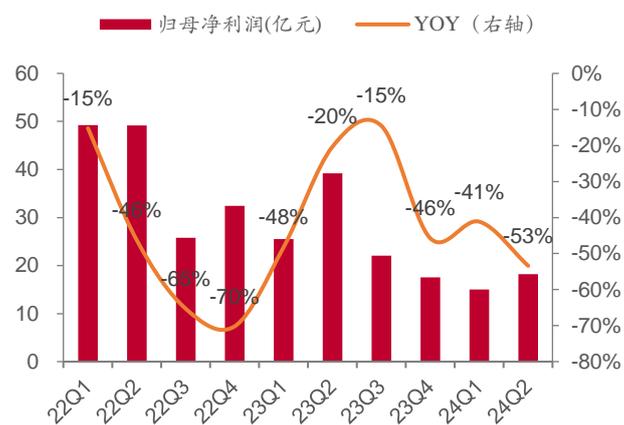
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 24H1 归母净利润 33.3 亿元, 同比-48.6%

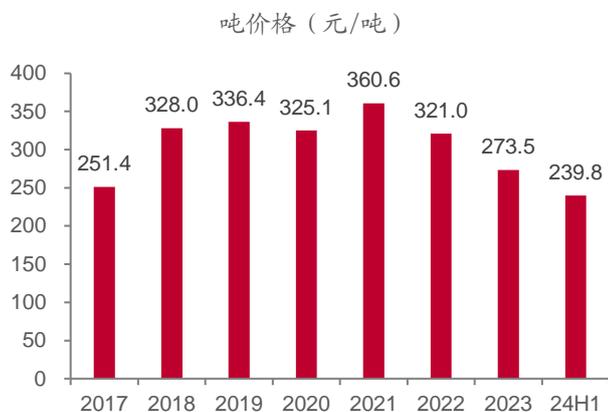

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 24Q2 营业收入 242.4 亿元, 同比-28.9%


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 24Q2 归母净利润 18.2 亿元, 同比-53.4%


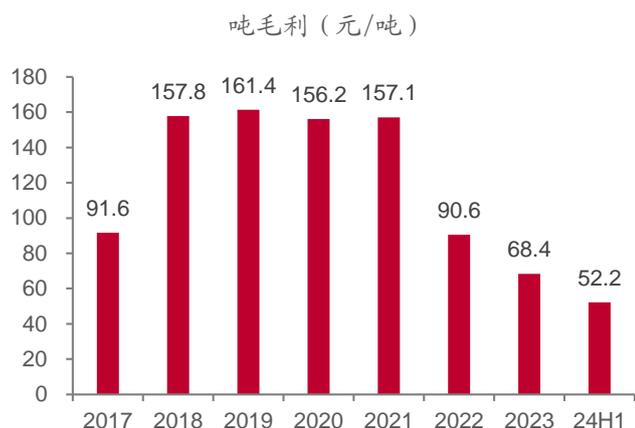
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 24H1 自产水泥熟料销售吨价格 239.8 元/吨


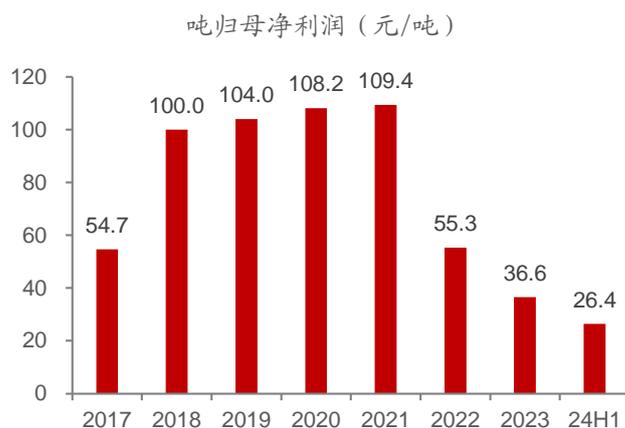
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 24H1 自产水泥熟料综合吨成本 187.6 元/吨

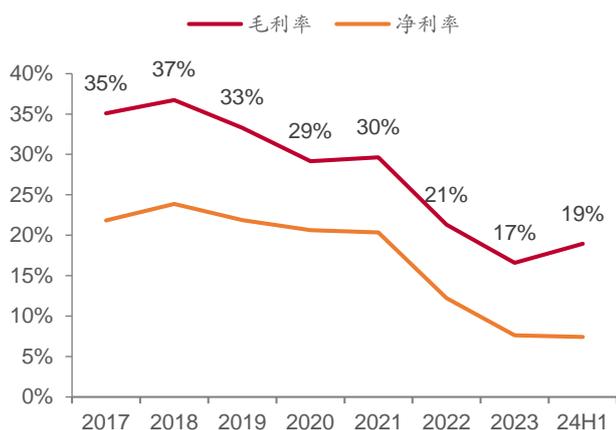

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 24H1 自产水泥熟料吨毛利 52.2 元/吨


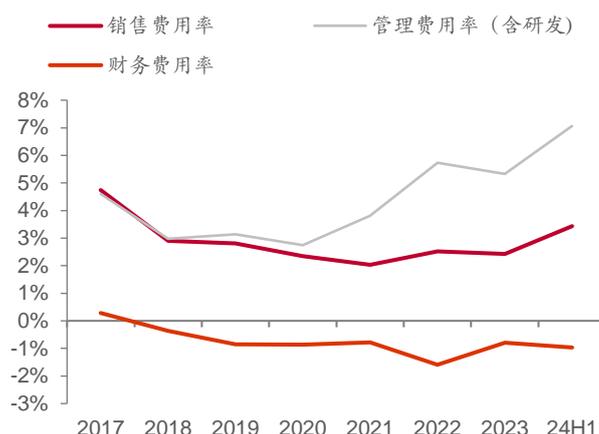
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 24H1 自产水泥熟料吨归母净利 26.4 元/吨


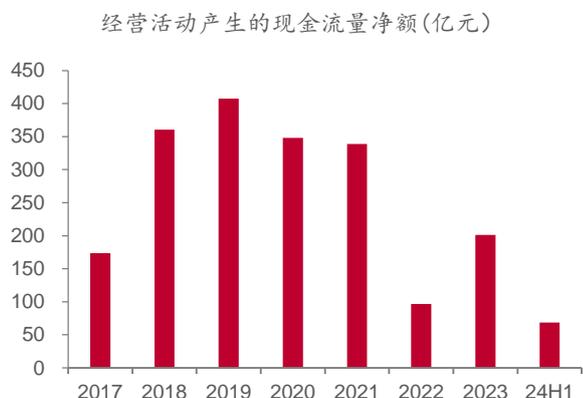
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 24H1 毛利率 18.9%，同比-0.5pcts


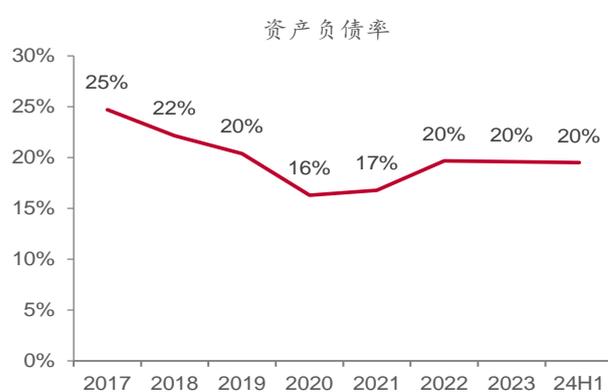
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 24H1 期间费用率 9.5%，同比+2.4pcts


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 24H1 经营活动现金净流量 68.7 亿元


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 24H1 末资产负债率 19.5%，同比+0.2pcts


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,362	71,966	81,603	91,456	营业收入	140,999	132,867	136,503	139,411
应收票据	6,328	7,305	7,505	7,195	营业成本	117,637	112,650	114,299	116,049
应收账款	4,399	3,922	4,723	4,432	税金及附加	1,024	930	956	996
预付账款	2,404	1,127	1,143	1,564	销售费用	3,424	3,553	3,606	3,718
存货	10,100	9,010	9,142	9,282	管理费用	5,652	5,973	6,060	6,152
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,860	1,948	2,041	2,139
其他流动资产	9,503	13,355	11,104	12,723	财务费用	-1,119	-394	0	-421
流动资产合计	101,096	106,684	115,220	126,652	信用减值损失	-32	-32	-32	-32
其他长期投资	55	55	55	55	资产减值损失	-301	0	-100	-134
长期股权投资	7,765	7,765	7,765	7,765	公允价值变动收益	-206	-100	100	100
固定资产	85,565	84,805	84,104	83,457	投资收益	544	1,211	1,211	1,144
在建工程	8,734	8,734	8,734	8,734	其他收益	565	1,000	1,000	1,000
无形资产	32,380	30,337	28,498	26,843	营业利润	13,138	10,336	11,769	12,904
其他非流动资产	10,594	8,494	8,494	8,494	营业外收入	648	649	649	649
非流动资产合计	145,093	140,190	137,651	135,350	营业外支出	186	100	100	100
资产合计	246,189	246,875	252,871	262,002	利润总额	13,600	10,885	12,318	13,453
短期借款	4,480	7,258	5,869	6,564	所得税	2,851	2,282	2,582	2,820
应付票据	270	137	174	205	净利润	10,749	8,603	9,736	10,633
应付账款	6,298	6,038	6,469	6,916	少数股东损益	319	255	289	316
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	10,430	8,347	9,447	10,317
合同负债	2,888	3,023	3,060	3,232	NOPLAT	9,865	8,291	9,736	10,300
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	1.97	1.58	1.78	1.95
一年内到期的非流动负债	2,868	2,868	2,868	2,868					
其他流动负债	12,857	12,559	12,709	12,868					
流动负债合计	29,660	31,883	31,149	32,653					
长期借款	15,612	15,812	16,012	16,212					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,949	2,949	2,949	2,949					
非流动负债合计	18,561	18,761	18,961	19,161					
负债合计	48,220	50,643	50,110	51,814					
归属母公司所有者权益	185,321	183,354	189,622	196,759					
少数股东权益	12,648	12,877	13,139	13,429					
所有者权益合计	197,969	196,231	202,761	210,188					
负债和股东权益	246,189	246,875	252,871	262,002					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20,106	21,126	17,780	18,763
现金收益	17,075	18,220	19,482	19,719
存货影响	1,579	1,091	-132	-140
经营性应收影响	4,403	777	-917	314
经营性应付影响	-425	-394	468	478
其他影响	-2,526	1,432	-1,121	-1,609
投资活动现金流	-19,307	-8,641	-4,133	-7,405
资本支出	-14,014	-7,208	-7,207	-7,206
股权投资	-973	0	0	0
其他长期资产变化	-4,320	-1,433	3,074	-199
融资活动现金流	-5,436	-8,881	-4,010	-1,505
借款增加	880	2,979	-1,189	895
股利及利息支付	-9,230	-8,984	-11,296	-11,616
股东融资	677	687	687	687
其他影响	2,237	-3,563	7,788	8,529

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	6.8%	-5.8%	2.7%	2.1%
EBIT增长率	-32.0%	-15.9%	17.4%	5.8%
归母公司净利润增长率	-33.4%	-20.0%	13.2%	9.2%
获利能力				
毛利率	16.6%	15.2%	16.3%	16.8%
净利率	7.6%	6.5%	7.1%	7.6%
ROE	5.3%	4.3%	4.7%	4.9%
ROIC	6.0%	4.9%	5.6%	5.8%
偿债能力				
资产负债率	19.6%	20.5%	19.8%	19.8%
债务权益比	13.1%	14.7%	13.7%	13.6%
流动比率	3.4	3.3	3.7	3.9
速动比率	3.1	3.1	3.4	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	13	11	11	12
应付账款周转天数	20	20	20	21
存货周转天数	33	31	29	29
每股指标 (元)				
每股收益	1.97	1.58	1.78	1.95
每股经营现金流	3.79	3.99	3.36	3.54
每股净资产	34.97	34.60	35.78	37.13
估值比率				
P/E	10.53	13.15	11.62	10.64
P/B	0.59	0.60	0.58	0.56
EV/EBITDA	13.50	12.90	11.80	10.40

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。