

海螺水泥 (600585)

2024 年三季报点评: Q3 盈利筑底, 行业自律成效显著

增持 (维持)

2024 年 10 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

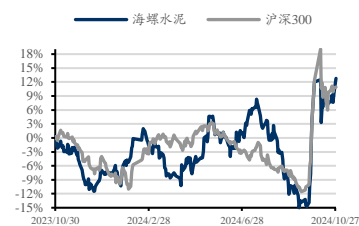
证券分析师 石峰源

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)	8.86	13.30	16.61	14.24	12.37

股价走势



投资要点

- **公司披露 2024 年三季报:** 前三季度实现营业收入/归母净利润 681.50 亿元/51.98 亿元, 同比-31.3%/-40.1%。单三季度实现营业收入/归母净利润 225.85 亿元/18.73 亿元, 同比-32.9%/-15.1%。
- **Q3 国内需求疲软, 水泥盈利继续筑底。** (1) Q3 因极端天气影响以及下游资金紧张, 基建施工进度放缓、地产投资下行等因素影响, 1-9 月全国水泥产量同比下降 10.7%, 累计降幅较上半年扩大 0.7pct。Q3 需求持续疲软影响行业错峰自律措施的效果, 行业竞合有所反复, 价格底部震荡。预计公司销量同比有所下降, 但降幅好于行业平均水平, 反映成本等综合竞争优势。(2) Q3 毛利率为 20.8%, 同比提升 4.6pct, 环比提升 0.8pct, 毛利率同比提升预计主要是低毛利的贸易业务占比下降所致, 测算单季水泥吨毛利环比仍处低位, 主要是公司核心市场提价落地受需求疲软和市场竞争影响。(3) 公司 Q3 期间费用总额同比下降 9.6%, 反映费用控制成效显著。(4) 公司 Q3 销售净利率为 8.2%, 表现明显优于行业整体水平, 销售净利率同比+1.5pct, 环比+0.4pct, 我们测算 Q3 水泥吨净利仍处历史底部。
- **行业下行期资本开支延续放缓态势, 负债率保持稳定。** (1) 公司前三季度经营活动现金流净额为 103.48 亿元, 同比+7.2%, 优于盈利表现, 主要得益于应收票据及账款压缩成效。(2) 前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 84.24 亿元, 同比-10.8%, 反映行业下行期公司持续控制资本开支。(3) 公司三季报资产负债率/带息债务为 21.5%/306.64 亿元, 环比 2024 年中报分别+2.0pct/+55.40 亿元, 主要是公司绿色建材、新能源项目发行中票所致。
- **行业错峰自律强化效果显现, Q4 盈利有望显著改善, 中长期期待政策加速供给侧出清。** 上半年行业大面积亏损背景下行业自律改善奠定景气反弹基础, 结合错峰方案优化及实物需求企稳回升, 在龙头企业引领下, 以沿江区域为代表的错峰效果和涨价落实情况明显改善, 水泥价格反弹的持续性将好于前三季度, 公司产能集中的华东、华南市场 Q4 均价有望显著反弹。中期财政政策发力也望支撑实物需求止跌企稳, 利好行业竞合秩序持续改善。水泥行业年底有望被纳入全国碳市场, 结合产业政策进一步出台, 中长期有望加速行业整合和过剩产能出清。
- **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。我们暂维持公司 2024-2026 年归母净利润至 83.5/97.4/112.1 亿元, 对应市盈率为 17/14/12 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)	26.31
一年最低/最高价	19.53/28.75
市净率(倍)	0.76
流通 A 股市值(百万元)	105,232.17
总市值(百万元)	139,424.65

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 年中报点评: 经营韧性显现, 非水泥及海外贡献增量》

2024-08-29

《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
流动资产	101,096	104,590	110,480	118,664	营业总收入	140,999	144,464	161,032	180,382
货币资金及交易性金融资产	70,572	72,063	75,671	80,144	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
非流动资产	145,093	146,805	148,069	148,536	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	营业利润	13,138	10,361	12,113	13,954
其他非流动资产	7,055	6,203	6,203	6,203	营业外净收支	463	474	528	592
资产总计	246,189	251,395	258,549	267,199	利润总额	13,600	10,835	12,641	14,546
流动负债	29,660	30,212	32,196	34,896	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	6,848	6,348	5,848	净利润	10,749	8,610	10,042	11,558
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	归属母公司净利润	10,430	8,354	9,744	11,215
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	18,572	18,572	18,572	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	2,762	2,762	2,762	收入增长率(%)	6.80	2.46	11.47	12.02
负债合计	48,220	48,783	50,767	53,467	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	189,708	194,580	200,188					
少数股东权益	12,648	12,903	13,201	13,544					
所有者权益合计	197,969	202,611	207,782	213,732					
负债和股东权益	246,189	251,395	258,549	267,199					

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	15,892	18,393	19,288	每股净资产(元)	34.97	35.80	36.72	37.78
投资活动现金流	(19,307)	(8,976)	(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)	(5,405)	(6,224)	(6,939)	ROIC(%)	4.30	3.45	4.02	4.54
现金净增加额	(4,607)	1,491	3,607	4,473	ROE-摊薄(%)	5.63	4.40	5.01	5.60
折旧和摊销	7,445	8,268	8,566	8,865	资产负债率(%)	19.59	19.41	19.64	20.01
资本开支	(13,934)	(10,026)	(8,972)	(8,408)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.30	16.61	14.24	12.37
营运资本变动	3,584	(986)	165	(553)	P/B(现价)	0.75	0.73	0.71	0.69

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>