

海螺水泥（600585.SH）

优于大市

2024 年三季报点评：盈利修复可期，看好龙头优势持续领先

核心观点

水泥量价承压，收入利润同比下滑。2024 年 1-9 月实现营收 681.5 亿元，同比-31.27%，归母净利润 51.98 亿元，同比-40.05%，扣非归母净利润 48.79 亿元，同比-40.18%，EPS 为 0.99 元/股；其中 Q3 单季营收 225.85 亿元，同比-32.89%，Q1、Q2 单季同比-32.01%/-28.85%，归母净利润 18.72 亿元，同比-15.13%，Q1、Q2 单季同比-41.1%/-53.46%，扣非归母净利润 16.94 亿元，同比-15.38%，Q1、Q2 单季同比-36.5%/-54.63%，受水泥量价齐跌影响，收入利润同比下滑，但 Q3 利润降幅大幅收窄。

盈利水平同环比均有修复，费用率有所提升。2024 年 1-9 月公司实现综合毛利率 19.5%，同比+1.21pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 17.7%、20.0%、20.8%，Q3 同比+4.6pp，环比+0.82pp，单季度毛利率同比/环比均有修复，主要受煤炭等成本下降及上年同期低毛利贸易业务增长影响，实现净利率 7.7%，同比-1.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度净利率分别为 7.0%、7.5%、8.3%，Q3 同比+1.74pp，环比+0.77pp，其中公允价值变动贡献收益 2.2 亿元，上年同期为-0.5 亿元。费用端有所提升，1-9 月期间费用率 9.93%，同比+2.53pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.42%/6.29%/-1.06%/1.27%，分别同比+0.87/+1.72/-0.04/-0.02pp。1-9 月实现净利率 7.7%，同比-1.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度净利率分别为 7.0%、7.5%、8.3%，Q3 同比+4.6pp，环比+0.82pp

现金流持续稳健，资产负债表依旧强劲。1-9 月公司实现经营活动现金流净额 103.48 亿元，同比+6.7%，盈利承压背景下，现金流依旧保持稳健增长；截至 9 月末，货币资金和交易性金融资产合计 769.06 亿元，在手现金充足，资产负债率 21.46%，较 6 月末提升 1.96pp，资债结构相对稳定。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：龙头优势持续领先，盈利修复可期，维持“优于大市”评级

9 月以来受益错峰协同持续推进，水泥价格加速推涨，9 月末长三角沿江水泥熟料大幅提价 100 元/吨，并于 10 月末再次提涨，后期仍有提价预期，短期盈利修复可期，同时中期有望进一步受益供给端政策带来供需格局改善，公司作为龙头企业有望明显受益。考虑前期量价承压影响及目前整体需求依旧疲软，下调盈利预测，预计 2024-2026 年 EPS 为 1.59/1.67/1.80 元/股（调整前 1.74/1.85/2.04 元/股），对应 PE 为 14.5/13.8/12.8X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	132,022	140,999	108,945	110,141	114,199
(+/-%)	-21.4%	6.8%	-22.7%	1.1%	3.7%
净利润(百万元)	15661	10430	8409	8827	9519
(+/-%)	-52.9%	-33.4%	-19.4%	5.0%	7.8%
每股收益(元)	2.96	1.97	1.59	1.67	1.80
EBIT Margin	12.3%	8.1%	7.5%	7.6%	8.0%
净资产收益率(ROE)	8.5%	5.6%	4.4%	4.6%	4.8%
市盈率(PE)	7.8	11.7	14.5	13.8	12.8
EV/EBITDA	7.4	9.0	8.9	8.3	7.8
市净率(PB)	0.66	0.66	0.64	0.63	0.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

26.79 元

总市值/流通市值

141968/141968 百万元

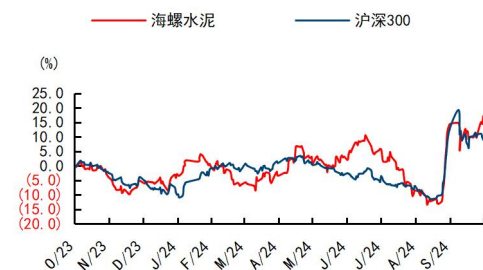
52 周最高价/最低价

28.75/19.53 元

近 3 个月日均成交额

523.43 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海螺水泥（600585.SH）-2023 年年报点评：销量逆势提升，分红率维持较高水平》——2024-03-28

《海螺水泥（600585.SH）-2023 年中报点评：景气下行业绩承压，龙头优势持续巩固》——2023-08-24

《海螺水泥（600585.SH）-2022 年年报点评：Q4 收入边际改善，全年分红比例提升》——2023-04-03

《海螺水泥（600585.SH）-2022 年三季报点评：单三季度收入环比下降 5.7%，资产负债率小幅上升》——2022-10-31

水泥量价承压，收入利润同比下滑。2024 年 1-9 月实现营收 681.5 亿元，同比-31.27%，归母净利润 51.98 亿元，同比-40.05%，扣非归母净利润 48.79 亿元，同比-40.18%，EPS 为 0.99 元/股；其中 Q3 单季营收 225.85 亿元，同比-32.89%，Q1、Q2 单季同比-32.01%/-28.85%，归母净利润 18.72 亿元，同比-15.13%，Q1、Q2 单季同比-41.1%/-53.46%，扣非归母净利润 16.94 亿元，同比-15.38%，Q1、Q2 单季同比-36.5%/-54.63%，受水泥量价齐跌影响，收入利润同比下滑，但 Q3 利润降幅大幅收窄。

图1：海螺水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海螺水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海螺水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

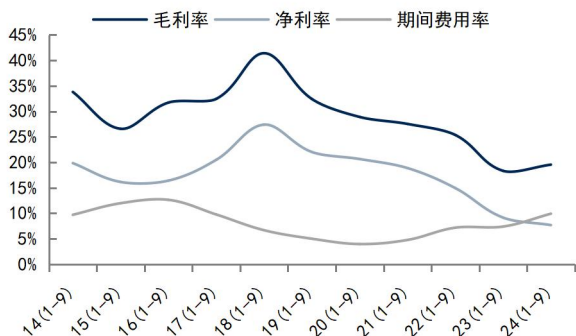
图4：海螺水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

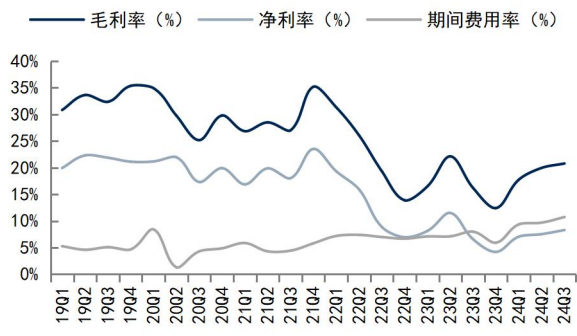
盈利水平同环比均有修复，费用率有所提升。2024 年 1-9 月公司实现综合毛利率 19.5%，同比+1.21pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 17.7%、20.0%、20.8%，Q3 同比+4.6pp，环比+0.82pp，单季度毛利率同比/环比均有修复，主要受煤炭等成本下降及上年同期低毛利贸易业务增长影响，实现净利率 7.7%，同比-1.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度净利率分别为 7.0%、7.5%、8.3%，Q3 同比+1.74pp，环比+0.77pp，其中公允价值变动贡献收益 2.2 亿元，上年同期为-0.5 亿元。费用端有所提升，1-9 月期间费用率 9.93%，同比+2.53pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.42%/6.29%/-1.06%/1.27%，分别同比+0.87/+1.72/-0.04/-0.02pp。1-9 月实现净利率 7.7%，同比-1.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度净利率分别为 7.0%、7.5%、8.3%，Q3 同比+4.6pp，环比+0.82pp。

图5: 海螺水泥毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



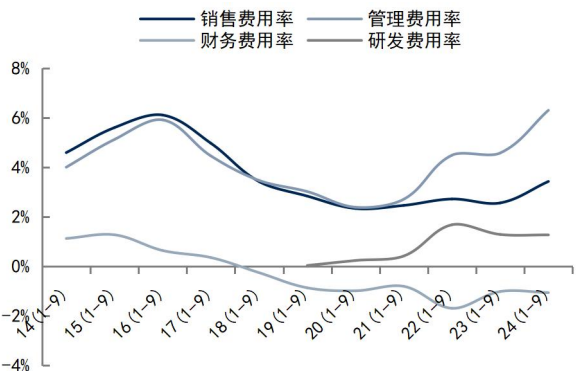
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥单季度毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



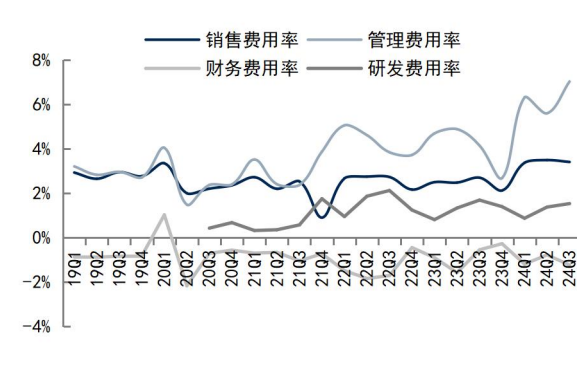
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流持续稳健，资产负债表依旧强劲。1-9 月公司实现经营活动现金流净额 103.48 亿元，同比+6.7%，盈利承压背景下，现金流依旧保持稳健增长；截至 9 月末，货币资金和交易性金融资产合计 769.06 亿元，在手现金充足，资产负债率 21.46%，较 6 月末提升 1.96pp，资债结构相对稳定。

图9: 海螺水泥经营性净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 海螺水泥资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

龙头优势持续领先，盈利修复可期，维持“优于大市”评级。9月以来受益错峰协同持续推进，水泥价格加速推涨，9月末长三角沿江水泥熟料大幅提价100元/吨，并于10月末再次提涨，后期仍有提价预期，短期盈利修复可期，同时中期有望进一步受益供给端政策带来供需格局改善，公司作为龙头企业有望明显受益。考虑前期量价承压影响及目前整体需求依旧疲软，下调盈利预测，预计2024-2026年EPS为1.59/1.67/1.80元/股（调整前1.74/1.85/2.04元/股），对应PE为14.5/13.8/12.8X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	57866	68362	78582	83238	91449	营业收入	132022	140999	108945	110141	114199
应收款项	14229	10727	7459	6787	6334	营业成本	103897	117637	88711	89773	93058
存货净额	11679	10100	6509	5858	5438	营业税金及附加	967	1024	763	771	799
其他流动资产	11490	9696	4358	4406	4568	销售费用	3327	3424	3268	3084	2855
流动资产合计	106018	101096	99672	103604	111437	管理费用	5561	5652	6742	6802	7005
固定资产	89569	96407	98982	99878	99422	研发费用	2011	1860	1307	1322	1370
无形资产及其他	32038	32380	31114	29852	28593	财务费用	(1651)	(1119)	(914)	(1108)	(1264)
投资性房地产	9558	8542	8542	8542	8542	投资收益	1351	544	500	600	600
长期股权投资	6793	7765	8365	8865	9365	资产减值及公允价值变动	(458)	(507)	(200)	(200)	(200)
资产总计	243976	246189	246675	250741	257359	其他收入	(1339)	(1281)	(507)	(522)	(570)
短期借款及交易性金融负债	12390	7347	7000	7350	7718	营业利润	19474	13138	10168	10697	11576
应付款项	6993	6568	4750	4797	4998	营业外净收支	541	463	500	500	500
其他流动负债	16188	15744	13789	12698	13607	利润总额	20015	13600	10668	11197	12076
流动负债合计	35571	29660	25540	24845	26322	所得税费用	3875	2851	2134	2239	2415
长期借款及应付债券	9689	15612	15612	15612	15612	少数股东损益	479	319	125	131	142
其他长期负债	2723	2949	3287	3569	3879	归属于母公司净利润	15661	10430	8409	8827	9519
长期负债合计	12412	18561	18899	19181	19491	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	47983	48220	44439	44026	45814	净利润	15661	10430	8409	8827	9519
少数股东权益	12355	12648	12710	12776	12847	资产减值准备	(24)	0	0	0	0
股东权益	183639	185321	189526	193939	198699	折旧摊销	6789	7445	10520	11599	12381
负债和股东权益总计	243976	246189	246675	250741	257359	公允价值变动损失	458	507	200	200	200
						财务费用	(1651)	(1119)	(914)	(1108)	(1264)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(8798)	7248	8763	513	2131
每股收益	2.96	1.97	1.59	1.67	1.80	其它	89	37	63	66	71
每股红利	2.55	1.74	0.79	0.83	0.90	经营活动现金流	14174	25668	27955	21205	24302
每股净资产	34.65	34.97	35.76	36.60	37.50	资本开支	0	(12922)	(12030)	(11433)	(10866)
ROIC	8%	5%	4%	4%	4%	其它投资现金流	13517	8544	(553)	(553)	(332)
ROE	9%	6%	4%	5%	5%	投资活动现金流	12287	(5350)	(13183)	(12486)	(11698)
毛利率	21%	17%	19%	18%	19%	权益性融资	116	677	0	0	0
EBIT Margin	12%	8%	7%	8%	8%	负债净变化	5941	5923	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(13531)	(9230)	(4205)	(4413)	(4760)
收入增长	-21%	7%	-23%	1%	4%	其它融资现金流	(23065)	(3884)	(347)	350	368
净利润增长率	-53%	-33%	-19%	5%	8%	融资活动现金流	(38130)	(9821)	(4552)	(4063)	(4392)
资产负债率	25%	25%	23%	23%	23%	现金净变动	(11669)	10496	10220	4656	8212
股息率	11.1%	7.6%	3.5%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	69535	57866	68362	78582	83238
P/E	7.8	11.7	14.5	13.8	12.8	货币资金的期末余额	57866	68362	78582	83238	91449
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	0	10785	13776	7391	10935
EV/EBITDA	7.4	9.0	8.9	8.3	7.8	权益自由现金流	0	12823	14160	8627	12314

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032