

海螺水泥（600585.SH）

强烈推荐（维持）

Q3 盈利能力边际改善，行业供需有望优化

公司 2024 年前三季度实现营业总收入 681.50 亿元，同比下降 31.27%；实现归母净利润 51.98 亿元，同比下降 40.05%；扣非后归母净利润 48.79 亿元，同比下降 40.18%；基本 EPS 为 0.99 元/股，同比减少 39.81%；加权平均 ROE 为 2.80%，同比减少 1.91pct。（公司因 2024 年 1 月收购安徽海螺信息技术工程有限责任公司及其附属公司中碳（安徽）环境科技有限公司，属于同一控制下企业合并事项，本报告中对历史财务数据均进行追溯后计算。）

□ 市场需求疲软，水泥龙头经营承压。公司 2024 年前三季度实现营业总收入 681.50 亿元，同比下降 31.27%；实现归母净利润 51.98 亿元，同比下降 40.05%；扣非后归母净利润 48.79 亿元，同比下降 40.18%；营收与利润降幅较大，主要原因在于本集团水泥业务产品销量及价格同比下降。单季度来看，24Q3 公司实现营业收入 225.85 亿元，同比下降 32.89%；扣非前/后归母净利润分别为 18.73 亿元/16.94 亿元，分别同比-15.13%/-15.38%。据国家统计局数据测算，从量上看，2024 年前三季度我国水泥产量为 13.27 亿吨，同比下降 10.7%；24Q3 单季度水泥产量约 4.76 亿吨，同比下降 12.2%；从价上看，2024Q3 全国普通水泥（P.O 42.5）市场均价为 348.72 元/吨，同比 23Q3 增长 2.51%，环比 24Q2 增长 2.23%，弱需求下水泥行业自律和错峰生产为价格带来一定的支撑。

□ 24Q3 盈利能力边际改善，现金流优异。公司 2024 年前三季度实现销售毛利率 19.54%，同比+1.19pct，销售净利率 7.70%，同比-1.45pct；期间费用率同比+2.49pct 至 9.93%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.87pct/+1.72pct/-0.05pct/-0.04pct 至 3.42%/6.29%/1.27%/-1.06%。单季度来看，2024Q3 销售毛利率/销售净利率分别为 20.78%/8.24%，同比+4.57pct/+1.50pct；24Q3 销售毛利率和销售净利率均有一定提升，公司盈利能力有所恢复。2024 年前三季度公司经营现金流净流入 103.48 亿元，同比增长 7.15%。

□ 优化市场布局，海外产能持续扩张。面对行业竞争加剧和市场需求变化，海螺水泥持续优化市场布局，推动国际化发展战略的稳步实施，并积极延展上下游产业链，提升整体竞争力。公司注重技术创新和产品结构优化，通过自主创新和科技进步，大力推动节能减排，发展低碳循环经济，从而增强盈利能力。在市场拓展方面，公司国内外市场双管齐下，实现业务的稳健增长。项目布局方面，海螺水泥在国内外的产能建设稳步推进，国内芜湖海螺水泥粉磨项目和蒙城海螺相继投产运营，进一步强化国内市场布局；海外市场方面，乌兹别克斯坦安集延项目已投产运营，柬埔寨金边项目进展顺利。

□ 供给侧改革延续，需求侧基建预期改善，维持“强烈推荐”评级。供给侧，10/30 工信部修订印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，修订的主要内容包括：进一步加严水泥置换要求；完善产能核定方式，推动备案产能与实际产能统一；实施地区差异管理；简化跨地区产能转出程序；加强与能效环保政策协同。需求侧，地方化债预期增强，助力释放基建投资需求，有望为水泥龙头带来业绩弹性。考虑到水泥需求显著下滑，我们下调对收入的预期，但 Q4 水泥提价落实有效，行业吨盈利有望筑底，预计公司 25-26 年盈利能力有所修复，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.52 元、1.86 元、2.05 元，对应 PE 分别为 17.6x、14.4x、13.1x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：地产与基建投资大幅下滑，原材料与燃料成本大幅上涨，行业竞争加剧，新建项目投产不及预期。

中游制造/建材

目标估值：NA

当前股价：26.75 元

基础数据

总股本（百万股）	5299
已上市流通股（百万股）	4000
总市值（十亿元）	141.8
流通市值（十亿元）	107.0
每股净资产（MRQ）	35.0

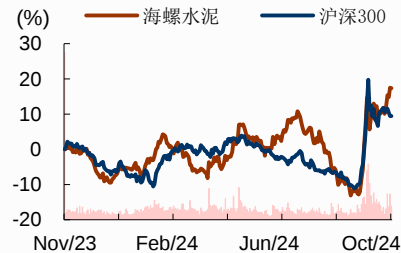
ROE（TTM） 3.8

资产负债率 21.5%

主要股东 安徽海螺集团有限责任公司

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	19	14
相对表现	14	12	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海螺水泥（600585）—内需下行收入承压，海外及多元业务贡献增量》2024-08-30
- 2、《海螺水泥（600585）—水泥量价齐降，24Q1 业绩承压》2024-05-06
- 3、《海螺水泥（600585）—水泥主业盈利承压，多业务产能扩张保份额促增长》2024-04-02

郑晓刚 S1090517070008

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云 S1090523070010

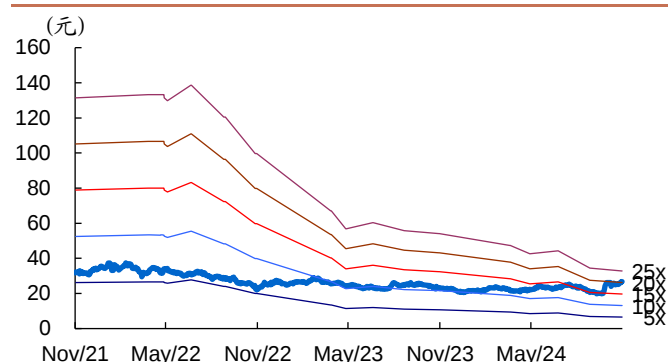
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	132022	140999	107653	112479	116931
同比增长	-21%	7%	-24%	4%	4%
营业利润(百万元)	19474	13138	9637	12133	13508
同比增长	-55%	-33%	-27%	26%	11%
归母净利润(百万元)	15661	10430	8050	9837	10858
同比增长	-53%	-33%	-23%	22%	10%
每股收益(元)	2.96	1.97	1.52	1.86	2.05
PE	9.1	13.6	17.6	14.4	13.1
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

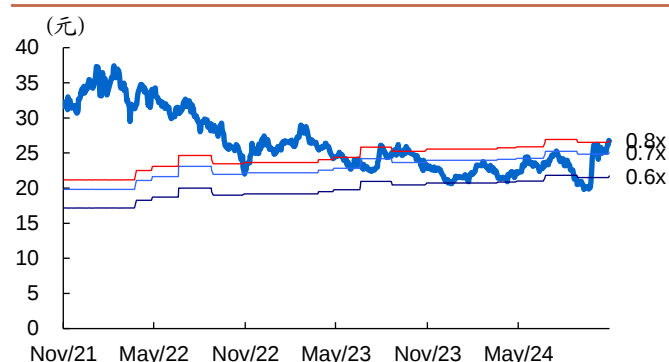
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 海螺水泥历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 海螺水泥历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	106018	101096	99306	104573	110175
现金	57866	68362	73847	78207	82851
交易性投资	10755	2211	2211	2211	2211
应收票据	8592	6328	4831	5048	5248
应收款项	5637	4399	3343	3493	3632
其它应收款	0	3694	2820	2947	3063
存货	11679	10100	7677	7912	8227
其他	11490	6003	4576	4755	4944
非流动资产	137958	145093	145313	144986	144184
长期股权投资	6793	7765	7765	7765	7765
固定资产	81182	85565	89137	91828	93741
无形资产商誉	33184	33527	30174	27157	24441
其他	16799	18237	18237	18237	18237
资产总计	243976	246189	244619	249559	254359
流动负债	35571	29660	24881	25318	25813
短期借款	10037	4480	4831	5048	5248
应付账款	6993	6568	4996	5149	5354
预收账款	3577	2888	2197	2264	2354
其他	14964	15724	12857	12857	12857
长期负债	12412	18561	18561	18561	18561
长期借款	9689	15612	15612	15612	15612
其他	2723	2949	2949	2949	2949
负债合计	47983	48220	43442	43879	44374
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积金	10513	10289	10289	10289	10289
留存收益	167827	169732	172695	176897	180870
少数股东权益	12355	12648	12894	13195	13527
归属于母公司所有者权益	183639	185321	188284	192485	196458
负债及权益合计	243976	246189	244619	249559	254359

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9649	20106	21879	18274	19277
净利润	16140	10749	8296	10138	11191
折旧摊销	6789	7445	10117	10065	9976
财务费用	(1514)	(1274)	272	185	156
投资收益	(1322)	(512)	(1819)	(1427)	(1383)
营运资金变动	(10261)	3895	5019	(688)	(664)
其它	(183)	(198)	(6)	1	1
投资活动现金流	(5281)	(19307)	(8519)	(8311)	(7790)
资本支出	(26646)	(14167)	(10338)	(9738)	(9173)
其他投资	21366	(5140)	1819	1427	1383
筹资活动现金流	(5723)	(5436)	(7875)	(5604)	(6842)
借款变动	5211	1210	(2516)	217	200
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	(223)	0	0	0
股利分配	(12612)	(7843)	(5087)	(5635)	(6886)
其他	1680	1421	(272)	(185)	(156)
现金净增加额	(1355)	(4638)	5486	4359	4644

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	132022	140999	107653	112479	116931
营业成本	103897	117637	89485	92227	95899
营业税金及附加	967	1024	782	817	849
营业费用	3327	3424	2991	2562	2430
管理费用	5561	5652	4853	4508	4102
研发费用	2011	1860	1312	1258	1191
财务费用	(1651)	(1119)	272	185	156
资产减值损失	6	(288)	(141)	(215)	(178)
公允价值变动收益	(458)	(206)	(24)	(229)	(153)
其他收益	666	565	745	659	656
投资收益	1351	544	1099	998	880
营业利润	19474	13138	9637	12133	13508
营业外收入	802	649	852	768	756
营业外支出	261	186	182	210	193
利润总额	20015	13600	10307	12691	14071
所得税	3875	2851	2011	2554	2881
少数股东损益	479	319	246	301	332
归属于母公司净利润	15661	10430	8050	9837	10858

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-21%	7%	-24%	4%	4%
营业利润	-55%	-33%	-27%	26%	11%
归母净利润	-53%	-33%	-23%	22%	10%
获利能力					
毛利率	21.3%	16.6%	16.9%	18.0%	18.0%
净利率	11.9%	7.4%	7.5%	8.7%	9.3%
ROE	8.5%	5.7%	4.3%	5.2%	5.6%
ROIC	6.7%	4.3%	3.5%	4.3%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	19.6%	17.8%	17.6%	17.4%
净负债比率	9.0%	9.3%	8.4%	8.3%	8.2%
流动比率	3.0	3.4	4.0	4.1	4.3
速动比率	2.7	3.1	3.7	3.8	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
存货周转率	9.6	10.8	10.1	11.8	11.9
应收账款周转率	10.7	11.3	11.4	13.5	13.4
应付账款周转率	15.0	17.3	15.5	18.2	18.3
每股资料(元)					
EPS	2.96	1.97	1.52	1.86	2.05
每股经营净现金	1.82	3.79	4.13	3.45	3.64
每股净资产	34.65	34.97	35.53	36.32	37.07
每股股利	1.48	0.96	1.06	1.30	1.43
估值比率					
PE	9.1	13.6	17.6	14.4	13.1
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	7.8	7.2	6.4	6.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。