

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

增持 (维持)

2024 年 03 月 21 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)	132,022	140,999	150,993	168,128	188,123
同比	-21.40%	6.80%	7.09%	11.35%	11.89%
归母净利润 (百万元)	15,661	10,430	9,022	11,249	12,949
同比	-52.92%	-33.40%	-13.50%	24.68%	15.12%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.96	1.97	1.70	2.12	2.44
P/E (现价&最新摊薄)	7.67	11.52	13.32	10.68	9.28

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年年报, 全年实现营业总收入 1409.99 亿元, 同比+6.8%, 实现归母净利润 104.30 亿元, 同比-33.4%。其中 2023Q4 单季度实现营业总收入 419.56 亿元, 同比-10.1%, 实现归母净利润 17.58 亿元, 同比-45.8%, 公司拟派发现金红利 0.96 元 (含税), 分红比例 48.6%。
- **需求疲软致水泥主业盈利继续承压, 但表现优于行业, 彰显龙头竞争力。** 2023 年公司水泥及熟料自产品销量 2.85 亿吨, 同比+0.7%, 增速好于全国整体水平, 反映份额稳步提升。我们测算自产品单吨销售均价 273 元, 同比下降 48 元, 单吨毛利 68 元, 同比下降 23 元。其中得益于煤价下行和煤耗压缩, 公司自产品单吨成本同比-25 元。测算 Q4 销量在低基数下同比增幅转正, Q4 自产品吨均价和吨毛利环比 Q3 稳中略降, 同比约下降 25 元。
- **骨料、商混业务: 产能稳步扩张, 加速贡献新增量。** 2023 年末公司骨料、商混年产能扩张至 1.49 亿吨/3980 万方, 较上年末新增 4070 万吨/1430 万方; 产能释放带动营收快速增长, 2023 年公司骨料及机制砂业务实现营业收入 38.64 亿元, 同比+73.3%; 商混业务实现营业收入 22.54 亿元, 同比+24.7%, 测算水泥熟料外业务毛利贡献达到 16.5%。
- **费用端基本稳定, 单吨净利已接近 2015 年的历史前低。** 公司 2023 年对应单吨自产品的期间费用为 34.4 元, 同比+1.8 元。公司 2023 年归母净利率为 7.4%, 同比-4.5pct, 单吨自产品对应净利润为 38 元, 同比-19 元, 略好于 2015 年的历史前低值。
- **资产结构优化推动经营性现金流显著改善, 资本性支出持续压缩。** (1) 全年经营活动产生的现金流量净额同比增加 108.4%至 201.06 亿元, 得益于公司优化资产结构, 提高资产流动性水平, 应收票据、应收账款、存货、预付款项等科目余额减少; (2) 全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 141.67 亿元, 同比-46.8%, 2024 年公司计划资本性支出 152 亿元, 较 2023 年实际完成值 195.10 亿元减少 22.1%, 将主要用于项目建设、节能环保技改及并购项目支出等。预计全年新增熟料产能 390 万吨、水泥产能 840 万吨、骨料产能 2550 万吨、商品混凝土产能 720 万立方米, 骨料商混产能维持稳步扩张的态势。(3) 2023 年末公司资产负债率为 19.6%, 同比-0.1pct, 带息债务余额 231.57 亿元, 同比+10.22 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 中期财政工具和准财政工具有望进一步发力, 财政前置下基建投资增速有望维持高位, 但仍需观察基建实物需求的释放和地产投资的企稳情况。需求趋稳有望改变行业预期, 加速竞争秩序修复。水泥企业市净率估值处于历史底部, 双碳、环保政策利好中长期供给侧出清。公司作为水泥龙头在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 且产业链上下游的业务扩张为公司提供新增长点, 估值有望迎来修复。基于地产投资超预期下行、基建实物需求落地偏缓等因素, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 90/112/129 亿元 (2024-2025 年预测前值为 138/157 亿元), 3 月 20 日收盘价对应市盈率 13.3/10.7/9.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 产业链上下游扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	22.68
一年最低/最高价	21.30/29.39
市净率(倍)	0.65
流通 A 股市值(百万元)	90,713.25
总市值(百万元)	120,188.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.97
资产负债率(% ,LF)	19.59
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): 2023 年三季报点评: Q3 盈利探底, 静待宏观政策发力推动需求回暖和景气反弹》

2023-10-29

《海螺水泥(600585): 2023 年中报点评: 水泥盈利探底企稳, 产业链延伸积极推进》

2023-08-22

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1: 水泥及熟料自产品销量及变动情况.....	4
图 2: 水泥及熟料自产品吨成本变动情况 (元/吨)	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)	5
图 4: 公司分红比例维持高位.....	5
图 5: 海螺水泥 PB-band.....	6

1. 事件

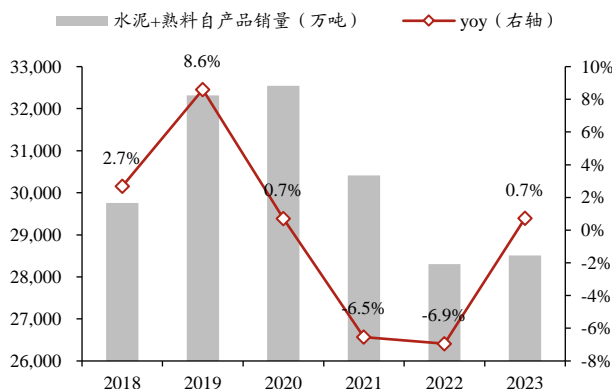
公司披露 2023 年年报，全年实现营业总收入 1409.99 亿元，同比+6.8%，实现归母净利润 104.30 亿元，同比-33.4%。其中 2023Q4 单季度实现营业总收入 419.56 亿元，同比-10.1%，实现归母净利润 17.58 亿元，同比-45.8%。2023 年度公司拟向全体股东股派发现金红利 0.96 元（含税）。

2. 点评

需求疲软致水泥主业盈利继续承压，但表现优于行业，彰显龙头竞争力。受国内房地产投资继续下行、地方债务风险防范化解力度加大，2023 年全国水泥需求表现疲软，全国水泥产量同比减少 0.7%。(1) 2023 年公司水泥及熟料自产品销量 2.85 亿吨，同比+0.7%，销量好于全国整体水平，反映市场份额稳步提升，下行期彰显龙头竞争力。(2) 我们测算自产品单吨销售均价 273 元，同比下降 48 元，单吨毛利 68 元，同比下降 23 元。其中得益于煤价下行和煤耗压缩，公司自产品单吨平均成本同比-25 元。(2) 分季度来看，我们测算 Q4 销量在同期低基数下同比增幅转正，Q4 单季自产品吨均价和吨毛利环比 Q3 稳中略降，同比约下降 25 元。

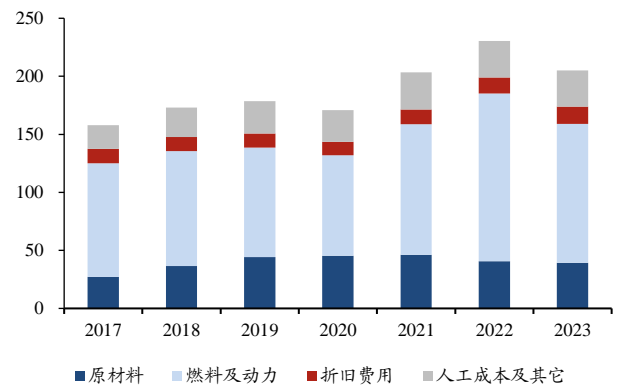
骨料、商混业务：产能稳步扩张，加速贡献新增量。2023 年末公司骨料、商混年产能扩张至 1.49 亿吨/3980 万方，较上年末新增 4070 万吨/1430 万方；产能释放带动营收快速增长，2023 年公司骨料及机制砂业务实现营业收入 38.64 亿元，同比+73.3%；商混业务实现营业收入 22.54 亿元，同比+24.7%，我们测算水泥熟料外业务毛利贡献达到 16.5%。

图1：水泥及熟料自产品销量及变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：水泥及熟料自产品吨成本变动情况（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

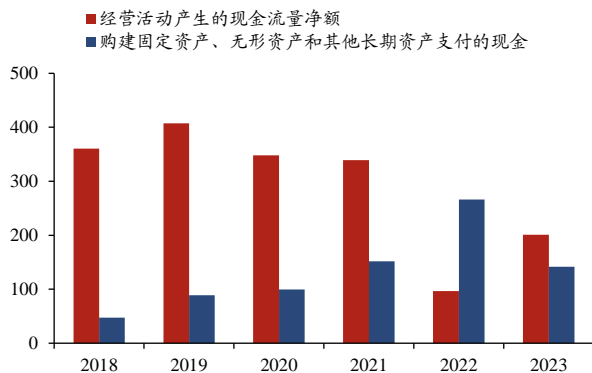
费用端基本稳定，单吨净利润已接近 2015 年的历史前低。(1) 公司 2023 年对应单吨自产品的期间费用为 34.4 元，同比+1.8 元。(2) 测算单吨自产品销售/管理/研发/财务费用分别为 12.0/19.8/6.5/-3.9 元，同比+0.3/+0.2/-0.6/+1.9 元。单吨财务费用的上升主要是市场存款利率下行以及海外项目借款利息支出增加所致。(3) 公司 2023 年归母净利润

率为 7.4%，同比-4.5pct，单吨自产品对应净利润为 38 元，同比-19 元，略好于 2015 年的历史前低值。

资产结构优化推动经营性现金流显著改善，资本性支出持续压缩。(1)公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额同比增加 108.4%至 201.06 亿元，主要系公司通过优化资产结构，提高资产流动性水平，应收票据、应收账款、存货、预付款项等科目较 2022 年年报下降所致；(2)2023 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 141.67 亿元，同比-46.8%，资本性支出主要用于项目建设；2024 年公司计划资本性支出 152 亿元，较 2023 年实际完成值 195.10 亿元减少 22.1%，将主要用于项目建设、节能环保技改及并购项目支出等。预计全年新增熟料产能 390 万吨、水泥产能 840 万吨、骨料产能 2550 万吨、商品混凝土产能 720 万立方米，骨料商混产能维持稳步扩张的态势。(3)2023 年末公司资产负债率为 19.6%，同比-0.1pct，2023 年末带息债务余额 231.57 亿元，同比+10.22 亿元。

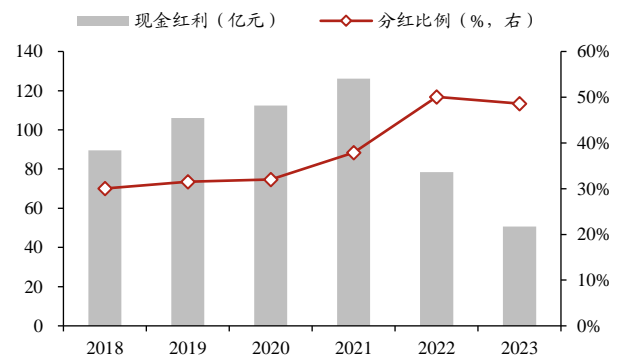
分红比例维持高位。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.96 元人民币（含税），分红比例为 48.6%，考虑股票回购资金后分红比例为 51.8%，彰显公司对股东回报的高度重视。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

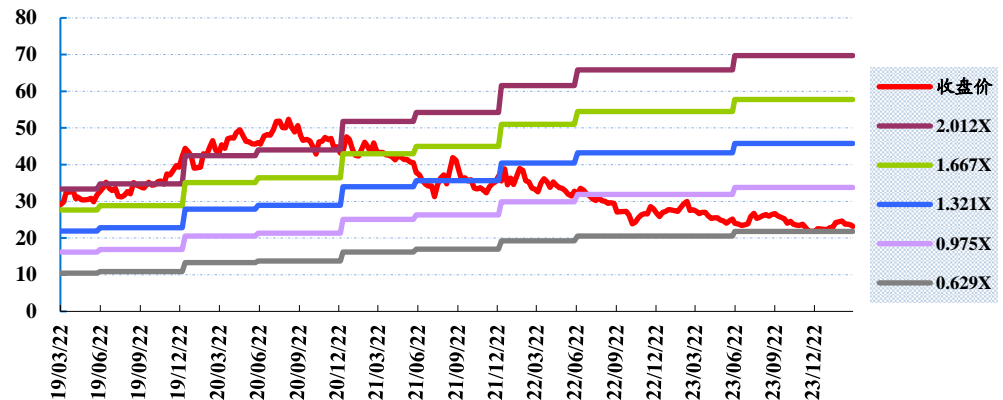
图4: 公司分红比例维持高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

供需仍待再平衡，景气继续筑底，关注积极变化。3月中旬，国内水泥市场需求量继续恢复，全国重点地区企业出货率环比提升近 15 个百分点，农历同比下滑约 8 个百分点，反映节后开工需求弱于预期。区域稳价取决于错峰自律执行效果，南方部分市场存竞争加剧的情况，行业景气继续承压。但中长期来看，一方面财政和准财政工具发力下基建实物需求有望加快落地，另一方面全行业盈利回到 2015 年的历史前低之下，叠加碳市场政策有望逐步落地，利好低效、过剩产能出清和行业集中度进一步提升，景气有望迎来反弹。

图5: 海螺水泥 PB-band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

中期财政工具和准财政工具有望进一步发力, 财政前置下基建投资增速有望维持高位, 但仍需观察基建实物需求的释放和地产投资的企稳情况。需求趋稳有望改变行业预期, 加速竞合秩序修复。水泥企业市净率估值处于历史底部, 双碳、环保政策利好中长期供给侧出清。公司作为水泥龙头在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 且产业链上下游的业务扩张为公司提供新增长点, 估值有望迎来修复。基于地产投资超预期下行、基建实物需求落地偏缓等因素, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 90/112/129 亿元(2024-2025 年预测前值为 138/157 亿元), 3 月 20 日收盘价对应市盈率 13.3/10.7/9.3 倍, 维持“增持”评级。

4. 风险提示

水泥需求恢复不及预期; 产业链上下游扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

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	109,114	121,361	137,014	营业总收入	140,999	150,993	168,128	188,123
货币资金及交易性金融资产	70,572	75,199	85,208	97,054	营业成本(含金融类)	117,637	129,622	143,272	160,862
经营性应收款项	15,020	16,381	17,716	19,538	税金及附加	1,024	1,097	1,221	1,366
存货	10,100	11,882	12,337	13,852	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	5,652	6,100	6,570	研发费用	1,860	2,138	2,459	2,828
非流动资产	145,093	147,657	148,921	149,388	财务费用	(1,119)	(1,208)	(1,177)	(1,317)
长期股权投资	7,765	8,096	8,428	8,759	加:其他收益	565	605	674	754
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)	(35)	(39)	(43)
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	11,220	14,073	16,215
其他非流动资产	7,055	7,055	7,055	7,055	营业外净收支	463	495	552	617
资产总计	246,189	256,771	270,283	286,402	利润总额	13,600	11,715	14,625	16,833
流动负债	29,660	31,281	33,200	35,973	减:所得税	2,851	2,417	3,032	3,487
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,347	6,847	6,347	5,847	净利润	10,749	9,298	11,593	13,346
经营性应付款项	6,568	7,319	7,890	8,859	减:少数股东损益	319	276	344	396
合同负债	2,888	3,020	3,363	3,762	归属母公司净利润	10,430	9,022	11,249	12,949
其他流动负债	12,857	14,095	15,600	17,504	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.97	1.70	2.12	2.44
非流动负债	18,561	18,561	18,561	18,561	EBIT	11,937	10,507	13,448	15,516
长期借款	15,612	15,612	15,612	15,612	EBITDA	19,382	18,775	22,014	24,381
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.57	14.15	14.78	14.49
租赁负债	198	198	198	198	归母净利率(%)	7.40	5.98	6.69	6.88
其他非流动负债	2,751	2,751	2,751	2,751	收入增长率(%)	6.80	7.09	11.35	11.89
负债合计	48,220	49,842	51,760	54,534	归母净利润增长率(%)	(33.40)	(13.50)	24.68	15.12
归属母公司股东权益	185,321	194,006	205,255	218,204					
少数股东权益	12,648	12,924	13,268	13,664					
所有者权益合计	197,969	206,929	218,522	231,868					
负债和股东权益	246,189	256,771	270,283	286,402					

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	16,025	19,899	21,027	每股净资产(元)	34.97	36.61	38.73	41.18
投资活动现金流	(19,307)	(9,689)	(8,538)	(7,850)	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)	(1,740)	(1,352)	(1,332)	ROIC(%)	4.30	3.70	4.53	4.98
现金净增加额	(4,607)	4,627	10,009	11,846	ROE-摊薄(%)	5.63	4.65	5.48	5.93
折旧和摊销	7,445	8,268	8,566	8,865	资产负债率(%)	19.59	19.41	19.15	19.04
资本开支	(14,167)	(10,005)	(8,948)	(8,383)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.52	13.32	10.68	9.28
营运资本变动	3,584	(1,305)	142	(577)	P/B(现价)	0.65	0.62	0.59	0.55

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。

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>