

海螺水泥 (600585.SH)

分红规模创历史新高，盈利水平高位稳定

买入

核心观点

业绩小幅下降，分红规模创历史新高。公司2021年实现营收1679.53亿元，同比减少4.73%，归母净利润332.67亿元，同比减少5.38%，EPS为6.28元/股，公司拟10派2.38元(含税)，现金分红规模达126.12亿，同增12.26%，创历史新高，分红率达37.91%，仅次于2017年，当前股息率约6.7%。由于常态化疫情防控、大宗原燃材料价格上涨和市场需求减弱等诸多不利因素影响，公司产品销量略有下滑，导致全年业绩有所回落。

需求不足影响销量，盈利水平高位稳定。公司全年水泥熟料净销量为4.09亿吨，同比下降9.76%，主要受下半年下游需求不足影响，其中自产品销量为3.04亿吨，同比下降6.53%，21H2销量同降30.43%；贸易业务全年销量1.05亿吨，同比下降18.00%。我们测算公司水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为361/203/157元/吨，分别同比增加35.5/32.5/3.0元/吨，其中成本上升主要由原煤价格大幅上涨所致，整体盈利水平保持高位稳定。期间费用占主营业务收入比例为5.73%，同比上升1.08pct，其中销售费用占比下降0.07pct至2.30%，管理/研发/财务费用占比分别上升0.58/0.45/0.12pct至3.43%/0.89%/0.89%，主要由于为员工社保费用支出较上年疫情期间同比增加、节能环保等技术开发投入增加、以及汇兑损失同比增加。

推进项目建设和并购，开启新能源产业发展。报告期内，公司积极推进国内外水泥熟料项目建设、并购，加强上下游产业链骨料、混凝土业务延伸拓展，全年新增熟料/水泥/骨料/商混产能分别为720万吨/1425万吨/750万吨/1050万方。同时，完成海螺新能源股权收购，新增19个光伏电站、3个储能电站，期末光伏发电装机容量达200MW。公司全年完成资本性支出约160.2亿元，同增47.2%，计划2022年资本性支出235亿元，同比增长46.7%。

风险提示：供给增加超预期；项目落地不及预期；成本上涨超预期。

投资建议：全国水泥龙头，估值低，维持“买入”评级

公司是全国水泥龙头企业，各方面竞争优势突出。2022年，在适度超前开展基础设施投资的背景下，水泥需求有望获得一定支撑。公司未来将在继续巩固水泥业务推进的同时，加快产业链延伸，推进新能源产业发展，打造新的产业增长极，预计2022-24年公司EPS分别为6.46/6.69/6.86元/股，对应PE为5.7/5.5/5.4x，目前估值低廉，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	176,243	167,953	182,232	195,773	209,731
(+/-%)	12.2%	-4.7%	8.5%	7.4%	7.1%
净利润(百万元)	35130	33267	34225	35476	36348
(+/-%)	4.6%	-5.3%	2.9%	3.7%	2.5%
每股收益(元)	6.63	6.28	6.46	6.69	6.86
EBIT Margin	23.7%	23.8%	22.9%	22.1%	21.2%
净资产收益率 (ROE)	21.7%	18.1%	16.7%	15.6%	14.5%
市盈率 (PE)	5.6	5.9	5.7	5.5	5.4
EV/EBITDA	4.8	5.1	4.6	4.5	4.3
市净率 (PB)	1.21	1.06	0.95	0.86	0.78

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：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

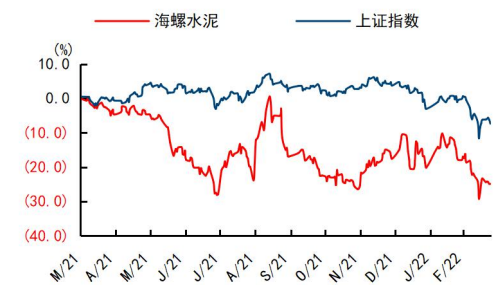
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	36.87元
总市值/流通市值	195374/195374百万元
52周最高价/最低价	52.40/33.80元
近3个月日均成交额	1019.68百万元

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-600585-2021年中报点评：销量提升促收入增长，积极延伸产业链布局》——2021-09-02
- 《海螺水泥-600585-2020年年报点评：经营质量优异，静待估值修复》——2021-03-26
- 《海螺水泥-600585-2020年中报点评：现金状态极佳，龙头优势尽显》——2020-08-24
- 《海螺水泥-600585-2019年财报点评：盈利分红均创新高，投资价值优选》——2020-03-23
- 《海螺水泥-600585-2019年中报点评：业绩稳健，现金充裕，优势尽显》——2019-08-23

业绩小幅下降，分红规模创历史新高。公司 2021 年实现营收 1679.53 亿元，同比减少 4.73%，归母净利润 332.67 亿元，同比减少 5.38%，EPS 为 6.28 元/股，公司拟 10 派 2.38 元（含税），现金分红规模达 126.12 亿，同增 12.26%，创历史新高，分红率达 37.91%，仅次于 2017 年。由于常态化疫情防控、大宗原燃材料价格上涨和市场需求减弱等诸多不利因素影响，公司产品销量略有下滑，导致全年业绩有所回落。

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、%）



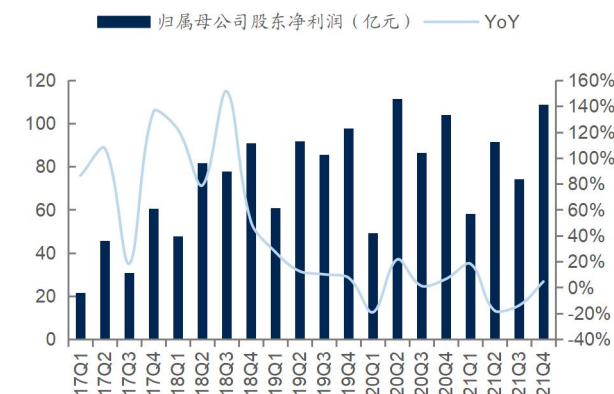
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

需求不足影响销量，盈利水平高位稳定。公司全年水泥熟料净销量为 4.09 亿吨，同比下降 9.76%，主要受下半年下游需求不足影响，其中自产品销量为 3.04 亿吨，同比下降 6.53%，21H2 销量同降 30.43%；贸易业务全年销量 1.05 亿吨，同比下降 18.00%。我们测算公司水泥熟料自产品吨收入/吨成本/吨毛利分别为 361/203/157 元/吨，分别同比增加 35.5/32.5/3.0 元/吨，其中成本上升主要由原煤价格大幅上涨所致，盈利水平保持高位稳定。期间费用占主营业务收入比例为 5.73%，同比上升 1.08pct，其中销售费用占比下降 0.07pct 至 2.30%，管理/研发/财务费用占比分别上升 0.58/0.45/0.12pct 至 3.43%/0.89%/-0.89%，主要由于为员工社保费用支出较于上年疫情期间同比增加、节能环保等技术开发投入

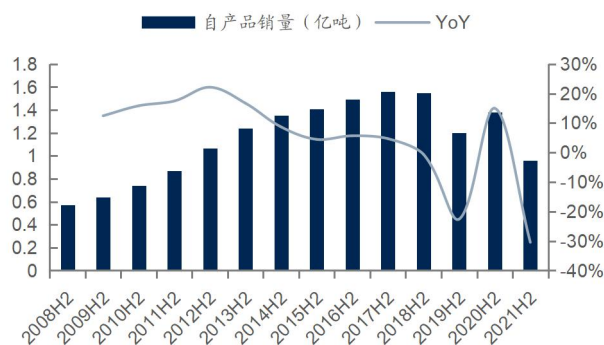
增加、以及汇兑损失同比增加。

图5: 海螺水泥自产品水泥熟料销量及增速 (单位: 亿元、%)



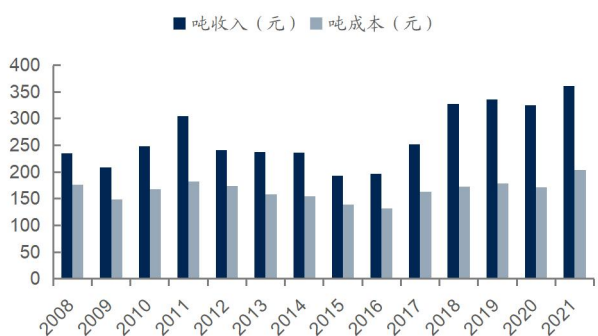
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥下半年水泥熟料销量及增速



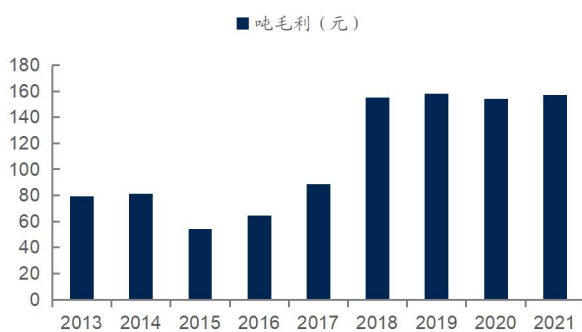
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥水泥熟料吨收入、成本



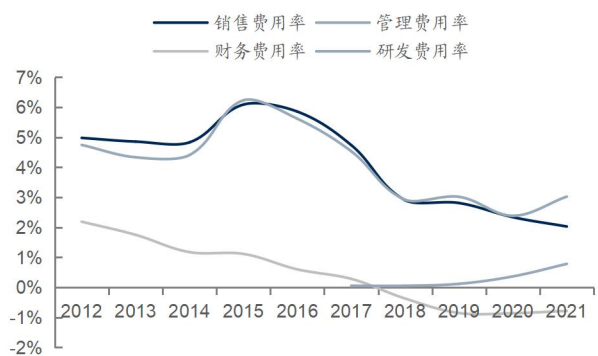
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥水泥熟料吨毛利



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 海螺水泥期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 海螺水泥经营活动现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推进项目建设和并购，开启新能源产业发展。报告期内，公司积极推进国内外水泥熟料项目建设、并购，加强上下游产业链骨料、混凝土业务延伸拓展，全年新增熟料/水泥/骨料/商混产能分别为 720 万吨/1425 万吨/750 万吨/1050 万方。同时，完成海螺新能源股权收购，新增 19 个光伏电站、3 个储能电站，期末光伏发电装机容量达 200MW。公司全年完成资本性支出约 160.2 亿元，同增 47.2%，计划 2022 年资本性支出 235 亿元，同比增长 46.7%。

优质水泥龙头，估值低，维持“买入”评级。公司是全国水泥龙头企业，各方面竞争优势突出。2022 年，在适度超前开展基础设施投资的背景下，水泥需求有望获得一定支撑。公司未来将在继续巩固水泥业务推进的同时，加快产业链延伸，推进新能源产业发展，打造新的产业增长极，预计 2022-24 年公司 EPS 分别为 6.46/6.69/6.86 元/股，对应 PE 为 5.7/5.5/5.4x，目前估值低廉，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	62177	69535	80212	94713	112034	营业收入	176243	167953	182232	195773	209731
应收款项	7806	10366	9659	11230	11574	营业成本	124848	118181	130660	142719	155695
存货净额	7002	9896	9013	10794	11224	营业税金及附加	1289	1243	1349	1449	1553
其他流动资产	9113	9515	10840	11369	12328	销售费用	4123	3408	3247	3133	3010
流动资产合计	112980	123583	133996	152377	171431	管理费用	4207	5083	5285	5159	4963
固定资产	67395	73794	82087	89280	95526	财务费用	(1515)	(1315)	(1432)	(1754)	(2104)
无形资产及其他	13710	18240	17510	16780	16051	投资收益	1550	1402	1500	1500	1500
投资性房地产	2664	9336	9336	9336	9336	资产减值及公允价值变动	101	591	600	600	600
长期股权投资	4223	5563	6434	7539	8527	其他收入	1330	(235)	(1300)	(1600)	(2000)
资产总计	200973	230515	249363	275312	300871	营业利润	46271	43109	43921	45567	46714
短期借款及交易性金融负债	3646	8106	4000	4000	4000	营业外净收支	837	1007	1100	1100	1100
应付款项	4786	6828	7614	8207	8985	利润总额	47108	44116	45021	46667	47814
其他流动负债	15792	17735	17743	20016	21220	所得税费用	10738	9950	10154	10526	10784
流动负债合计	24223	32669	29357	32224	34205	少数股东损益	1240	899	642	666	682
长期借款及应付债券	6808	3748	3748	3748	3748	归属于母公司净利润	35130	33267	34225	35476	36348
其他长期负债	1725	2272	2575	3000	3364						
长期负债合计	8533	6020	6322	6747	7111	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32756	38689	35679	38971	41316	净利润	35130	33267	34225	35476	36348
少数股东权益	6395	8141	8262	8389	8518	资产减值准备	0	24	5	2	2
股东权益	161822	183685	205422	227953	251037	折旧摊销	5430	5957	8031	9135	10081
负债和股东权益总计	200973	230515	249363	275312	300871	公允价值变动损失	(101)	(591)	(600)	(600)	(600)
						财务费用	(1515)	(1315)	(1432)	(1754)	(2104)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(900)	(7971)	1366	(587)	615
每股收益	6.63	6.28	6.46	6.69	6.86	其它	839	547	117	124	127
每股红利	2.15	2.29	2.36	2.44	2.50	经营活动现金流	40397	31232	43144	43551	46573
每股净资产	30.54	34.66	38.76	43.02	47.37	资本开支	0	(12366)	(15000)	(15000)	(15000)
ROIC	23%	20%	19%	19%	18%	其它投资现金流	(10072)	2611	0	0	0
ROE	22%	18%	17%	16%	14%	投资活动现金流	(10474)	(11094)	(15871)	(16105)	(15988)
毛利率	29%	30%	28%	27%	26%	权益性融资	(100)	943	0	0	0
EBIT Margin	24%	24%	23%	22%	21%	负债净变化	(562)	438	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	27%	27%	26%	支付股利、利息	(11379)	(12139)	(12488)	(12945)	(13263)
收入增长	12%	-5%	9%	7%	7%	其它融资现金流	1259	9678	(4106)	0	0
净利润增长率	5%	-5%	3%	4%	2%	融资活动现金流	(22723)	(12780)	(16595)	(12945)	(13263)
资产负债率	19%	20%	18%	17%	17%	现金净变动	7200	7357	10678	14500	17322
息率	5.8%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	货币资金的期初余额	54977	62177	69535	80212	94713
P/E	5.6	5.9	5.7	5.5	5.4	货币资金的期末余额	62177	69535	80212	94713	112034
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	36783	16626	26684	27093	30167
EV/EBITDA	4.8	5.1	4.6	4.5	4.3	权益自由现金流	37480	26742	23686	28451	31796

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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所提及的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