

卓越的竞争力再获印证

华泰研究

2023年4月26日 | 中国内地/中国香港

季报点评

水泥

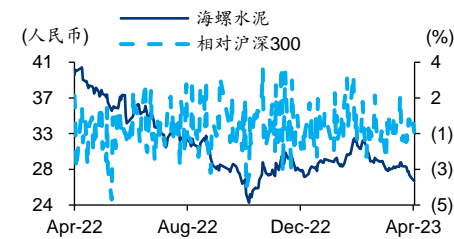
	914 HK	600585 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 40.66	人民币: 35.78

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

(港币/人民币)	914 HK	600585 CH
目标价	40.66	35.78
收盘价 (截至4月26日)	25.25	26.87
市值(百万)	133,807	142,392
6个月平均日成交额(百万)	190.40	607.24
52周价格范围	20.10-43.50	24.28-40.38
BVPS	34.64	35.12

股价走势图



资料来源: Wind

1Q23 盈利收缩, 困难时期彰显竞争力底色

海螺水泥发布一季报, 1Q23 实现归属于母公司净利润 25.5 亿元, 同比-48.2%; 扣除汇兑损益和公允价值变动的影响, 核心净利润 24.3 亿元, 同比-50%。在部分同行一季度已亏损的情况下, 这一表现再度验证了公司竞争力底色。在一季度的低起点后, 尽管过程或有波折, 但在逐渐企稳的需求和行业共识凝聚的支持下, 我们看好水泥价格和公司的盈利在 2023 年逐季修复。我们预测 2023/2024/2025E 年 EPS 分别为 3.98/4.29/4.50 元, 维持海螺水泥-A/H 目标价 35.78 元/40.66 港元不变, 基于 9x2023 年 PE, 与 2011 年以来海螺水泥-A/H 的历史平均基本一致。维持“买入”。

水泥业务量增价落, 低起点后有望迎来逐季改善

春节后全国水泥市场的量价均环比有所恢复, 但由于 4Q22 水泥市场旺季不旺, 水泥市场在春节前处于低起点。1Q23 全国水泥产量同比+4.0%, 平均价格同比-82 元/吨。考虑到公司约 70% 产能位于华东、华中和华南等需求相对更有韧性的区域市场, 我们预计公司 1Q23 量增价落, 销量和 ASP 的同比均略优于全国平均表现; 考虑到煤炭市场价 3 月起已开始逐步回落, 我们预计生产成本同比大致持平, 吨毛利同比降幅约在 55-60 元/吨。得益于春节以后水泥价格的边际修复、基建投资的强劲增长以及房地产销售的逐步企稳, 我们预计水泥价格在 1Q23 年低起点后有望逐季提升。

行业共识是应对市场挑战的关键

尽管房地产销售市场已经初步呈现企稳的迹象(3 月新房销售额同比+6.3%, 是 2H21 以来首度转正), 但房建投资仍有下行压力(3 月房地产投资额同比-7.2%), 部分抵消了基建的强劲增长, 水泥需求在去年低基数的基础上温和复苏。在近期雨水天气的扰动对需求的影响更为频繁、行业供给环比增加的情况下, 市场又迎来了阶段性的挑战。近期部分省份较往年更早地开展了错峰生产, 反映行业共识的凝聚。在需求温和复苏的基调下, 行业共识或仍将是今年应对市场挑战的关键。

强劲资产负债表支持新一轮发展

1Q23 末公司交易性金融资产和现金及现金等价物合计 700 亿元, 扣除有息负债后净现金 476 亿元, 资产负债表仍然强劲。叠加水泥业务盈利能力的逐步修复, 我们预计公司有充分资源推动新一轮发展, 稳妥推进国内水泥主业并购、统筹海外项目发展、延伸水泥产业链、加快新能源产业发展并做强环保业务。

风险提示: 房地产政策严于预期, 水泥行业共识弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	167,953	132,022	142,804	147,853	151,232
+/-%	(4.71)	(21.39)	8.17	3.54	2.28
归属母公司净利润 (人民币百万)	33,267	15,661	21,066	22,729	23,822
+/-%	(5.30)	(52.92)	34.51	7.90	4.81
EPS (人民币, 最新摊薄)	6.28	2.96	3.98	4.29	4.50
ROE (%)	19.26	8.53	11.07	11.20	11.07
PE (倍)	3.30	7.69	5.72	5.30	4.61
PB (倍)	0.60	0.66	0.61	0.58	0.50
EV EBITDA (倍)	1.62	4.26	3.22	3.11	2.87

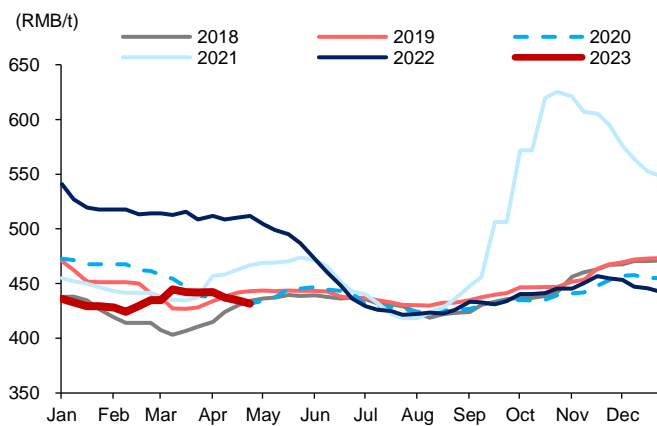
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 季度业绩总结

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
损益表 (百万元)									
主营业务收入	34,441	45,992	41,278	46,242	25,462	30,814	29,052	46,694	31,368
同比(%)	48.4	(9.5)	(17.4)	(11.5)	(26.1)	(33.0)	(29.6)	1.0	23.2
主营业务成本	(25,193)	(32,882)	(30,134)	(29,972)	(17,478)	(22,773)	(23,433)	(40,212)	(26,192)
营业税金及附加	(269)	(331)	(293)	(351)	(221)	(233)	(246)	(266)	(256)
毛利润	8,979	12,779	10,852	15,919	7,762	7,808	5,373	6,215	4,921
毛利率(%)	26.1	27.8	26.3	34.4	30.5	25.3	18.5	13.3	15.7
销售费用	(936)	(1,011)	(1,044)	(417)	(679)	(846)	(793)	(1,009)	(783)
管理费用	(1,211)	(1,106)	(978)	(1,789)	(1,287)	(1,421)	(1,116)	(1,737)	(1,471)
经营性利润	6,721	10,500	8,594	12,904	5,555	4,965	2,848	2,888	2,412
经营性利润率(%)	19.5	22.8	20.8	27.9	21.8	16.1	9.8	6.2	7.7
财务费用, 净额	241	305	433	336	379	567	496	210	283
投资收益	144	619	398	241	187	644	84	436	89
其他收入, 净额	699	639	427	916	562	116	(67)	(56)	634
利润总额	7,806	12,063	9,852	14,396	6,684	6,292	3,361	3,678	3,419
所得税费用	(1,859)	(2,640)	(2,250)	(3,201)	(1,577)	(1,237)	(765)	(296)	(747)
少数股东权益	(138)	(280)	(163)	(318)	(182)	(141)	(18)	(139)	(121)
归属于母公司净利润	5,809	9,143	7,439	10,877	4,925	4,915	2,578	3,243	2,551
同比(%)	18.2	(18.0)	(14.0)	4.5	(15.2)	(46.2)	(65.3)	(70.2)	(48.2)
净利率(%)	16.9	19.9	18.0	23.5	19.3	15.9	8.9	6.9	8.1
核心净利润	5,770	9,380	7,445	10,662	4,871	4,974	2,814	3,501	2,433
同比(%)	7.8	(12.5)	(15.3)	2.3	(15.6)	(47.0)	(62.2)	(67.2)	(50.0)

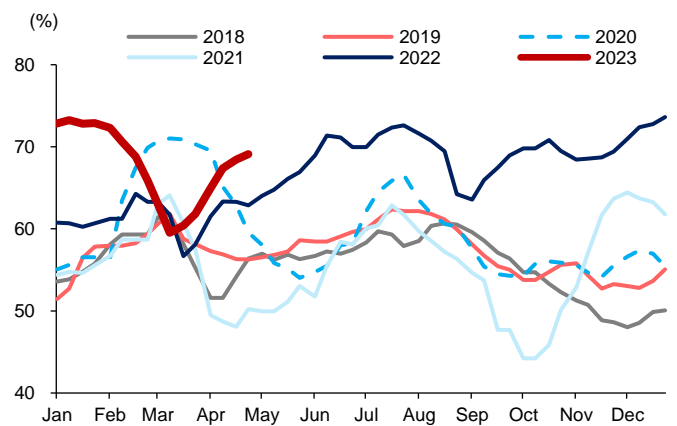
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 全国 PO42.5 水泥均价



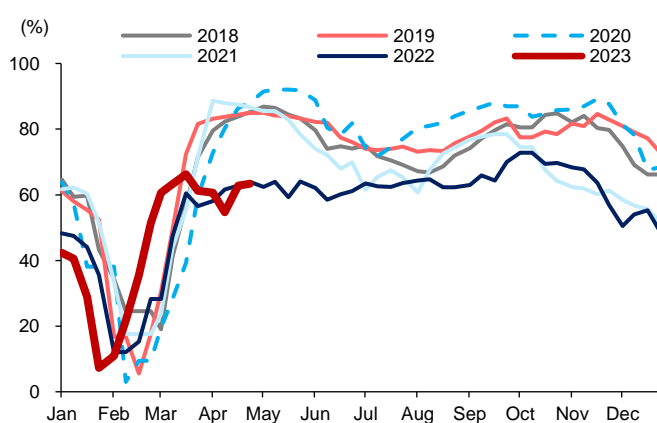
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表3: 全国水泥企业平均库容比



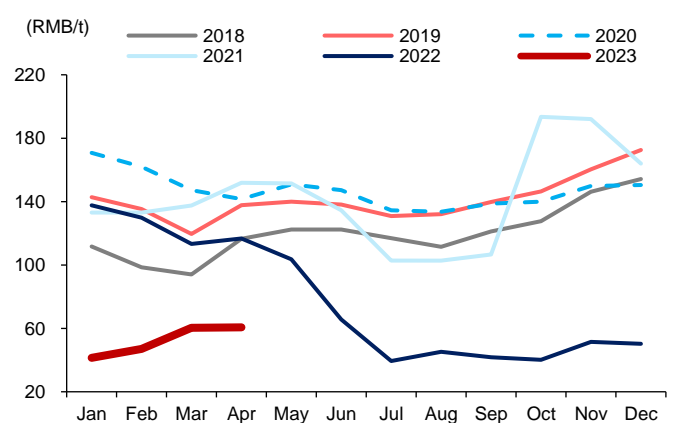
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表4: 全国水泥企业平均发货率



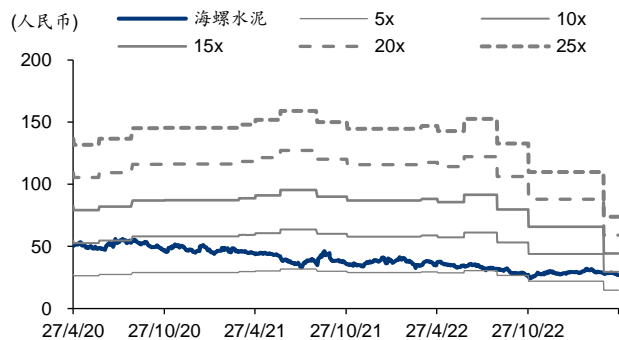
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表5: 水泥行业吨毛利走势测算



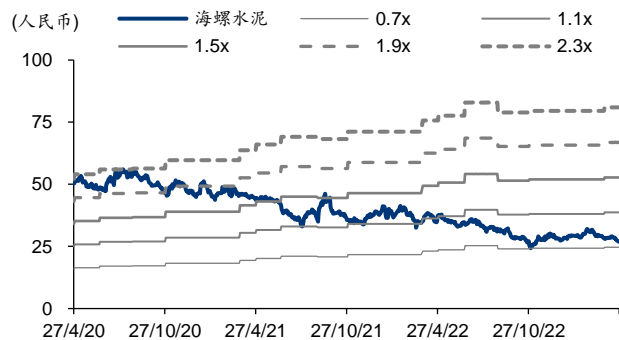
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表6: 海螺水泥 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 海螺水泥 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	123,583	106,018	105,328	103,784	105,623
现金	69,535	57,866	58,071	53,337	56,449
应收账款	14,594	16,991	17,173	18,780	18,670
其他应收账款	4,480	6,903	6,903	6,903	6,903
预付账款	3,464	1,186	1,186	1,186	1,186
存货	9,896	11,679	10,602	12,185	11,022
其他流动资产	21,614	11,393	11,393	11,393	11,393
非流动资产	106,932	137,958	152,942	167,252	178,954
长期投资	5,563	6,793	5,442	4,091	2,775
固定投资	73,794	89,569	102,068	114,044	125,495
无形资产	18,240	32,038	35,874	39,559	41,125
其他非流动资产	9,336	9,558	9,558	9,558	9,559
资产总计	230,515	243,976	258,271	271,036	284,577
流动负债	32,669	35,571	35,998	35,889	36,262
短期借款	8,106	12,390	12,390	12,390	12,390
应付账款	6,828	6,993	7,420	7,311	7,684
其他流动负债	17,735	16,188	16,188	16,188	16,188
非流动负债	6,020	12,412	12,412	12,412	12,412
长期借款	3,748	9,689	9,689	9,689	9,689
其他非流动负债	2,272	2,723	2,723	2,723	2,723
负债合计	38,689	47,983	48,410	48,300	48,674
少数股东权益	8,141	12,355	12,999	13,695	14,424
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	13,068	11,898	11,898	11,899	2,053
留存公积	165,318	166,441	179,664	191,843	214,127
归属母公司股东权益	183,685	183,639	196,862	209,041	221,480
负债和股东权益	230,515	243,976	258,271	271,036	284,577

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	33,901	19,214	22,344	28,080	31,661
净利润	33,267	16,103	21,066	22,729	23,822
折旧摊销	2,810	5,346	6,265	6,939	7,583
财务费用	1,315	1,651	1,532	(1,444)	(1,418)
投资损失	1,402	1,351	665.00	665.00	700.00
营运资金变动	(697.02)	(8,313)	1,322	(3,299)	1,645
其他经营现金	(4,196)	3,076	(8,506)	2,489	(671.16)
投资活动现金	(21,667)	(16,850)	(22,600)	(22,600)	(18,584)
资本支出	(15,512)	(15,982)	(22,600)	(22,600)	(20,600)
长期投资	(3,138)	0.00	0.00	0.00	2,016
其他投资现金	(3,017)	(868.00)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(11,604)	(14,136)	(4,127)	(5,913)	(9,965)
短期借款	4,460	4,284	0.00	0.00	0.00
长期借款	(3,060)	5,941	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,004)	(24,361)	(4,127)	(5,913)	(9,965)
现金净增加额	629.00	(11,772)	(4,383)	(432.70)	3,111

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	167,953	132,022	142,804	147,853	151,232
营业成本	(118,181)	(103,897)	(107,298)	(109,732)	(111,758)
营业税金及附加	(1,243)	(966.96)	(1,046)	(1,083)	(1,108)
营业费用	(3,408)	(3,327)	(3,427)	(3,548)	(3,478)
管理费用	(6,401)	(7,573)	(7,888)	(8,167)	(8,202)
财务费用	1,315	1,651	1,532	(1,444)	(1,418)
资产减值损失	(24.17)	(1.57)	(1.57)	(1.57)	(1.57)
公允价值变动收益	591.22	(457.72)	100.00	100.00	100.00
投资净收益	1,402	1,351	665.01	665.01	700.00
营业利润	41,400	17,013	24,558	26,761	28,140
营业外收入	2,114	1,215	1,314	1,339	1,356
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	44,116	20,015	26,755	28,870	30,258
所得税	(9,950)	(3,875)	(5,045)	(5,445)	(5,708)
净利润	34,166	16,140	21,710	23,425	24,550
少数股东损益	898.77	479.16	644.53	695.42	728.85
归属母公司净利润	33,267	15,661	21,066	22,729	23,822
EBITDA	45,612	23,709	31,488	34,365	36,423
EPS (人民币, 基本)	6.28	2.96	3.98	4.29	4.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	(4.71)	(21.39)	8.17	3.54	2.28
营业利润	(6.00)	(58.91)	44.35	8.97	5.16
归属母公司净利润	(5.30)	(52.92)	34.51	7.90	4.81
获利能力 (%)					
毛利率	29.11	20.72	24.31	25.24	25.56
净利率	19.96	11.95	14.86	15.49	15.87
ROE	19.26	8.53	11.07	11.20	11.07
ROIC	26.04	9.89	12.06	12.00	11.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.78	19.67	18.74	17.82	17.10
净负债比率 (%)	(31.40)	(19.49)	(18.28)	(14.95)	(15.52)
流动比率	3.78	2.98	2.93	2.89	2.91
速动比率	3.48	2.65	2.63	2.55	2.61
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.55	0.56	0.55	0.54
应收账款周转率	13.08	8.30	8.30	8.16	8.02
应付账款周转率	6.28	5.08	5.41	5.49	5.56
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	6.28	2.96	3.98	4.29	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	3.73	(4.35)	1.03	0.62	2.27
每股净资产(最新摊薄)	34.66	34.66	37.15	39.45	41.80
估值比率					
PE (倍)	3.30	7.69	5.72	5.30	4.61
PB (倍)	0.60	0.66	0.61	0.58	0.50
EV EBITDA (倍)	1.62	4.26	3.22	3.11	2.87

免责声明

分析师声明

本人, 龚劼、王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司