

销售价格下跌 盈利大幅下降

海螺水泥 (600585.SH)

中性 下调评级

核心观点:

1. 事件

今日, 公司发布 2015 年半年报。

2. 我们的分析与判断

(一) 收入、利润、现金流大幅降低, 费用率略升

2015 年上半年, 公司主营业务收入为 235.86 亿元, 同比下降 15.67%; 归属于上市公司股东的净利润为 47.05 亿元, 同比下降 19.17%; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 28.15 亿元, 同比下降 49.31%, 经营活动产生的现金流量净额 41.87 亿元, 同比下降 48.66%。报告期内, 公司三项费用合计占主营业务收入的比重为 12.76%, 同比上升了 2.85 个百分点。公司 EPS 为 0.89 元。

(二) 降价保量是公司业绩下滑的主要因素

经济增速回落和投资增速持续下降导致房地产、基建、工业等水泥行业重要下游行业需求的进一步萎缩, 是公司业绩下滑的主要因素。

公司主要通过“降价、走量”应对需求下滑的影响。报告期, 公司的收入/吨、利润/吨、毛利率同比分别下降 16.67%、35.17%、22.21%。

(三) 1-7 月公司产销基本平衡, 库存增长超 26%

统计数据显示, 2015 年 1-7 月公司熟料产量为 11619 万吨, 同比增长 4.27%、水泥产量 16940 万吨, 同比增长 1.12%、水泥销量 16969 万吨, 同比增长 1.07%, 库存 701 万吨, 同比增长 26.06%。

整体来看, 公司产销基本平衡; 库存随产能增加而增长, 库存增速有望下降。

3. 投资建议

我们认为, 下半年随着开工率的提高, 需求端将略好于上半年, 但总体仍不乐观。

我们预计, 2016 年公司 EPS 为 1.83 元, 对应市盈率为 10 倍, 我们下调评级, 给予公司中性的投资评级。

4. 风险提示

投资需求持续放缓、区域竞争加剧, 导致价格进一步下降。

分析师

洪亮

☎: 010-66568750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

郝飞飞

☎: 010-66568843

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

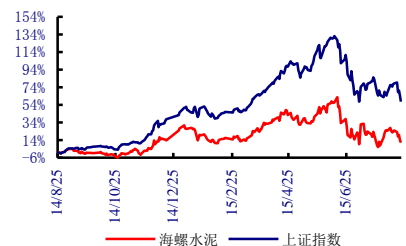
执业证书编号: S0130511060002

市场数据

时间 2015.08.21

A 股收盘价(元)	18.77
A 股一年内最高价(元)	28.75
A 股一年内最低价(元)	16.11
上证指数	3507.74
市净率	1.50
总股本(万股)	529930.26
实际流通 A 股(万股)	399970.26
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	750.74

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

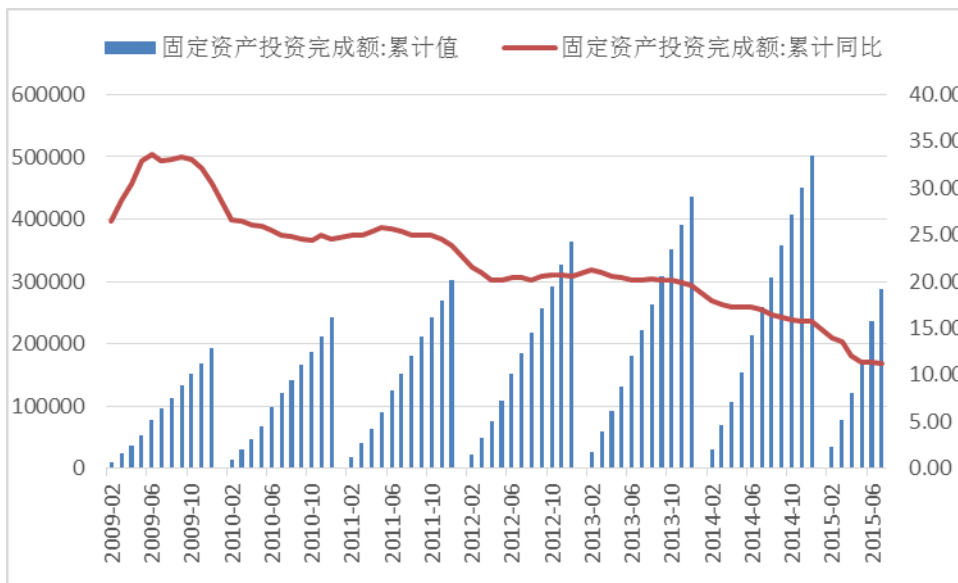
相关研究

表 1: 公司利润表主要指标

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2014-06-30	2015/06/30
营业收入	45,766.20	55,261.68	60,758.50	28,784.48	24,223.32
增长率 (%)	-5.94%	20.75%	9.95%		-15.85%
营业成本	33,061.92	37,018.08	40,264.33	18,472.10	17,392.48
增长率 (%)	13.05%	11.97%	8.77%		-5.84%
毛利率 (%)	27.76%	33.01%	33.73%	35.83%	28.20%
收入/成本(倍)	1.38	1.49	1.51	1.56	1.39
销售费用/主营业务成本 (%)	6.90%	7.25%	7.29%	7.14%	7.88%
管理费用/主营业务成本 (%)	6.57%	6.47%	6.66%	5.85%	7.56%
财务费用/主营业务成本 (%)	3.03%	2.62%	1.77%	2.01%	1.87%
资产减值损失占比 (%)	0.00%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	7,015.80	11,742.68	13,823.48	7,365.51	5,457.31
增长率 (%)	-53.10%	67.37%	17.72%		-25.91%
营业外收支净额/营业利润 (%)	15.3%	7.6%	7.7%	6.5%	14.4%
利润总额	8,087.82	12,631.27	14,882.81	7,845.21	6,241.95
增长率 (%)	-48.33%	56.18%	17.83%		-20.44%
所得税占比 (%)	20.10%	22.32%	22.14%	21.70%	24.04%
净利润	6,462.23	9,811.45	11,587.60	6,142.93	4,741.13
增长率 (%)	-45.35%	51.83%	18.10%		-22.82%
少数股东损益/净利润 (%)	2.4%	4.4%	5.1%	5.2%	0.8%
归属于母公司所有者的净利润	6,307.59	9,380.16	10,993.02	5,821.29	4,705.34
增长率 (%)	-45.58%	48.71%	17.19%		-19.17%
基本每股收益(元)	1.19	1.77	2.07	1.10	0.89
收现比	1.32	1.28	1.34	1.36	1.30
付现比	1.19	1.23	1.27	1.29	1.26
EPS	1.19	1.77	2.07	1.10	0.89
BPS	9.23	10.59	12.50	11.32	12.79
PS	2.00	1.55	1.88	2.82	4.69
PCF	252.02	-53.82	19.01	195.52	-16.20
净资产收益率 ROE(%)	13.46	17.86	17.97	10.03	7.02
总资产净利润 ROA(%)	7.53	10.86	11.86	6.50	4.57
投入资本回报率 ROIC(%)	8.95	12.36	13.30	7.29	5.38
带息债务/全部投入资本(%)	33.14	28.68	23.61	25.84	23.20
存货周转天数(天)	45.82	37.59	36.07	41.30	49.03
应收账款周转天数(天)	2.26	1.92	2.05	2.30	2.59

资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 1: 1-7 月投资增速下降至 11.2%



资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

表 2: 2015 年 1-7 月海螺水泥主要业务指标

指标	数量 (万吨)	同比增长 (%)	指标	价格 (元)	同比增长 (%)
水泥产量	16939.88	1.12	水泥价格-42.5R	222	-19.27
熟料水泥产量	11618.97	4.27	水泥价格-52.5	295	-10.06
水泥销量	16968.99	1.07			
水泥库存	701.15	26.06			

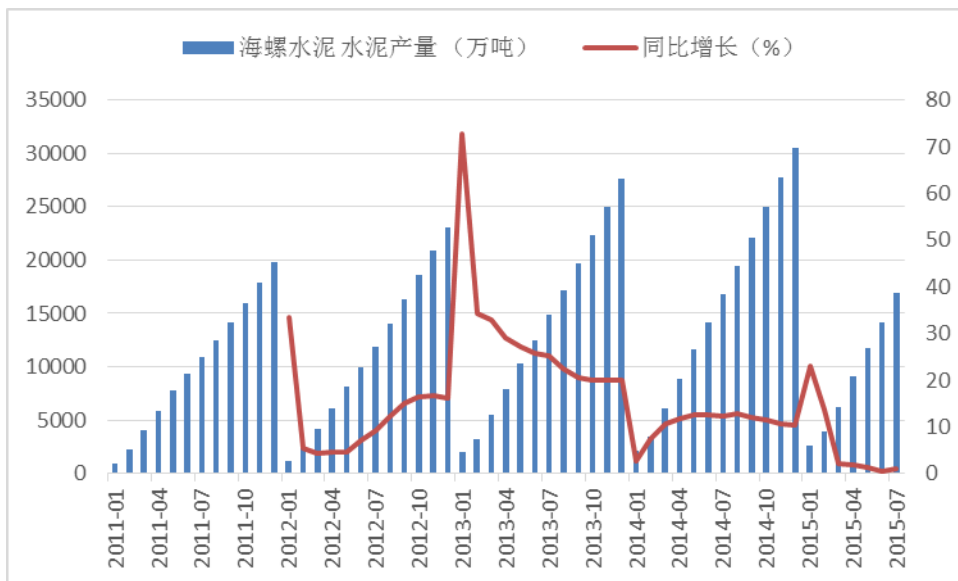
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 3: 2015 年上半年公司经济效益指标

	水泥和熟料净销量 (万吨)	收入/吨 (元)	利润/吨 (元)	毛利率 (元)
2006H	3472	194.13	53.23	27.42
2007H	3995	205.85	60.83	29.55
2008H	4510	223.10	63.20	28.33
2009H	5433	205.22	52.22	25.45
2010H	6280	217.87	55.35	25.41
2011H	7084	312.23	133.59	42.79
2012H	8055	252.01	68.26	27.09
2013H	10300	225.33	64.20	28.49
2014H	11400	245.10	90.07	36.75
2015H	11500	204.25	58.39	28.59

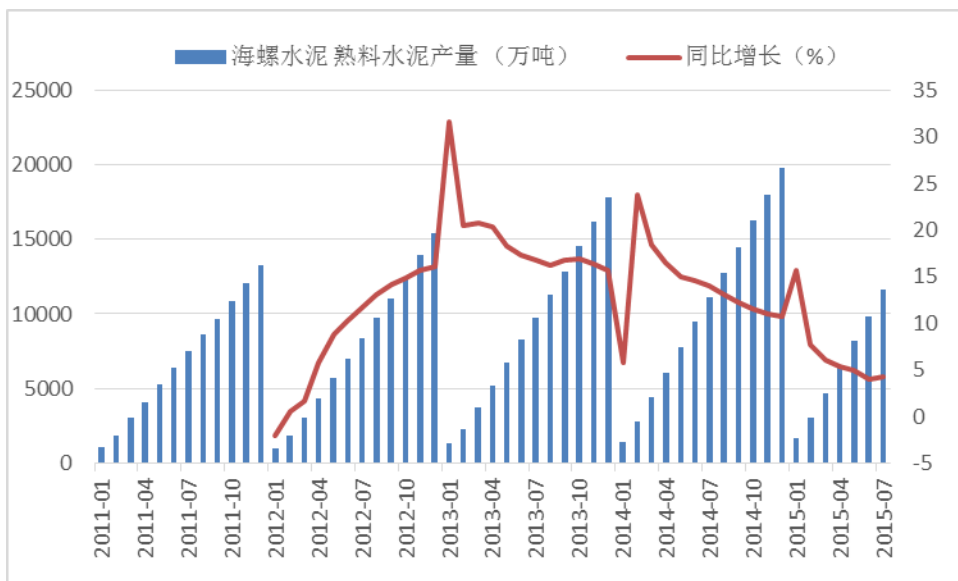
资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 2: 2015 年 1-7 月公司水泥产量增长 1.12%



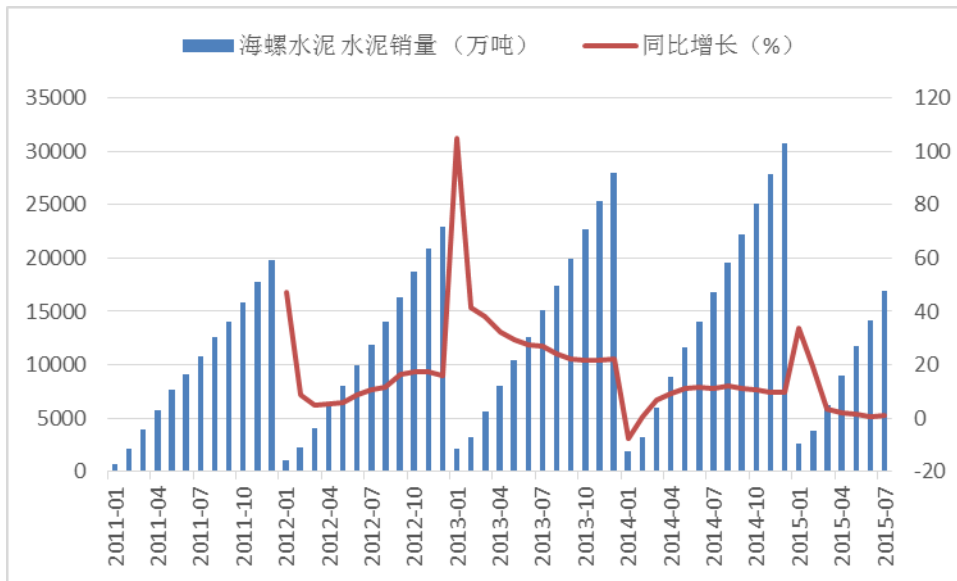
资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 3: 2015 年 1-7 月公司熟料水泥产量增长 4.27%



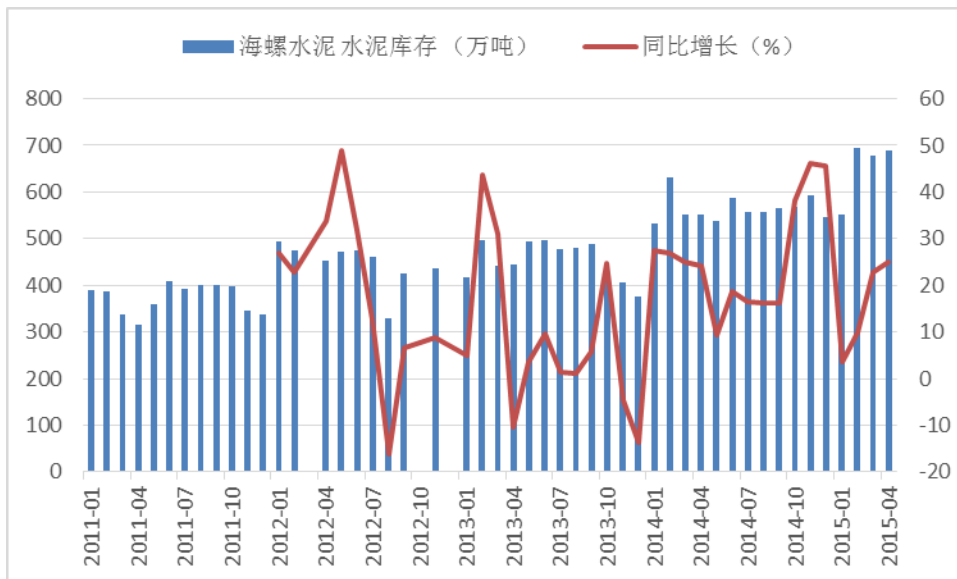
资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 4: 2015 年 1-7 月公司水泥销量增长 1.07%



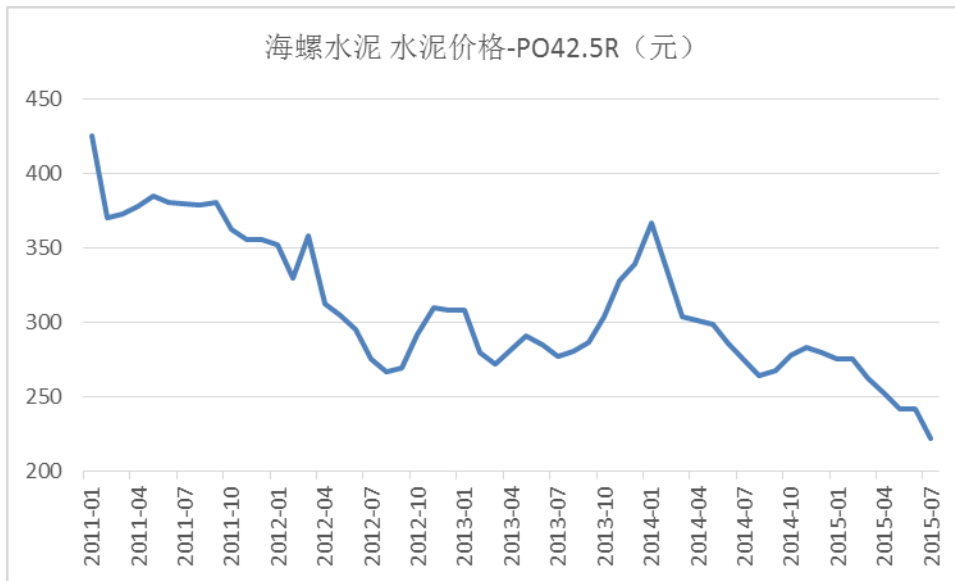
资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 5: 2015 年 1-7 月公司水泥库存增长 26.06%



资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

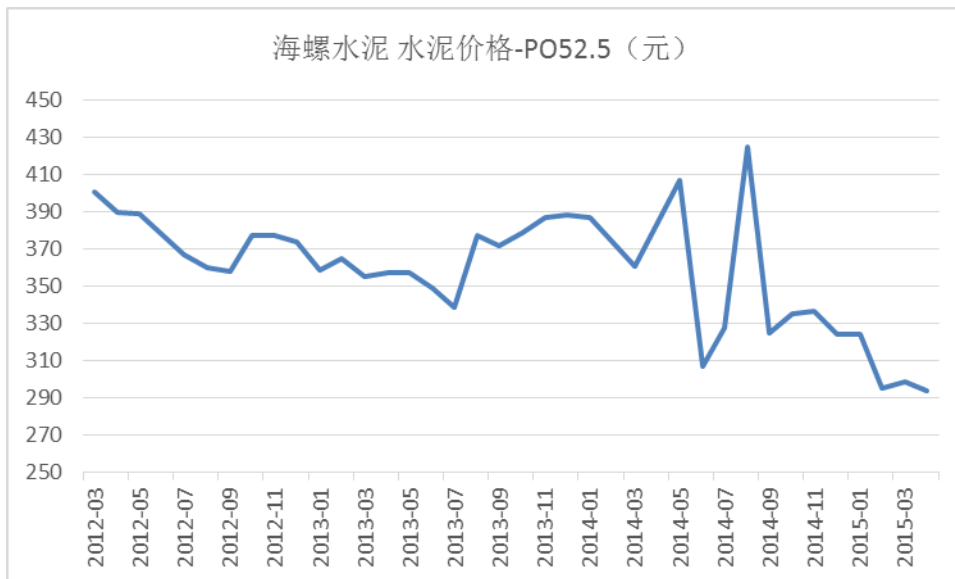
图 6: 2015 年 1-7 月公司水泥价格-42.5R 下降 19.27%



资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

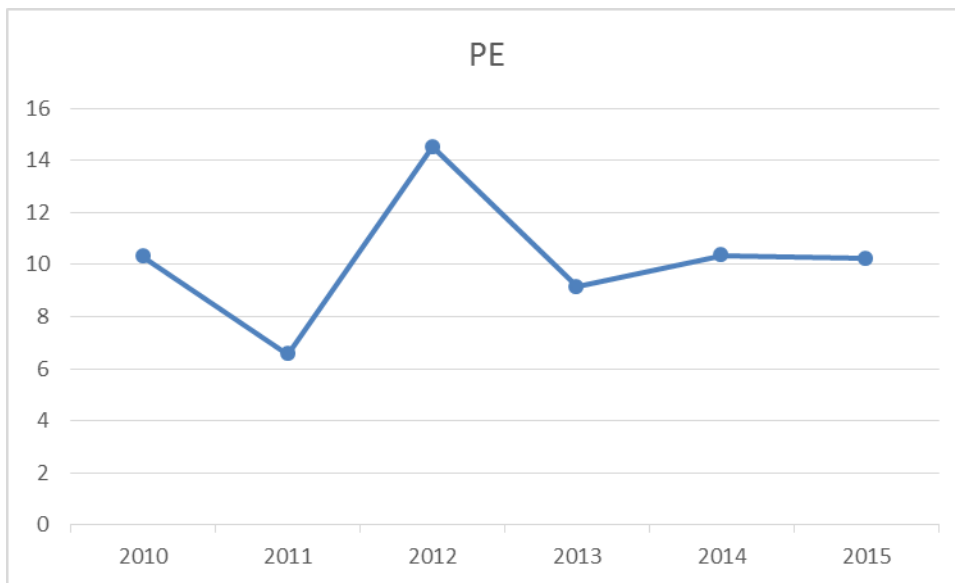
注: 2014 年 7 月价格为 8 和 9 月的平均值

图 7: 2015 年 1-7 月公司水泥价格-52.5 下降 10.06%



资料来源: Wind 资讯、中国银河证券研究部

图 8: 公司 PE 水平 (以年底收盘价和当年 EPS 计算)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 4: 2007 年以来上市公司收入/吨变化

	表示数值最高的年份所在							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
博闻科技								
巢东股份								
福建水泥								
海螺水泥								
华新水泥								
冀东水泥								
金隅集团								
金圆水泥								
宁夏建材								
祁连山								
秦岭水泥								
上峰水泥								
狮头股份								
四川双马								
塔牌集团								
天山股份								
同力水泥								
万年青								
亚泰集团								
平均	241.43	264.18	276.39	298.89	323.36	274.10	254.36	245.22

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 5：2007 年以来上市公司利润/吨变化

	利润/吨（元）							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
博闻科技								
巢东股份								
福建水泥								
海螺水泥								
华新水泥								
冀东水泥								
金隅集团								
金圆水泥								
宁夏建材								
祁连山								
秦岭水泥								
上峰水泥								
狮头股份								
四川双马								
塔牌集团								
天山股份								
同力水泥								
万年青								
亚泰集团								
平均	54.31	54.53	64.03	78.13	75.37	69.30	64.04	67.53

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，行业证券分析师；郝飞飞，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn