

## 华润水泥 [1313.HK]

**2014年业绩点：第四季核心净利润下降35%；下调评级至持有**

华润水泥2014年实现净利润42亿港元，同比增长26%。若不计及特殊项目（汇兑亏损、公允价值变动和固定资产的减值亏损），核心净利润上升31%至43亿港元，较我们和市场的预期低数个百分点。2014年第四季度经常性净利润同比下降35%，主要由于价格反弹力度相对较弱。第四季度的总体吨毛利同比下降25%至110港元/吨，主要是由于总体平均售价下滑34港元。虽然第四季度毛利润优于我们的预测，但净利润却因为广西至广东的水泥运输成本增加而低于我们的预期。我们将2015/2016年每股收益预测下调16%/14%，以反映第四季度业绩逊于预期和有效税率上升。我们将目标价由5.35港元轻微下调至5.20港元，基于1.1倍2015年市净率（不变）。评级从买入下调至持有，上涨空间只有11%。我们预计股价将维持区间振荡，直至水泥价格于第三季明显反弹。

### 投资亮点

- 2014年业绩摘要：**经常性净利润为43亿港元（同比增长31%）；收入为327亿港元（同比增长11%）；熟料和水泥销量为7790万吨（同比增长4%）；熟料和水泥的总体平均售价为333元人民币/吨（同比增长6%）；熟料和水泥的总体吨毛利为110.3港元（每吨上升17.5港元）；混凝土的销售量为1590万立方米（同比上升4.7%）；水泥的吨毛利为102港元/立方米（上升10港元/立方米）。销售费用/收入比率从2013年的5.6%上升至2014年的5.8%，主要由于广西至广东的水泥运输成本增加（注：主要非经常性项目包括：（一）3,510亿港元汇兑亏损；（二）淘汰落后产能所产生的1.971亿港元固定资产减值；（三）确认出售收益1.46亿港元）。
- 2014年第四季业绩疲弱，同时2015上半年面对不少挑战。**在2014年第四季度，公司所有主要经营区域的水泥平均价格同比下跌，包括两个收入贡献最大的地区（占2014年水泥收入71.8%）广东（同比下跌4.6%）及广西（同比下跌5.3%），而最近的水泥均价亦没有明显反弹。如图1和图2所示，两广水泥均价的今年至今同比表现持续疲弱一因此我们预期2015上半年公司的经营环境颇具挑战性（每股收益下跌36%），而2015年第三季度水泥价格的潜在反弹将是股价催化剂。

(更多请见第二页)

截至12月31日止年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万港元）	25,345	29,341	32,669	32,791	34,826
经常性净利润（百万港元）	2,329	3,265	4,297	3,617	3,776
净利润率（%）	9	11	13	11	11
经常性每股收益（HK\$）	0.36	0.50	0.66	0.55	0.58
%变动	(39)	40	31	(16)	4
市盈率（倍）	13.2	9.4	7.1	8.5	8.1
市净率（倍）	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.2	7.4	5.9	6.5	6.2

来源：公司，中国银河国际研究部

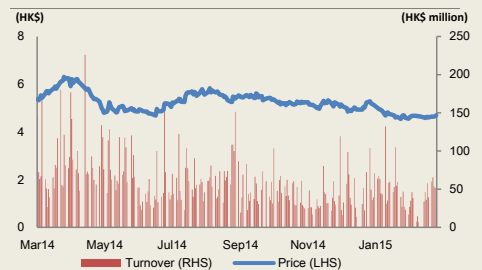
### 中国水泥行业

## 持有

收市价：4.70港元（2015年3月6日）

目标价：5.20港元（10.6%）

### 股价表现



市值	39.59亿美元
已发行股数	65.329亿股
核数师	Deloitte
自由流通量	26.6%
52周交易区间	4.53-6.35港元
三个月日均成交量	606万港元
主要股东	华润集团（73.0%）

来源：公司，彭博

王志文—高级分析员

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

宁宁—支援

- 扩张计划将趋向更保守。在2014上半年业绩公告中，华润水泥设下2015年熟料/水泥/混凝土产能目标分别为5,570万吨/8,350万吨/4,080万立方米，而最新的2015年目标则下调至5,630万吨/8,130万吨/3,640万立方米，总体下降幅度为3-11%（除了熟料目标轻微上调）。这反映在经济前景较黯淡之下，公司对总体市场的看法较为保守。
- 3月9日举行分析师会议。举行时间为上午10:15，地点为香港湾仔港湾道26号华润大厦50楼。我们预期，投资者将把焦点放于公司未来的平均售价走势和并购计划。

## 华润水泥2014年业绩

截至12月底止年度（千港元）	同比变动		
	2013	2014	(%)
收入	29,340,619	32,668,910	11
毛利	8,359,752	10,225,141	22
利润率	28.5%	31.3%	
运营开支	(4,007,400)	(4,295,966)	7
运营利润	4,352,352	5,929,175	36
其他收入及收益	330,193	377,245	14
EBIT	4,682,545	6,306,420	35
财务费用	(704,459)	(654,675)	-7
财务收入	65,373	58,202	-11
应占联营利润	98,406	18,605	-81
应占共同控制实体利润	99,593	97,266	-2
非经常性项目	73,019	(71,722)	n.a.
税前利润	4,314,477	5,754,096	33
所得税费用	(1,035,808)	(1,630,777)	57
少数股东权益	59,704	83,074	39
净利润	3,338,373	4,206,393	26
经常性净利润	3,265,354	4,296,578	32
每股收益（基本）港元	0.51	0.64	26
每股收益（经常性）港元	0.50	0.66	31
每股股息（港元）	0.105	0.170	62
水泥及熟料总销量（千吨）	74,917	77,939	4
平均售价（港元）	314	333	6
吨毛利（港元）	92.8	110.3	19
每吨销货成本（港元）	220.9	222.5	1

来源：公司，中国银河国际研究部

## 华润水泥2014年业绩

截至12月底止年度（千港元）	Q4 2013	Q4 2014	同比变动
收入	9,467,866	9,281,073	-2.0%
销货成本	(5,991,794)	(6,328,332)	5.6%
毛利	3,476,072	2,952,741	-15.1%
利润率	36.7%	31.8%	
运营开支	(1,599,078)	(1,593,383)	-0.4%
销售及分销成本	(533,968)	(572,567)	7.2%
行政开支	(1,065,110)	(1,020,816)	-4.2%
运营利润	1,876,994	1,359,358	-27.6%
其他收入及收益	197,562	150,037	-24.1%
EBIT	2,032,107	1,468,897	-27.7%
财务费用	(115,587)	(91,935)	-20.5%
应占联营利润	(24,858)	(26,883)	8.1%
应占共同控制实体利润	65,420	28,459	-56.5%
非经常性项目	(212,928)	52,237	-124.5%
税前利润	1,744,154	1,430,775	-18.0%
所得税费用	(616,273)	(538,040)	-12.7%
少数股东权益	68,009	57,487	-15.5%
净利润	1,195,890	950,222	-20.5%
经调整净利润	1,408,818	911,044	-35.3%
水泥及熟料总销量（千吨）	20,910	22,657	8.4%
水泥及熟料总销量（千港元）	7,593,907	7,462,656	-1.7%
平均售价（港元）	363.2	329.4	-9.3%
总体吨毛利（港元）	145.8	110.0	-24.6%
混凝土销量（港元）	4,647	4,270	-8.1%
混凝土平均售价（港元）	403	426	5.6%
每立方米混凝土利润	89	107	20.1%

来源：公司，中国银河国际研究部

## 主要财务指标

华润水泥 (01313.HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月31日止年度

	2013		2014		2015E		2012	2013	2014	2015E	2016E
	1H	2H	1H	2H	1H	2H					
水泥收入	9,116,962	12,454,705	11,110,857	13,248,646	10,492,355	13,947,163	18,126,000	21,571,667	24,359,503	24,439,518	25,883,715
熟料收入	1,143,767	782,043	968,830	611,625	677,500	701,250	2,246,901	1,925,810	1,580,455	1,378,750	1,478,750
混凝土及其他收入	2,597,427	3,245,715	3,081,335	3,647,617	3,182,919	3,790,150	4,972,427	5,843,142	6,728,952	6,973,069	7,463,100
收入	12,858,156	16,482,463	15,161,022	17,507,888	14,352,774	18,438,563	25,345,328	29,340,619	32,668,910	32,791,336	34,825,565
销货成本	(9,891,880)	(11,088,987)	(10,329,772)	(12,113,997)	(10,619,821)	(12,957,761)	(19,245,807)	(20,980,867)	(22,443,769)	(23,577,582)	(25,273,775)
毛利	2,966,276	5,393,476	4,831,250	5,393,891	3,732,953	5,480,801	6,099,521	8,359,752	10,225,141	9,213,755	9,551,790
运营开支	(1,556,470)	(2,450,930)	(1,722,174)	(2,573,792)	(1,794,097)	(2,618,276)	(3,016,817)	(4,007,400)	(4,295,966)	(4,412,373)	(4,631,305)
运营利润	1,409,806	2,942,546	3,109,076	2,820,099	1,938,856	2,862,526	3,082,704	4,352,352	5,929,175	4,801,382	4,920,485
其他收入及收益	110,638	219,555	151,309	225,936	172,233	239,701	353,201	330,193	377,245	411,935	437,465
EBIT	1,520,444	3,162,101	3,260,385	3,046,035	2,111,090	3,102,227	3,435,905	4,682,545	6,306,420	5,213,317	5,357,951
财务费用净额	(351,559)	(287,527)	(331,824)	(264,649)	(295,851)	(267,989)	(775,777)	(639,086)	(596,473)	(563,840)	(512,264)
应占联营/共同控制实体利润	5,586	192,413	5,155	110,716	49,831	115,915	218,476	197,999	115,871	165,746	181,800
非经常性项目	223,775	(150,756)	(145,575)	73,853	-	-	(5,117)	73,019	(71,722)	-	-
税前收入	1,398,246	2,916,231	2,788,141	2,965,955	1,865,070	2,950,152	2,873,487	4,314,477	5,754,096	4,815,222	5,027,487
所得税费用	(248,016)	(787,792)	(753,725)	(877,052)	(484,918)	(767,040)	(528,310)	(1,035,808)	(1,630,777)	(1,251,958)	(1,307,147)
少数股东权益	(4,591)	64,295	21,551	61,523	20,702	32,747	(20,807)	59,704	83,074	53,449	55,805
收入净额	1,145,639	2,192,734	2,055,967	2,150,426	1,400,854	2,215,859	2,324,370	3,338,373	4,206,393	3,616,713	3,776,145
经常性收入净额	921,864	2,343,490	2,201,542	2,095,036	1,400,854	2,215,859	2,329,487	3,265,354	4,296,578	3,616,713	3,776,145
每股收益 (人民币元)	0.176	0.336	0.315	0.329	0.214	0.339	0.357	0.512	0.644	0.554	0.578
每股经常性收益 (人民币元)	0.141	0.359	0.337	0.321	0.214	0.339	0.357	0.501	0.658	0.554	0.578
每股股息 (人民币元)	0.035	0.070	0.070	0.100	0.054	0.085	0.070	0.105	0.170	0.138	0.145
折旧及摊销	859,802	900,427	899,538	939,699	1,021,331	1,151,714	1,635,497	1,760,229	1,839,237	2,173,045	2,338,782
EBITDA	2,385,832	4,254,941	4,165,078	4,096,450	3,182,252	4,369,856	5,289,878	6,640,773	8,261,528	7,552,107	7,878,533
水泥及熟料总体平均售价 (港元)	291	333	348	321	308	318	315	314	333	314	316
水泥及熟料销量(千吨)	35,218	39,699	34,704	43,235	36,217	46,006	64,640	74,917	77,939	82,223	86,459
水泥及熟料吨毛利 (港元)	66	117	119	103	84	101	74	93	110	93	93
混凝土每吨平均售价 (港元)	377	391	418	427	419	425	371	384	423	422	428
混凝土销量 (千立方米)	6,898	8,307	7,372	8,548	7,601	8,918	13,407	15,205	15,920	16,519	17,422
混凝土每立方米毛利润(港元)	95	89	94	110	90	94	97	92	102	93	88
<b>增长率:</b>											
收入	17%	15%	18%	6%	-5%	5%	9%	16%	11%	0%	6%
EBIT	34%	37%	114%	-4%	-35%	2%	-30%	36%	35%	-17%	3%
EBITDA	20%	29%	75%	-4%	-24%	7%	-18%	26%	24%	-9%	4%
核心收入净额	34%	43%	139%	-11%	-36%	6%	-39%	40%	32%	-16%	4%
每股经常性收益	34%	43%	138%	-11%	-36%	6%	-39%	40%	31%	-16%	4%
<b>利润率及财务比率:</b>											
毛利润率	23.1%	32.7%	31.9%	30.8%	26.0%	29.7%	24.1%	28.5%	31.3%	28.1%	27.4%
净利润率	7.2%	13.8%	14.4%	11.6%	9.6%	11.8%	9.3%	10.9%	12.9%	10.9%	10.7%
EBIT利润率	11.8%	19.2%	21.5%	17.4%	14.7%	16.8%	13.6%	16.0%	19.3%	15.9%	15.4%
EBITDA利润率(%)	18.6%	25.8%	27.5%	23.4%	22.2%	23.7%	20.9%	22.6%	25.3%	23.0%	22.6%
有效税率	21.1%	25.7%	25.7%	30.3%	28.0%	26.0%	18.4%	24.4%	28.0%	26.0%	26.0%

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

## 主要财务指标

### 华润水泥 (01313, HK)

#### 损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
库存	2,322,153	2,131,961	2,162,359	2,200,000	2,300,000
应收贸易账款及其他应收账款	2,492,210	3,191,885	2,837,619	3,000,000	3,200,000
其他	2,329,112	1,952,331	2,779,059	2,840,907	2,890,907
银行结余及现金	3,561,863	2,821,782	4,147,804	3,218,244	4,278,343
总流动资产	10,705,338	10,097,959	11,926,841	11,259,151	12,669,250
物业、厂房及设备净额	31,552,919	32,526,564	33,271,505	34,744,866	34,616,084
预付租赁款项	2,510,484	2,752,320	2,787,164	2,887,164	2,987,164
其他	7,390,390	8,802,827	9,551,577	9,797,323	10,039,123
总非流动资产	41,453,793	44,081,711	45,610,246	47,429,353	47,642,371
总资产	52,159,131	54,179,670	57,537,087	58,688,504	60,311,620
应付贸易账款	3,386,392	3,246,173	2,800,119	3,000,000	3,200,000
其他应付账款	4,211,572	4,365,452	4,670,708	4,500,000	4,600,000
银行借款及其他借款	7,607,433	6,171,482	4,728,905	4,000,000	3,500,000
其他	1,572,925	614,997	930,763	680,935	708,529
总流动负债	16,778,322	14,398,104	13,130,495	12,180,935	12,008,529
银行借款及其他借款	10,169,739	11,169,690	12,452,307	12,000,000	11,000,000
其他	3,252,870	3,250,125	3,239,137	3,232,664	3,232,664
总非流动负债	13,422,609	14,419,815	15,691,444	15,232,664	14,232,664
总负债	30,200,931	28,817,919	28,821,939	27,413,599	26,241,193
股东权益	21,375,665	24,820,854	28,179,873	30,793,079	33,644,406
少数股东权益	582,535	540,897	535,275	481,826	426,021

### 现金流量表

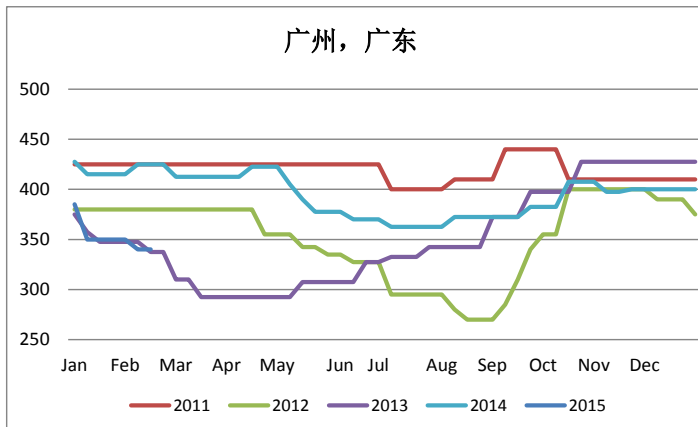
截至12月31日止年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,873,487	4,314,477	5,754,096	4,815,222	5,027,487
折旧和摊销	1,646,183	1,827,176	2,020,732	2,173,045	2,338,782
其他/调整	864,666	(606,791)	(3,326,189)	(613,319)	(1,491,993)
经营性现金流净额	4,304,718	5,121,087	4,768,117	6,142,252	5,824,277
资本支出	(3,218,917)	(2,900,435)	(1,563,200)	(4,600,000)	(2,200,000)
其他	(1,280,630)	(416,484)	(106,973)	(180,000)	(160,000)
投资性现金流净额	(4,499,547)	(3,316,919)	(1,670,173)	(4,780,000)	(2,360,000)
债务变化	(2,267,134)	(1,766,881)	(159,960)	(1,181,212)	(1,500,000)
支付股息	(717,118)	(456,348)	(684,522)	(1,110,599)	(904,178)
其他	3,004,417	(419,272)	(927,440)	-	(0)
融资性现金流净额	20,165	(2,642,501)	(1,771,922)	(2,291,811)	(2,404,178)
现金变动	(175,976)	(740,081)	1,326,022	(929,560)	1,060,098
现金/(债务)净额	(18,646,886)	(17,621,230)	(16,136,072)	(15,884,420)	(13,324,321)

### 财务比率

	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.2	9.4	7.1	8.5	8.1
每股收益增长率(%)	(39.4)	40.2	31.3	(15.8)	4.4
收益率(%)	1.5	2.2	3.6	2.9	3.1
市盈率相对盈利增长比率(倍)	-0.33	0.23	0.23	-0.54	1.84
EV/EBITDA(倍)	9.2	7.4	5.9	6.5	6.2
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
<b>经营性数据</b>					
销售增长率(%)	9	16	11	0	6
毛利润率(%)	24.1	28.5	31.3	28.1	27.4
净利润率(%)	9.3	10.9	12.9	10.9	10.7
应收账款周转率(日)	32	35	34	32	32
应付账款周转率(日)	65	58	49	45	45
存货周转率(日)	44	39	35	34	32
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.1
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
资产/股本(倍)	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8
净债务股本比(%)	85	69	56	51	39
EBITDA利息支付倍数(倍)	6.8	10.4	13.9	13.4	15.4
核心净资产收益率(%)	11.5	14.1	16.2	12.3	11.7

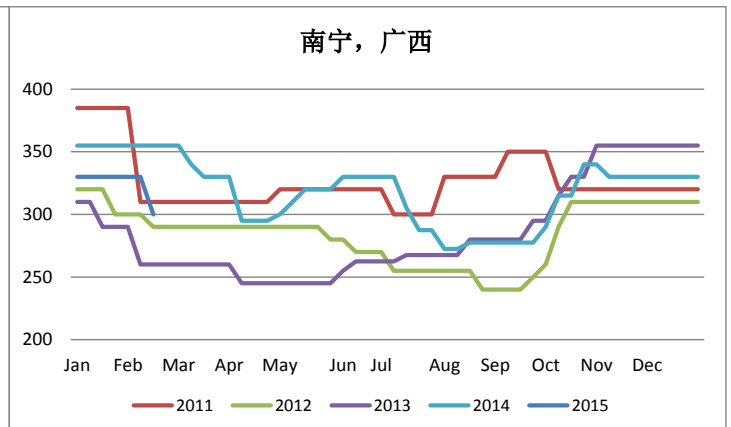
来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图1: 广东水泥价格(人民币/吨)



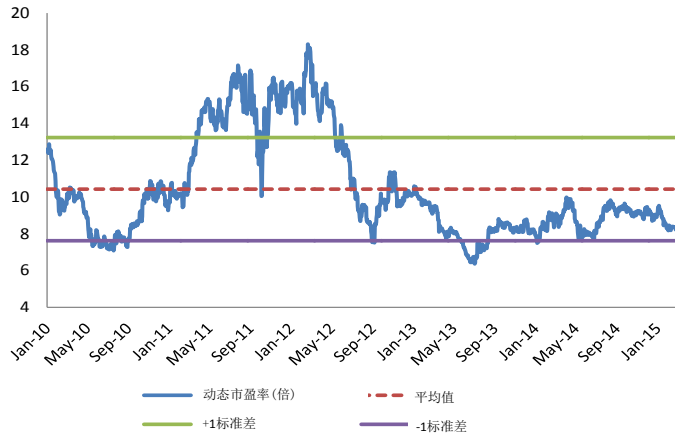
来源: 数字水泥网, 中国银河国际研究部

图2: 广西水泥价格(人民币/吨)



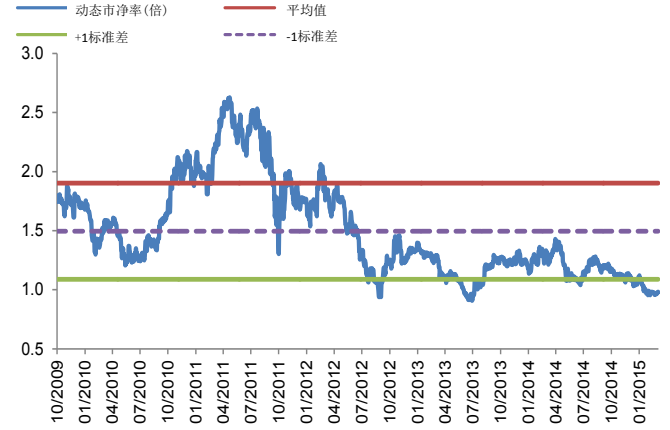
来源: 数字水泥网, 中国银河国际研究部

图3: 华润水泥动态市盈率区间



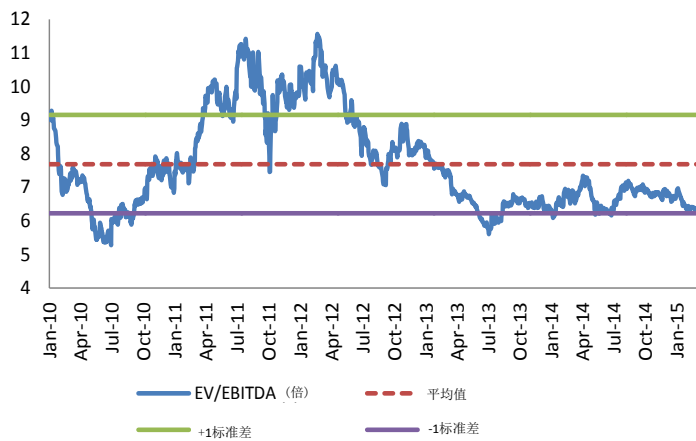
来源: 彭博, 中国银河国际研究部

图4: 华润水泥动态市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际研究部

图5: 华润水泥EV/EBITDA区间



来源: 彭博, 中国银河国际研究部

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本价值的 1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面的批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 35 楼 3501-07 室 电话: 3698-6888