



中信证券研究部



罗鼎  
首席建筑&水泥  
分析师

S1010516030001



杨畅  
建筑&水泥分析师

S1010520050002

核心观点

公司竞得迄今资源储量及规划骨料产能最高的矿权，覆盖珠三角地区，预计将充分受益于粤港澳大湾区发展机遇。综合考虑 2020 年华南需求稳健，公司具有良好的成本费用管控能力，长期供给格局有望优化，骨料业务中期内逐步投产等因素，我们维持 2020-2022 年净利润预测 99/105/106 亿港元，对应 EPS 预测为 1.41/1.50/1.51 港元，现价对应 PE 为 7.2x/6.8x/6.8x。我们维持公司目标价 12.90 港元（对应 2020 年 PE/PB 为 9.1x/1.9x）；基于 2020 年 48% 分红率假设，现价对应股息率 6.6%，维持“买入”评级。

公司以 32.1 亿元竞得矿权，为公司迄今资源储量及规划骨料产能最高的矿区。2020 年 10 月 16 日，公司以 32.1 亿人民币竞得广东封开大排矿区建筑用花岗岩矿采矿权，出让年限 17 年；加上向当地缴纳矿山用地及用林费用等，应缴纳款项合计不超过 40 亿人民币。矿区资源储量约 1.57 亿立方米（约 4.25 亿吨），规划年产能约 1100 万立方米（约 3000 万吨），我们测算吨矿权资本开支及年均吨摊销成本为 107 元/6.3 元，与近期同矿种矿权平均水平相比较为合理。

项目可覆盖珠三角地区，预计将充分受益于粤港澳大湾区发展机遇。公司将以该花岗岩矿建设骨料项目，该项目地处肇庆，位于珠三角西北部，毗邻西江，可利用物流及协同优势，覆盖珠三角全境。从需求看，粤港澳大湾区为三大核心城市群之一，中长期城镇化及基础设施建设仍有长足空间，骨料需求可观；从供给看，目前广东省内集约式骨料资源相对较少，骨料价格维持相对高位。公司通过布局该项目，将把握粤港澳大湾区的建设浪潮，骨料业务预计将充分受益于粤港澳大湾区发展机遇。

拓展骨料产能效果料逐步显现，增厚公司利润。公司目前骨料年产能 1,060 万吨，截止 1H20，公司已取得福建武平、广西上思、广西百色三座骨料矿山开采权，资源储量分别为 5,600/6,500/6,100 万吨；规划年产能分别为 200/500/500 万吨，合计达到 1,200 万吨，3 座骨料基地均预计于 2021 年投产，投产后将使公司骨料产能增长 113%；我们预计肇庆项目将于 2022 年投产，届时公司骨料总产能将达到 5260 万吨（较目前产能增长 396%），公司中期 5,000 万吨骨料产能目标能顺利完成，拓展骨料产能效果料逐渐显现。我们以骨料吨价格 80-90 元、骨料吨净利 20-30 元测算，肇庆项目投产后将贡献约 6-9 亿元利润（约占 2019 年净利润的 8%-12%），骨料业务中期内料成为利润贡献的重要组成部分。

风险因素：矿山取得进展不及预期，骨料项目建设进度不及预期等。

投资建议：公司竞得迄今资源储量及规划骨料产能最高的矿权，覆盖珠三角地区，将充分受益于粤港澳大湾区发展机遇。综合考虑 2020 年华南需求稳健，公司具有良好的成本费用管控能力，长期供给格局有望优化，骨料业务中期内逐步投产等因素，我们维持 2020-2022 年净利润预测 99/105/106 亿港元，对应 EPS 预测为 1.41/1.50/1.51 港元，现价对应 PE 为 7.2x/6.8x/6.8x。我们维持公司目标价 12.90 港元（对应 2020 年 PE/PB 为 9.1x/1.9x）；基于 2020 年 48% 分红率假设，现价对应股息率 6.6%，维持“买入”评级。

华润水泥  
控股

01313.HK

评级	买入（维持）
当前价	10.24 港元
目标价	12.90 港元
总股本	6,983 百万股
港股流通股本	6,983 百万股
52 周最高/最低价	12.42/7.55 港元
近 1 月绝对涨幅	-11.88%
近 6 月绝对涨幅	11.96%
近 12 月绝对涨幅	31.30%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	38,791	38,956	40,532	42,239	42,938
营业收入增长率	29.5%	0.4%	4.0%	4.2%	1.7%
净利润(百万港元)	7,975	8,618	9,877	10,494	10,558
净利润增长率	120.5%	8.1%	14.6%	6.2%	0.6%
每股收益 EPS(基本)(港元)	1.18	1.27	1.41	1.50	1.51
毛利率%	39.8%	40.2%	41.8%	42.0%	41.6%
净资产收益率 ROE%	21.2%	20.5%	20.8%	19.7%	18.0%
每股净资产 (港元)	5.40	6.01	6.79	7.61	8.40
PE	8.7	8.0	7.2	6.8	6.8
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.0	4.9	4.4	4.2	4.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价

表 1: 2020 年至今建筑用花岗岩矿采矿权出让结果一览

项目名称	区域	资源储量(亿立方米)	规划年产能(万立方米)	年限	交易对价(亿元)	测算年产能(万吨)	吨矿权资本开支(元)	年均摊销成本(元)
惠东县梁化镇鸡笼山建筑用花岗岩矿采矿权	广东	1.96	660	30	18.32	1800	102	3.4
珠海市斗门区斗门镇竹仔岭建筑用花岗岩矿采矿权	广东	0.35	314	20	28.60	856	334	16.7
广东德庆九市镇大岭头矿区建筑用花岗岩矿采矿权	广东	0.63	260	22	6.88	709	97	4.4
防城港市东兴市江平镇横隘村 W 号矿区建筑用花岗岩矿采矿权	广西	0.35	170	20	0.31	464	7	0.3
蕲春县青石镇上五斗矿区建筑用花岗岩矿采矿权	湖北	0.03	30	10	0.19	82	24	2.4
海丰县可塘镇笔架山石场建筑用花岗岩矿采矿权	广东	0.04	28	14	0.17	76	22	1.5
万宁市东和农场九曲岭建筑用花岗岩矿采矿权	海南	0.01	19.5	7	0.98	53	184	26.3
蕲春县漕河镇瓮门街建筑用花岗岩矿采矿权	湖北	0.01	11.5	9	0.22	31	70	7.8
<b>平均</b>							<b>105</b>	<b>8</b>
广东省封开县大排矿区建筑用花岗岩矿采矿权	广东	1.57	1100	17	32.10	3000	107	6.3

资料来源: 自然资源部, 中信证券研究部

利润表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,791	38,956	40,532	42,239	42,938
营业成本	23,371	23,298	23,588	24,491	25,063
毛利率	39.75%	40.19%	41.80%	42.02%	41.63%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,985	1,987	1,824	1,859	1,846
营业费用率	5.12%	5.10%	4.50%	4.40%	4.30%
管理费用	2,545	2,329	2,472	2,577	2,619
管理费用率	6.56%	5.98%	6.10%	6.10%	6.10%
财务费用	510	304	131	73	(45)
财务费用率	1.32%	0.78%	0.32%	0.17%	-0.10%
投资收益	403	548	698	767	671
营业利润	10,895	11,554	13,221	14,006	14,136
营业利润率	28.08%	29.66%	32.62%	33.16%	32.92%
营业外收入	441	454	477	517	491
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11,335	12,008	13,697	14,523	14,627
所得税	3,328	3,314	3,780	4,008	4,037
所得税率	29.36%	27.60%	27.60%	27.60%	27.60%
少数股东损益	31	77	40	21	32
归属于母公司股东的净利润	7,975	8,618	9,877	10,494	10,558
净利率	20.56%	22.12%	24.37%	24.84%	24.59%

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	11,335	12,008	13,697	14,523	14,627
所得税支出	-3,328	-3,314	-3,780	-4,008	-4,037
折旧和摊销	2,154	2,048	1,973	2,059	2,125
营运资金的变化	914	411	-703	-732	238
其他经营现金流	256	131	-564	-693	-727
经营现金流合计	11,331	11,285	10,623	11,148	12,226
资本支出	-1,105	-3,154	-1,700	-1,300	-1,000
投资收益	403	548	698	767	671
其他投资现金流	-373	-12	-65	-65	-15
投资现金流合计	-1,075	-2,618	-1,067	-598	-344
权益变化	4,180	0	0	0	0
负债变化	-4,701	4,597	421	-322	-3,203
股息支出	-3,827	-4,155	-4,155	-4,741	-5,037
其他融资现金流	1,556	-3,245	-431	-73	45
融资现金流合计	-2,791	-2,803	-4,164	-5,136	-8,196
现金及现金等价物净增加额	7,465	5,864	5,391	5,414	3,686

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,302	12,848	18,239	23,654	27,340
存货	1,971	1,510	1,825	1,841	1,816
应收账款	3,208	3,112	3,428	3,572	3,632
其他流动资产	1,342	1,273	1,273	1,273	1,273
流动资产	18,822	18,743	24,765	30,340	34,060
固定资产	28,490	27,081	26,688	26,009	24,964
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	2,197	2,462	2,582	2,502	2,422
其他长期资产	10,997	12,886	12,956	13,026	13,046
非流动资产	41,684	42,428	42,225	41,536	40,431
资产总计	60,506	61,171	66,990	71,876	74,492
短期借款	4,532	1,298	525	203	0
应付账款	8,468	8,255	8,799	8,896	9,111
其他流动负债	1,273	1,771	1,162	500	550
流动负债	14,273	11,323	10,486	9,599	9,661
长期借款	4,557	3,279	4,479	4,479	4,479
其他长期负债	3,781	4,302	4,296	4,296	1,296
非流动性负债	8,338	7,581	8,775	8,775	5,775
负债合计	22,611	18,905	19,262	18,374	15,436
股本	37,691	41,980	47,402	53,155	58,676
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	37,691	41,980	47,402	53,155	58,676
少数股东权益	204	287	326	347	379
股东权益合计	37,895	42,266	47,728	53,502	59,055
负债股东权益总计	60,506	61,171	66,990	71,876	74,492

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	29.5%	0.4%	4.0%	4.2%	1.7%
营业利润增长率	137.8%	6.1%	14.4%	5.9%	0.9%
净利润增长率	120.5%	8.1%	14.6%	6.2%	0.6%
毛利率	39.8%	40.2%	41.8%	42.0%	41.6%
EBITDA Margin	36.0%	36.7%	38.9%	39.4%	38.8%
净利率	20.6%	22.1%	24.4%	24.8%	24.6%
净资产收益率	21.2%	20.5%	20.8%	19.7%	18.0%
总资产收益率	13.2%	14.1%	14.7%	14.6%	14.2%
资产负债率	37.4%	30.9%	28.8%	25.6%	20.7%
所得税率	29.4%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
股利支付率	46.5%	48.2%	48.0%	48.0%	48.0%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。