

香港
持有

市场共识评级*	买入 18 持有 4 沽出 1
前收盘价:	HK\$7.99
目标价:	HK\$8.40
此前目标价:	HK\$8.40
上升/下跌空间:	5.1%
CGS-CIMB/市场共识预测:	na
路透股票代码:	
彭博股票代码:	1313 HK
市值:	US\$7,112m HK\$55,794m
平均每日成交额:	US\$19.85m HK\$155.8m
目前发行在外股数	6,983m
自由流通量	31.3%
*来源: 彭博	



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	1.1	5.5	-0.8
相对表现 (%)	-2.5	-1.9	0.6

主要股东	持股百分比
华润(集团)有限公司	68.6

分析员

王志文
 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk
刘彦麟
 T (852) 3698 6393
 E marklau@chinastock.com.hk

华润水泥

受累天气欠佳及汇率走势不利，一季度业绩疲弱

- 由于天气欠佳和汇率走势不利，公司 2019 年一季度经常性净利润同比下降 12.6%。
- 若以人民币计值，净利润跌幅应该十分小（考虑到 2019 年一季度政府补贴下降）。
- 我们仍然预计 2019 年经常性每股盈利将与 2018 年的水平相若，这是由于天气好转应有助销量回升，且预计汇率的不利影响将在 2019 年下半年减退。
- 维持「持有」评级；目标价维持不变于 8.40 港元（1.4 倍 2019 年市净率）。

一季度销量受雨天影响

华润水泥 2019 年一季度经常性净利润为 14.8 亿港元，同比下降 12.6%。水泥和熟料销量同比下降 7.3% 至 1,640 万吨。这并不令人意外，因为管理层在 3 月的 2018 年业绩简介会中也提到，雨天或会影响 2019 年一季度的销量。

人民币贬值影响了盈利数字

2018 年一季度的人民币兑港元平均汇率为 1.23，对比 2019 年一季度仅为 1.16。因此，公司的综合均价（水泥和熟料）同比下跌 1% 至 379 港元/吨。以人民币计算，我们估计综合均价同比上涨 4.8%。同时，由于公司控制成本得宜，每吨综合毛利仍同比增长 6.2% 至 157 港元。

销量有回升潜力

根据国家统计局数据，一季度广东和广西的水泥销量分别同比下降 2% 和 5.9%。然而我们留意到，3 月出现强劲回升，期内广东和广西的销量同比增长 10.7% 至 9.9%。因此，除非雨天持续特别长时间，否则我们预计公司可实现维持相对稳定销量的目标。

料汇率的不利影响在 2019 年下半年减退

2018 年二季度的人民币兑港元平均汇率为 1.23，而 2019 年 4 月的汇率为 1.17。因此，汇率因素将继续拖累 2019 年二季度业绩。但负面影响将在下半年减退，因为 2018 年三季度和四季度的人民币兑港元平均汇率分别为 1.15 和 1.13。

评级维持持有

我们维持「持有」评级，盈利预测基本保持不变。我们维持目标价 8.40 港元（1.4 倍 2019 年市净率）。虽然短期内盈利前景平平，但我们认为下行风险有限，尤其是现时的股息率达到约 6-7%。

主要财务指标	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	
收入 (百万港元)	29,958	38,791	39,842	38,751	
经营 EBITDA (百万港元)	6,854	12,955	13,207	11,929	
净利润 (百万人民币)	3,617	7,975	8,208	7,268	
每股核心盈利 (港元)	0.55	1.18	1.17	1.04	
每股核心盈利增长	117%	115%	(0%)	(11%)	
全面摊薄市盈率(倍)	14.58	6.79	6.80	7.68	
每股派息(港元)	0.27	0.55	0.59	0.52	
股息率	3.38%	6.86%	7.36%	6.51%	
EV/EBITDA (倍)	8.55	3.78	3.61	3.65	
股价/股权自由现金流(倍)	13.81	8.23	9.38	9.86	
净负债权益比	38.6%	0.6%	(6.4%)	(14.8%)	
市净率(倍)	1.72	1.48	1.33	1.23	
股本回报率	12.7%	23.4%	20.6%	16.7%	
每股核心盈利预测的变动					
每股核心盈利/市场共识每股盈利(倍)			1.03	0.90	0.00

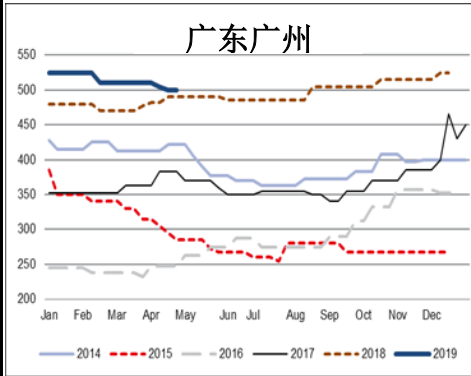
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

圖1: 2019年一季度業績摘要

(千港元)	Q1 2018	Q1 2019	YoY change
收入	8,046,683	7,508,465	-6.7%
销售成本	(5,112,283)	(4,661,767)	-8.8%
毛利	2,934,400	2,846,698	-3.0%
利润率	36%	38%	4.0%
经营开支	(788,371)	(803,985)	2.0%
销售及分销成本	(414,558)	(382,642)	-7.7%
行政开支	(373,813)	(421,343)	12.7%
经营利润	2,146,029	2,042,713	-4.8%
其他收入及收益	200,231	103,561	-48.3%
EBIT	2,346,260	2,146,274	-8.5%
净财务开支	(170,069)	(107,714)	-36.7%
应占联营公司业绩	8,363	(3,245)	n.a.
应占合营公司业绩	68,259	59,907	-12.2%
一次性项目	95,128	5,873	-93.8%
除税前盈利	2,347,941	2,101,095	-10.5%
税项	(576,427)	(621,746)	7.9%
非控股权益	20,176	9,543	-52.7%
净利润	1,791,690	1,488,892	-16.9%
经调整净利润	1,696,562	1,483,019	-12.6%
水泥及熟料总销量	17,694	16,398	-7.3%
水泥销量(千吨)	16,516	15,243	-7.7%
熟料销量(千吨)	1,178	1,155	-2.0%
水泥及熟料总收入(千港元)	6,782,444	6,222,087	-8.3%
平均售价(港元)	383	379	-1.0%
每吨综合毛利	148	157	6.2%
每吨销售成本	235	223	-5.5%
水泥平均售价(港元)	387	383	-1.2%
吨毛利(港元)	150	158	5.4%
熟料平均售价(港元)	329	338	2.6%
熟料收入	387,921	390,238	0.6%
吨毛利(港元)	114	138	20.3%
混凝土销量(千平方米)	3,029	2,576	-15.0%
混凝土平均售价(港元)	417	499	19.6%
混凝土每平方米毛利	104	106	1.9%
广东			
水泥销量(千吨)	6,406	5,793	-9.6%
平均售价(港元)	426	437	2.5%
收入	2,729,201	2,529,096	-7.3%
广西			
水泥销量(千吨)	5,412	5,107	-5.6%
平均售价(港元)	344	349	1.4%
收入	1,863,772	1,783,828	-4.3%
福建			
水泥销量(千吨)	1,936	1,980	2.3%
平均售价(港元)	391	335	-14.2%
收入	756,836	664,081	-12.3%
海南			
水泥销量(千吨)	987	869	-12.0%
平均售价(港元)	440	422	-4.1%
收入	434,119	366,646	-15.5%
山西			
水泥销量(千吨)	181	319	76.2%
平均售价(港元)	294	297	1.2%
收入	53,168	94,778	78.3%
云南			
水泥销量(千吨)	1,184	839	-29.1%
平均售价(港元)	354	356	0.5%
收入	419,656	298,816	-28.8%
贵州			
水泥销量(千吨)	410	336	-18.0%
平均售价(港元)	336	282	-16.2%
收入	137,771	94,604	-31.3%

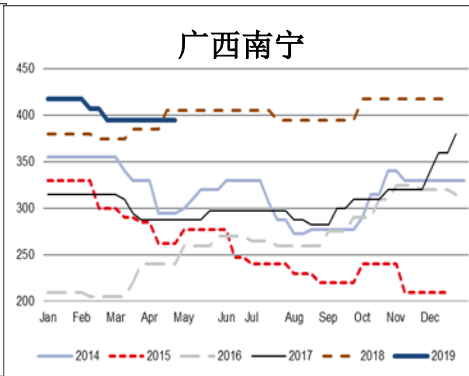
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图2: 广东广州的水泥价格 (人民币/吨)



来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图3: 广西南宁的水泥价格 (人民币/吨)



来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图4: 中南部的的水泥库存 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图5: 华润水泥的市盈率

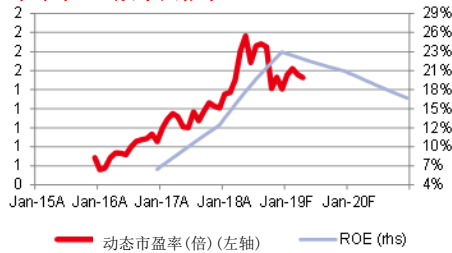
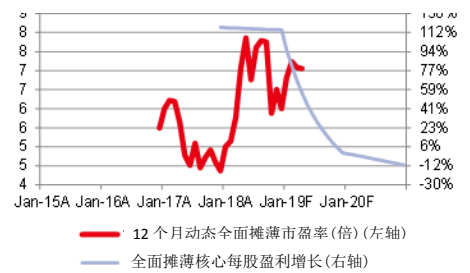


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图6: 华润水泥的市净率



来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

財務數據
市净率 vs 股本回报率

12个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长

损益表

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入净额	29,958	38,791	39,842	38,751
毛利	9,230	15,420	15,914	14,551
经营EBITDA	6,854	12,955	13,207	11,929
折旧及摊销	(1,851)	(1,986)	(2,126)	(2,197)
经营EBIT	5,003	10,969	11,081	9,732
财务收入/(支出)	(570)	(510)	(310)	(216)
应占联营公司的税前收入/(损失)	99	403	379	321
非经营性收入/(开支)	302	441	373	308
税前利润(撇除一次性项目)	4,834	11,302	11,523	10,144
一次性项目	50	33	6	0
税前利润	4,884	11,335	11,529	10,144
所得税开支	(1,291)	(3,328)	(3,288)	(2,849)
一次性项目 - 税后				
税后利润	3,593	8,007	8,241	7,296
非控制性权益	24	(31)	(34)	(28)
优先股股息				
汇兑收益/(损失) - 税后				
其他调整 - 税后				
净利润	3,617	7,975	8,208	7,268
经常性净利润	3,580	7,952	8,203	7,268
全面摊薄经常性净利润	3,580	7,952	8,203	7,268

现金流

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
EBITDA	6,854	12,955	13,207	11,929
投资及联营公司现金流				
运营资本变动	928	115	(39)	0
拨备的(增加)/减少				
其他非现金(收入)/开支				
其他经营现金流	693	3,455	(811)	(207)
净利息(支出)/收入	(570)	(510)	(310)	(216)
税项	(1,291)	(3,328)	(3,288)	(2,849)
经营现金流	6,613	12,686	8,759	8,657
资本开支	(1,135)	(1,761)	(1,724)	(1,000)
出售FA/子公司所得资金				
收购子公司/投资				
其他投资现金流	(753)	108	0	0
投资现金流	(1,888)	(1,653)	(1,724)	(1,000)
债务所得资金/(偿还金额)	(944)	(4,474)	(1,089)	(2,000)
发行股票所得资金		4,185		
回购股份				
支付股息	(1,764)	(3,827)	(4,104)	(3,634)
优先股股息				
其他融资现金流	(84)		0	0
融资现金流	(2,791)	(4,116)	(5,192)	(5,634)
现金流总额	1,933	6,917	1,843	2,023
股权自由现金流	3,781	6,559	5,946	5,657
公司自由现金流	5,363	11,677	7,544	8,100

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

財務數據(續)
资产负债表

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
现金及等价物	5,385	12,302	14,144	16,167
应收账款	3,449	3,208	3,400	3,300
存货	1,717	1,971	2,050	1,950
其他流动资产	1,344	1,342	1,342	1,342
流动资产总额	11,895	18,822	20,936	22,759
固定资产	30,903	28,490	29,797	28,550
总投资	7,092	7,011	7,389	7,710
无形资产	2,335	2,197	2,197	2,197
其他非流动资产	4,302	3,986	3,986	3,986
非流动资产总额	44,632	41,684	43,370	42,444
短期负债	6,572	4,532	4,000	3,000
长债的短期部分				
应付账款	3,375	3,460	3,550	3,450
其他流动负债	4,966	5,008	5,150	5,050
流动负债总额	14,913	13,000	12,700	11,500
长期负债总额	6,990	4,557	4,000	3,000
混合债务 - 债务组成				
其他非流动负债总额	3,602	3,432	3,432	3,432
非流动负债总额	10,593	7,989	7,432	6,432
拨备总额	538	1,622	1,993	1,774
负债总额	26,044	22,611	22,125	19,706
股东股本	30,309	37,691	41,944	45,232
非控制性权益	173	204	237	265
总股本	30,482	37,895	42,181	45,497

主要比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入增长	16.8%	29.5%	2.7%	(2.7%)
经营EBITDA增长	36.8%	89.0%	1.9%	(9.7%)
经营EBITDA利润率	22.9%	33.4%	33.1%	30.8%
每股净现金(人民币)	(1.80)	(0.03)	0.39	0.97
每股净资产(人民币)	4.64	5.40	6.01	6.48
利息支付倍数	7.84	17.04	21.79	21.97
有效税率	26.4%	29.4%	28.5%	28.1%
净派息率	49.5%	48.2%	50.0%	50.0%
应收账款天数	30.63	23.34	22.52	23.61
库存天数	32.23	28.80	30.67	30.25
应付账款天数	57.41	53.37	53.47	52.93
资本回报率	14.5%	30.7%	33.9%	28.6%
已动用资本回报率	10.9%	22.2%	21.0%	17.7%
平均资产回报率	7.6%	14.5%	13.7%	11.6%

主要指标

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
综合水泥及熟料平均售价(港元)	297	376	375	362
水泥及熟料销量(千吨)	83,843	86,635	87,312	86,822
水泥及熟料毛利(港元/吨)	95	161	164	149
混凝土平均售价(港元/吨)	376	440	489	477
混凝土销量(千平方米)	13,458	14,231	14,579	15,275
混凝土毛利(港元/平方米)	97	106	110	104
增长率:				
收入	17%	29%	3%	-3%
EBIT	56%	115%	0%	-12%
EBITDA	40%	90%	1%	-10%
核心收入净额	90%	123%	3%	-11%
经常性每股盈利	90%	108%	3%	-11%
利润率和比率:				
毛利率	30.8%	39.8%	39.9%	37.6%
净利率	11.8%	20.6%	20.7%	18.8%
EBIT利润率	17.7%	29.4%	28.7%	25.9%
EBITDA利润率	24.2%	35.6%	35.0%	32.4%
有效税率	26.7%	29.4%	28.5%	28.1%

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

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、其子公司及附属公司(“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

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

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，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的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。

银河国际证券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，银河国际证券可能在过去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。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

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)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888