

香港
增持 (不变)

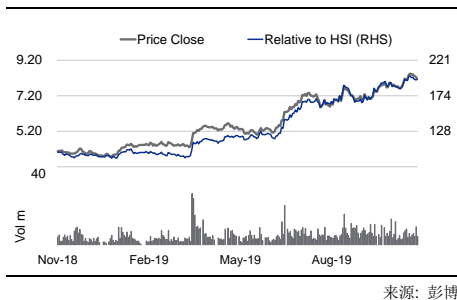
市场共识评级*: 买入 8 持有 0 沽出 0

前收盘价:	HK\$8.16
目标价:	HK\$9.60
此前目标价:	HK\$8.55
潜在上升/下跌空间:	17.6%
CGI / 市场共识目标价:	7.8%
路透股票代码:	2128.HK
彭博股票代码:	2128 HK
市值:	US\$3,234m
	HK\$25,316m
平均每日成交额:	US\$6.22m
	HK\$48.61m
目前发行在外股数	3,102m
自由流通量	31.5%

*来源: 彭博

本报告中的主要变动

> 没有变动



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	6	21.8	103.5
相对表现 (%)	3.7	18	98.3

主要股东	持股百分比
黄联禧	68.4

分析员
王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

中国联塑

将继续获估值重估

- 行业消息显示, 华南的建筑活动在 2019 年下半年明显加快, 这对中国联塑而言属于正面信号。
- 该股将在 11 月下旬获纳入 MSCI 中国指数, 意味着更多投资者将把股份放进观察名单。
- 鉴于公司财务状况良好, 相信有提高派息率的空间, 这是为另一潜在利好因素。
- 我们维持股份的盈利预测和「增持」评级。在考虑到股份获纳入 MSCI 和其盈利增长前景后, 我们将股份目标价从 8.55 港元上调至 9.60 港元 (9 倍 20 财年市盈率)。

华南地区建筑活动加快 中国联塑可望受益

在 2019 上半年, 由于华南天气欠佳影响了当地建筑活动, 华南的大型建材公司 (如华润水泥 (1313.HK) 和中国联塑) 录得较弱的收入增长。然而, 据华润水泥管理层指出, 华润水泥 19 财年三季度收入同比增长 3.1%, 较 19 财年上半年的 6% 同比降幅明显改善, 这是由于天气好转导致建筑活动加快。我们相信, 超过一半收入来自华南的中国联塑在下半年也将受益于这趋势。预计公司 19 财下半年的盈利风险较低。公司 19 财年上半年收入同比增长 6.6%, 我们预计下半年的增长将回升至 8.7%。

获纳入 MSCI 中国指数是为利好因素

MSC 在上周季检后宣布, 将在 11 月 26 日收盘后将中国联塑纳入 MSCI 中国指数。现时股份的三个月日均成交额为 620 万美元, 相信其流动性有改善的空间, 因为预计在纳入 MSCI 中国指数后将会有更多投资者将股份放到观察名单上。

有机会增加派息率

2018 年, 中国联塑由于财务状况较好, 期内将派息率由约 20% 升至 31.5%。我们预计, 公司的净负债权益比在 2019 年底将降至约 20%, 因此或进一步提高派息率。目前, 我们的财务模型仍假设派息率约 30%, 如果提高到 35-40%, 其 20 财年股息率或达到 4.7-5.3%。在全球利率下行的大趋势中, 这股息率仍属于吸引。

重申增持评级, 新目标价为 9.60 港元

我们的盈利预测维持不变, 但目标价从 8.55 港元 (8 倍 20 财年市盈率) 上调至 9.60 港元 (9 倍 20 财年市盈率)。考虑到 19/20 财年 18.1%/9.7% 的每股盈利增长, 我们认为 9 倍市盈率是为合理。此外, 获纳入 MSCI 应有助刺激股份交投量, 因此股份值得拥有估值溢价。

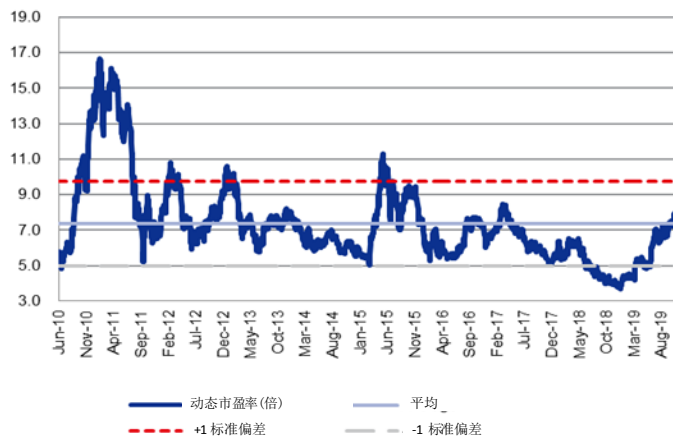
主要财务指标	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入 (百万人民币)	20,360	23,734	25,582	28,335	30,867
经营 EBITDA (百万人民币)	3,263	3,953	4,600	4,936	5,264
净利润 (百万人民币)	2,293	2,492	2,881	3,117	3,416
每股核心盈利 (人民币)	0.66	0.78	0.93	1.02	1.11
每股核心盈利增长	4.9%	19.0%	18.1%	9.7%	9.5%
全面摊薄市盈率 (倍)	11.04	9.28	7.86	7.16	6.54
每股派息 (人民币)	0.15	0.25	0.29	0.31	0.36
股息率	2.09%	3.47%	4.00%	4.21%	4.91%
EV/EBITDA (倍)	8.19	6.77	5.45	4.66	3.91
股价/股权自由现金流 (倍)	26.48	7.63	13.24	13.54	8.53
净负债权益比	28.1%	35.0%	21.1%	9.4%	(1.3%)
市净率 (倍)	1.68	1.53	1.30	1.12	0.98
股本回报率	16.6%	17.2%	17.9%	16.8%	16.0%
每股核心盈利预测的变动			0%	0%	0%
CGI / 市场共识每股盈利 (倍)			1.00	0.96	0.93

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

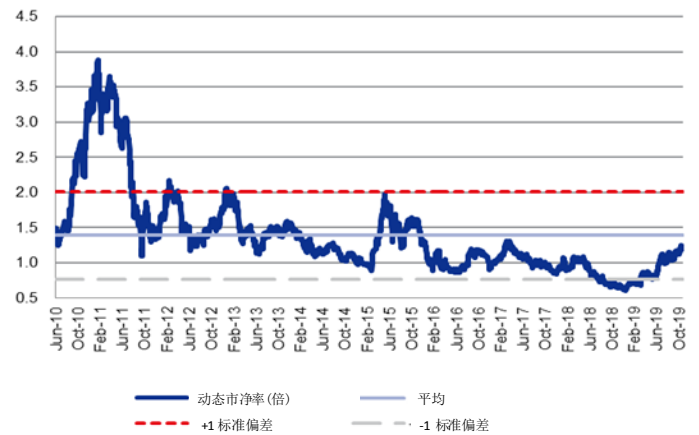
图1: 主要假设

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
PVC管道	11,840,156	13,658,814	14,597,283	16,249,399	17,676,338
非PVC管道	6,270,090	7,683,347	8,480,385	9,312,819	10,130,623
其他	2,249,754	2,391,356	2,504,090	2,772,460	3,059,974
收入(千元人民币)	20,360,000	23,733,517	25,581,758	28,334,677	30,866,935
销量(吨)	2,004,840	2,168,622	2,312,310	2,560,500	2,785,350
PVC产品	1,582,697	1,682,949	1,774,302	1,964,480	2,136,990
非PVC产品	422,143	485,673	538,008	596,020	648,360
每吨平均售价(人民币)	9,033	9,841	9,980	9,983	9,983
PVC产品	7,481	8,116	8,227	8,272	8,272
非PVC产品	14,853	15,820	15,763	15,625	15,625
每吨成本(人民币)	6,582	7,159	7,134	7,212	7,232
吨毛利(人民币)	2,451	2,682	2,846	2,771	2,751

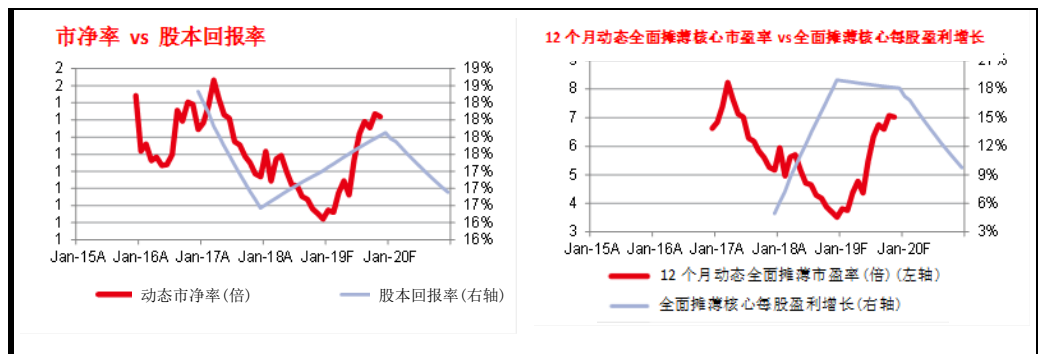
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图2: 中国联盟市盈率区间


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图3: 中国联盟市净率区间


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据

损益表

(百万人民币)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
总收入	20,360	23,734	25,582	28,335	30,867
毛利	5,317	6,228	7,140	7,704	8,323
经营EBITDA	3,263	3,953	4,600	4,936	5,264
折旧及摊销	(647)	(758)	(815)	(915)	(952)
经营EBIT	2,616	3,195	3,785	4,021	4,311
财务收入(开支)	(147)	(310)	(366)	(289)	(225)
来自联营公司的税前收入(损失)	(1)	117	149	196	216
非经营性收入(开支)	121	114	141	142	154
税前列利润(撇除非经常性项目)	2,633	3,160	3,741	4,120	4,507
非经常性项目收入	365	119	39	0	0
税前列利润	2,955	3,236	3,749	4,070	4,457
所得税	(689)	(789)	(887)	(978)	(1,071)
非经常性收入 - 税后					
税后利润	2,266	2,446	2,862	3,091	3,386
非控制性权益	27	46	19	26	30
优先股股息					
汇兑收益(损失) - 税后					
其他调整 - 税后					
净利润	2,293	2,492	2,881	3,117	3,416
经常性净利润	2,046	2,435	2,875	3,155	3,454
全面摊薄经常性净利润	2,046	2,435	2,875	3,155	3,454

现金流

(百万人民币)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
EBITDA	3,263	3,953	4,600	4,936	5,264
来自投资及联营的现金流					
运营资本变动	(1,602)	(545)	66	(42)	(26)
拨备总额的(增加)/减少					
其他非现金(收入)/开支					
其他经营现金流	102	(967)	1,074	993	1,058
(支付)/收取利息净额	(147)	(310)	(366)	(289)	(225)
税项开支	(689)	(789)	(887)	(978)	(1,071)
经营现金流	927	1,342	4,488	4,619	5,000
资本开支	(1,169)	(1,106)	(1,100)	(1,100)	(1,000)
出售附属公司所得金额					
收购附属公司/投资					
其他投资现金流	(2,529)	(683)	(450)	(350)	(350)
投资现金流	(3,698)	(1,789)	(1,550)	(1,450)	(1,350)
债务增加(偿还)金额	3,625	3,412	(1,231)	(1,500)	(1,000)
发行股份所得金额					
回购股份					
支付股息	(473)	(785)	(905)	(951)	(1,110)
优先股股息					
其他财务现金流	250	(180)	(478)	(400)	(340)
财务现金流	3,401	2,447	(2,614)	(2,851)	(2,450)
现金流	630	1,999	324	319	1,200
股权自由现金流	853	2,964	1,707	1,669	2,650
企业自由现金流	(2,542)	(32)	3,416	3,569	3,990

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据 (续)
资产负债表

(百万人民币)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
现金及等价物	4,452	6,452	6,775	7,094	8,294
应收账款	4,199	4,535	4,749	5,111	5,437
货物	3,228	3,521	3,800	4,000	4,200
其他流动资产	269	375	375	375	375
流动资产总额	12,148	14,883	15,700	16,581	18,306
固定资产	7,156	7,479	7,797	8,037	8,143
总投资	4,089	6,035	6,585	7,081	7,597
无形资产	258	621	621	621	621
其他非流动资产	4,322	5,618	5,668	5,718	5,768
非流动资产总额	15,825	19,753	20,670	21,457	22,129
短期负债	2,877	6,144	5,500	5,000	4,500
长债的短期部分	0	0	0	0	0
应付账款	5,016	5,205	5,620	5,989	6,388
其他流动负债	0	1,483	1,483	1,483	1,483
流动负债总额	7,893	12,832	12,603	12,472	12,371
长期负债总额	5,442	5,587	5,000	4,000	3,500
混合债务 - 债务组成					
其他非流动负债总额	230	299	316	346	346
非流动负债总额	5,672	5,885	5,316	4,346	3,846
拨备总额	626	846	839	866	894
负债总额	14,190	19,563	18,758	17,685	17,112
股东股本	13,490	14,803	17,362	20,129	23,129
非控制性权益	294	270	250	224	194
总股本	13,783	15,073	17,612	20,353	23,323

主要比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入增长	18.2%	16.6%	7.8%	10.8%	8.9%
经营EBITDA增长	8.1%	21.1%	16.4%	7.3%	6.6%
经营EBITDA利润率	16.0%	16.7%	18.0%	17.4%	17.1%
每股净现金(人民币)	(1.25)	(1.70)	(1.20)	(0.61)	0.09
每股净资产值(人民币)	4.35	4.77	5.60	6.49	7.45
利息支付倍数	11.60	7.80	7.98	10.18	12.83
有效税率	23.3%	24.4%	23.7%	24.0%	24.0%
净派息率	24.0%	32.5%	31.5%	30.0%	32.0%
应收账款天数	29.01	30.90	30.51	30.09	29.75
库存天数	72.48	70.36	72.45	69.19	66.38
应付账款天数	80.36	76.09	88.04	85.23	84.01
资本回报率(%)	25.6%	22.5%	24.7%	25.6%	26.6%
已动用资本回报率(%)	13.9%	13.3%	13.9%	14.1%	14.3%
平均资产回报率	8.34%	8.56%	9.07%	9.22%	9.33%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

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。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

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