

02233.HK 西部水泥

港股通(深)

审慎增持 (维持)

业绩及分红符合预期

2019年8月13日

市场数据

日期	2019.08.12
收盘价(港元)	1.35
总股本(亿股)	54.35
流通股本(亿股)	54.35
总市值(亿港元)	73
流通市值(亿港元)	73
净资产(亿元)	75
总资产(亿元)	135
每股净资产(元)	1.54

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,912	6,430	6,559	6,690
同比增长(%)	24.2	8.8	2.0	2.0
归属股东净利润(百万元)	1,159	1,721	1,759	1,801
同比增长(%)	63.1	48.4	2.2	2.4
毛利率(%)	33.6	37.2	37.2	37.2
净利润率(%)	20.0	26.8	26.8	26.9
净资产收益率(%)	24.6	19.5	17.4	15.7
每股收益(元)	0.21	0.32	0.32	0.33
每股净资产(元)	1.38	1.62	1.86	2.15
每股股息(分)	2.60	7.92	8.09	8.29

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《西部水泥(2233.HK)深度报告: 低估的区域龙头, 布局正当时》(20190716)

《全年业绩弹性大, 估值有望继续修复》(20190713)

《2018年业绩点评: 成本压力凸显, 倒逼无效产能退出》(20190320)

《12月水泥数据点评及19年展望: 华北&西北市场需求拐点来临》(20190126)

《2018H1业绩点评: 供给受限带动盈利弹性, 估值存在修复空间》(20180816)

《西北整合之路——水泥行业报告之西北市场》(20180723)

海外原材料研究

分析师: 张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

公司发布半年期业绩: 实现收益人民币 33.11 亿元, 同比增 27.2%; 毛利 11.31 亿元, 同比增 17.0%; 毛利率由 2018 年上半年的 37.1% 微跌至 2019 年上半年的 34.2%; 公司拥有应占溢利 7.94 亿元, 同比增 22.7%; 基本每股盈利 14.6 分, 拟派中期息 3.6 分。

- **量价齐涨, 收入大增。**2019H1 公司水泥销量 845 万吨, 同比增 3.8%, 陕南市场贡献主要增量。区域价格保持良好态势, 吨售价 342 元, 同比上升 29 元/+9.3%, 环比升 27 元/+8.6%。同时, 公司依托自有矿山作为配套产业, 四条总产能 700 万吨的骨料生产线已经投入运营, 我们预计贡献了业绩增量约 10-14%。
- **环保从紧的政策延续, 公司成本压力凸显。**公司吨水泥成本同比上涨 24 元/+12% 至 217 元/吨, 环比涨 4 元/+2%。煤炭价升、原材料环保政策趋严、员工成本上升及环保开支是主要原因。其中, 吨水泥的煤炭使用成本上升 6.2 元, 原材料成本上升 8.4 元, 员工薪金增加 4.5 元, 环保开支增加 8.6 元。
- **水泥板块毛利率微降是基数导致,**经了解环境相关费用主要计入 18 年下半年, 致使上半年具有较高的基数, 18 年全年水泥板块毛利率为 35%, 19 H1 环比有改善。
- **员工薪资增加、环保相关的厂房维护及绿化开支致使公司吨三费增加 5.2 元至 38.9 元/吨。**
- **尧柏环保日渐成熟, 贡献新的盈利点。**融资租赁业务回报尚可。

我们的观点

我们维持公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 17.21 亿、17.59 亿和 18.01 亿元的盈利预测判断, 并维持“审慎增持”评级和 1.73 港元目标价。

从绝对估值及相对估值的角度, 公司股价依旧被严重低估。我们预计未来三年的自由现金流可完全覆盖资本开支及计划净还债, 公司分红比例有望提高至行业平均水平, 公司中期拟提高分红派息比例至 25% 已是信号。从中期角度, 关中获批为第八个国家城市群, 公司地处好格局下的好市场, 盈利持续性有保证, 我们看好公司估值继续修复。

风险提示: 经济恶化、行业协同破裂、原材料价格波动、信贷风险、股权纷争、企业治理风险



报告正文

事件:

- 公司发布半年期业绩: 截至 2019 年 6 月 30 日止中期, 公司实现收益人民币 33.11 亿元(单位下同), 同比增长 27.2%; 毛利 11.31 亿元, 同比增长 17.0%; 毛利率由 2018 年上半年的 37.1% 微跌至 2019 年上半年的 34.2%; 公司拥有 人应占溢利 7.94 亿元, 同比增长 22.7%; 基本每股盈利 14.6 分, 拟派中期息 3.6 分。

点评:

- **量价齐涨, 收入同比增 27%。**统计局口径下 19 年 1-6 月陕西省水泥产量同比增 9.7%, 2019H1 公司水泥销量 845 万吨, 同比增 3.8%, 陕南市场贡献主要增量。区域价格保持良好态势, 吨售价 342 元, 同比上升 29 元/+9.3%, 环比升 27 元/+8.6%。同时, 公司依托自有矿山作为配套产业, 四条总产能 700 万吨的骨料生产线已经投入运营, 我们预计贡献了业绩增量约 10-14%。
- **地处汾渭平原, 环保从紧的政策延续, 公司吨成本上升。**公司吨水泥成本同比上涨 24 元/+12%至 217 元/吨, 环比涨 4 元/+2%。煤炭价升、原材料环保政策趋严、员工成本上升及环保开支是主要原因。其中, 吨水泥的煤炭使用成本上升 6.2 元, 原材料成本上升 8.4 元, 员工薪金增加 4.5 元, 环保开支增加 8.6 元。

水泥板块毛利率微降是基数导致。水泥板块毛利率从去年同期 38.3% 微降至 36.5%, 但经了解, 污水处理费、环保费用、安全费用及维修基金等额外环境相关费用主要计入 18 年下半年, 致使上半年具有较高的基数, 18 年全年水泥板块毛利率为 35%, 19 H1 环比有改善。

- **吨费用小幅上升。**员工薪资增加、环保相关的厂房维护及绿化开支致使公司吨三费增加 5.2 元至 38.9 元/吨。
- **尧柏环保日渐成熟, 贡献新的盈利点。**目前, 蓝田污泥处置设施设计产能 80,500 吨, 富平废物处置设施总产能 100,000 吨, 勉县废物处置设施总产能 16,500 吨, 尧柏环保 2019H1 年贡献上市公司 9594 万利润。
- **融资租赁业务回报尚可。**全资子公司光信国际录得应收贷款 18.3 亿元, 利息收入为 0.916 亿, 资金回报率 10%, 贷款减值损失可控。

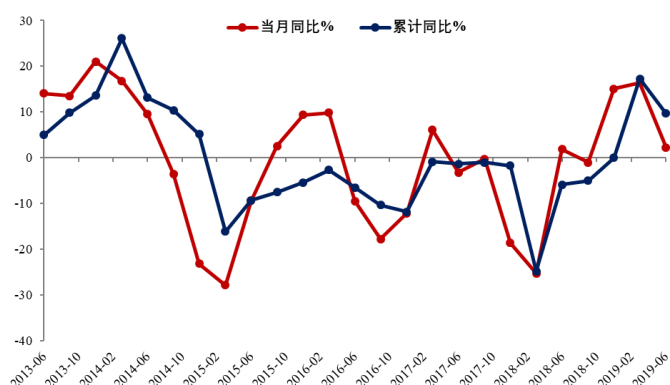
● 我们的观点

公司为陕西省最大的水泥生产商, 在陕南及关中东部具有市场主导地位。我们预计陕西省全年有 5%-8% 的增长, 基建项目及城镇化是区域需求持续增长的主要动力, 下半年旺季水泥价格有望继续推涨一轮。我们维持公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 17.21 亿、17.59 亿和 18.01 亿元的盈利预测判断, 并维持“审慎增持”评级和 1.73 港元目标价。

参考我们近期深度报告《低估的区域龙头, 布局正当时》, 从 DCF 绝对估值及相

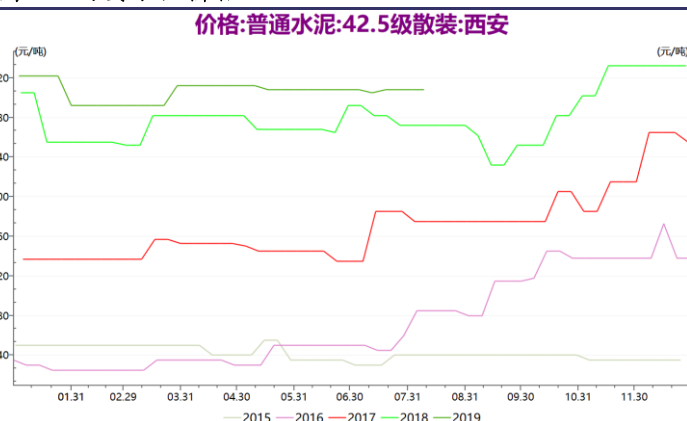
对估值的角度，公司股价依旧被严重低估。牵制估值修复的原因是分红，我们预计未来三年的自由现金流可完全覆盖资本开支及计划净还债，公司分红比例有望提高至行业平均水平，公司中期拟提高分红派息比例至25%已是信号。从中期角度，关中获批为第八个国家级城市群，公司地处好格局下的好市场，盈利持续性有保证，我们看好公司估值继续修复。

图 1、陕西水泥产量增速



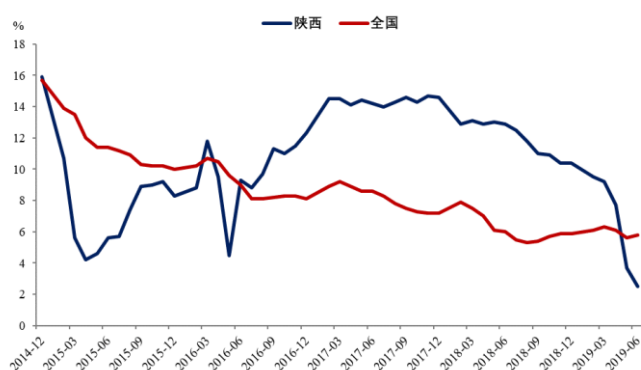
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、西安水泥价格



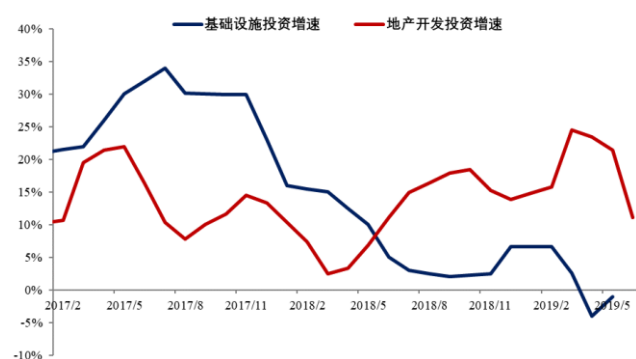
资料来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、陕西固定资产投资增速高于全国



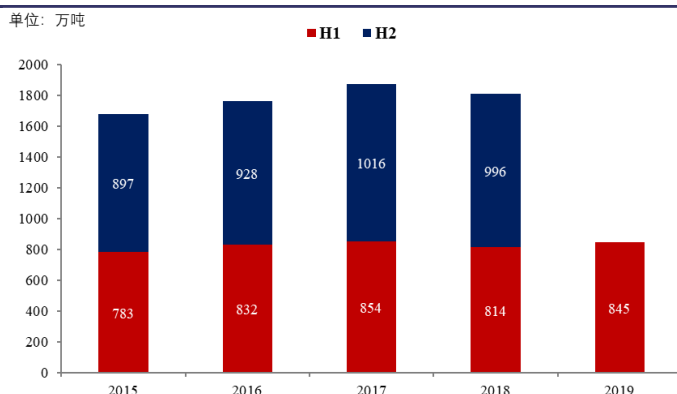
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、陕西省基建及地产投资增速



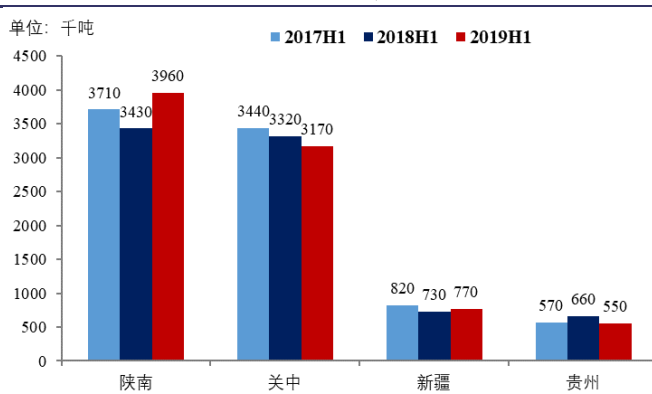
资料来源：WIND，陕西省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司水泥销量(万吨)同比增 3.8%



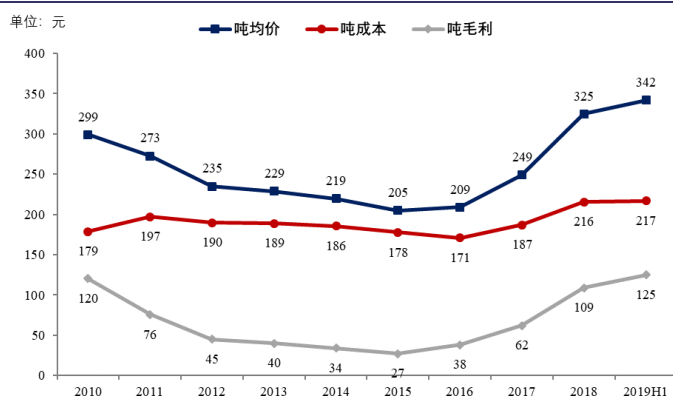
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司分区域水泥销量(千吨)



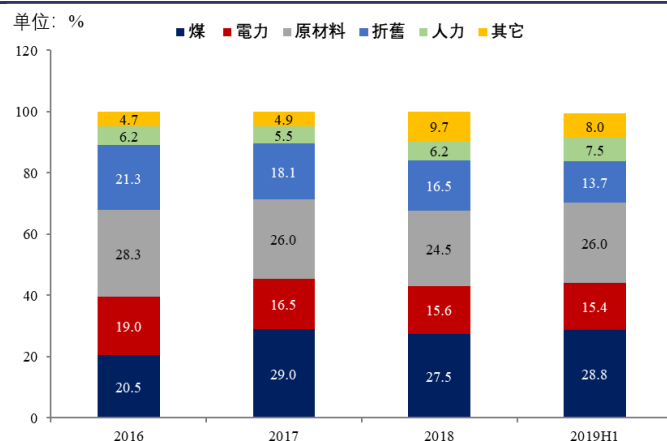
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、水泥&熟料吨价格、成本、毛利(元)



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

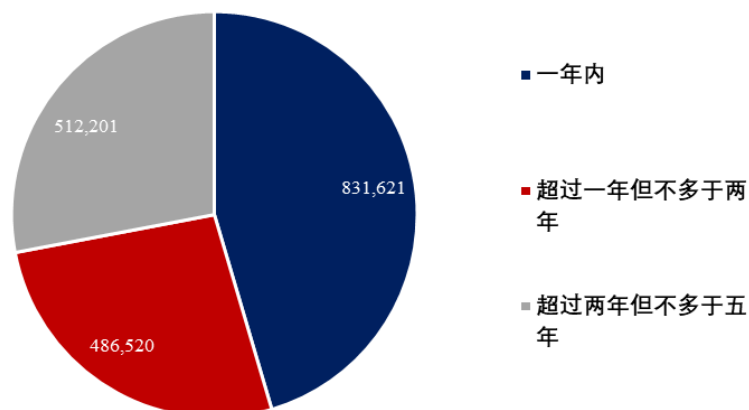
图 8、生产成本拆分



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、合约届满日期

单位: 千元



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、盈利预测核心假设

核心假设		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
水泥&熟料销售均价	元/t	249	325	342	342	342
yoy	%	19.27	30.34	5.23	0.00	0.00
水泥&熟料销量	万吨	1,910	1,820	1,881	1,919	1,957
yoy	%	7.30	(4.71)	3.37	2.00	2.00
水泥&熟料吨成本	元/t	187	216	215	215	215

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院

风险提示:

经济基本面恶化、行业协同破裂、原材料价格大幅波动、信贷风险、股权纷争风险、企业治理风险

附表

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,912	6,430	6,559	6,690
营业成本	-3,926	-4,039	-4,120	-4,202
销售费用	-54	-53	-54	-56
管理费用	-337	-323	-329	-336
财务费用	-88	-37	-19	-2
其他收益及亏损	125	359	359	359
除税前溢利	1,632	2,337	2,396	2,453
所得税	-452	-584	-599	-613
年度全面收益	1,180	1,753	1,797	1,840
少数股东损益	21	32	38	39
归属股东净利润	1,159	1,721	1,759	1,801
EPS(元)	0.21	0.32	0.32	0.33

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,153	4,690	6,317	8,013
货币资金	1,075	2,457	4,073	5,758
应收账款	855	855	855	855
存货	491	498	497	495
其它	731	879	892	904
非流动资产	9,239	9,027	8,780	8,497
物业、厂房及设备	7,180	6,857	6,502	6,114
预付租金	459	459	459	459
无形资产	526	614	698	780
于合营公司的投资	81	104	128	152
其它	993	993	993	993
资产总计	12,392	13,717	15,097	16,510
流动负债	4,621	4,623	4,646	4,670
短期借款	3,283	3,283	3,283	3,283
应付账款	1,152	1,154	1,177	1,201
其他	187	187	187	187
非流动负债	172	172	172	172
长期借款	-	-	-	-
其他	172	172	172	172
负债合计	4,793	4,795	4,818	4,842
股本	142	142	142	142
储备	7,383	8,674	9,993	11,344
少数股东权益	74	106	143	182
股东权益合计	7,599	8,922	10,279	11,668
负债及权益合计	12,392	13,717	15,097	16,510

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
息税前利润	1,632	2,337	2,396	2,453
折旧和摊销	772	836	871	906
经营资本变动	221	-153	12	12
其它	-123	-608	-623	-637
经营活动现金流	2,503	2,412	2,656	2,735
资本开支	-746	-600	-600	-600
其它	2,427	-	-	-
投资活动现金流	1,681	-600	-600	-600
融资活动现金流	-1,312	-430	-440	-450
现金净变动	-490	1,382	1,616	1,685
现金的期初余额	1,375	886	2,268	3,884
现金的期末余额	886	2,268	3,884	5,569

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.2	8.8	2.0	2.0
EBIT 增长率	67.5	43.2	2.5	2.4
净利润增长率	63.1	48.4	2.2	2.4
盈利能力(%)				
毛利率	33.6	37.2	37.2	37.2
归属股东净利率	20.0	26.8	26.8	26.9
ROE	24.6	19.5	17.4	15.7
偿债能力(%)				
净资产负债率	38.7	35.0	31.9	29.3
流动比率	68.2	101.4	136.0	171.6
速动比率	57.6	90.7	125.3	161.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	10.3	10.3	10.3	10.3
每股资料(港元)				
每股收益	0.21	0.32	0.32	0.33
每股净资产	1.38	1.62	1.86	2.15
估值比率(倍)				
PE	5.8	3.8	3.8	3.7
PB	0.88	0.75	0.65	0.57

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。