

香港
持有 (不变)

市场共识评级*: 买入 20 持有 2 沽出 1

前收盘价:	HK\$9.20
目标价:	HK\$8.75
前目标价:	HK\$8.27
潜在上升/下跌空间:	-4.9%
CGI / 市场共识	-5.5%
路透股票代码:	1313.HK
彭博股票代码:	1313 HK
市值:	US\$8,211m
	HK\$64,243m
平均每日成交额:	US\$15.19m
	HK\$119.1m
目前发行在外股数	6,983m
自由流通量	31.3%
*来源: 彭博	

本报告的主要变动

- ▶ 19/20/21 财年收入预测上调 0.6/1.3/0.7%
- ▶ 19/20/21 财年每股盈利预测上调 1.4/4.8/2.9%。



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	11.2	29.2	27.8
相对表现 (%)	11.9	27.1	25.6

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 (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

华润水泥

非交易路演: 2020年业务前景稳定

- 我们上周与华润水泥在新加坡举行了非交易路演。
- 投资者的主要焦点是明年的市场前景、资本支出计划和装配式建筑业务。
- 管理层预计, 2020年广东和广西的水泥需求将有低单位数增长。
- 由于广东和广西的水泥价格回升势头强于我们预期, 我们将 19/20/21 财年的每股盈利预测适度调升 1.4/4.8/2.9%。
- 据此, 目标价上调至 8.75 港元 (1.35 倍 20 财年市净率)。维持「持有」评级。

预计华南需求在 2020 年维持健康增长

根据国家统计局, 2019 年 1-10 月广东和广西的水泥产量分别同比上升 1.3% 和 4.8%。特别是, 广东省 2019 上半年疲弱的销量增长是受到当地降雨量较高影响。管理层预计, 在 2020 年, 广东和广西的水泥需求将出现低单位数增长。在新生产线方面, 2019 年广西将新增两条生产线, 相当于熟料年产能 400 万吨, 另预计广西将在 2020 年新增一条生产线, 熟料年产能 130 万吨。截至 2019 年 6 月底, 华润水泥在广西的熟料产能为 2,650 万吨, 公司相信新产能对其业务影响不大。

未来通过增持合资公司股权来提升产能

管理层预计, 2020 年资本开支约 12 亿港元, 并预计未来的资本开支将保持稳定。由于新生产线很难获批, 因此公司未来将尝试通过增持合资公司股权以提升产能。骨料是公司的主要新发展业务之一。根据公司目标, 未来几年实现总产能 5,000 万吨, 高于现有的 1,300 万吨。公司将主要在广西拓展骨料业务, 因为当地的资源较充足。

装配式建筑业务的最新发展

装配式建筑业务是公司的一项重要新业务。现时公司就该业务设有四个生产基地, 只有一个处于运营状态。料其他三个基地将在 2021 年之前开始投产, 总产能为 100 万立方米。因此, 相信该业务在 2021 年前不会有明显收入贡献。使用预制构件进行建筑的好处是可以缩短施工时间并提高安全标准。

稳定的派息率

华润水泥 2018 年派息率约 48%。根据公司目标, 未来的派息率将保持相对稳定。

华南水泥价格回升速度快于预期

根据数字水泥网, 广东和广西的最新水泥价格均高于去年同期 (图 1 和图 2)。这反映在 2019 上半年的多雨天气后, 被抑制的需求得到释放。因此, 我们略微提高吨毛利预测, 并将 19/20/21 财年的每股盈利预测提高 1.4/4.8/2.9% (图 6)。目标价从 8.27 港元 (1.28 倍 20 财年市净率, 接近历史平均) 上调至 8.75 港元 (1.35 倍 20 财年市净率, 较历史平均高 5%), 以反映盈利前景温和改善。维持「持有」评级。

主要财务指标

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入 (百万港元)	29,968	38,791	38,469	37,551	37,170
经营 EBITDA (百万港元)	6,854	12,955	12,617	12,014	11,495
净利润 (百万港元)	3,617	7,975	7,860	7,466	7,152
每股核心盈利 (港元)	0.55	1.18	1.13	1.07	1.02
每股核心盈利增长	117%	115%	(4%)	(5%)	(4%)
全面摊薄市盈率 (倍)	16.79	7.82	8.17	8.60	8.98
每股派息 (港元)	0.27	0.55	0.55	0.53	0.51
股息率	2.93%	5.95%	6.02%	5.81%	5.57%
EV/EBITDA (倍)	9.70	4.41	4.28	4.13	3.93
股价/股权自由现金流 (倍)	15.90	10.75	8.16	10.45	10.87
净负债权益比	38.6%	0.6%	(11.6%)	(20.3%)	(27.6%)
市净率 (倍)	1.98	1.70	1.54	1.41	1.31
股本回报率	12.7%	23.4%	19.8%	17.1%	15.2%
每股核心盈利预测的变动			1.27%	4.76%	2.83%
CGI/市场共识预测每股盈利 (倍)			0.99	0.95	0.95

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: 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2: 广西南宁的水泥价格 (人民币/吨)



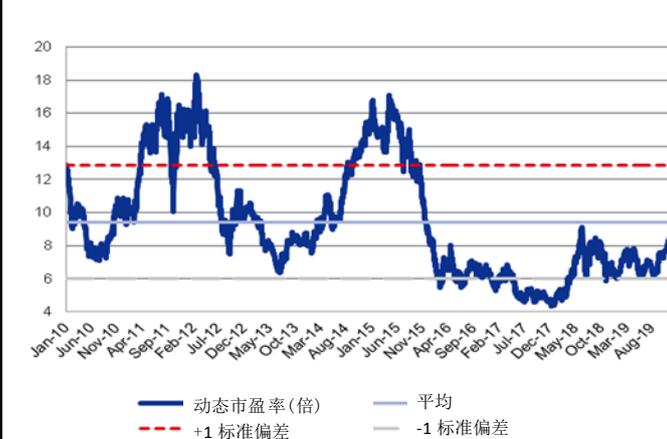
来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图3: 中南部的水泥库存



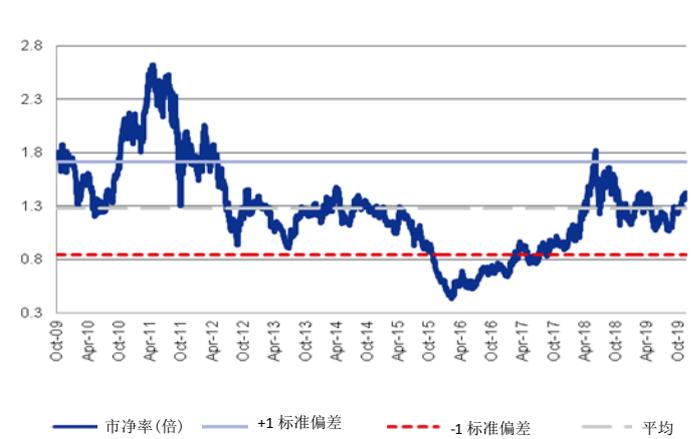
来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图4: 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5: 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

图1: 盈利预测调整

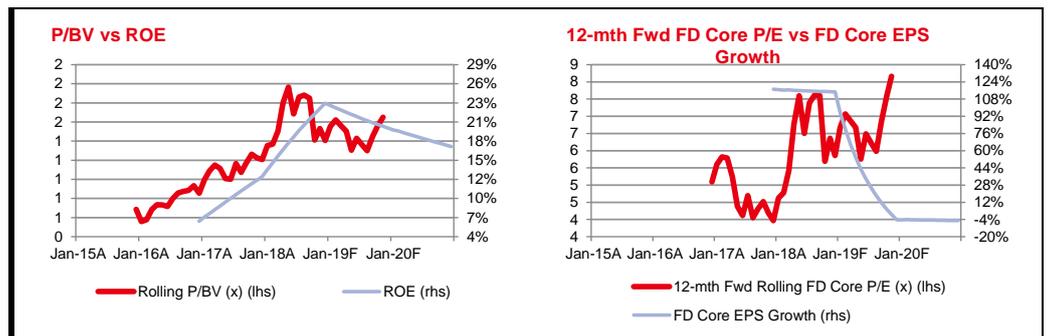
百万港元	FY19F			FY20F			FY21F		
	旧	新	变动	旧	新	变动	旧	新	变动
收入	33,235	33,469	0.6%	37,087	37,551	1.3%	36,901	37,170	0.7%
毛利润	14,888	15,061	1.2%	13,815	14,319	3.6%	13,444	13,749	2.3%
经营利润	10,371	10,512	1.4%	9,372	9,840	5.0%	9,030	9,297	3.0%
净利润	7,761	7,860	1.3%	7,125	7,466	4.8%	6,963	7,152	2.9%
每股盈利(人民币)	1.11	1.13	1.4%	1.02	1.07	4.8%	0.99	1.02	2.9%
水泥及熟料销量(撇除交易业务)(百万吨)	88	88	0.0%	91	91	0.0%	91	91	0.0%
吨毛利(人民币)	152	153	0.9%	136	142	4.6%	132	136	2.7%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图7: 主要参数

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
Blended cement and clinker ASP (HK\$)	297	376	362	344	339
Cement and clinker vol. ('000 tonnes)	83,843	86,635	87,489	91,064	91,090
Cement and clinker gross profit (HK\$/tonne)	95	161	153	142	135
Concrete ASP (HK\$/tonne)	376	440	489	442	444
Concrete vol. ('000 m3)	13,458	14,231	13,834	14,091	14,091
Concrete gross profit (HK\$/m3)	97	106	119	96	100
Margins and Ratios:					
Gross margin	30.8%	39.8%	39.2%	38.1%	37.0%
Net margin	11.8%	20.6%	20.7%	20.1%	19.4%
EBIT margin	17.7%	29.4%	28.3%	27.0%	25.7%
EBITDA margin	24.2%	35.6%	34.5%	33.5%	32.3%
Effective tax rate	26.7%	29.4%	27.5%	26.8%	26.3%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据

损益表

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入净额	29,958	38,791	38,469	37,551	37,170
毛利	9,230	15,420	15,061	14,319	13,749
经营EBITDA	6,854	12,955	12,617	12,014	11,495
折旧及摊销	(1,851)	(1,986)	(2,105)	(2,174)	(2,198)
经营EBIT	5,003	10,969	10,512	9,840	9,297
财务收入(支出)	(570)	(510)	(216)	(102)	4
应占联营公司的税前收入(损失)	99	403	294	257	250
非经营性收入(开支)	302	441	372	314	256
税前利润(撇除一次性项目)	4,834	11,302	10,962	10,309	9,806
一次性项目	50	33	(3)	0	0
税前利润	4,884	11,335	10,959	10,309	9,806
所得税开支	(1,291)	(3,328)	(3,016)	(2,764)	(2,580)
一次性项目 - 税后					
税后利润	3,593	8,007	7,943	7,545	7,226
非控制性权益	24	(31)	(83)	(78)	(74)
优先股息					
汇兑收益(损失) - 税后					
其他调整 - 税后					
净利润	3,617	7,975	7,860	7,466	7,152
经常性净利润	3,530	7,952	7,862	7,466	7,152
全面摊薄经常性净利润	3,580	7,952	7,862	7,466	7,152

现金流

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
EBITDA	6,854	12,955	12,617	12,014	11,495
投资及联营公司现金流					
运营资本变动	928	115	(39)	0	(50)
拨备的(增加)/减少					
其他非现金(收入)/开支					
其他经营现金流	693	2,100	812	103	143
净利息(支出)/收入	(570)	(510)	(216)	(102)	4
税项	(1,291)	(3,328)	(3,016)	(2,764)	(2,580)
经营现金流	6,613	11,331	10,157	9,250	9,012
资本开支	(1,135)	(1,056)	(1,200)	(1,100)	(1,100)
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)	(19)	0	0	0
投资现金流	(1,888)	(1,075)	(1,200)	(1,100)	(1,100)
债务所得资金(偿还资金)	(944)	(4,474)	(1,089)	(2,000)	(2,000)
发行股票所得资金		5,497			
回购股份					
支付股息	(1,764)	(3,827)	(3,865)	(3,733)	(3,576)
优先股息					
其他融资现金流	(84)		0	0	0
融资现金流	(2,791)	(2,803)	(4,954)	(5,733)	(5,576)
现金流总额	1,933	7,453	4,004	2,417	2,336
股权自由现金流	3,781	5,782	7,869	6,150	5,912
公司自由现金流	5,363	10,900	9,388	8,515	8,206

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

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
现金及等价物	5,385	12,302	16,305	18,722	21,058
应收账款	3,449	3,208	3,400	3,300	3,300
货物	1,717	1,971	2,050	1,950	1,900
其他流动资产	1,344	1,342	1,342	1,342	1,342
流动资产总额	11,895	18,822	23,097	25,314	27,600
固定资产	30,903	28,480	27,524	26,401	25,252
总投资	7,092	7,011	7,305	7,562	7,812
无形资产	2,335	2,197	2,197	2,197	2,197
其他非流动资产	4,302	3,985	3,986	3,986	3,986
非流动资产总额	44,632	41,684	41,013	40,147	39,248
短期负债	6,572	4,532	4,000	3,000	2,000
长债的短期部分					
应付账款	3,375	3,460	3,550	3,450	3,400
其他流动负债	4,965	5,008	5,150	5,050	5,000
流动负债总额	14,913	13,000	12,700	11,500	10,400
长期负债总额	6,990	4,557	4,000	3,000	2,000
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	3,432
非流动负债总额	10,592	7,989	7,432	6,432	5,432
拨备总额	538	1,622	1,857	1,731	1,639
负债总额	26,044	22,611	21,989	19,664	17,472
股东股本	30,309	37,691	41,834	45,432	48,937
非控制性权益	173	204	287	355	440
总股本	30,482	37,895	42,121	45,787	49,376

主要比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入增长	16.8%	29.5%	(0.8%)	(2.4%)	(1.0%)
经营性EBITDA增长	36.8%	89.0%	(2.6%)	(4.8%)	(4.3%)
经营性EBITDA利润率	22.9%	33.4%	32.8%	32.0%	30.9%
每股净现金(人民币)	(1.80)	(0.03)	0.70	1.33	1.95
每股账面值(人民币)	4.64	5.40	5.99	6.51	7.01
总利息支付倍数	7.84	17.04	24.40	26.97	31.53
有效税率	26.4%	29.4%	27.5%	26.8%	26.3%
净派息率	49.5%	48.2%	49.2%	50.0%	50.0%
应收账款天数	30.63	23.34	23.33	24.37	24.06
库存天数	32.23	28.80	31.35	31.51	30.00
应付账款天数	57.41	53.37	54.65	55.14	53.38
投资资本回报率	14.5%	30.7%	32.1%	30.9%	30.3%
已动资本回报率	10.9%	22.2%	20.0%	18.0%	16.6%
平均资产回报率	7.6%	14.5%	13.1%	11.8%	10.9%

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