

1313 .HK 华润水泥

港股通（沪/深）

买入（维持）

业绩超预期，看好 Q4 景气加速

2020 年 10 月 24 日

市场数据

日期	2020/10/23
收盘价(港元)	10.02
总股本(亿股)	69.83
流通股本(亿股)	69.83
总市值(亿港元)	700
流通市值(亿港元)	700
净资产(亿港元)	479
总资产(亿港元)	663
每股净资产(港元)	6.86

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	38,956	40,843	40,894	41,256
同比增长(%)	0.4	4.8	0.1	0.9
净利润(百万港元)	8,618	10,566	10,558	10,808
同比增长(%)	8.1	22.6	-0.1	2.4
毛利率(%)	40.2	41.2	41.8	42.3
净利润率(%)	22.1	25.9	25.8	26.2
净资产收益率(%)	20.5	22.0	19.8	18.3
每股收益(港元)	1.23	1.51	1.51	1.55
每股净资产(港元)	6.01	7.01	8.01	9.01
每股股息(港元)	0.60	0.73	0.73	0.75

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

20Q2 业绩点评《Q2 净利润率再攀新高，水泥价格底部夯实》_20200822

20Q1 业绩点评《期待产能瓶颈下的价格弹性》_20200425

19 年业绩点评《产能遇瓶颈，期待价格继续上升》_20200327

19Q3 业绩点评《Q3 景气回升，盈利持续性可期》_20191027

19H1 业绩点评《竞争格局存变数》_20190811

19Q1 业绩点评:《需求阶段性承压，仍看好全年盈利态势》_20190427

18 年业绩点评:《薪酬激励略影响盈利，19 年高景气有望维持》_20190310

18Q3 业绩点评:《三季度如期强势，看好盈利的确定性》_20181020

18H2 业绩点评:《量价齐升，看好华南区域盈利持续提升》_20180813

海外原材料研究

韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

华润水泥发布三季度业绩，前三季度营业额为 272 亿港元，同比增加 1.8%。公司拥有人应占盈利为 73.92 亿港元，同比增长 27.6%。单三季度营业额 103 亿港元，同比增 10.9%，毛利为 41 亿港元，同比增 12.4%，公司拥有人应占盈利为 32 亿港元，同比增长 58.0%。

我们点评如下：三季报超预期的地方在于附属公司股息预提所得税率从 10% 降至 5% 的优惠税收调整，相关税收减少 4.74 亿港元。剔除税率优惠这一影响，前三季度利润同比增 19.4%，单三季度利润同比增 34.6%。

1) Q3 水泥&熟料（自产自销+代销）销量同比增 11.4%，其中，自产自销量同比增 5.5% 至 2339 万吨。旺盛的需求背后，一是疫情后需求“填坑”，二是今年 7/8 月雨水较去年同期少，有利于下游施工。

2) Q3 吨售价同比增 6 港元/+1.8%，吨成本同比增 4 港元/+2.1%，煤炭成本是下降的，造成成本上升的原因是代销部分（去年无）计入原材料，增厚吨成本。吨毛利 146 港元，同比增加 2 港元。

3) 混凝土板块 Q3 收入 18 亿港元，同比基本持平，单方毛利同比升 8 元至 131 港元/立方米，毛利率 27.3%。应收账款有所增加，从年初 23.9 亿元增加至 52.0 亿元。

4) 费用控制得当。Q3 自产自销部分吨三费 42.9 港元，同比降 5.2 港元。

5) Q3 联合营合计多贡献收益 1.7 亿港元，主要是因为经营改善，需求有提振。

公司加速产业链延伸。10 月新竞得广东封开大排矿骨料采矿权，资源储量 4.25 亿吨，规划年产能 3000 万吨，预计 2022 年投产。在 2022 年，华润的骨料年产能将达到 5260 万吨，按吨净利 20 元测算，产能完全释放后可贡献 10 亿利润。

我们的观点：水泥价格底部已经夯实，雨水过后，下游需求迅速恢复，核心市场已开启第一轮涨价，较晚的春节将有利于项目开工和水泥需求持续释放，我们预计两广水泥需求 Q4 有 Middle 位数增长。明年上半年广西将新投产 3 条水泥生产线，压力大小视需求而定，地产融资收紧引致 9 月较弱的地产新开工数据，水泥需求仍需持续观察。整体而言，两广市场供需格局稳定，梯队明显，无需担心明年水泥价格失速下滑。我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别为 106 亿、106 亿和 108 亿港元的盈利预测，最新收盘价对应 2020 年预测 PE 为 6.6X，潜在股息率为 7.3%。维持“买入”评级，目标价 12.11 港元。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件:

华润水泥发布 2020 年三季度业绩,前三季度营业额为 272 亿港元,同比增加 1.8%。毛利为 110 亿港元,同比增长 5.2%。公司拥有人应占盈利为 73.92 亿港元,同比增长 27.6%。

其中,单三季度营业额 103 亿港元,同比增 10.9%,毛利为 41 亿港元,同比增 12.4%,毛利率 39.8%,较去年同期增 0.6ppt,公司拥有人应占盈利为 32 亿港元,同比增长 58.0%。

我们点评如下:

三季报超预期的地方在于附属公司股息预提所得税率从 10%降至 5%的优惠税收调整,相关税收减少 4.74 亿港元。剔除税率优惠这一影响,前三季度利润同比增 19.4%,单三季度利润同比增 34.6%。

华南水泥价格年初奠定高基数,而后缓慢下行, Q2、Q3 水泥销量迅速回补,今年价格底部已经夯实, 10 月下旬台风雨水过后,下游需求迅速恢复,珠三角和粤西地区水泥价格上调 30 元/吨。

1) 水泥熟料板块 Q3 收入 85 亿元,同比增 13.5%,毛利 36 亿港元,同比增 13.0%,毛利率 42.4%。

2) Q3, 水泥&熟料(自产自销+代销)销量同比增 11.4%,其中,自产自销量同比增 5.5%至 2339 万吨。旺盛的需求背后,一是疫情后需求“填坑”,二是今年 7/8 月雨水较去年同期少,有利于下游施工,9 月以来雨水偏多,发货量环比回落,同比略有增长。

3) Q3, 吨售价同比增 6 港元/+1.8%至 345 港元。分区域来看,广东、广西地区售价同比+17、+6 港元,福建、云南、海南售价同比-7、-1、-19 港元。两广地区当前时点价较去年同期持平。

4) Q3 单吨水泥成本同比增 4 港元/+2.1%至 199 港元,煤炭成本是下降的,造成成本上升的原因是代销部分(去年无)计入原材料,增厚吨成本。

5) Q3 单吨水泥熟料毛利 146 港元,同比增加 2 港元。

混凝土板块应收账款有所增加。混凝土板块 Q3 收入 18 亿元,同比基本持平,单方毛利同比升 8 元至 131 港元/立方米,毛利率 27.3%。应收账款从年初 23.9 亿元增加至 52.0 亿元。

费用控制得当。Q3 三费的绝对值同比下降了 0.63 亿港元/-5.9%,自产自销部分吨三费 42.9 港元,同比降 5.2 港元,其中,吨销售费用同比降 2.4 港元至 20.3 港元;吨管理费用同比降 0.1 港元至 20.1 港元/吨;吨财务费用同比降 2.6 港元至 2.5 港元/吨。

联合营公司亦对利润增速有贡献。Q3 联合营合计贡献损益 2.7 亿港元,同比+1.7 亿港元。主要是因为经营改善,需求有提振。

公司加速推进水泥、混凝土、骨料与装配式建筑业务的协同优势和一体化发展。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

骨料方面，公司目前骨料产能 1060 万吨，福建武平、广西上思、田阳合计三块块骨料项目正在建设中，资源储量分别为 5600、6500、6100 万吨，规划年产能分别为 200、500、500 万吨，预计 2021 年投产，10 月新竞得广东封开大排矿采矿权的 65% 权益，大排矿资源储量 4.25 亿吨，规划年产能 3000 万吨，预计 2022 年投产。在 2022 年，华润的骨料年产能将达到 5260 万吨，按照吨净利 20 元测算，产能完全释放后将贡献 10 亿利润，约占当前利润的 10%。

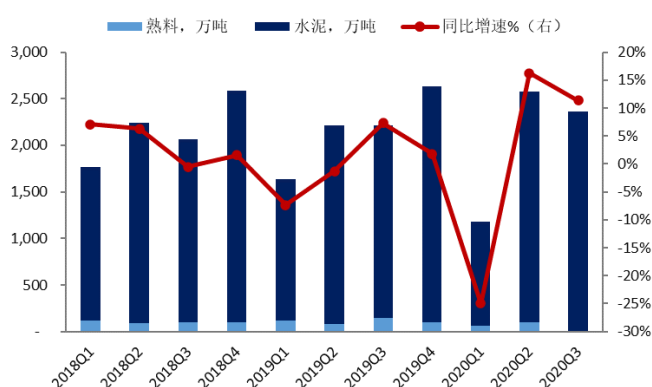
装配式混凝土方面，2020 年初，华润在广东江门、广西来宾、广西百色新取得 3 块装配式建筑用地，规划年产能分别为 5、20、20 万立方米，目前在运行产能 2 个，5.5 万立方米，建设项目 8 个。2022 年，华润的装配式产能将达到 150 万立方米，若产能利用率 60%，单方净利 200 元，测算装配式将贡献仅 2 亿利润，约占当前利润的 2%。

我们的观点：

两广市场水泥价格底部已经夯实，10 月下旬台风雨水过后，下游需求迅速恢复，珠三角和粤西地区水泥价格上调 30 元/吨。两广核心市场已开启第一轮涨价，今年较晚的春节将有利于项目开工和水泥需求持续释放，去年四季度有较高的基数，我们预计两广水泥需求 Q4 有 Middle 位数增长。明年上半年广西将新投产 3 条水泥生产线，压力大小视需求而定，地产融资收紧引致 9 月较弱的地产新开工数据，水泥需求仍需持续观察。整体而言，两广市场供需格局稳定，梯队明显，无需担心明年水泥价格失速下滑。

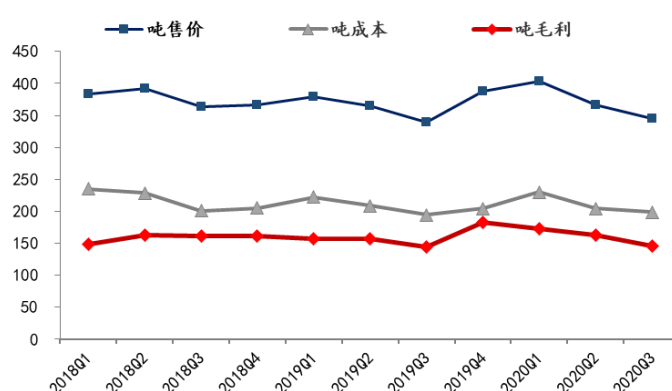
我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别为 106 亿、106 亿和 108 亿港元的盈利预测，最新收盘价对应 2020 年预测 PE 为 6.6X，潜在股息率为 7.3%。维持“买入”评级，目标价 12.11 港元。

图 1、公司水泥熟料销量及增速



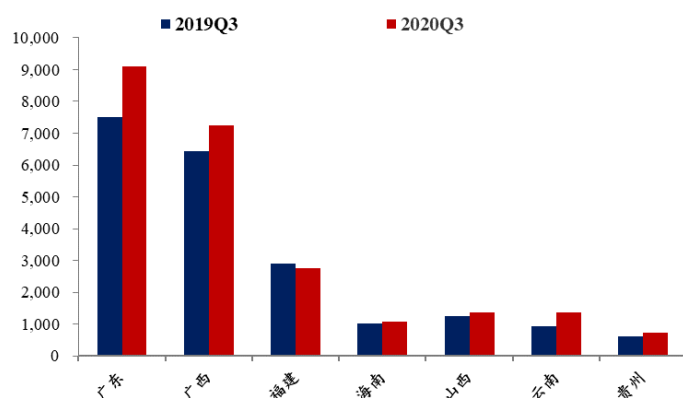
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司吨价格、成本、毛利（港元）



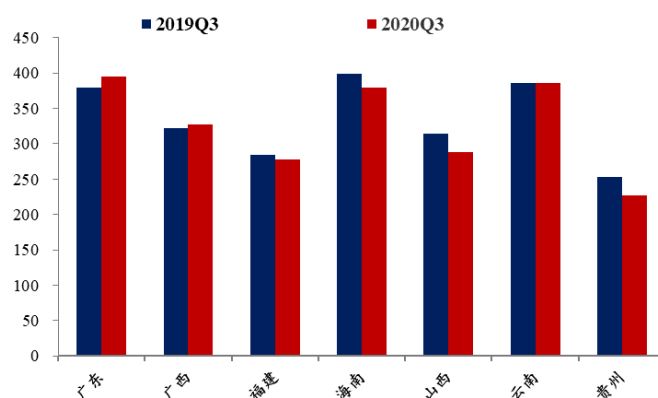
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：代销部分（去年无）计入原材料，增厚吨成本

图 3、公司分区域水泥销量(千吨)



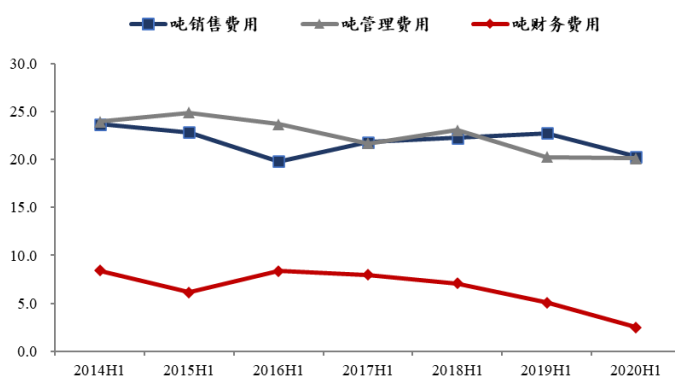
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
备注:统一销售管理的广东联营公司水泥销量140万吨(去年无)

图 4、公司区域水泥售价(港元/吨)



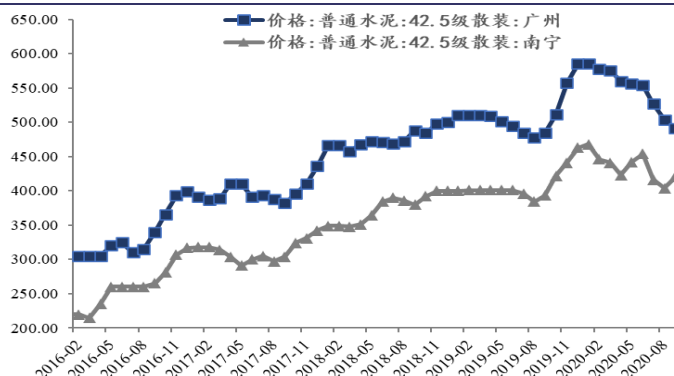
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、吨三费情况(港元)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、两广水泥价格(高标含税价,元/吨)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

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

附表

利润表					现金流量表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,956	40,843	40,894	41,256	息税前利润	12,008	13,888	14,052	14,393
营业成本	-23,298	-24,026	-23,809	-23,809	折旧和摊销	2,006	2,115	2,303	2,448
销售费用	-1,987	-1,828	-1,899	-1,899	经营资本变动	458	-393	-68	-32
管理费用	-2,329	-2,410	-2,413	-2,434	其它	-3,188	-4,300	-4,506	-4,641
财务费用	-454	-301	-301	-301	经营活动现金流	11,285	11,310	11,782	12,167
其他收益及亏损	1,120	1,610	1,580	1,580	资本开支	-1,394	-4,000	-3,400	-2,000
除税前溢利	12,008	13,888	14,052	14,393	其它	-1,224	-246	-213	-166
所得税	-3,314	-3,252	-3,425	-3,513	投资活动现金流	-2,618	-4,246	-3,613	-2,166
年度全面收益	8,694	10,636	10,627	10,879	融资活动现金流	-7,837	-4,565	-5,093	-5,143
少数股东损益	77	70	70	72	现金净变动	830	2,499	3,076	4,859
归属股东净利润	8,618	10,566	10,558	10,808	现金的期初余额	12,302	12,848	15,347	18,423
EPS(港元)	1.23	1.51	1.51	1.55	现金的期末余额	12,848	15,347	18,423	23,282

资产负债表					主要财务比率				
单位:百万港元									
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,743	21,770	24,834	29,722	成长性(%)				
货币资金	12,848	15,347	18,423	23,282	营业收入增长率	0.4	4.8	0.1	0.9
应收账款	3,112	3,355	3,359	3,389	EBIT 增长率	5.9	15.7	1.2	2.4
存货	1,510	1,795	1,778	1,778	净利润增长率	8.1	22.6	-0.1	2.4
其它	1,273	1,273	1,273	1,273	盈利能力(%)				
非流动资产	42,428	45,627	48,018	48,866	毛利率	40.2	41.2	41.8	42.3
物业、厂房及设备	27,081	29,110	30,378	30,130	归属股东净利率	22.1	25.9	25.8	26.2
无形资产	2,462	2,731	2,973	3,187	ROE	20.5	22.0	19.8	18.3
于联营合营公司的投资	8,007	8,887	9,767	10,647	偿债能力(%)				
其它	4,878	4,899	4,899	4,902	净资产负债率	30.9	28.3	26.1	24.2
资产总计	61,171	67,396	72,852	78,588	流动比率	165.5	189.8	217.9	260.8
流动负债	11,323	11,470	11,395	11,395	速动比率	152.2	174.1	202.3	245.2
短期借款	1,298	1,298	1,298	1,298	营运能力(次)				
应付账款	8,255	8,402	8,326	8,326	资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5
其他	1,771	1,771	1,771	1,771	应收账款周转率	11.2	11.2	11.2	11.2
非流动负债	7,581	7,589	7,585	7,585	每股资料(港元)				
长期借款	3,279	6,628	6,628	6,628	每股收益	1.23	1.51	1.51	1.55
无抵押票据	3,349	-	-	-	每股净资产	6.01	7.01	8.01	9.01
其他	953	961	957	957	估值比率(倍)				
负债合计	18,905	19,059	18,980	18,980	PE	8.7	6.6	6.6	6.5
股本	698	698	698	698	PB	1.8	1.4	1.3	1.1
储备	41,281	47,282	52,747	58,412					
少数股东权益	287	357	426	498					
股东权益合计	42,266	48,337	53,872	59,608					
负债及权益合计	61,171	67,396	72,852	78,588					

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.xyjq.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、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团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。