

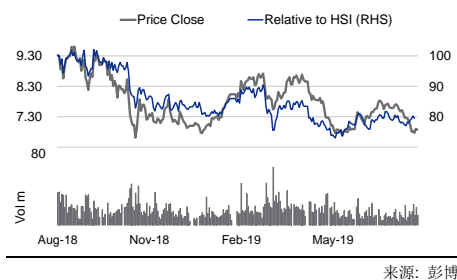
香港
持有

市场共识评级*: 买入 18 持有 3 沽出 1

前收盘价:	HK\$6.88
目标价:	HK\$7.35
此前目标价:	HK\$8.40
上升/下跌空间:	6.8%
CGS-CIMB/市场共识预测:	N/A
路透股票代码:	
彭博股票代码:	1313 HK
市值:	US\$6,128m
	HK\$48,043m
平均每日成交额:	US\$11.74m
	HK\$91.91m
目前发行在外股数	6,983m
自由流通量	31.3%
*来源: 彭博	

本报告主要变动

- ▶ 19 财年收入预测下调 5.5%
- ▶ 19 财年每股盈利预测下调 6.9%
- ▶ 19 财年股本回报率预测下调 1.3 个百分点



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-10.4	-5.5	-25.7
相对表现 (%)	-2.9	2.7	-16.6

主要股东

华润 (集团) 有限公司	持股百分比
	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

有效税率下降支撑二季度业绩

- 2019 年二季度, 公司息税前利润同比下降 10%, 主要由于人民币汇率走势对公司不利, 加上销量下降 1.3% (水泥和熟料) 所致。
- 二季度经常性净利润同比持平, 主要由于有效税率下降。
- 在我们将 2019 年年底人民币兑港元汇率预测从 1.15 降至 1.0685 后, 我们的 2019/2020 年每股盈利预测下调 6.9%/11%。
- 维持「持有」评级, 主要是考虑到销量和平均售价的涨幅十分有限, 同时报表净利润将受到人民币贬值影响。
- 我们将目标价从 8.40 港元 (1.4 倍 2019 年市净率) 下调至 7.35 港元 (1.15 倍 2020 年市净率)。

人民币汇率同比下跌 6.7% 拖累二季度息税前利润

由于公司在中国内地运营业务, 而其财务报表以港元呈列, 因此息税前利润同比下降 10% 至 31.5 亿港元主要是由于二季度人民币兑港元汇率平均下跌 6.7% 至 1.148 所致。二季度, 水泥和熟料销量同比下降 1.3% 至 2210 万吨 (受华南雨季影响), 这是导致利润下滑的另一个原因。

人民币计值平均售价基本平稳

综合平均售价 (水泥和熟料) 在二季度同比下跌 6.7% 至 365.5 港元/吨。然而, 我们估计人民币计值的平均售价同比大致持平。综合吨毛利同比下跌 10.7% 至 156.6 港元。经汇率调整后, 综合吨毛利仍录得低单位数同比跌幅, 这是由于人民币计值的生产成本温和上涨。

人民币贬值继续影响下半年业绩

此前, 我们预计人民币兑港元汇率在下半年大致持稳于 1.15 (上半年: 1.154), 在这假设下, 同比表现并没有太大问题 (2018 下半年: 1.144)。然而, 在近日中美贸易争端升级后, 最新的人民币兑港元汇率为 1.105, 因此在人民币走弱、公司销量和均价升幅有限的情况下, 相信公司仍将难以在下半年实现利润增长。

下调盈利预测以反映人民币贬值

我们将 2019 年每股盈利预测下调 6.9%, 这是由于: (i) 2019 年平均人民币汇率预测从 1.15 降至 1.102; (ii) 2019 年销量预测下调 2.7% 至 8,500 万吨, 以反映我们对华南出货量给予较保守预测。我们还将 2020 年每股盈利下调 11%, 主要基于两个原因: (i) 2020 年平均人民币兑港元汇率预测从 1.15 下调至 1.064; (ii) 2020 年销量预测下调 1.8%。

降低目标市净率 以反映公司已处于行业周期高位

我们之前的目标价 8.40 港元是基于 1.4 倍 2019 年市净率。然而, 在审视过上半年业绩及考虑到中央政府明确表示不将房地产作为短期刺激经济的手段后, 我们认为公司的销量和平均售价大升的机会不大。尽管公司正在致力开发新业务, 例如预制建筑组件业务, 但这些业务短期内的规模仍然相对较小。因此, 我们将目标市净率从 1.4 倍降至 1.15 倍 (比历史平均水平低 10%)。我们的新目标价为 7.35 港元, 基于 1.15 倍 2020 年市净率。

主要财务指标	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入 (百万港元)	29,958	38,791	37,634	34,896
经营 EBITDA (百万港元)	6,854	12,955	12,432	10,745
净利润 (百万港元)	3,617	7,975	7,634	6,471
每股核心盈利 (港元)	0.55	1.18	1.09	0.93
每股核心盈利增长	117%	115%	(7%)	(15%)
全面摊薄市盈率 (倍)	12.55	5.85	6.29	7.42
每股派息 (港元)	0.27	0.55	0.54	0.46
股息率	3.92%	7.97%	7.81%	6.73%
EV/EBITDA (倍)	7.49	3.20	3.06	3.21
股价/股权自由现金流 (倍)	11.89	8.04	6.39	10.07
净负债权益比	38.6%	0.6%	(11.1%)	(18.2%)
市净率 (倍)	1.48	1.27	1.15	1.08
股本回报率	12.7%	23.4%	19.3%	15.0%
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)			0.96	0.81
				0.00

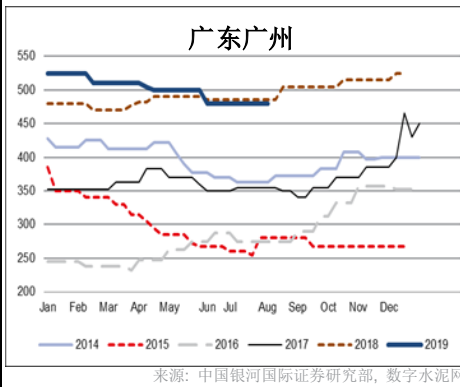
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: 2019年二季度业绩摘要

截至 12 月底止年度(千港元)	Q2 2018	Q2 2019	同比变动
收入	10,467,186	9,901,044	-5.4%
销售成本	(6,106,317)	(5,973,691)	-2.2%
毛利润	4,360,869	3,927,353	-9.9%
利润率	41.7%	39.7%	
经营开支	(926,347)	(880,883)	-4.9%
销售及分销成本	(504,525)	(485,256)	-3.8%
行政开支	(421,822)	(395,627)	-6.2%
经营利润	3,434,522	3,046,470	-11.3%
其他收入及收益	60,712	99,907	64.6%
EBIT	3,495,234	3,146,377	-10.0%
净财务开支	(122,137)	(30,328)	-75.2%
应占联营公司业绩	69,485	61,515	-11.5%
应占合营公司业绩	83,397	34,683	-58.4%
一次性项目	(50,558)	(5,873)	-88.4%
除税前盈利	3,475,421	3,206,374	-7.7%
税项	(1,219,052)	(876,942)	-28.1%
非控股权益	(22,083)	(49,499)	124.1%
净利润	2,234,286	2,279,933	2.0%
经调整净利润	2,284,844	2,285,806	0.0%
水泥及熟料总销量	22,427	22,137	-1.3%
水泥销量(千吨)	21,547	21,284	-1.2%
熟料销量(千吨)	880	853	-3.1%
水泥及熟料总收入(千港元)	8,788,812	8,091,945	-7.9%
平均售价(港元)	391.9	365.5	-6.7%
每吨综合毛利	175.5	156.6	-10.8%
每吨销售成本	216.4	209.0	-3.4%
水泥平均售价(港元)	395	366.6	-7.1%
吨毛利(港元)	177	157	-11.5%
熟料平均售价(港元)	325	338	4.1%
熟料收入	286,108	288,588	0.9%
吨毛利(港元)	130.4	148.0	13.5%
混凝土销量(千平方米)	3,920	3,698	-5.7%
混凝土平均售价(港元)	428.2	489.2	14.3%
混凝土每平方米毛利	107.8	123.5	14.5%
广东			
水泥销量(千吨)	8,021	7,377	-8.0%
平均售价(港元)	434.7	419.7	-3.4%
收入	3,486,328	3,096,080	-11.2%
广西			
水泥销量(千吨)	6,473	6,660	2.9%
平均售价(港元)	360.9	343.3	-4.9%
收入	2,336,036	2,286,116	-2.1%
福建			
水泥销量(千吨)	2,618	2,764	5.6%
平均售价(港元)	399.5	316.1	-20.9%
收入	1,045,962	873,830	-16.5%
海南			
水泥销量(千吨)	1,343	1,196	-10.9%
平均售价(港元)	438.9	377.3	-14.0%
收入	589,380	451,211	-23.4%
山西			
水泥销量(千吨)	885	1,468	65.9%
平均售价(港元)	281.7	309.1	9.7%
收入	249,294	453,807	82.0%
云南			
水泥销量(千吨)	1,484	1,241	-16.4%
平均售价(港元)	372.2	386.9	4.0%
收入	552,277	480,115	-13.1%
贵州			
水泥销量(千吨)	723	578	-20.1%
平均售价(港元)	337	281	-16.7%
收入	243,427	162,198	-33.4%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

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

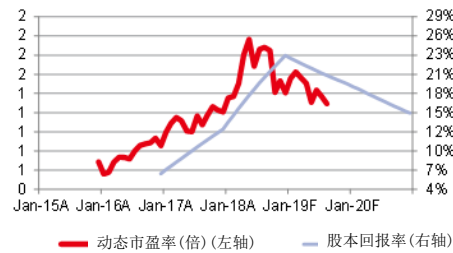
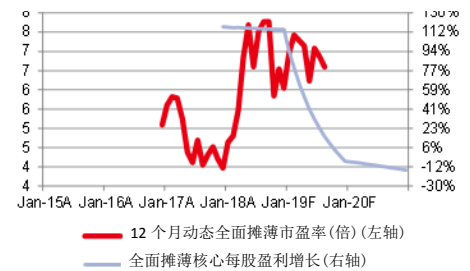


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

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

财务数据
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	37,634	34,896
毛利	9,230	15,420	14,843	12,817
经营EBITDA	6,854	12,955	12,432	10,745
折旧及摊销	(1,851)	(1,986)	(2,105)	(2,174)
经营EBIT	5,003	10,969	10,326	8,571
财务收入(支出)	(570)	(510)	(266)	(138)
应占联营公司的税前收入(损失)	99	403	294	257
非经营性收入(开支)	302	441	365	293
税前利润(撇除一次性项目)	4,834	11,302	10,720	8,982
一次性项目	50	33	(3)	0
税前利润	4,884	11,335	10,717	8,982
所得税开支	(1,291)	(3,328)	(3,002)	(2,443)
一次性项目 - 税后				
税后利润	3,593	8,007	7,715	6,539
非控制性权益	24	(31)	(81)	(69)
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	7,634	6,471
经常性净利润	3,580	7,952	7,636	6,471
全面摊薄经常性净利润	3,580	7,952	7,636	6,471

现金流

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
EBITDA	6,854	12,955	12,432	10,745
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	2,100	685	(292)
净利息(支出)/收入	(570)	(510)	(266)	(138)
税项	(1,291)	(3,328)	(3,002)	(2,443)
经营现金流	6,613	11,331	9,809	7,871
资本开支	(1,135)	(1,056)	(1,200)	(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
投资现金流	(1,888)	(1,075)	(1,200)	(1,100)
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		5,497		
回购股份				
支付股息	(1,764)	(3,827)	(3,752)	(3,235)
优先股股息				
其他融资现金流	(84)		0	0
融资现金流	(2,791)	(2,803)	(4,840)	(5,235)
现金流总额	1,933	7,453	3,769	1,536
股权自由现金流	3,781	5,782	7,520	4,771
公司自由现金流	5,363	10,900	9,088	7,162

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
现金及等价物	5,385	12,302	16,070	17,606
应收账款	3,449	3,208	3,400	3,300
货物	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	22,862	24,198
固定资产	30,903	28,490	27,524	26,401
总投资	7,092	7,011	7,305	7,562
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	41,013	40,147
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	1,850	1,571
负债总额	26,044	22,611	21,983	19,503
股东股本	30,309	37,691	41,607	44,488
非控制性权益	173	204	285	354
总股本	30,482	37,895	41,893	44,842

主要比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入增长	16.8%	29.5%	(3.0%)	(7.3%)
经营EBITDA增长	36.8%	89.0%	(4.0%)	(13.6%)
经营EBITDA利润率	22.9%	33.4%	33.0%	30.8%
每股净现金(人民币)	(1.80)	(0.03)	0.67	1.17
每股净资产(人民币)	4.64	5.40	5.96	6.37
利息支付倍数	7.84	17.04	21.57	21.93
有效税率	26.4%	29.4%	28.0%	27.2%
净派息率	49.5%	48.2%	49.1%	50.0%
应收账款天数	30.63	23.34	23.85	26.22
库存天数	32.23	28.80	32.20	33.15
应付账款天数	57.41	53.37	56.14	58.02
资本回报率	14.5%	30.7%	31.6%	27.0%
已动资本回报率	10.9%	22.2%	19.7%	15.9%
平均资产回报率	7.6%	14.5%	12.8%	10.4%

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	366	335
水泥及熟料销量(千吨)	83,843	86,635	84,964	85,279
水泥及熟料毛利(港元/吨)	95	161	157	134
混凝土平均售价(港元/吨)	376	440	485	443
混凝土销量(千平方米)	13,458	14,231	13,532	14,230
混凝土毛利(港元/平方米)	97	106	113	100
增长率:				
收入	17%	29%	-3%	-7%
EBIT	56%	115%	-6%	-17%
EBITDA	40%	90%	-5%	-14%
核心收入净额	90%	123%	-4%	-15%
经常性每股盈利	90%	108%	-4%	-15%
利润率和比率:				
毛利率	30.8%	39.8%	39.4%	36.7%
净利率	11.8%	20.6%	20.5%	18.7%
EBIT利润率	17.7%	29.4%	28.4%	25.4%
EBITDA利润率	24.2%	35.6%	34.8%	32.4%
有效税率	26.7%	29.4%	28.0%	27.2%

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(包括任何附加资料)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师确认 (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，分析师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 (现有机制(从2019年9月1日将全面由新机制取代))

- 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

评级指标 (新机制)

- 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