

# 华润水泥 [1313.HK]

农历新年后水泥价格坚挺;将2017年每股盈利预测上调21%

此前,我们对公司2016年第四季、2017上半年及2017下半年的吨毛利(水泥及熟料)预测分别为72港元、63港元及69港元(假设2017年人民币贬值5%),以反映第一季水泥价格通常较弱的情况。然而,基于我们的调查和与业界的讨论,我们认为由于库存水平非常低,2017年第一季华南的水泥价格将高于我们之前的预期。因此,我们将2017年上半年和2017下半年的吨毛利预测提高至71港元及73港元。2017年/2018年的每股经常性盈利预测亦因此提高21%/15%。据此,我们将目标市净率由0.85倍上调至1.05倍(11.5倍2017年市盈率),目标价由3.80港元上调至4.77港元。重申买入评级。

## 投资亮点

- 新年后华南的定价压力暂时不大。**由于农历新年假期的关系,第一季水泥价格一般会走低。在广东,2013年和2015年均出现这种走势(图1);广西方面,2013年、2014年和2015年的走势亦相似(图2)。然而,2017年的走势或会不同。根据数字水泥数据,今年以来广东和广西的水泥价格基本保持稳定(图1和图2),根据我们与业界的讨论,我们相信2017年第一季的价格压力可能很小,因为现时华南的水泥库存正接近过去四年的最低水平(图3)。
- 2017年中报很可能优于我们之前的预测。**根据我们之前的预测,华润水泥2017年上半年每股经常性盈利同比增长125%,原因是2016年上半年基数较低。现时我们预计2017上半年净利润将同比大增189%。另外,我们之前预计综合吨毛利将在2017年上半年下降至63港元(2016年第四季为72港元),当时是考虑到季节性因素和人民币贬值的影响。但现时看来,该预测似乎过于保守,因此我们现将上半年的吨毛利预测提高至71港元,这是导致我们将2017年每股经常性盈利预测提高21%的主要原因。该公司很有可能会发布2017年第一季的盈利预喜。
- 数据重温:固定资产投资稳定增长。**根据广西壮族自治区人民政府的统计,今年固定资产投资增长目标为13%,与2016年的实际增长相同。至于广东省,该省去年未能达到其固定资产投资目标(增长超过15%),实际增长仅10%。今年,广东继续将增长目标定为15%。除非该省的实际增长大幅低于目标,否则增长低于2016年的10%的机会不大。

截至12月31日止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万港元)	29,341	32,669	26,779	25,044	26,431
经常性净利润(百万港元)	3,265	4,297	2,055	1,668	2,701
净利润率(%)	11	13	8	7	10
经常性每股收益(HK\$)	0.50	0.66	0.31	0.26	0.41
%变动	40	31	(52)	(19)	62
市盈率(倍)	8.3	6.3	13.2	16.3	10.0
市净率(倍)	1.09	0.96	1.02	0.98	0.91
EV/EBITDA	6.7	5.4	10.1	8.2	6.5

来源:公司,中国银河国际证券研究部

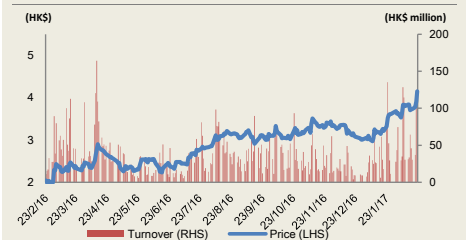
## 中国水泥业

### 买入

收盘价: 4.15港元 (2017年2月22日)

目标价: 4.77港元 (15%)

#### 股价表现



来源: 彭博

市值	34.93亿美元
已发行股数	65.329亿股
核数师	Deloitte
自由流通量	26.6%
52周交易区间	1.85-4.16港元
三个月日均成交量	483.4万港元
主要股东	华润集团 (73.0%)

来源: 公司, 彭博

#### 王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

#### 吕宇-研究助理

(852) 3698-6393

livylyu@chinastock.com.hk

## 主要财务数据

华润水泥 (1313. HK)  
 损益表  
 (千港元, 每股数据除外)

	2015		2016E		2017E		2014	2015	2016E	2017E	2018E	
	1H	2H	1H (A)	2H	1H	2H						
截至12月底止年度												
水泥	10,300,429	10,406,383	8,824,670	11,015,128	9,838,501	11,418,830	24,359,503	20,706,812	19,839,798	21,257,330	21,154,334	
熟料	607,389	333,671	342,133	363,106	371,729	367,059	1,580,455	941,060	705,239	738,788	730,926	
混凝土	2,496,390	2,634,409	2,148,805	2,350,600	2,055,840	2,379,465	6,728,952	5,130,799	4,499,405	4,435,305	4,457,230	
收入	13,404,208	13,374,463	11,315,608	13,728,833	12,266,070	14,165,354	32,668,910	26,778,671	25,044,441	26,431,424	26,342,490	
销货成本	(10,050,659)	(10,310,745)	(8,618,553)	(9,903,073)	(8,790,666)	(10,017,987)	(22,443,769)	(20,361,404)	(18,519,689)	(18,808,653)	(18,703,484)	
毛利润	3,353,549	3,063,718	2,697,055	3,825,761	3,475,404	4,147,367	10,225,141	6,417,267	6,524,752	7,622,771	7,639,006	
运营开支	(1,741,438)	(2,313,147)	(1,647,255)	(2,196,613)	(1,717,250)	(2,294,787)	(4,295,966)	(4,054,585)	(3,843,868)	(4,012,037)	(3,998,094)	
运营利润	1,612,111	750,571	1,049,800	1,629,148	1,758,154	1,852,580	5,929,175	2,362,682	2,680,884	3,610,734	3,640,912	
其他收入及收益	139,665	270,696	111,993	247,119	98,129	226,646	377,245	410,361	359,112	324,774	311,275	
EBIT	1,751,776	1,021,267	1,161,793	1,876,267	1,856,283	2,079,225	6,306,420	2,773,043	3,039,996	3,935,508	3,952,188	
净融资成本	(246,603)	(257,317)	(336,784)	(392,125)	(388,413)	(387,323)	(596,473)	(503,920)	(728,909)	(775,737)	(713,839)	
应占联营公司/合营之利润	(126,551)	(117,650)	(153,061)	192,075	139,035	242,592	115,871	(244,201)	39,014	381,627	401,877	
非经常性项目	8,920	(1,049,443)	(163,141)	(110,000)	(100,000)	(100,000)	(71,722)	(1,040,523)	(273,141)	(200,000)	(140,000)	
税前收入	1,387,542	(403,143)	508,807	1,566,217	1,506,904	1,834,495	5,754,096	984,399	2,076,960	3,341,399	3,500,226	
收入所得税	102,311	(149,821)	(286,728)	(445,243)	(411,003)	(473,733)	(1,630,777)	(47,510)	(731,971)	(884,736)	(874,354)	
少数股东权益	40,370	37,710	35,448	15,911	20,179	24,082	83,074	78,080	51,359	44,261	45,146	
收入净额	1,530,223	(515,254)	257,527	1,136,886	1,116,080	1,384,844	4,206,393	1,014,969	1,394,413	2,500,924	2,671,017	
经常性收入净额	1,521,303	534,189	420,668	1,246,886	1,216,080	1,484,844	4,296,578	2,055,492	1,667,554	2,700,924	2,811,017	
每股收益(港元)	0.234	(0.079)	0.039	0.174	0.171	0.212	0.644	0.155	0.213	0.383	0.409	
经常性每股收益(港元)	0.233	0.082	0.064	0.191	0.186	0.227	0.658	0.315	0.255	0.413	0.430	
每股派息(港元)	0.060	0.020	0.015	0.044	0.043	0.053	0.170	0.080	0.059	0.096	0.102	
折旧及摊销	945,611	940,078	899,226	1,477,189	1,207,083	1,361,179	1,839,237	1,885,689	2,376,415	2,568,262	2,703,780	
EBITDA	2,570,836	1,843,695	1,907,958	3,545,531	3,202,401	3,682,997	8,261,528	4,414,531	5,455,425	6,885,397	7,057,844	
水泥及熟料平均售价(港元)	291	245	235	253	252	249	333	266	244	251	243	
水泥及熟料平均销量(千吨)	37,470	43,883	39,070	45,004	40,480	47,294	77,939	81,353	84,074	87,774	89,952	
水泥及熟料毛利润(港元/吨)	71	52	52	70	71	73	110	61	62	72	70	
混凝土平均售价(港元/吨)	435	401	374	368	369	361	423	417	371	364	357	
混凝土平均销量(千立方米)	5,734	6,577	5,740	6,388	5,573	6,600	15,920	12,311	12,128	12,173	12,501	
混凝土毛利润(港元/千立方米)	120	120	114	103	110	103	102	120	108	106	105	
<b>增长率:</b>												
收入	-12%	-24%	-16%	3%	8%	3%	11%	-18%	-6%	6%	0%	
EBIT	-46%	-66%	-34%	84%	60%	11%	35%	-56%	10%	29%	0%	
EBITDA	-38%	-55%	-26%	92%	68%	4%	24%	-47%	24%	26%	3%	
核心净收入	-31%	-75%	-72%	133%	189%	19%	32%	-52%	-19%	62%	4%	
经常性每股收益	-31%	-75%	-72%	133%	189%	19%	31%	-52%	-19%	62%	4%	
<b>利润率及财务比率:</b>												
毛利润率	25.0%	22.9%	23.8%	27.9%	28.3%	29.3%	31.3%	24.0%	26.1%	28.8%	29.0%	
净利润率	11.0%	3.7%	3.4%	9.0%	9.7%	10.3%	12.9%	7.4%	6.5%	10.1%	10.5%	
EBIT利润率	13.1%	7.6%	10.3%	13.7%	15.1%	14.7%	19.3%	10.4%	12.1%	14.9%	15.0%	
EBITDA利润率	19.2%	13.8%	16.9%	25.8%	26.1%	26.0%	25.3%	16.5%	21.8%	26.1%	26.8%	
有效税率	-7.4%	23.2%	42.7%	26.6%	25.6%	24.5%	28.0%	2.3%	42.7%	25.0%	24.0%	

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

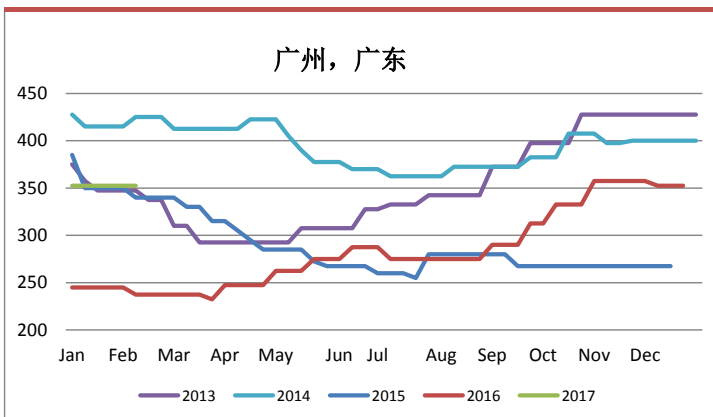
## 主要财务数据

华润水泥(1313.HK)  
 损益表  
 (千港元, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
存货	2,162,359	1,564,912	1,650,000	1,700,000	1,750,000
贸易及其他应收款项	2,837,619	2,194,070	2,250,000	2,300,000	2,350,000
其他	2,779,059	1,674,932	1,771,491	1,821,491	1,851,491
银行结余及现金	4,147,804	1,937,708	1,800,000	1,800,000	2,888,847
流动资产	11,926,841	7,371,622	7,471,491	7,621,491	8,840,338
物业、厂房及设备净额	33,271,505	31,596,192	35,837,183	36,473,921	34,760,141
预付土地租赁款	2,787,164	2,905,451	3,005,451	3,105,451	3,205,451
其他	9,551,577	12,343,485	12,442,499	12,884,127	13,346,003
非流动资产总额	45,610,246	46,845,128	51,285,134	52,463,499	51,311,595
总资产	57,537,087	54,216,750	58,756,625	60,084,990	60,151,933
贸易应付款项	2,800,119	3,089,768	3,200,000	3,300,000	3,350,000
其他应付款项	4,670,708	4,855,226	4,900,000	5,000,000	5,100,000
银行贷款及其他借款	4,728,905	5,226,642	5,000,000	4,500,000	4,000,000
其他	930,763	230,468	420,941	260,458	492,133
流动负债总额	13,130,495	13,402,104	13,520,941	13,060,458	12,942,133
银行贷款及其他借款	12,452,307	10,597,782	13,904,418	13,799,846	12,000,000
其他	3,239,137	3,231,187	3,231,187	3,231,187	3,231,187
非流动负债总额	15,691,444	13,828,969	17,135,605	17,031,033	15,231,187
负债总额	28,821,939	27,231,073	30,656,547	30,091,491	28,173,320
股东权益	28,179,873	26,556,891	27,722,651	29,660,334	31,690,593
少数股东权益	535,275	428,786	377,427	333,166	288,020

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图2: 广东水泥价格 (人民币/吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

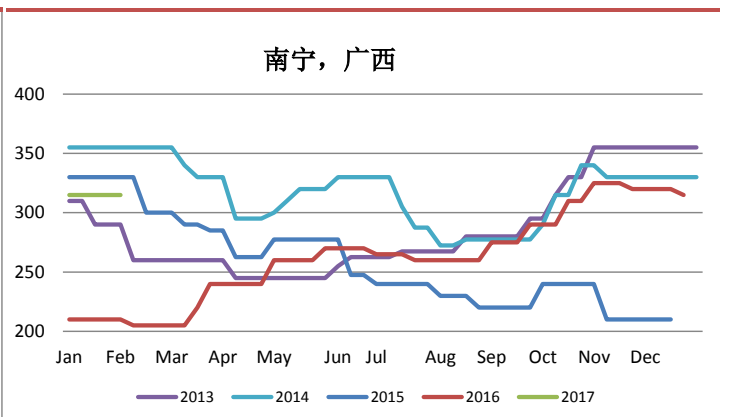
### 现金流量表

截至12月底止年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	5,754,096	984,399	2,076,960	3,341,399	3,500,226
折旧及摊销	2,020,732	2,181,313	2,376,415	2,568,262	2,703,780
营运资金变动	(1,235,464)	(231,947)	(788,931)	(1,452,079)	(1,050,082)
其他/调整	6,858,842	4,833,639	3,581,873	4,507,581	5,173,924
资本开支	(3,206,491)	(5,640,000)	(2,427,000)	(3,215,000)	(1,000,000)
其他	(1,350,709)	998,119	(160,000)	(160,000)	(160,000)
投资现金流	(4,557,200)	(4,641,881)	(2,587,000)	(3,375,000)	(1,160,000)
负债变动	(159,960)	(1,356,788)	3,079,994	(604,572)	(2,299,846)
股息	(684,522)	(1,110,599)	(522,635)	(382,215)	(625,231)
其他	(127,163)	222,277	(3,689,940)	(145,793)	-
净融资成本	(971,645)	(2,245,110)	(1,132,581)	(1,132,581)	(2,925,077)
现金增加/减少	1,326,022	(2,210,096)	(137,708)	-	1,088,847
现金净额/(负债净额)	(16,136,072)	(16,987,100)	(20,204,802)	(19,600,230)	(16,211,537)

### 财务比率

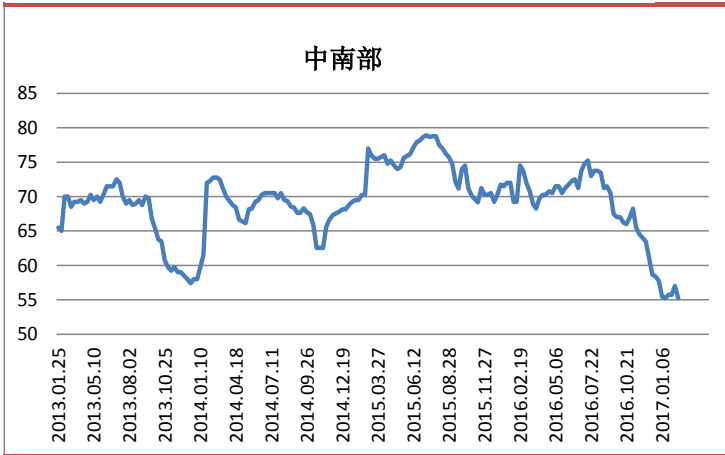
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	6.3	13.2	16.3	10.0	9.6
每股收益增长(%)	31.3	(52.2)	(18.9)	62.0	4.1
收益率(%)	4.1	1.9	1.4	2.3	2.5
市盈增长率(倍)	0.20	-0.25	-0.86	0.16	2.37
EV/EBITDA(倍)	5.4	10.1	8.2	6.5	6.3
市净率(倍)	0.96	1.02	0.98	0.91	0.86
<b>营运</b>					
收入增长(%)	11	-	18	-	6
毛利润率(%)	31.3	24.0	26.1	28.8	29.0
净利润率(%)	12.9	7.4	6.5	10.1	10.5
应收账款周转天数	34	34	32	31	32
应付账款周转天数	49	53	62	63	65
存货周转天数	35	33	32	33	34
流动比率(倍)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率(倍)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
资产/净资产(倍)	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9
净负债/净资产(%)	56	63	72	65	51
EBITDA利息覆盖倍数	13.9	8.8	7.5	8.9	9.9
核心净资产收益率(%)	16.2	7.5	6.1	9.4	9.2

图3: 广西水泥价格 (人民币/吨)



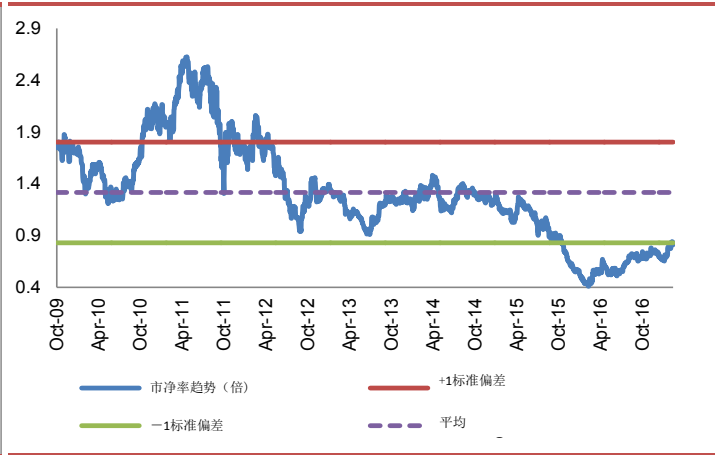
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图2: 中南部水泥价格 (人民币/吨)



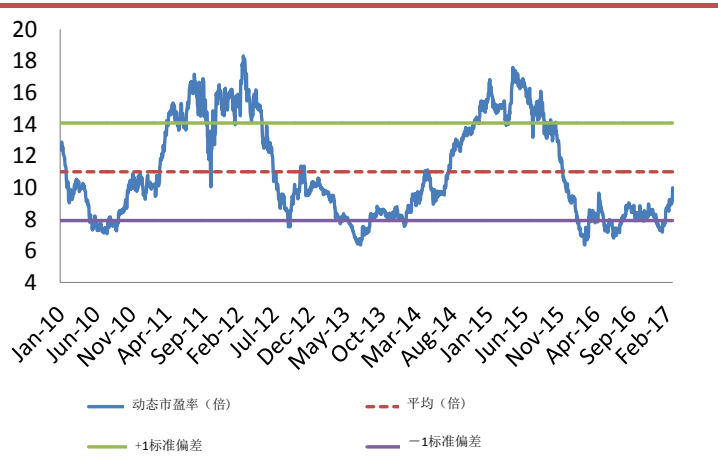
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图4: 华润水泥动态市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图5: 华润水泥动态市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

## 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及其附属公司(“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就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)乃中国银河国际及其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，且该等权益的合计总额相等或高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。

中国银河国际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，中国银河国际可能在过去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。

## 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。

## 评级指标

- 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

## 版权所有

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)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888