



华润水泥控股

核心需求稳健，把握强安全边际与高股息回报

公司动态

公司近况

近期公司组织反路演，与投资者对公司四季度经营状况与十四五规划进行了充分交流：

评论

4Q20 需求旺盛，公司销量维持高位。回顾 4Q20，2020 年华南雨季于 10 月底结束，公司发货迅速恢复高位，我们估计 11 月底到 12 月公司日发货量为 32-35 万吨左右，相比去年同期大幅增高，其中 11 月单月销量突破历史新高，达到 990 万吨（同比+10%+）。价格方面，受雨季以及库存影响，两广地区价格提涨两轮（少于 2019 年三轮），但因每轮涨幅更高，使得 4Q20 两广均价同比仅低 2%，且考虑到人民币升值影响，我们预计 204Q 公司盈利有望维持稳健。

基建需求旺盛，供给整体新增有限，2021 年高盈利维系无忧。展望 2021 年，**1) 需求方面**，大湾区基建建设如火如荼，4Q20 两广招标项目同比大增（其中广东招标项目超过 20 个，同比+7 个，招标量接近 800 万吨，同比大幅增长 3 倍以上），同时当下地产订单稳健，我们看好两广需求具备强有力支撑，相较 2020 年稳中有升。**2) 供给方面**，2021 年两广仍存新增产能，但数量有限，公司预计有望被增量需求消化。而外来水泥方面，进口越南水泥受制于广东的沿海中转库限制，月进口量仅 30 万吨左右；贵州低价水泥因运输标载影响，运输半径有限，且贵州价格难以继续下降，对两广地区影响有限。我们看好 2021 年公司水泥量价均有小幅提升，盈利高位无忧。

骨料矿山布局逐步完善，新材料业务稳步加码。**骨料方面：**公司于 2020 年 10 月/11 月合计约 49 亿元竞拍得广东、海南采矿权（合计约 4.9 亿吨储量），补充了 5500 万吨骨料产能规划所需矿山资源，同时公司规划未来骨料产能达到 1 亿吨产能，仍将继续积极布局骨料矿山资源，加深产业链一体化布局。**装配式方面：**目前公司装配式建筑项目共有 5.5 万立方产能投产，另有规划建设 145 万立方产能，预计 2022 年落地，中长期有望贡献重要的盈利增量。

估值处于低洼区，股息率高企。我们认为，当前水泥板块低估值已充分计入投资者对政策、对行业基本面的担忧，而公司核心区域需求稳健、财务状况优异，我们预计当前估值下 2020e 股息率高达~8%。我们认为当前股价下公司兼具强安全边际与高股息回报，建议投资者把握华南水泥龙头相对收益机会。

估值建议

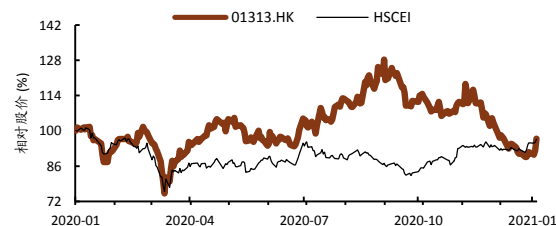
我们维持公司 2020/21e EPS 1.45/1.47 港币不变，引入 2022e EPS 1.48 港币，当前股价对应 2021/22e 6.2x/6.2x P/E。我们维持跑赢行业评级和目标价 13.25 元，对应 2021/22e 8.2x/8.2x P/E 和 45%上行空间。

风险

水泥需求不及预期，两广新增置换线规模超预期。

维持跑赢行业

股票代码	01313.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 9.16
目标价	港币 13.25
52 周最高价/最低价	港币 12.15~6.71
总市值(亿)	港币 640
30 日日均成交额(百万)	港币 123.73
发行股数(百万)	6,983
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	14.01
主营行业	基础材料



(港币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,956	40,679	41,089	41,363
增速	0.4%	4.4%	1.0%	0.7%
归属母公司净利润	8,618	10,149	10,289	10,341
增速	8.1%	17.8%	1.4%	0.5%
扣非后净利润	8,430	10,149	10,289	10,341
增速	8.7%	20.4%	1.4%	0.5%
每股净利润	1.23	1.45	1.47	1.48
每股净资产	6.01	6.87	7.64	8.41
每股股利	0.60	0.70	0.71	0.71
每股经营现金流	1.62	1.73	1.81	1.82
市盈率	7.4	6.3	6.2	6.2
市净率	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.1	3.3	2.9	2.5
股息收益率	6.5%	7.6%	7.8%	7.8%
平均总资产收益率	14.2%	15.9%	14.9%	13.8%
平均净资产收益率	21.6%	22.6%	20.3%	18.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

李可悦, CFA

分析师

coral.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080517070004

SFC CE Ref: BKW500

陈彦, CFA

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

龚晴

分析师

qing.gong@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080520090002

杨茂达

联系人

maoda.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080120070150

财务报表和主要财务比率

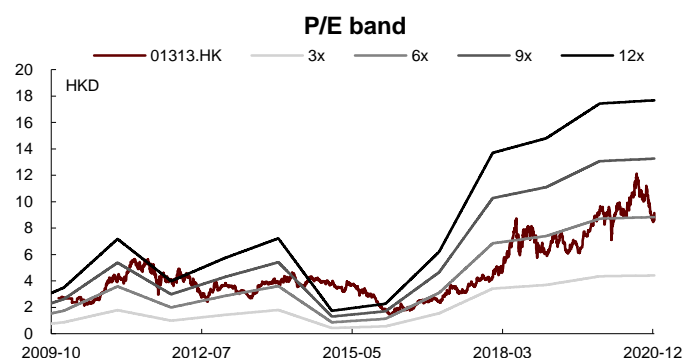
财务报表 (百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	38,956	40,679	41,089	41,363	营业收入	0.4%	4.4%	1.0%	0.7%
营业成本	-23,298	-23,379	-23,612	-23,612	营业利润	2.9%	13.2%	1.5%	2.5%
营业费用	-1,987	-2,034	-2,054	-2,068	EBITDA	3.0%	10.0%	1.8%	1.6%
管理费用	-2,329	-2,400	-2,424	-2,440	净利润	8.1%	17.8%	1.4%	0.5%
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	8.7%	20.4%	1.4%	0.5%
营业利润	11,914	13,482	13,688	14,024	盈利能力				
财务费用	-454	-257	-273	-289	毛利率	40.2%	42.5%	42.5%	42.9%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	30.6%	33.1%	33.3%	33.9%
利润总额	12,008	14,004	14,045	14,116	EBITDA 利润率	37.3%	39.3%	39.6%	39.9%
所得税	-3,314	-3,753	-3,652	-3,670	净利润率	22.1%	24.9%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-77	-103	-104	-104	扣非后净利润率	21.6%	24.9%	25.0%	25.0%
归属母公司净利润	8,618	10,149	10,289	10,341	偿债能力				
EBITDA	14,524	15,970	16,256	16,515	流动比率	1.66	2.10	2.62	3.19
扣非后净利润	8,430	10,149	10,289	10,341	速动比率	1.52	1.95	2.47	3.03
资产负债表					现金比率	1.13	1.55	2.07	2.63
货币资金	12,848	17,736	23,907	30,380	资产负债率	30.9%	26.9%	25.1%	23.5%
应收账款及票据	2,386	2,482	2,507	2,524	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	1,510	1,746	1,764	1,764	回报率分析				
其他流动资产	1,999	2,091	2,099	2,105	总资产收益率	14.2%	15.9%	14.9%	13.8%
流动资产合计	18,743	24,055	30,277	36,773	净资产收益率	21.6%	22.6%	20.3%	18.4%
固定资产及在建工程	27,081	26,885	26,609	25,960	每股指标				
无形资产及其他长期资产	15,347	15,185	15,023	14,861	每股净利润 (港元)	1.23	1.45	1.47	1.48
非流动资产合计	42,428	42,070	41,632	40,821	每股净资产 (港元)	6.01	6.87	7.64	8.41
资产合计	61,171	66,125	71,909	77,594	每股股利 (港元)	0.60	0.70	0.71	0.71
短期借款	1,298	1,298	1,298	1,298	每股经营现金流 (港元)	1.62	1.73	1.81	1.82
应付账款	3,174	3,329	3,362	3,362	估值分析				
其他流动负债	6,851	6,832	6,883	6,883	市盈率	7.4	6.3	6.2	6.2
流动负债合计	11,323	11,459	11,543	11,543	市净率	1.5	1.3	1.2	1.1
长期借款	6,628	5,350	5,550	5,750	EV/EBITDA	4.1	3.3	2.9	2.5
其他非流动负债	953	953	953	953	股息收益率	6.5%	7.6%	7.8%	7.8%
非流动负债合计	7,581	6,303	6,503	6,703					
负债合计	18,905	17,763	18,046	18,246					
股本	698	698	698	698					
未分配利润	41,281	47,275	52,671	58,052					
归母所有者权益	41,980	47,974	53,370	58,750					
少数股东权益	287	389	493	597					
负债及股东权益合计	61,171	66,125	71,909	77,594					
现金流量表									
税前利润	12,008	14,004	14,045	14,116					
折旧和摊销	2,062	2,158	2,238	2,311					
营运资本变动	343	-288	33	-22					
其他	-3,129	-3,759	-3,658	-3,676					
经营活动现金流	11,285	12,115	12,658	12,728					
资本开支	-3,154	-1,800	-1,800	-1,500					
其他	536	6	6	6					
投资活动现金流	-2,618	-1,794	-1,794	-1,494					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-1,278	-1,278	200	200					
其他	-6,560	-4,155	-4,893	-4,961					
筹资活动现金流	-7,837	-5,433	-4,693	-4,761					
汇率变动对现金的影响	-284	0	0	0					
现金净增加额	546	4,888	6,171	6,473					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

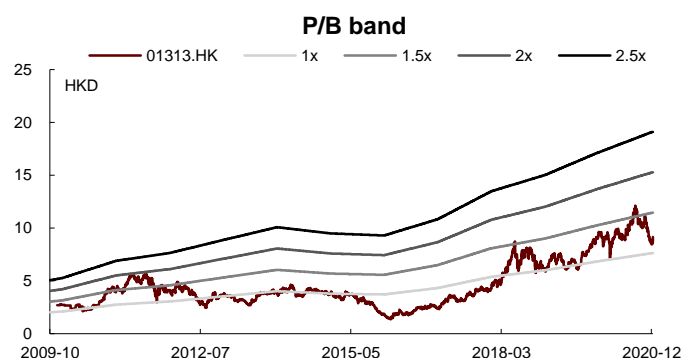
华润水泥是中国南方领先的水泥和混凝土生产商，于 2009 年在香港联交所上市，控股股东为华润集团。业务涵盖石灰石开采，水泥、熟料及混凝土的生产、销售和分销，市场主要在广东、广西、福建、海南、云南和山西，是现时中国南部最大的新型干法熟料、水泥和混凝土生产商。

图表 1: 历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	交易货币	收盘价 01-06	目标价	市盈率		市净率		每股收益 (财报货币)	
						2020A/E	2021E	2020A/E	2021E	2020A/E	2021E
A 股											
海螺水泥*	600585.SH	CNY	CNY	55.88	63.00	8.3	8.1	1.8	1.6	6.76	6.94
金隅集团*	601992.SH	CNY	CNY	3.03	3.86	9.2	7.7	0.5	0.5	0.33	0.39
冀东水泥*	000401.SZ	CNY	CNY	14.61	20.43	7.2	6.4	1.1	1.0	2.04	2.27
华新水泥*	600801.SH	CNY	CNY	21.69	31.29	8.1	6.5	1.9	1.6	2.67	3.36
祁连山*	600720.SH	CNY	CNY	14.76	20.10	6.3	5.1	1.4	1.2	2.34	2.87
上峰水泥	000672.SZ	CNY	CNY	20.66	n.a.	7.2	7.0	2.7	2.4	2.93	2.97
塔牌集团	002233.SZ	CNY	CNY	13.10	n.a.	7.5	7.7	1.5	1.5	1.46	1.71
宁夏建材	600449.SH	CNY	CNY	14.15	n.a.	6.9	7.2	1.1	1.0	1.61	1.96
万年青	000789.SZ	CNY	CNY	14.05	n.a.	7.6	7.2	2.0	1.8	1.72	1.94
福建水泥	600802.SH	CNY	CNY	8.41	n.a.	9.0	N.M.	2.6	N.M.	1.02	n.a.
青松建化	600425.SH	CNY	CNY	3.90	n.a.	21.4	N.M.	1.1	N.M.	0.16	n.a.
H 股											
海螺水泥*	00914.HK	CNY	HKD	51.70	65.00	6.8	6.6	1.5	1.3	6.76	6.94
金隅集团*	02009.HK	CNY	HKD	1.58	1.80	4.2	3.6	0.2	0.2	0.33	0.39
华润水泥控股*	01313.HK	HKD	HKD	9.16	13.25	6.3	6.2	1.3	1.2	1.45	1.47
平均值						5.8	5.5	1.0	0.9	2.85	2.93
中值						6.3	6.2	1.3	1.2	1.45	1.47

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

