

2012年10月12日

群益香港研究部

[csc\\_research@e-capital.com.hk](mailto:csc_research@e-capital.com.hk)
[C0044@capital.com.tw](mailto:C0044@capital.com.tw)

10/12 收盤價 (港元)	4.59
目標價 (港元)	5.50

**基本資料**

產業別	水泥
-----	----

10/12 收盤價	4.59
-----------	------

52 週高點	7.00
--------	------

52 週低點	3.35
--------	------

**市值**

港幣(十億元)	29.92
---------	-------

美元(十億元)	3.86
---------	------

在外流通股數(百萬)	6,519
------------	-------

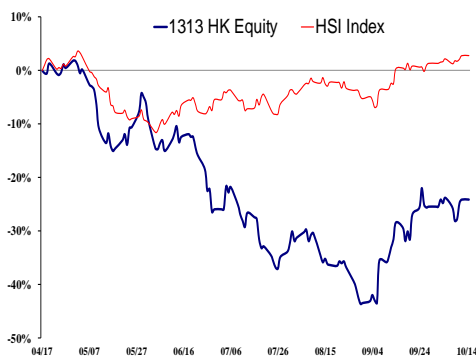
**股價表現 (%)**

	相對報酬	絕對報酬
	恆生指數	1313.HK

1 個月	3.5%	6.0%
------	------	------

3 個月	(7.3%)	3.4%
------	--------	------

12 個月	(33.3%)	(19.0%)
-------	---------	---------

**股價相對大盤走勢**


## 華潤水泥(1313.HK)

**BUY 買入**

### 華南旺季來臨、對手產能受限及煤價下跌驅動公司業績提升

#### 結論與建議：

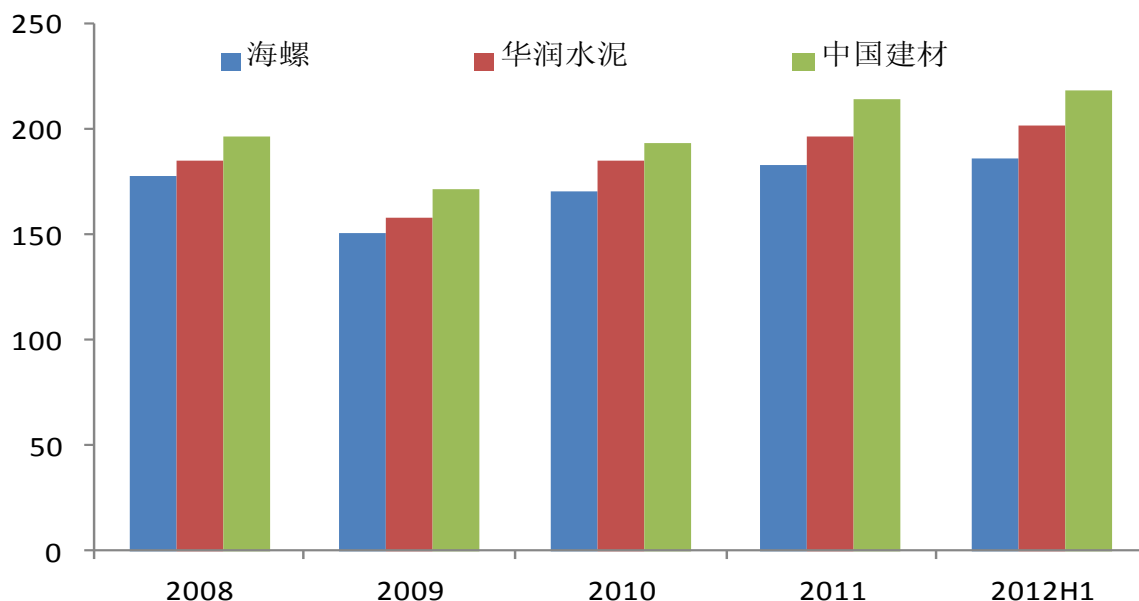
作為華南地區的水泥龍頭企業，公司始終堅持“資源掌控、資源轉化、資源分銷+系統成本最低、市場區域領先”的“3+2”戰略方針，因此公司在生產成本、市場控制能力方面領先同儕。並且就短期業績來看，受水泥旺季來臨、原材料成本價格下降、英德水泥事故等因素的綜合影響，公司4季度產品將量價齊升，帶動其業績將較3季度明顯增長。展望2013年，基於華南地區整體投資穩定增長，新增供給大幅減少、落後產能持續淘汰以及煤炭價格同比下降的判斷，我們預計公司業績將較2012年錄得70%的提升，目前公司港股對應2013年PE12.4倍，PB1.4倍，估值較低，且公司目前水泥噸市值約為320億元，低於重建成本，給予買入的投資建議。

- **成本控制，市場佈局領先同儕。**作為華南最大的水泥龍頭企業，公司最核心的競爭力在於其水泥熟料的生產線都有相應的石灰石礦山資源，單線規模都較大，因此公司生產的噸成本要低於多數企業。並且公司生產線佈局合理，兩廣的大部分生產線分佈于西江上下游，其運輸成本優勢明顯，水路運輸半徑可達 600 公里，佈局的優勢明顯。
- **上半年行業景氣低迷影響上半年業績。**公司上半年實現營收 110 億港元，YOY 增長 9.8%，實現淨利潤 6.4 億港元，YOY 下降 69%。綜合毛利率較上年同期下降了 12.3 個百分點，至 20.8%，為 2006 年以來的最低。
- **3 季度業績低點確立，4 季度受益於需求提升及行業產能收縮，公司業績將有顯著回升。**從單季出貨量來看，儘管 7、8 月水泥價格下降，但公司 9 月份受旺季來臨以及同業的英德水泥礦山爆炸使產能受限影響，其日均出貨量接近 23 萬噸，較 7、8 月 18.5 萬噸、20 萬噸有較為明顯的提升。另外從產能利用率情況來看，公司 9 月底熟料產能利用率達到 120%，水泥產能利用率也達到 91%，處於歷史高位，並且庫容比也下降至 49%。隨之，公司產品價格在 9 月觸底回升，9 月產品銷售的均價回到 290 港元/噸，公司認為四季度旺季階段水泥價格將有望攀升至 360 港元/噸的水準。
- **煤炭價格下行提升公司盈利水平。**自 7 月以來，煤炭價格出現較為顯著的下行，公司噸煤降幅達 13.6% 到至 750 港幣/噸，直接增厚公司水泥噸毛利 19.4 港幣/噸。並且基於 2013 年煤炭平均價格維持目前水平的判斷，我們認為公司噸煤成本均價將較 2012 年下降 59 元/噸，對應增厚公司淨利潤約 4.7 億港幣，相當於 2012 年全年淨利潤的 34%。
- **展望 2013 年，從區域新增產能來看，明年華南區域內新增產能較少僅 1000 萬噸左右，同比下降近 6 成，相當於目前區域內產能的 1.9%，並且區域內約有 3000 萬噸左右的落後產能亟待淘汰，因此總體的產能是處於收縮的狀態。另外從目前的產銷情況來看，水泥企業庫存持續降低，將使得明年一季度行業存量水泥較少，相對的一季度水泥價格起點就較高，有利於公司業績的增長。**

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
純利 (Net profit)	HKD 百萬元	1,010	2,041	4,179	1,404	2,391
同比增減	%	32.72%	102.08%	104.75%	-66.40%	70.27%
每股盈餘 (EPS)	HKD 元	0.15	0.31	0.64	0.22	0.37
同比增減	%	32.72%	102.08%	104.75%	-66.40%	70.27%
市盈率(P/E)	X	30.60	14.81	7.17	20.86	12.41
股利 (DPS)			0.045	0.06	0.04	0.05
股息率 (Yield)	%		0.98%	1.31%	0.87%	1.09%

圖1：公司水泥熟料成本與同業比較 單為人民幣元/噸



資料來源，群益證券整理

圖2：公司生產線分佈



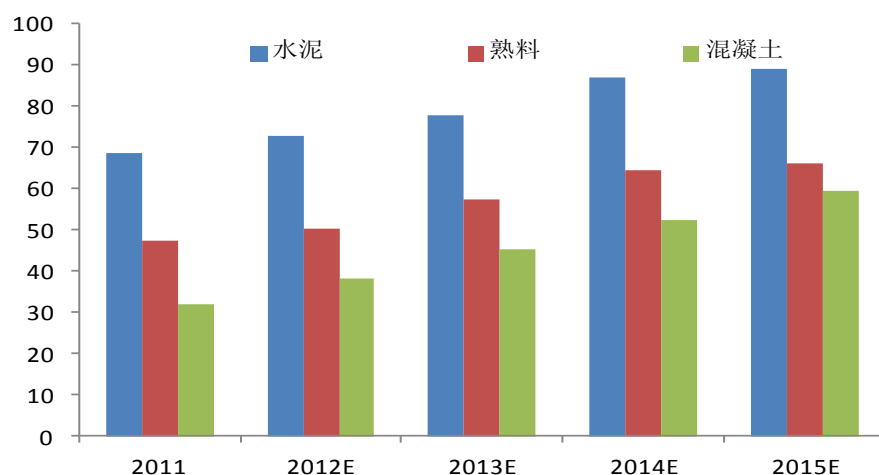
資料來源：群益證券整理，藍色為水泥基熟料線，綠色為在建的線 褐色為粉磨站 紅色為聯營公司 黃色為攪拌站

表一，公司產能分佈情況，單位：條、百萬噸、百萬立方米

	水泥生產線	水泥產能	熟料生產線	熟料產能	攪拌站	混凝土產能
廣東	18	15.4	6	8.0	20	12.1
廣西	35	31.1	17	25.0	15	9.2
福建	14	10.9	6	6.8	10	5.7
海南	5	4.0	3	3.3	3	1.8
山西	8	5.3	4	3.4	1	0.6
雲南	5	4.0	3	2.3	-	-
浙江	-	-	-	-	2	1.1
香港	-	-	-	-	3	1.5
總計	85	70.7	39	48.8	54	32.0
聯營權益產能		10.7		6.5		0.3

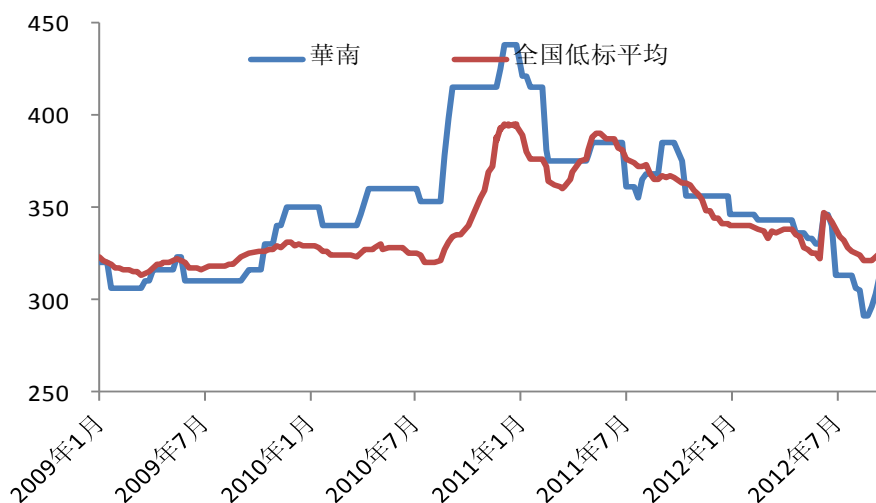
資料來源：群益證券整理

圖3，公司產能增長態勢 單位 百萬噸、百萬立方米



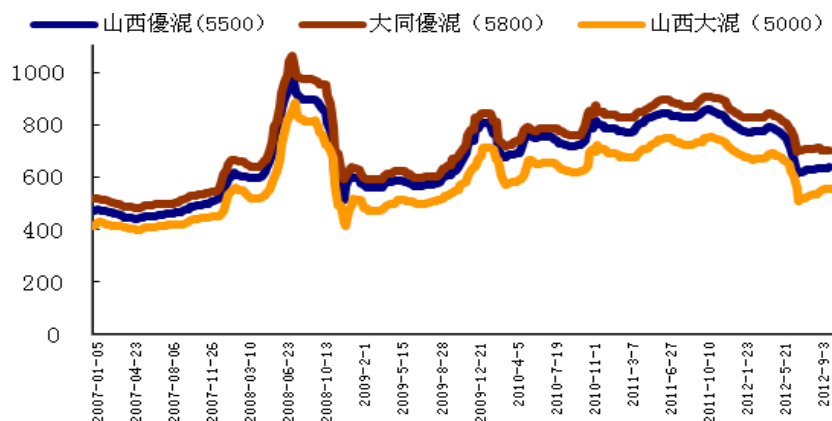
資料來源：群益證券

圖4 325水泥價格走勢 單位 人民幣元/噸



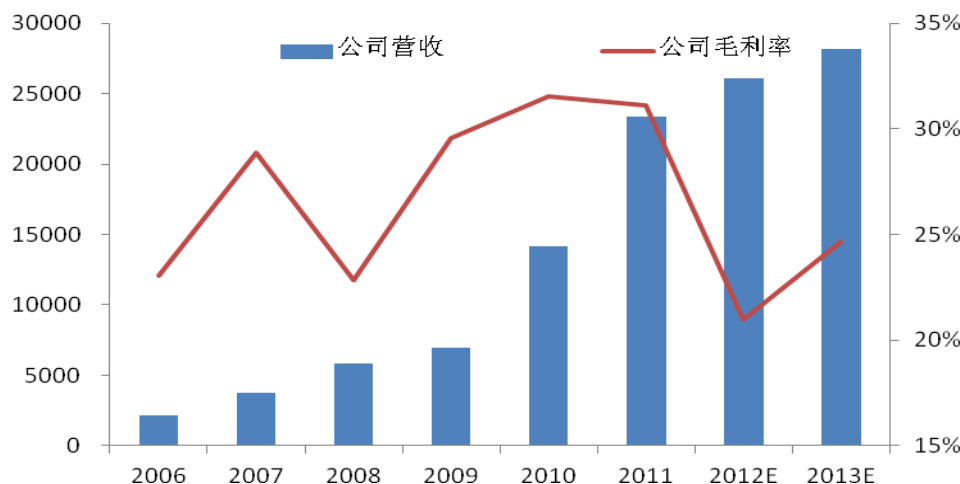
資料來源：數字水泥，群益證券整理

圖5 煤炭價格走勢 單位 人民幣元/噸



資料來源：群益證券整理

圖7公司營收毛利變動情況 單位：百萬港元，%



資料來源：群益證券整理預測

表二，煤炭價格波動對於公司2013年業績增長的敏感性分析 橫軸為煤炭價格變動，縱軸為銷量變動

	15%	10%	5%	0%	-5%	-10%	-15%
15%	-33.3%	-10.0%	13.4%	36.7%	60.1%	83.4%	106.7%
10%	-31.8%	-9.5%	12.8%	35.1%	57.4%	79.8%	102.1%
5%	-30.4%	-9.1%	12.2%	33.5%	54.8%	76.1%	97.4%
0%	-29.0%	-8.7%	11.6%	31.9%	52.2%	72.5%	92.8%
-5%	-27.5%	-8.2%	11.1%	30.3%	49.6%	68.9%	88.2%
-10%	-26.1%	-7.8%	10.5%	28.7%	47.0%	65.3%	83.5%
-15%	-24.6%	-7.4%	9.9%	27.1%	44.4%	61.6%	78.9%

資料來源：群益證券預測 假設依據，2012年公司煤炭均價809港元/噸，目前煤炭價格750港元/噸，公司2011年水泥銷量6190萬噸，噸煤耗164公斤

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

- 強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元·港元	2009	2010	2011	2012E	2013E
總營業收入	6936	14179	23351	26111	28142
總營業支出	5809	11880	18569	23471	24192
營業成本	4865	9678	16016	20476	21090
毛利	2042	4463	7224	5434	6893
銷售、行政及一般費用	944	2201	2553	2995	3102
利息支出	149	268	668	794	739
利息收入	11	57	70	92	88
除稅前利潤	1054	2231	4906	2062	3424
所得稅	27	98	562	464	839
少數股東損益	17	93	166	194	194
淨利潤	1010	2041	4179	1404	2391

## 附二：合并資產負債表

百萬元·港元	2009	2010	2011	2012E	2013E
現金及現金等價物	5723	4115	3738	3841	4419
應收款項合計	1449	3050	4770	4618	4356
存貨	602	1182	2296	2109	2465
流動資產合計	8203	8357	10815	10694	11371
固定資產淨值	14264	21863	30014	32475	37765
非流動資產合計	16030	26971	39642	41938	48881
總資產	24234	35328	50458	52632	60252
應付賬款及票據	951	1836	3429	3214	3749
短期借貸及長期借貸當期到期部分	3099	5156	11340	10220	11930
其他流動負債	1145	4842	5419	5810	6758
流動負債合計	5201	11887	20351	19377	22596
長期借貸	6278	8064	10035	11844	14891
非流動負債合計	6402	8196	10205	12016	15080
總負債	11603	20083	30557	31392	37676
歸屬母公司股東權益	12258	14776	19299	20442	21586
股東權益合計	12631	15245	19901	21239	22577
總負債及總權益	24234	35328	50458	52632	60252

## 附三：合并現金流量表

百萬元·港元	2009	2010	2011	2012E	2013E
經營活動產生的現金流量淨額	1069	3137	5151	990	1471
投資活動產生的現金流量淨額	-6938	-7655	-13290	-9948	-11370
籌資活動產生的現金流量淨額	11228	2910	7761	9061	10477
現金及現金等價物淨增加額	5359	-1608	-378	103	578

<sup>1</sup> 此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券，持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。