

华润水泥 [1313.HK]

若撇除汇兑收益/损失 上半年净利润跃升139%

华润水泥2014上半年的净利润为20.6亿港元，同比增长79%。受到人民币贬值影响，公司的外币贷款为其带来1.46亿港元的汇兑损失，若撇除该项损失，公司的核心净利润跃升139%至22亿港元，较我们的预测高7%。公司录得强劲增长，主要是受到综合平均售价同比上升19%所驱动，并导致了每吨毛利增加了53.9港元。总体来说，由于公司早前已发布正面盈利预告，所以业绩没有太大惊喜，我们将2014/15财年的每股核心盈利预测轻微上调4.4%/3.7%，主要是由于假设煤炭和电力成本将下跌。我们维持对该股的买入评级，目标价由6.73港元上调至6.89港元，基于9倍2015年动态市盈率。（此前：10倍2014年动态市盈率，在我们将预测年份向前滚动至2015年后，定下了较低的目标市盈率以反映增长放缓）。虽然在其母公司的管理层变动后，市场对公司的业务前景存有疑虑，但我们相信公司最新公布的强劲业绩，应有助于消除上述忧虑；另外，股份的2014及2015年动态市盈率分别为7.9倍及7.3倍，我们认为这估值并不昂贵。

投资亮点

- **2014年上半年每吨毛利达到119.5港元。**由于2013年上半年的基数较低，公司的平均售价（水泥及熟料）由2013年上半年的每吨291港元大幅上涨至2014年上半年的每吨348港元。这导致每吨毛利从65.6港元扩张至119.5港元。与此同时，销售量同比下降1.5%至3470万吨，主要是由于熟料的对外销售下跌所致（同比下降28.6%）。
- **更保守的扩张计划。**可能是由于经济前景不明朗，我们发现该公司经修订的2015年底水泥、熟料及混凝土生产目标，分别下调了3.5%，7.4%和20.2%。我们相信，公司的混凝土业务目标更趋保守（占2014年上半年总收入约20%），是公司为了减少应收帐款风险所作的举动。
- **预期2014年下半年盈利增长持平，但2015年很可能出现改善。**虽然我们仍然预期，华南的水泥价格将在夏天后反弹，但我们预测2014年下半年的经常性每股收益仅增长1%，这是由于2014年上半年的新增产能非常有限。然而，由于2014年第二季末至2015年底的水泥产能将增加9.2%，所以我们预期每股收益将会增长9%。
- **有机会追回2014上半年的汇兑损失。**由于人民币贬值，公司在2014年上半年录得1.46亿港元的汇兑损失。而由于贸易盈余出现改善，人民币在过去两个月重拾升势，若趋势持续，公司有机会在2014年下半年追回上半年的大部分汇兑损失。

截至12月31日底止年度	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入（百万港元）	23,240	25,345	29,341	32,648	35,358
经常性净利润（百万港元）	3,844	2,329	3,265	4,580	4,996
净利润率（%）	17	9	11	14	14
经常性每股收益（HK\$）	0.59	0.36	0.50	0.70	0.76
%变动	95	(39)	40	40	9
市盈率（倍）	9.4	15.6	11.1	7.9	7.3
市净率（倍）	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.5	10.3	8.2	6.2	5.7

来源：公司，中国银河国际研究部

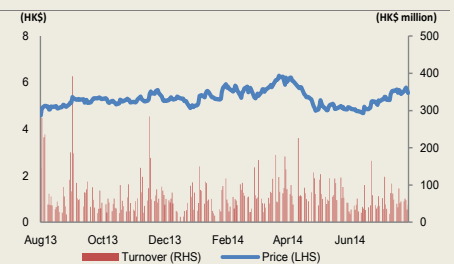
中国水泥行业

买入

收市价：5.56港元（2014年8月8日）

目标价：6.89港元（24%）

股价表现



市值	46.86亿美元
已发行股数	65.329亿股
核数师	Deloitte
自由流通量	27.0%
52周交易区间	4.48至6.35港元
三个月日均成交量	819万港元
主要股东	华润集团 (73.0%)

来源：公司，彭博

王志文—高级分析员

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

John Mulcahy—研究部主管

(852) 3698-6889

johnmul@chinastock.com.hk

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于或高于该目标公司的市场资本价值的 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)有限公司的书而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