

盈利继续收缩，需求尚待企稳

华泰研究

季报点评

2022年10月31日 | 中国内地/中国香港

水泥

	2009 HK	601992 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 2.80	人民币: 3.72

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

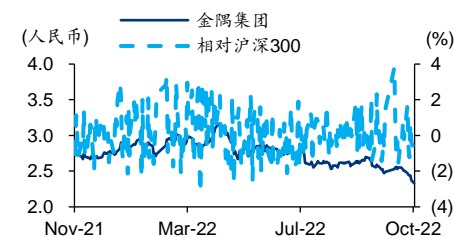
华泰证券 2023 年度投资峰会



基本数据

(港币/人民币)	2009 HK	601992 CH
目标价	2.80	3.72
收盘价(截至10月31日)	0.81	2.33
市值(百万)	8,649	24,879
6个月平均日成交额(百万)	5.72	75.09
52周价格范围	0.80-1.35	2.33-3.17
BVPS	4.52	6.53

股价走势图



资料来源: Wind

3Q22 收入加速回落，利润率小幅下降，盈利继续收缩

金隅集团发布 3Q22 业绩。当季实现归属于母公司净利润 4.9 亿元，同比-38.6%，主因收入加速回落叠加利润率小幅下降。当季实现收入 245 亿元，同比-17.3%，主要受房地产开发业务结转面积显著回落影响；毛利率 16.8%，同比+0.5 个百分点，房地产开发业务结转毛利率大幅提升，但大部分被水泥业务的毛利率下降所抵消；当季销售和管理费用率同比+1.2 个百分点至 9.8%；净利润率 2.0%，同比-0.7 个百分点。维持 2022/2023/2024 年 EPS 预测 0.25/0.23/0.27 元不变。维持金隅集团-A/H 目标价 3.72 元/2.8 港元不变，分别基于 0.6x/0.4x 2022-2023 年 P/B，与金隅集团-A/H 在 2016 年以来平均 P/B 基本一致。需求端正有更多积极的信号出现。维持买入评级。

水泥业务：销量逐步企稳，吨毛利同比转降

公司 3Q22 实现水泥和熟料销量 2889 万吨，同比-2.2%，降幅较 1H22(-19.9% yoy) 显著趋缓。由于全国水泥价格 5-7 月逐月下降，公司 3Q22 吨毛利 54 元/吨，同比-12 元/吨(1H22: 同比+7 元/吨)。公司 90% 的产能位于“三北”区域（华北、东北和西北），因天气原因旺季延续时间更短，年底往往较早进入淡季，因而我们预计 4Q22 吨毛利或维持在较低水平，水泥业务盈利边际难有显著改善。但伴随基建投资的进一步加码、房建投资降幅趋缓，我们预计 2023 年需求有望逐步企稳，带动水泥业务实现较明显修复。

房地产板块：结转收入大幅下降，毛利率显著改善

房地产开发业务 3Q22 实现结转收入 21.3 亿元，同比-67.2%，是公司当季收入下降最主要拖累因素。其中结转面积 12.9 万平方米，同比-56.8%，结转单价 16,463 元/平方米，同比-24.0%。得益于部分高毛利产品集中进入结算周期，当季结转毛利率 50%。考虑到 2H21 以前一、二线城市土地市场竞争较为激烈，而商品房预售限价又较为严格，我们预计随着产品结构回归常态，4Q22 结转毛利率也仍将有所回落。

需求端更多积极信号正在出现

尽管短期仍面临较多挑战，但需求端更多积极的信号已经出现。我们看到 9 月以来已有 3680 公里高铁项目完成施工招标，在政府加大基建项目的财政和信贷资金支持下，我们预计 2023 年基建投资有望延续强势增长。尽管房地产销售市场仍显低迷，部分地方政府已出台了更多支持房地产行业发展的政策，这将有助于房建投资的在经历了 2022 年的快速回落后，在 2023 年实现逐步企稳。

风险提示：水泥行业竞合生态弱于预期，房地产销售企稳缓于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	108,005	123,634	115,926	119,416	120,489
+/-%	17.61	14.47	(6.24)	3.01	0.90
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
+/-%	(23.01)	3.14	(9.89)	(7.28)	16.65
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27
ROE (%)	4.57	4.62	4.10	3.71	4.20
PE (倍)	8.75	8.48	9.41	10.15	8.70
PB (倍)	0.39	0.39	0.38	0.37	0.36
EV EBITDA (倍)	11.67	11.93	12.80	11.68	10.83

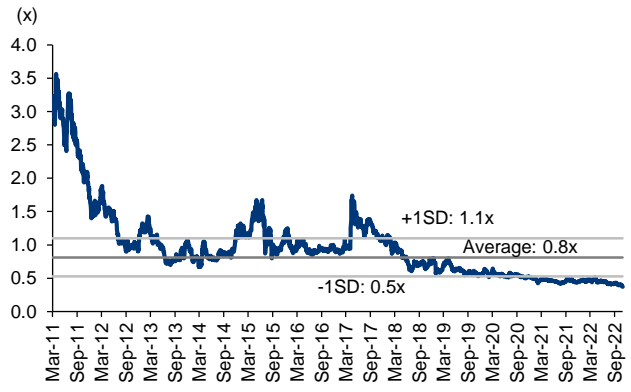
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: BBMG-A P/E bands



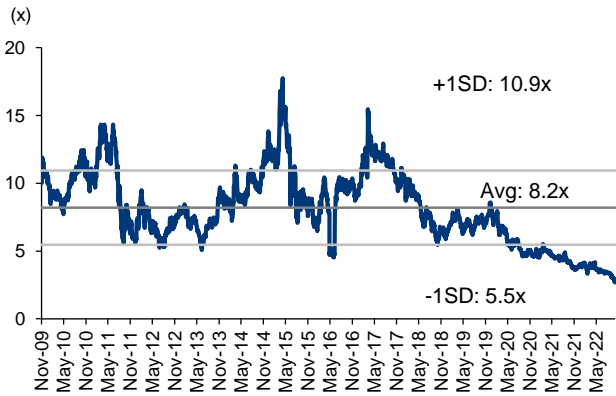
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表2: BBMG-A P/B bands



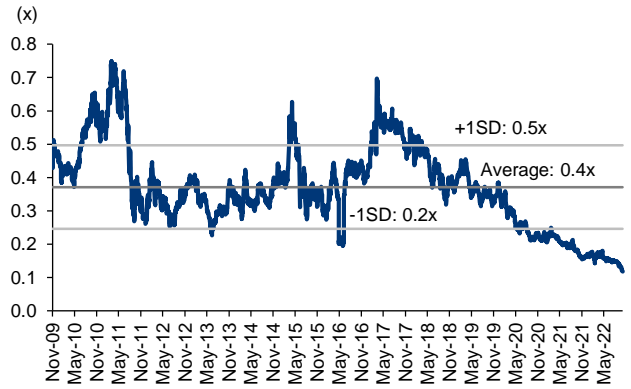
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表3: BBMG-H P/E bands



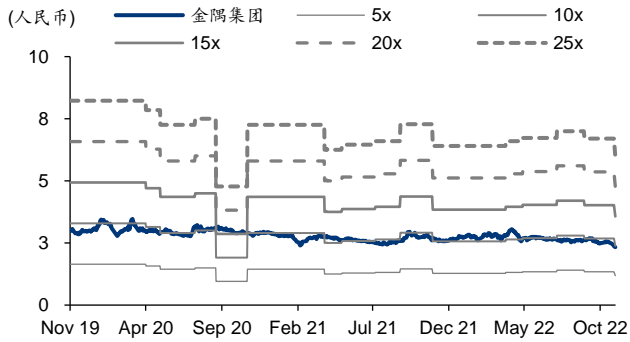
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表4: BBMG-H P/B bands



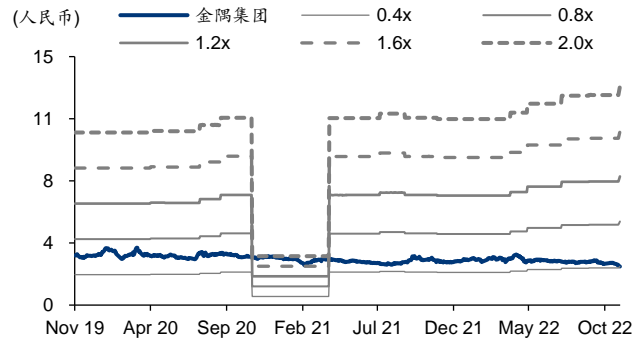
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表5: 金隅集团 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 金隅集团 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	182,670	169,959	171,456	176,879	182,634
现金	28,644	21,922	30,186	43,900	49,249
应收账款	14,156	10,744	11,674	12,025	12,133
其他应收账款	7,485	9,433	9,433	9,433	9,433
预付账款	2,645	1,746	1,746	1,746	1,746
存货	120,593	116,929	109,233	100,590	100,888
其他流动资产	9,146	9,185	9,185	9,185	9,185
非流动资产	108,683	116,398	115,512	114,543	113,460
长期投资	3,968	6,484	6,484	6,484	6,484
固定投资	43,714	44,371	41,869	40,074	38,571
无形资产	16,194	16,281	16,348	16,398	16,432
其他非流动资产	44,806	49,262	50,811	51,586	51,973
资产总计	291,352	286,357	286,969	291,422	296,094
流动负债	118,810	119,734	117,070	117,542	117,604
短期借款	45,791	40,266	40,266	40,266	40,266
应付账款	19,862	23,014	20,350	20,822	20,884
其他流动负债	53,157	56,453	56,454	56,453	56,453
非流动负债	78,086	71,089	71,089	71,089	71,089
长期借款	71,277	62,501	62,501	62,501	62,501
其他非流动负债	6,809	8,588	8,588	8,588	8,588
负债合计	196,896	190,823	188,159	188,631	188,693
少数股东权益	31,080	31,816	33,559	35,776	38,152
股本	10,678	10,678	10,678	10,678	10,678
资本公积	8,432	7,700	7,700	7,700	7,700
留存公积	44,266	45,339	46,872	48,637	50,872
归属母公司股东权益	63,376	63,717	65,250	67,015	69,250
负债和股东权益	291,352	286,357	286,969	291,422	296,094

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	15,456	13,734	15,056	19,878	11,314
净利润	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
折旧摊销	4,428	4,496	4,004	4,088	4,201
财务费用	(3,161)	(2,372)	(2,964)	(2,759)	(2,623)
投资损失	687.00	793.00	400.00	400.00	400.00
营运资金变动	2,873	1,849	4,102	8,764	(344.00)
其他经营现金	7,785	6,035	6,871	6,934	6,821
投资活动现金	(2,565)	(6,403)	(2,718)	(2,718)	(2,718)
资本支出	(2,274)	(3,231)	(3,118)	(3,118)	(3,118)
长期投资	263.00	(2,037)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(554.00)	(1,135)	400.00	400.00	400.00
筹资活动现金	(6,072)	(14,210)	(4,074)	(3,445)	(3,247)
短期借款	(11,746)	(5,525)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,918	(8,776)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金	1,756	90.37	(4,074)	(3,445)	(3,247)
现金净增加额	6,819	(6,880)	8,264	13,715	5,349

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	108,005	123,634	115,926	119,416	120,489
营业成本	(86,516)	(103,565)	(98,310)	(100,590)	(100,888)
营业税金及附加	(2,027)	(1,765)	(1,655)	(1,705)	(1,720)
营业费用	(3,277)	(2,659)	(2,493)	(2,568)	(2,591)
管理费用	(6,610)	(7,189)	(6,956)	(6,926)	(6,988)
财务费用	(3,161)	(2,372)	(2,964)	(2,759)	(2,623)
资产减值损失	(1,076)	(1,364)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	520.00	692.00	500.00	500.00	500.00
投资净收益	687.00	793.00	400.00	400.00	400.00
营业利润	6,545	6,205	4,248	5,568	6,379
营业外收入	1,556	2,057	2,400	1,300	1,300
营业外支出	(308.00)	(382.00)	(382.00)	(200.00)	(200.00)
利润总额	7,793	7,880	6,266	6,668	7,479
所得税	(2,638)	(2,668)	(1,880)	(2,000)	(2,243)
净利润	5,156	5,213	4,386	4,667	5,235
少数股东损益	2,312	2,280	1,743	2,216	2,376
归属母公司净利润	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
EBITDA	15,383	14,749	13,234	13,514	14,302
EPS (人民币, 基本)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.61	14.47	(6.24)	3.01	0.90
营业利润	(10.00)	(12.00)	(23.00)	17.00	9.00
归属母公司净利润	(23.01)	3.14	(9.89)	(7.28)	16.65
获利能力 (%)					
毛利率	18.02	14.81	13.77	14.34	14.84
净利率	2.63	2.37	2.28	2.05	2.37
ROE	4.57	4.62	4.10	3.71	4.20
ROIC	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.58	66.64	65.57	64.73	63.73
净负债比率 (%)	139.52	126.88	111.24	87.84	77.28
流动比率	1.54	1.42	1.46	1.50	1.55
速动比率	0.52	0.44	0.53	0.65	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.43	0.40	0.41	0.41
应收账款周转率	6.74	8.44	8.95	8.78	8.72
应付账款周转率	3.16	3.48	3.19	3.38	3.36
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.29	1.41	1.86	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.94	5.97	6.11	6.28	6.49
估值比率					
PE (倍)	8.75	8.48	9.41	10.15	8.70
PB (倍)	0.39	0.39	0.38	0.37	0.36
EV EBITDA (倍)	11.67	11.93	12.80	11.68	10.83

免责声明

分析师声明

本人, 龚劼、王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司