

**香港**
**增持** (不变)

市场共识评级\*: 买入 15 持有 7 沽出 2

|            |             |
|------------|-------------|
| 前收盘价:      | HK\$8.10    |
| 目标价:       | HK\$10.65   |
| 前目标价:      | HK\$12.25   |
| 潜在上升/下跌空间: | 31.5%       |
| CGI / 市场共识 | 3.3%        |
| 路透股票代码:    | 3323.HK     |
| 彭博股票代码:    | 3323 HK     |
| 市值:        | US\$8,810m  |
|            | HK\$68,322m |
| 平均每日成交额:   | US\$45.93m  |
|            | HK\$357.0m  |
| 目前发行在外股数   | 8,435m      |
| 自由流通量      | 53.3%       |

\*来源: 彭博

**本报告的主要变动**


来源: 彭博

|             |      |     |      |
|-------------|------|-----|------|
| <b>股价表现</b> | 1M   | 3M  | 12M  |
| 绝对表现 (%)    | -7.2 | 3.3 | 27.6 |
| 相对表现 (%)    | 8.3  | 22  | 49.8 |

**主要股东**

|              |       |
|--------------|-------|
| 中国建筑材料集团有限公司 | 持股百分比 |
|              | 44.1  |

**分析员**
**王志文** (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

**刘彦麟** (香港证监会中央编号: BME248)

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

# 中国建材

## 业绩稳健; 报表利润受非现金开支影响

- 中国建材 2019 年净利润符合市场预期。
- 由于期内非现金减值开支同比增加 55%，因此实际业绩甚至更强。
- 净债务/权益比从 2018 年底的 126% 降至 2019 年底的 104%。
- 我们预计到 2020 年底它将下降到 96%。
- 我们不担心公司的再融资情况，除了由于公司是一家央企，亦是由于其大部分债务是人民币债务。
- 重申「增持」评级，目标价 10.65 港元。我们认为，水泥行业将受益于潜在的财政刺激措施以支持经济增长。

### 2019 年净利润受非现金减值开支影响

中国建材公布 2019 年净利润为 109.7 亿人民币，同比增长 38%，大致符合市场共识预测的 112 亿人民币。然而，公司在 2019 年录得商誉减值 58 亿人民币和固定资产减值 30.6 亿人民币，高于 2018 年的商誉减值 22.5 亿人民币和固定资产减值 32.4 亿人民币。在就这些项目作出调整和计入了少数股东权益后，我们估算其经常性净利润超过 150 亿人民币。

### 水泥业务表现强劲

公司的每吨综合毛利（水泥和熟料）从 2018 年的 105 元人民币上升到 2019 年的 116 元人民币。综合平均售价从 2018 年的 319 人民币上升到 2019 年的 333 人民币。混凝土业务的每立方米毛利大致平稳，为 117 元人民币左右。水泥和熟料销量同比增长 6.2% 至 3.9 亿吨。

### 负债比率继续下降

中国建材的负债比率仍继续下降。净负债权益比从 2018 年底的 126% 下降至 2019 年底的 104%。尽管公司今年的资本支出可能保持在 250 亿人民币以上，但我们仍预计其净负债权益比在 2020 年底进一步降至 96%，这是由于预计其经营 EBITDA 表现强劲（超过 500 亿人民币）。预期公司有条件在今年实现减债 100 亿人民币的目标。作为央企，公司的再融资问题不大，特别是公司大部分债务都是人民币计值。

### 致力修复资产负债表 - 促使重估的另一因素

由于过去进行多项收购，中国建材资产负债表上的商誉余额高达 379 亿元人民币，相当于其总股本（包括少数股东权益和优先股）的 25%。为减轻投资者对资产负债表质量的忧虑，中国建材在 2018 年和 2019 年分别作出商誉撇账 22.5 亿和 58 亿人民币。随着公司在行业上行周期录得强劲盈利，今年将继续对商誉进行减值，以清除这历史遗留下来的问题。我们认为，随着资产负债表变得更为稳健，将在中期而言支持股份估值重估。

### 2019 年前景稳定

管理层表示，由于新冠肺炎疫情的关系，2020 年 1-2 月的水泥和熟料销量仅为正常水平的三分之二。然而，上周的水泥和熟料的产量和收入已恢复至正常水平的约 80%。华东的进展更佳。总体而言，公司预计总体行业的水泥和熟料销量在 2020 年将仅录得低单位数降幅。

### 重申增持

我们重申「增持」评级，并维持盈利预测不变。但是，我们将目标 2020 年市净率从 1 倍下调至 0.9 倍，因为我们认为在当前市况下，投资者可能会对高负债率的股份给予折让。我们仍然相信，作为中国最大的水泥公司，中国建材将受益于潜在的财政刺激措施。

### 主要财务指标

|                   | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20F | Dec-21F | Dec-22F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 (百万人民币)        | 218,997 | 253,403 | 251,935 | 273,811 | 272,675 |
| 经营 EBITDA (百万人民币) | 45,515  | 54,419  | 54,665  | 59,244  | 57,269  |
| 净利润 (百万人民币)       | 7,932   | 10,974  | 12,929  | 15,075  | 17,153  |
| 每股核心盈利 (人民币)      | 1.41    | 2.17    | 1.98    | 2.20    | 2.03    |
| 每股核心盈利增长          | 78.5%   | 53.7%   | (8.6%)  | 11.1%   | (7.7%)  |
| 全面摊薄市盈率(倍)        | 5.22    | 3.40    | 3.72    | 3.35    | 3.63    |
| 每股派息(人民币)         | 0.18    | 0.35    | 0.31    | 0.36    | 0.41    |
| 股息率               | 2.44%   | 4.74%   | 4.16%   | 4.85%   | 5.51%   |
| EV/EBITDA (倍)     | 6.24    | 5.03    | 5.22    | 4.64    | 4.67    |
| 股价/股权自由现金流(倍)     | 3.33    | 3.22    | NA      | 3.51    | 0.95    |
| 净负债权益比            | 126%    | 104%    | 96%     | 76%     | 61%     |
| 市净率(倍)            | 0.87    | 0.77    | 0.69    | 0.60    | 0.53    |
| 股本回报率             | 20.4%   | 24.0%   | 19.5%   | 19.2%   | 15.6%   |
| 每股核心盈利预测的变动       |         |         |         |         |         |
| CGI/市场共识预测每股盈利(倍) |         |         | 1.11    | 1.25    |         |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**图1: 2019年业绩摘要**

| 截至12月底止年度 (千元人民币) | 2018               | 2019               | 同比变动          |
|-------------------|--------------------|--------------------|---------------|
| <b>收入</b>         | <b>218,996,802</b> | <b>253,403,375</b> | <b>15.7%</b>  |
| 销售成本              | -153,891,713       | -176,813,417       | 14.9%         |
| <b>毛利</b>         | <b>65,105,089</b>  | <b>76,589,958</b>  | <b>17.6%</b>  |
| 毛利率               | 29.7%              | 30.2%              | 1.7%          |
| <b>经营开支</b>       | <b>-32,500,436</b> | <b>-36,226,081</b> | <b>11.5%</b>  |
| 销售及分销成本           | -11,536,082        | -13,140,501        | 13.9%         |
| 行政开支              | -20,964,354        | -23,085,580        | 10.1%         |
| <b>经营利润</b>       | <b>32,604,653</b>  | <b>40,363,877</b>  | <b>23.8%</b>  |
| 其他开支              | 2,114,106          | 4,296,774          | 103.2%        |
| 其他收入及收益           | <b>34,718,759</b>  | <b>44,660,651</b>  | <b>28.6%</b>  |
| <b>EBIT</b>       | <b>-11,468,162</b> | <b>-9,543,273</b>  | <b>-16.8%</b> |
| 净财务开支             | 727,010            | 789,316            | 8.6%          |
| 应占联营公司利润          | 2,001,570          | 2,459,123          | 22.9%         |
| 一次性项目             | -5,786,996         | -10,917,624        | 88.7%         |
| <b>税前利润</b>       | <b>20,192,181</b>  | <b>27,448,193</b>  | <b>35.9%</b>  |
| 所得税开支             | -6,302,067         | -9,019,265         | 43.1%         |
| 非控制性权益            | -5,958,370         | -7,454,761         | 25.1%         |
| <b>净利润</b>        | <b>7,931,744</b>   | <b>10,974,167</b>  | <b>38.4%</b>  |
| <b>经调整净利润</b>     | <b>10,535,892</b>  | <b>15,887,098</b>  | <b>50.8%</b>  |
| 水泥销量 (千吨)         | 366,968            | 389,543            | 6.2%          |
| 平均售价 (人民币/吨)      | 318.6              | 332.6              | 4.4%          |
| 吨毛利 (总体)          | 104.9              | 116.3              | 10.9%         |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

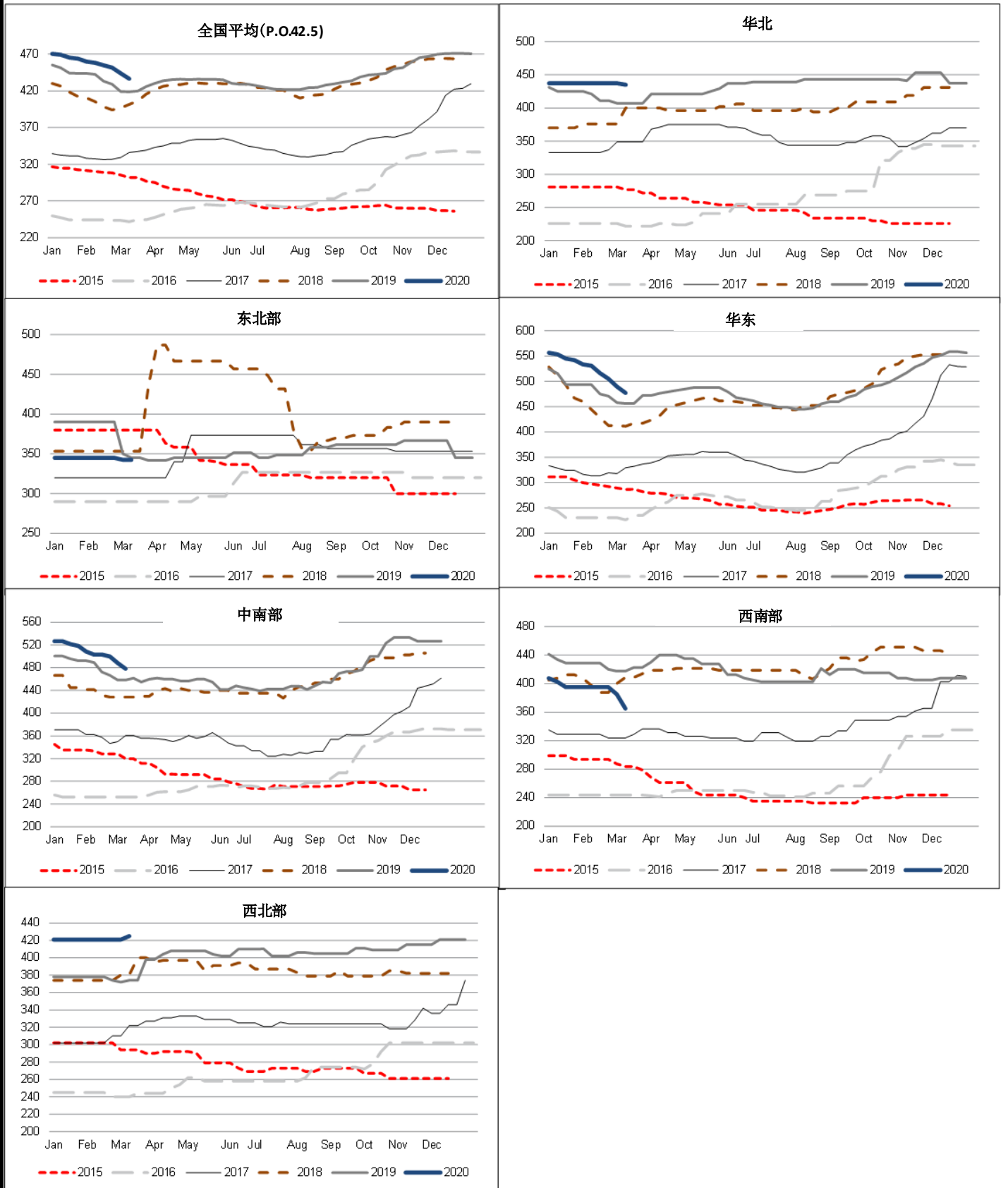
**图2: 主要假设**

|                   | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20F | Dec-21F | Dec-22F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 水泥及熟料平均售价 (人民币/吨) | 319     | 333     | 331     | 336     | 329     |
| 水泥及熟料销量 (千吨)      | 366,968 | 389,543 | 384,849 | 408,221 | 408,669 |
| 水泥及熟料销售成本 (人民币/吨) | 214     | 216     | 217     | 219     | 218     |
| 水泥及熟料毛利润 (人民币/吨)  | 105     | 116     | 114     | 116     | 111     |
| 混凝土平均售价 (人民币/平方米) | 434     | 465     | 465     | 467     | 462     |
| 混凝土销量 (人民币/立方米)   | 93,991  | 109,751 | 109,071 | 115,451 | 115,392 |
| 混凝土毛利润 (人民币/吨)    | 117     | 117     | 115     | 113     | 109     |

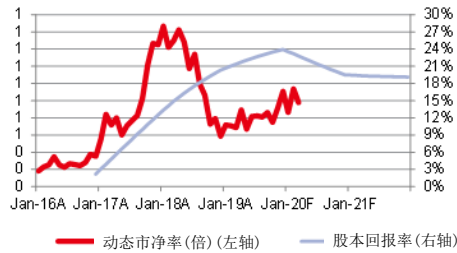
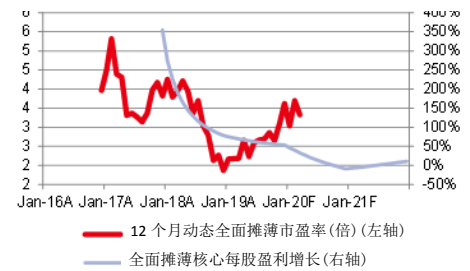
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**图3: 中国建材的市净率**


图4: 各地区水泥价格 (人民币/吨) (P.O.42.5)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

**财务数据**
**市净率 vs 股本回报率**

**12个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长**

**损益表**

| (百万人民币)         | Dec-18A  | Dec-19A  | Dec-20F  | Dec-21F  | Dec-22F  |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入净额            | 218,997  | 253,403  | 251,935  | 273,811  | 272,675  |
| 毛利润             | 65,105   | 76,590   | 75,312   | 81,529   | 79,370   |
| 经营EBITDA        | 45,515   | 54,419   | 54,665   | 59,244   | 57,269   |
| 折旧及摊销           | (12,910) | (14,055) | (16,147) | (17,211) | (17,211) |
| 经营EBIT          | 32,605   | 40,364   | 38,518   | 42,032   | 40,058   |
| 财务收入(支出)        | (10,741) | (8,754)  | (8,219)  | (7,677)  | (6,916)  |
| 应占联营公司的税前收入(损失) | 2,002    | 2,459    | 2,512    | 2,677    | 3,109    |
| 非经营性收入(开支)      | 2,114    | 4,297    | 3,480    | 3,132    | 2,819    |
| 税前利润(撇除一次性项目)   | 25,979   | 38,366   | 36,291   | 40,164   | 39,070   |
| 一次性项目           | (5,787)  | (10,918) | (5,500)  | (5,000)  | 0        |
| 税前利润            | 20,192   | 27,448   | 30,791   | 35,164   | 39,070   |
| 所得税开支           | (6,302)  | (9,019)  | (9,545)  | (10,549) | (11,721) |
| 一次性项目 - 税后      |          |          |          |          |          |
| 税后利润            | 13,890   | 18,429   | 21,246   | 24,615   | 27,349   |
| 非控制性权益          | (5,958)  | (7,455)  | (8,317)  | (9,540)  | (10,196) |
| 优先股股息           |          |          |          |          |          |
| 汇兑收益(损失) - 税后   |          |          |          |          |          |
| 其他调整 - 税后       |          |          |          |          |          |
| 净利润             | 7,932    | 10,974   | 12,929   | 15,075   | 17,153   |
| 经常性净利润          | 11,913   | 18,304   | 16,724   | 18,575   | 17,153   |
| 全面摊薄经常性净利润      | 11,913   | 18,304   | 16,724   | 18,575   | 17,153   |

**现金流**

| (百万人民币)      | Dec-18A  | Dec-19A  | Dec-20F  | Dec-21F  | Dec-22F  |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBITDA       | 45,515   | 54,419   | 54,665   | 59,244   | 57,269   |
| 投资及联营公司现金流   |          |          |          |          |          |
| 运营资本变动       | 7,394    | 9,340    | (6,499)  | (183)    | (2,342)  |
| 拨备的(增加)/减少   |          |          |          |          |          |
| 其他非现金(收入)/开支 |          |          |          |          |          |
| 其他经营现金流      | 4,046    | 18,633   | 821      | 9,975    | 59,380   |
| 净利息(支出)/收入   | (10,741) | (8,754)  | (8,219)  | (7,677)  | (6,916)  |
| 税项           | (6,302)  | (9,019)  | (9,545)  | (10,549) | (11,721) |
| 经营现金流        | 39,912   | 64,618   | 31,223   | 50,809   | 95,670   |
| 资本开支         | (15,622) | (22,466) | (25,000) | (23,000) | (20,000) |
| 出售PA/子公司所得资金 |          |          |          |          |          |
| 收购子公司/投资     |          |          |          |          |          |
| 其他投资现金流      | 4,605    | (10,004) | (100)    | (100)    | (100)    |
| 投资现金流        | (11,017) | (32,470) | (25,100) | (23,100) | (20,100) |
| 债务所得资金(偿还资金) | (10,188) | (12,832) | (11,233) | (10,000) | (10,000) |
| 发行股票所得资金     |          |          |          |          |          |
| 回购股份         |          |          |          |          |          |
| 支付股息         | (843)    | (1,518)  | (2,952)  | (2,586)  | (3,015)  |
| 优先股股息        |          |          |          |          |          |
| 其他融资现金流      | (20,311) | (14,643) | (8,760)  | (8,075)  | (7,440)  |
| 融资现金流        | (31,342) | (28,993) | (22,945) | (20,661) | (20,455) |
| 现金流总额        | (2,447)  | 3,156    | (16,822) | 7,048    | 55,115   |
| 股权自由现金流      | 18,707   | 19,317   | (5,110)  | 17,709   | 65,570   |
| 公司自由现金流      | 40,363   | 41,692   | 14,883   | 35,784   | 83,010   |

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

**财务数据(续)**
**资产负债表**

(百万人民币)

|                | Dec-18A        | Dec-19A        | Dec-20F        | Dec-21F        | Dec-22F        |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及等价物         | 27,901         | 29,210         | 12,388         | 19,436         | 24,198         |
| 应收账款           | 97,620         | 98,054         | 100,290        | 105,473        | 105,815        |
| 货物             | 19,724         | 20,022         | 21,000         | 22,000         | 21,000         |
| 其他流动资产         | 13,158         | 12,448         | 12,448         | 12,448         | 12,448         |
| <b>流动资产总额</b>  | <b>158,403</b> | <b>159,735</b> | <b>146,126</b> | <b>159,358</b> | <b>163,462</b> |
| 固定资产           | 175,541        | 173,141        | 193,177        | 199,698        | 203,218        |
| 总投资            | 14,508         | 16,946         | 19,458         | 22,135         | 25,244         |
| 无形资产           | 53,185         | 50,069         | 44,769         | 39,969         | 40,169         |
| 其他非流动资产        | 34,853         | 46,657         | 47,057         | 47,457         | 47,857         |
| <b>非流动资产总额</b> | <b>278,087</b> | <b>286,813</b> | <b>304,461</b> | <b>309,258</b> | <b>316,488</b> |
| 短期负债           | 121,532        | 97,737         | 87,000         | 77,000         | 67,000         |
| 长债的短期部分        |                |                |                |                |                |
| 应付账款           | 82,910         | 94,482         | 91,197         | 97,197         | 94,197         |
| 其他流动负债         | 5,259          | 1,836          | 2,100          | 2,100          | 2,100          |
| <b>流动负债总额</b>  | <b>209,701</b> | <b>194,056</b> | <b>180,297</b> | <b>176,297</b> | <b>163,297</b> |
| 长期负债总额         | 77,533         | 88,496         | 88,000         | 88,000         | 88,000         |
| 混合债务 - 债务组成    |                |                |                |                |                |
| 其他非流动负债总额      | 6,569          | 6,161          | 6,161          | 6,161          | 6,161          |
| <b>非流动负债总额</b> | <b>84,102</b>  | <b>94,657</b>  | <b>94,161</b>  | <b>94,161</b>  | <b>94,161</b>  |
| 拨备总额           | 6,759          | 6,578          | 6,578          | 6,578          | 6,578          |
| <b>负债总额</b>    | <b>300,562</b> | <b>295,291</b> | <b>281,037</b> | <b>277,037</b> | <b>264,037</b> |
| 股东股本           | 71,822         | 80,636         | 90,613         | 103,102        | 117,240        |
| 非控制性权益         | 64,106         | 70,621         | 78,938         | 88,477         | 98,673         |
| <b>总股本</b>     | <b>135,927</b> | <b>151,257</b> | <b>169,550</b> | <b>191,580</b> | <b>215,913</b> |

**主要比率**

|             | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20F | Dec-21F | Dec-22F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入增长        | 18.9%   | 15.7%   | (0.6%)  | 8.7%    | (0.4%)  |
| 经营EBITDA增长  | 42.3%   | 19.6%   | 0.5%    | 8.4%    | (3.3%)  |
| 经营EBITDA利润率 | 20.8%   | 21.5%   | 21.7%   | 21.6%   | 21.0%   |
| 每股净现金(人民币)  | (20.29) | (18.62) | (19.28) | (17.26) | (15.51) |
| 每股净资产(人民币)  | 8.51    | 9.56    | 10.74   | 12.22   | 13.90   |
| 利息支付倍数      | 2.84    | 4.23    | 4.40    | 5.21    | 5.38    |
| 有效税率        | 31.2%   | 32.9%   | 31.0%   | 30.0%   | 30.0%   |
| 净派息率        | 11.1%   | 13.5%   | 14.0%   | 15.0%   | 20.0%   |
| 应收账款天数      | 58.03   | 56.16   | 58.52   | 57.50   | 60.09   |
| 库存天数        | 42.82   | 41.02   | 42.50   | 40.81   | 40.60   |
| 应付账款天数      | 62.08   | 71.80   | 75.43   | 69.29   | 68.92   |
| 资本回报率       | 13.1%   | 13.2%   | 12.7%   | 12.9%   | 12.2%   |
| 已动用资本回报率    | 11.0%   | 12.0%   | 11.2%   | 11.9%   | 11.0%   |
| 平均资产回报率     | 7.76%   | 8.63%   | 7.79%   | 8.11%   | 7.22%   |

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

## 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内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、其子公司及附属公司(“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; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及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，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低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。

银河国际证券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，银河国际证券可能在过去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。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

## 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

增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%

减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下

持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

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)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888