

3323.HK 中国建材

港股通（沪/深）

买入（维持）

资产整合，价值释放继续

2020年08月08日

市场数据

日期	2020.08.07
收盘价(港元)	13.52
总股本(亿股)	84.35
流通股本(亿股)	38.69
总市值(亿港元)	1140
流通市值(亿港元)	523
净资产(亿元)	806
总资产(亿元)	4,580
每股净资产(元)	9.56

数据来源: Wind

相关报告

20Q1 业绩点评:《业绩无虞,王者志存高远》_20200325

19 年业绩点评:《多还债、多分红、多资本开支提升竞争力》_20200325

19Q3 业绩点评:《低估的水泥龙头,盈利能力正在改善》_20191101

19H1 业绩点评:《拨备增加,下半年有望保持高增长》_20190824

中国建材首发报告:《本轮周期大赢家,区域影响力当刮目相看》_20190819

《水泥需求拐点—来临,弹性可期——水泥区域报告之京津冀市场》_20190104

《最好的市场,最精彩的篇章即将上演——水泥区域报告之长江流域市场》_20181102

《西北整合之路——水泥区域报告之西北市场》_20180723

海外原材料研究

韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	253,403	258,904	263,247	269,201
同比增长	15.7	2.2	1.7	2.3
净利润(百万元)	10,974	14,169	16,754	18,441
同比增长	38.4	29.1	18.2	10.1
毛利率	30.2	29.7	29.7	30.0
净利率	4.3	5.5	6.4	6.9
净资产收益率(%)	13.6	15.6	16.2	15.8
每股收益(元)	1.30	1.68	1.99	2.19
每股净资产(元)	9.56	10.79	12.24	13.84

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

中国建材拟向天山股份出售其于中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥的股权,代价为天山股份定向发行的股份,发行价格为每股 13.38 元;同时,天山股份拟于建议重组完成后进行新股配售。

我们点评如下:

- 本次拟注入的标的公司账面净资产约为 668 亿元,经中国建材权益占比调整后的账面净资产为 595 亿元,“真实”ROE 为 33%,其中,南方水泥和中联水泥盈利能力较为突出。我们对标的资产估价从 1.2-1.9 倍 PB 进行情景假设分析,结果显示,天山股份定向中国建材增发的股本数量将在 53.36-84.49 亿股区间内,交易完成后,中国建材在天山股份的持股占比将在 85.6%-89.7% 区间,“新”天山股份将持有中联水泥 100% 股权、南方水泥 99.93% 股权、西南水泥 95.72% 股权、中材水泥 100% 股权。
- 资产整合已经拉开序幕,中国建材的价值正在加速释放。中国建材的矿山、土地已较早年收购价格有明显升值,经过连续 2 年合计约 230 亿元的谨慎拨备处理,我们有理由认为中国建材拟出售资产的公允价值较账面价值低估,且中国建材在港股市场的 PB 长期低于 1 倍,本次资产整合将是中国建材价值释放的催化剂。本次交易完成后,中国建材的大部分水泥资产将在 A 股单独上市,中国建材估值将锚定 A 股相关标的,其在港股长期低估值状态有望得到修复。
- 从更长周期来看,我们认为中国建材的竞争力当刮目相看,公司长期价值仍被低估。中联于鲁豫市场正携手山水和同力,南方水泥牵手海螺,合作遍地开花,泛北方市场,中国建材与金隅冀东共同合作解决西北电石渣乱象,南方&西南水泥又开展了大量产能置换,中国建材的资产质量和盈利能力在大幅提升。我们的 DCF 模型测算结果显示,中国建材合理估值为 1216 亿人民币,现值低估了 19%。此外,骨料正在开启新的业务增长点,480 亿市值可期,这部分我们尚未考虑到估值模型中。

我们的观点: 我们暂维持 2020-2022 年归母净利分别为 142 亿、168 亿和 184 亿元的盈利预测不变,维持“买入”评级,本次资产整合加速中国建材估值修复,上调目标价至 15.88 港元。

风险提示: 经济恶化;协同破裂;原材料价格大幅波动;海外业务风险。

报告正文

事件:

(一) 中国建材与天山股份订立协议, 拟出售其于中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥(统称为“标的公司”)的股权, 同时, 天山股份与南方水泥、西南水泥的少数股东(独立卖方)分别订立协议, 收购其于南方水泥或西南水泥(视情况而定)的股权, 代价为天山股份定向发行的股份, 发行价格为每股人民币 13.38 元。

(二) 此外, 天山股份拟于建议重组完成后进行新股配售, 资金主要用于支付发行费用, 补充流动资金、偿还债务、支付重组费用等。发行股份数量不超过 3.15 亿股, 若发行价格为天山股份最新收盘价 18.02 元, 预计募集资金规模约为 57 亿元, 最终金额需根据发行阶段的询价结果确定。最终募集配套资金成功与否不影响本次发行股份购买资产行为的实施。

锁定期安排: 中国建材因本次重组取得股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让, 重组前所持股份锁定期则为 18 个月; 其他交易方, 如其持有标的公司股权时间已满 12 个月, 则本次重组中所认购股份需锁定 12 个月, 若不足 12 个月则对应锁定期为 36 个月。

我们点评如下:

1)

本次拟注入的标的公司账面净资产约为 668 亿元, 经中国建材权益占比调整后的账面净资产为 595 亿元。19 年净利润合计约 99 亿元, ROE 为 15%, 考虑到 19 年计提了大额的资产&信用减值损失合计 125 亿元, 若将这部分加回后, “真实” ROE 为 33%, 其中, 南方水泥和中联水泥盈利能力较为突出。

图表 1、标的公司基本情况

标的公司	中国建材权益占比	归母所有者权益 (亿元)	19 年净利润(亿元)	19 年资产&信用减值 损失(亿元)
中联水泥	100%	180	12.82	42.26
南方水泥	84.83%	273	54.88	56.59
西南水泥	78.99%	151	11.73	26.38
中材水泥	100%	64	19.08	-
合计:		668	99	125
合计(考虑权益占比):		595	88	

资料来源: 发债主体的信息披露公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

中联水泥、南方水泥、西南水泥的所有者权益更新至 20Q1, 中材水泥所有者权益数据更新至 19Q3, 19 年净利润数据为兴业证券估计值。

2)

中国建材在港股市场的 PB 长期低于 1 倍, 天山股份的 PB 约为 2 倍, 本次交易有望带来双赢的机会。参照下表, 我们对标的资产估价从 1.2-1.9 倍 PB 进行情景假设分析, 结果显示, 天山股份定向中国建材增发的股本数量将在 53.36 -84.49 亿股区间内, 交易完成后, 中国建材在天山股份的持股占比将在 85.6%-89.7% 区间内, 即中国建材仍为天山股份的控股股东, 持股比例将有很大提升。

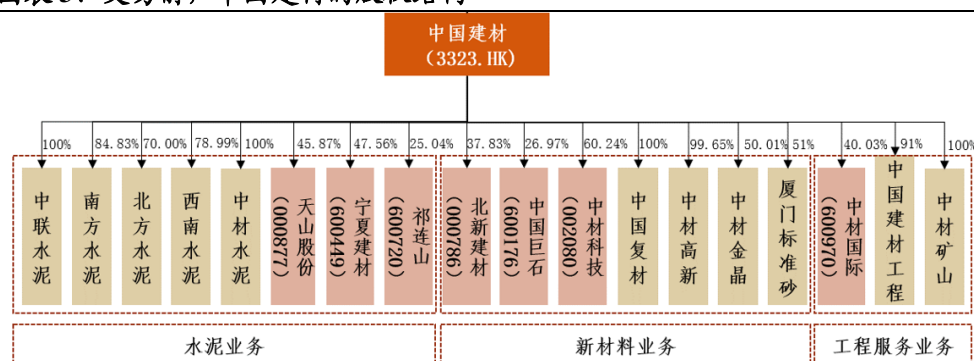
图2、情景假设

注入资产的 PB 估价	1.20	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90
天山股份的发行价格(元/股)	13.38	13.38	13.38	13.38	13.38	13.38	13.38	13.38
天山定向中国建材增发的股本数量, 亿	53.36	57.81	62.26	66.70	71.15	75.60	80.04	84.49
定向标的资产少数股东增发的股本数量, 亿	0.91	0.99	1.07	1.14	1.22	1.30	1.37	1.45
配套募集资金, 最大增发的股本数量, 亿	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
增发前, 天山股份总股本	10.49	10.49	10.49	10.49	10.49	10.49	10.49	10.49
增发后, 天山股份总股本	67.92	72.44	76.96	81.49	86.01	90.53	95.06	99.58
交易完成前, 中国建材在天山股份的持股占比	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
交易完成后, 中国建材在天山股份的持股占比	85.6%	86%	87%	88%	88%	89%	89%	89.7%

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

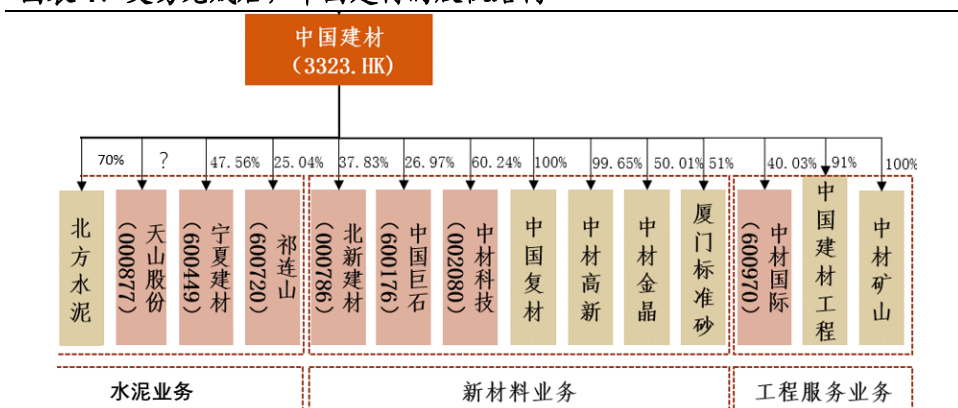
交易完成后, “新”天山股份将持有中联水泥 100% 股权、南方水泥 99.93% 股权、西南水泥 95.72% 股权、中材水泥 100% 股权。也就是说, 中国建材旗下水泥板块, 除北方水泥和中建材投资持有的水泥资产外, 其余水泥资产将为 A 股上市公司, 包括“新”天山股份, 祁连山, 宁夏建材。

图3、交易前, 中国建材的股权结构



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、交易完成后, 中国建材的股权结构



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

3)

资产整合已经拉开序幕，中国建材的价值正在加速释放。中国建材的矿山、土地已较早年收购价格有明显升值，经过连续 2 年合计约 230 亿元的谨慎拨备处理，我们有理由认为中国建材拟出售资产的公允价值较账面值低估，且中国建材在港股市场的 PB 长期低于 1 倍，本次资产整合将是中国建材价值释放的催化剂。

本次交易完成后，中国建材的大部分水泥资产将在 A 股单独上市，中国建材估值将锚定 A 股相关标的，其在港股长期低估值状态有望得到修复。

4)

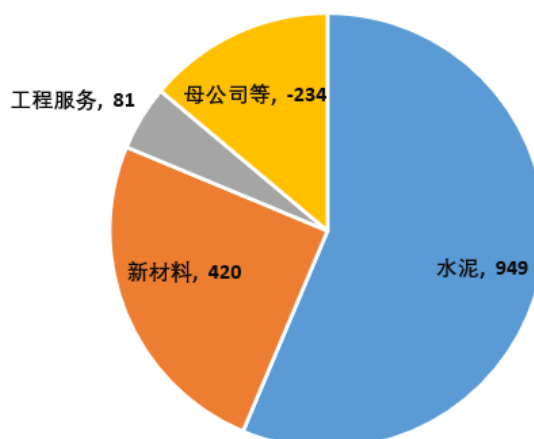
从更长周期来看，我们认为经此一轮周期，中国建材的竞争力当刮目相看，公司长期价值仍被低估。中联于鲁豫市场正携手山水和同力，南方水泥牵手海螺，合作遍地开花，泛北方市场，中国建材与金隅冀东共同合作解决西北电石渣乱象，南方&西南水泥又开展了大量产能置换，中国建材的资产质量和资产盈利能力在大幅提升。公司大谋略大智慧，现已到收获季节。我们看好公司竞争力的持续提升。

我们的模型测算结果显示，公司价值仍被低估。我们的测算方法：

- 从“价”的角度，我们结合区域市场格局和中国建材在不同区域的定价权，判断每个子公司的长期盈利能力中枢，（中联、南方、北方、西南及中材水泥的吨自由现金流中枢分别是 69.5、66、52、55 和 55 元/吨，大致约为当前景气高点的 2/3）；
- 从“量”的角度，参考海外经验，我们假设 5 年后伴随着中国城镇化高峰的到来，水泥需求从高点逐年下滑至峰值的 65%，再进入新平台。
- 按照 10% 的贴现率贴现自由现金流，推算水泥分部的长期股权价值。
- 其余主要分部包括北新建材、中国巨石、中材科技等上市公司，我们给予 8 折的持股平台折扣和 9 折的 AH 折价，计算归属于中国建材的部分。

结果显示，公司水泥板块合理估值为 949 亿人民币（对应 19 年 9.3 倍 PE），新材料板块估值 420 亿人民币（对应 19 年 23 倍 PE），工程服务板块估值 81 亿人民币（对应 19 年 5.4 倍 PE），母公司层面永续债 11.4 亿利息支出拖累 234 亿估值（5% 贴现率），加总估值为 1216 亿人民币，现值仍低估了 19%。

图表 5、中国建材合理估值为 1216 亿人民币，现值低估了 19%



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

具体测算方法参考我们在2019年8月外发的报告，《中国建材：本轮周期大赢家，区域影响力当刮目相看》，本次测算结果较前值更高，相差部分是由于中国建材2019年更节省的财务费用所导致。

此外，中国建材的骨料和混凝土正在开启新的业务增长点，公司计划3-5年内向年产3亿吨骨料看齐，远期利润可达60亿，若给与8倍PE估值，480亿市值可期，这部分我们尚未考虑到分板块DCF估值模型中。

我们的观点：

我们暂时维持公司2020-2022年归母净利润分别为142亿、168亿和184亿元的盈利预测不变，利润增量主要来自骨料业务的快速发展、财务费用的节省、经置换后水泥生产成本的下降及拨备调整。我们维持“买入”评级，本次资产整合加速中国建材估值修复，上调目标价至15.88港元。

风险提示

经济恶化；协同破裂；原材料价格大幅波动；反倾销、贸易政策等海外业务风险。

附表

会计年度	单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	253,403	258,904	263,247	269,201
营业成本	-176,813	-182,035	-185,130	-188,341
销售费用	-13,141	-12,945	-13,162	-13,460
管理费用	-34,003	-30,810	-28,957	-29,343
财务费用	-8,754	-6,813	-6,092	-5,294
其他	6,756	5,584	5,662	5,694
除税前溢利	27,448	31,885	35,568	38,457
所得税	-9,019	-9,283	-9,433	-10,005
年度全面收益	18,429	22,602	26,135	28,452
少数股东损益	6,284	7,302	8,249	8,880
归母净利润	10,974	14,169	16,754	18,441
EPS(元)	1.30	1.68	1.99	2.19

会计年度	单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	157,157	160,819	173,297	187,898
货币资金	24,083	32,996	47,496	63,322
应收账款	98,054	96,228	94,149	92,793
存货	20,022	19,849	19,906	20,036
其它	14,998	11,746	11,746	11,746
非流动资产	289,391	296,702	300,511	303,150
物业/厂房/设备	173,141	175,105	173,892	171,869
预付租金	31,551	31,551	31,551	31,551
无形资产	12,182	15,575	18,577	21,189
于联合营投资	15,875	17,831	19,850	21,900
其它	56,641	56,641	56,641	56,641
资产总计	446,548	457,522	473,808	491,048
流动负债	198,366	196,376	195,966	200,846
短期借款	97,737	92,000	85,800	85,800
应付账款	89,285	98,230	104,020	108,900
其他	11,343	6,146	6,146	6,146
非流动负债	96,925	92,230	88,430	78,430
长期借款	88,496	83,800	80,000	70,000
其他	8,430	8,430	8,430	8,430
负债合计	295,291	288,606	284,396	279,276
股本	8,435	8,435	8,435	8,435
储备	72,201	82,558	94,806	108,285
少数股东权益	49,836	57,138	65,387	74,267
永久资本证券	20,785	20,785	20,785	20,785
负债&权益	446,548	457,522	473,808	491,048

会计年度	单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
息税前利润	27,448	31,885	35,568	38,457
折旧和摊销	11,490	14,110	15,410	16,610
经营资本变动	7,754	5,648	4,462	2,756
其它	16,656	7,465	4,608	3,586
经营活动现金流	63,348	59,108	60,049	61,409
资本开支	-26,521	-27,466	-23,000	-23,000
投资活动现金流	-26,580	-26,837	-22,357	-22,356
融资活动现金流	-33,511	-23,358	-23,192	-23,227
现金净变动	3,257	8,913	14,500	15,826
现金的期初余额	20,898	24,083	32,996	47,496
现金的期末余额	24,083	32,996	47,496	63,322

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.7	2.2	1.7	2.3
EBIT 增长率	34.8	16.2	11.6	8.1
净利润增长率	38.4	29.1	18.2	10.1
盈利能力(%)				
毛利率	30.2	29.7	29.7	30.0
归属股东净利率	4.3	5.5	6.4	6.9
ROE	13.6	15.6	16.2	15.8
偿债能力(%)				
资产负债率	66.1	63.1	60.0	56.9
流动比率	79.2	81.9	88.4	93.6
速动比率	69.1	71.8	78.3	83.6
营运能力(次)				
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	2.5	2.6	2.7	2.8
每股资料(元)				
每股收益	1.30	1.68	1.99	2.19
每股净资产	9.56	10.79	12.24	13.84
估值比率(倍)				
PE	9.3	7.2	6.1	5.5
PB	1.27	1.13	0.99	0.88

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。分析中所做的回报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。本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。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。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。