

## 香港

**增持** (不变)

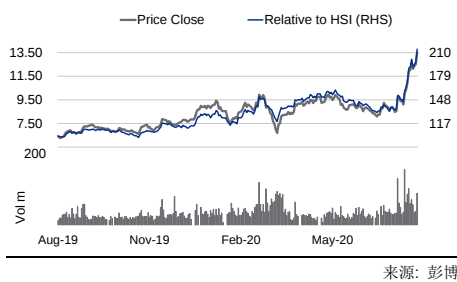
市场共识评级\*: 买入 17 持有 6 沽出 1

|             |                             |
|-------------|-----------------------------|
| 前收盘价:       | HK\$13.52                   |
| 目标价         | HK\$15.00                   |
| 此前目标价:      | HK\$10.65                   |
| 上升/下跌空间:    | 10.9%                       |
| CGI / 市场共识: | 37.2%                       |
| 路透股票代码:     | 3323.HK                     |
| 彭博股票代码:     | 3323 HK                     |
| 市值:         | US\$14,714m<br>HK\$114,038m |
| 平均每日成交额:    | US\$49.45m<br>HK\$383.3m    |
| 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**

NA



| 股价表现     | 1M   | 3M   | 12M   |
|----------|------|------|-------|
| 绝对表现 (%) | 50.1 | 41.3 | 112.2 |
| 相对表现 (%) | 55.7 | 39   | 117.8 |

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

## 打造旗舰水泥业务平台释放价值

- 中国建材提议将大部分水泥业务注入天山股份 (000877.CH)，天山股份将以发行新股的方式支付。
- 尽管资产定价尚未最终确定，但我们认为水泥资产的收购估值约在 1.2 倍市净率，藉此让天山股份的自由流通量在交易后不会太小。
- 大部分有盈利的水泥业务将归于同一平台，这将有助于减少内部竞争并提高整体效率。
- 基于简单计算，我们估计中国建材的分类加总估值约 15.00 港元，这是我们的新目标价。重申「增持」。

### 重组水泥业务的总体方向已确定

天山股份拟以每股 13.38 元人民币的价格增发 A 股 (比停牌前股价折让 25.7%)，从中国建材收购中国联合水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥 (图 1 和 2)。天山股份还建议，在收购完成后，发行不超过 3.146 亿股新 A 股，筹资约 57 亿人民币。交易规模尚未敲定，因为水泥资产的价值尚未确定。

### 天山股份将成为旗舰水泥业务平台

按应占基准计算，这四个收购标的在 2019 年为中国建材贡献净利约 88.7 亿人民币 (按照中国会计准则)，约占总净利的 80%。这四个收购对象的总股本约 616 亿人民币，约占中国建材 2020 年 3 月底总股本的 75.7%，意味着在交易后，天山股份将成为中国建材的旗舰水泥业务。

### 水泥资产的定价可能定于约 1.2 倍市净率

考虑各种因素后，我们估计水泥资产的收购估值约在 1.2 倍市净率。如果定价仅为 1 倍，估计中国建材的少数股东不会批准该交易。但是，如果将估值定得很高，那么在向中国建材发行大量新股之后，天山股份的自由流通量将很小。因此，我们认为 1.2 倍市净率是一个合适的水平，因为根据此估值，交易后天山股份的自由流通量估计约 20% (最低要求: 10%) (图 3)。基于这情况，我们估计在各水泥子公司的应占权益发生变化后，中国建材的净利润将下降约 3%。

### 分类加总估值约 15 港元

在停牌前，天山股份的市净率为 2.08 倍。我们认为在资产注入后，股份有望维持现时估值，因为领先的 A 股水泥股的估值更高 (例如，海螺水泥-A: 2.47 倍; 华新水泥: 3.05 倍; 上峰水泥: 4.92 倍)。在给予天山股份 40% 的控股公司折让以及对中建材余下业务给予 1 倍的市净率估值之下，我们的简单计算显示中国建材在交易后的分类加总估值约每股 15 港元 (图 4)，这亦是我们的新目标价 (1.27 倍 2020 年市净率)。

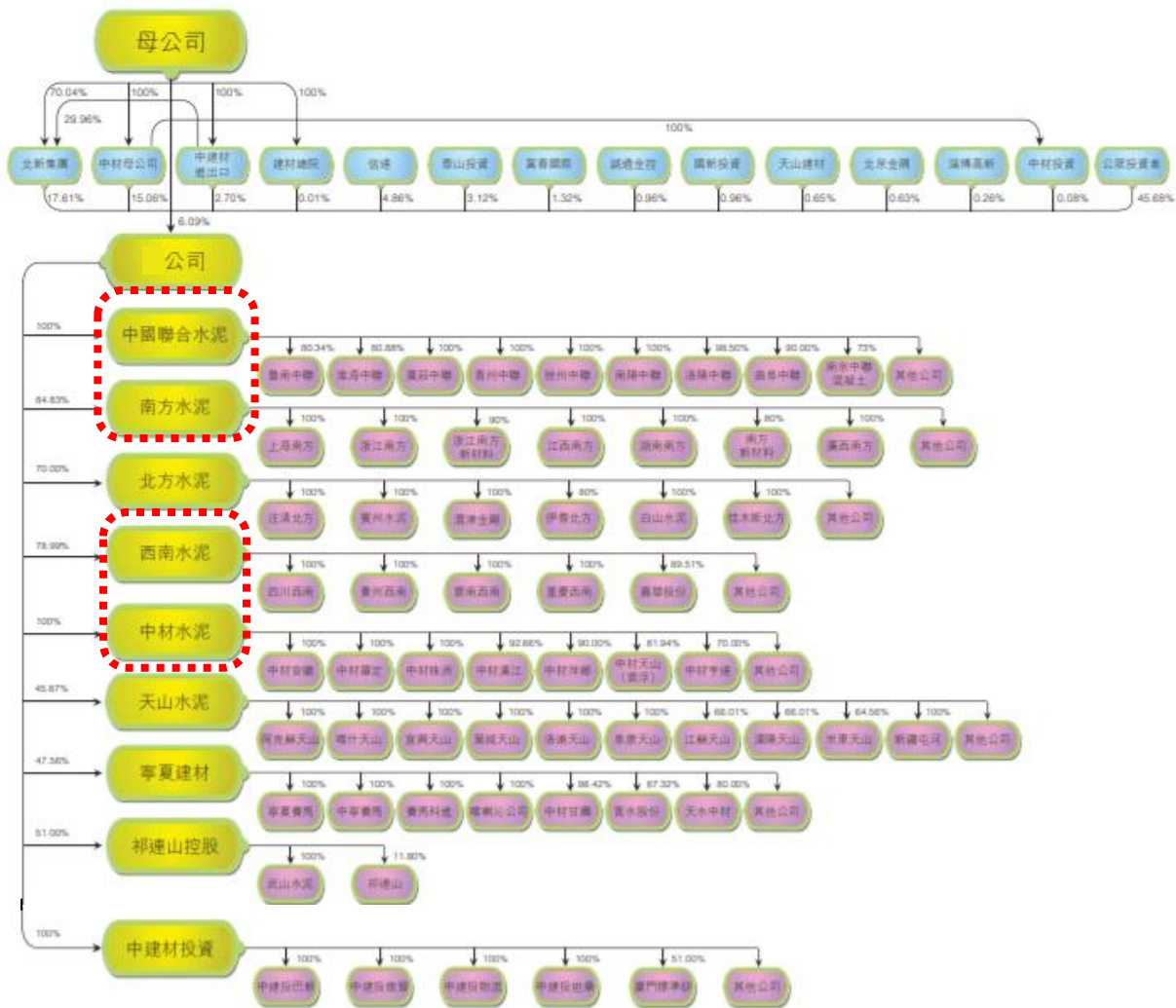
### 进一步升幅取决于协同效应

随着公司大多数有盈利的水泥业务都放在同一平台上，如果公司能因此节省成本和提高效率，则该交易或进一步提振公司盈利。但是，目前信息有限，要量化其益处还为时尚早。主要风险因素: (i) 投资者对天山股份给予超过 40% 控股公司折让; (ii) 水泥需求意外疲软; (iii) 水泥资产的定价低于预期。

| 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  | 54,655  | 59,244  | 57,239  |
| 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)          | 8.60    | 5.60    | 6.12    | 5.51    | 5.97    |
| 每股派息 (人民币)           | 0.18    | 0.35    | 0.31    | 0.36    | 0.41    |
| 股息率                  | 1.43%   | 2.88%   | 2.52%   | 2.94%   | 3.36%   |
| EV/EBITDA (倍)        | 7.12    | 5.77    | 5.95    | 5.32    | 5.37    |
| 股价/股权自由现金流 (倍)       | 5.47    | 5.30    | NA      | 5.78    | 1.55    |
| 净负债权益比               | 125%    | 104%    | 98%     | 78%     | 61%     |
| 市净率 (倍)              | 1.43    | 1.27    | 1.13    | 0.99    | 0.87    |
| 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          |         |         | 0%      | 0%      | 0%      |
| CGI / 市场共识每股盈利预测 (倍) |         |         | 1.07    | 1.15    | 1.39    |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: 此次注资涉及的水泥业务



来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

图2: 天山股份收购对象的主要资料

| 中国建材水泥业务子公司 | 截至 2020 年 3 月 股本 (百万人民币) | 中国建材持股  | 中国建材应占股本 (百万人民币) | 天山水泥收购的权益 | 应占股本 (百万人民币) | 2019 年净利 (百万人民币) | 中国建材应占净利 |
|-------------|--------------------------|---------|------------------|-----------|--------------|------------------|----------|
| 中国联合水泥      | 17,993                   | 100.00% | 17,993           | 100.00%   | 17,993       | 1,281            | 1,281    |
| 南方水泥        | 28,459                   | 84.83%  | 24,142           | 99.93%    | 28,439       | 5,487            | 4,655    |
| 西南水泥        | 15,078                   | 79.84%  | 12,038           | 95.72%    | 14,433       | 1,173            | 937      |
| 中材水泥        | 7,392                    | 100.00% | 7,392            | 100.00%   | 7,392        | 2,001            | 2,001    |
|             | 68,922                   |         | 61,565           |           | 68,257       |                  | 8,873    |

(占中国建材总额的 75.7%)

(占中国建材总额的 80.7%)

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**图3: 天山水泥在注资完成后的股份数量变动 (假设水泥资产的定价为1.2倍市净率)**

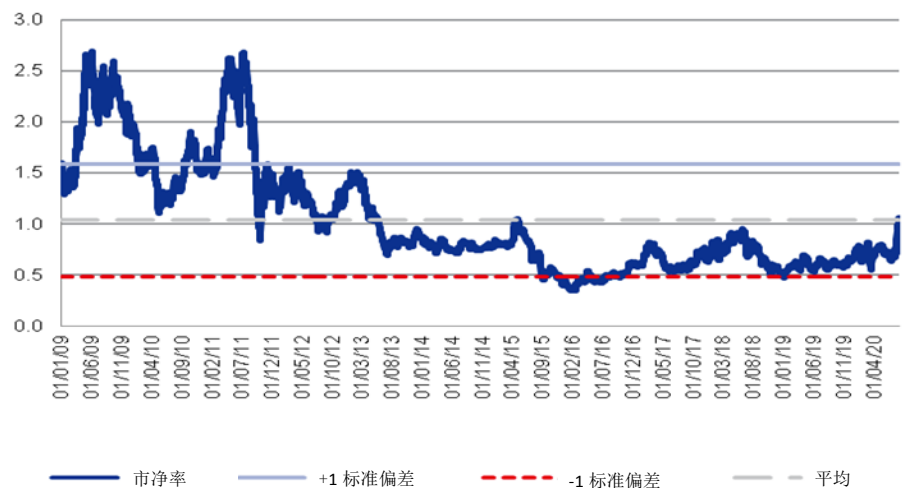
|                           |        |
|---------------------------|--------|
| 天山水泥现有股份数目(百万股)           | 1,049  |
| 水泥资产以1.2倍市净率定价的总价值(百万人民币) | 81,908 |
| 以每股13.38元人民币发行的股份(百万股)    | 6,122  |
| 集资57亿人民币所需发行的股份(百万股)      | 314    |
| 天山水泥在注资后的总股数(百万股)         | 7,485  |
| 中国建材在注资后持有的天山水泥股份数量(百万股)  | 6,003  |
| 占总额百分比                    | 80%    |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**图4: 中国建材的分类加总估值 (假设水泥资产的定价为1.2倍市净率)**

|                            |         |
|----------------------------|---------|
| 注后天山水泥的总股本估算<br>(百万人民币)    | 97,183  |
| 天山水泥基于2.08倍市净率的市场价值(百万人民币) | 202,141 |
| 中国建材的应占金额(持股80%)(百万人民币)    | 161,713 |
| 假设给予40%控股公司折让(百万人民币)       | 97,028  |
| 中国建材余下业务的账面值(百万人民币)        | 19,777  |
| 分类加总估值(百万人民币)              | 116,806 |
| 中国建材的总股数(百万股)              | 8,435   |
| 中国建材的每股价值(港元)              | 15      |

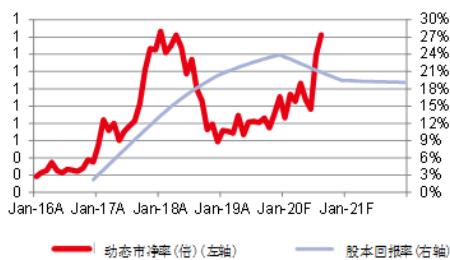
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**图5: 中国建材动态市净率**


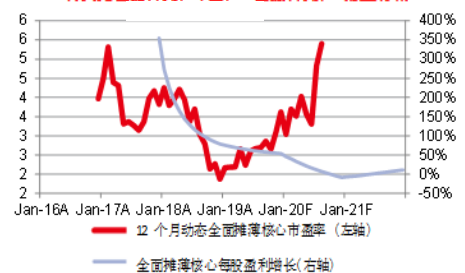
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

## 财务数据

动态市净率 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   | 76,580   | 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) | (22,465) | (25,000) | (23,000) | (20,000) |
| 出售FA/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)  | (2,585)  | (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)  | 3,155    | (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   |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**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        | 199,688        | 203,218        |
| 总投资            | 14,508         | 16,946         | 19,458         | 22,136         | 25,244         |
| 无形资产           | 53,185         | 50,039         | 44,769         | 39,939         | 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      | 6,559          | 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) | (19.23) | (17.25) | (15.51) |
| 每股净资产(人民币)  | 8.51    | 9.55    | 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     | 7.78%   | 8.63%   | 7.79%   | 8.11%   | 7.22%   |

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

## 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、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