

03323.HK 中国建材

港股通（沪/深）

买入（首次） 本轮周期大赢家，区域影响力当刮目相看

2019年8月19日

市场数据

日期	2019-8-16
收盘价(港元)	6.38
总股本(亿股)	84.35
流通股本(亿股)	38.69
总市值(亿港元)	534.76
流通市值(亿港元)	245
净资产(亿元)	722
总资产(亿元)	4,528
每股净资产(元)	8.56

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	218,955	236,981	237,611	237,468
同比增长(%)	71.6	8.2	0.3	-0.1
归属股东净利润(百万元)	8,067	13,231	15,328	15,638
同比增长(%)	150.2	64.0	15.8	2.0
毛利率(%)	29.7	30.4	30.2	29.9
归属股东净利润率(%)	3.7	5.6	6.5	6.6
净资产收益率(%)	11.2	16.0	16.1	14.5
每股收益(元)	0.96	1.57	1.82	1.85
每股净资产(元)	8.56	9.83	11.31	12.81
每股股息(分)	18.00	29.52	34.20	34.89

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《水泥需求拐点来临，弹性可期——金隅首发报告暨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

《华南，中国水泥最好的版图——水泥区域报告之华南市场》20180604

投资要点

公司是建材领域的航空母舰，旗下拥有7家A股上市公司，水泥、新材料、工程服务三足鼎立，水泥、商混、石膏板、玻纤、风电叶片和工程服务七项业务居世界第一位。

水泥：公司通过联合重组迅速成长为巨无霸企业，以淮海为起点，连接北方，最后成功西进，最终实现全区域布局，产业布局已扩张至全国各大重要经济区，于分散的行业在最短时间内发挥规模效益，占有资源，并最终控制市场，这一模式是大部分过剩行业发展的必经之路。

公司第一步区域兼并重组已经完成，现处于第二步内部管理整合和第三步优化升级阶段，如今各大区域影响力当刮目相看。若顺利携手山水和同力，中联于鲁豫市场的地位将不亚于海螺之于沿江，南方绑定海螺并配合产能升级，两者将合力主导长三角市场，论规模和盈利能力，中联和南方将有力支撑公司水泥板块的核心利润，同时为水泥需求下平台淘汰中小企业做准备。

海外原材料研究

分析师：张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

公司矿石储备丰富，业务布局广泛，构建水泥、骨料、混凝土、水泥窑协同处置一体化纵向经营的全产业链有优势，对业绩贡献可观。

新材料：公司在石膏板、玻璃纤维和风电叶片等多项新材料领域均是业内典范。继“水泥+”板块后，新材料是寻求二次转型的突破口。

我们的观点：在中性偏保守的假设下，测算公司价值超805亿人民币，现价低估了40%，从长期投资的角度已具备较大的价值。借助产能置换、拨备减值及降杠杆，公司于盈利上行期积极“瘦身”，有较大利润修复空间，0.67倍PB被显著低估。我们首次覆盖公司，预计19-21年归母净利润分别为132亿、153亿和156亿元，同比增速分别为64%、16%和2%，“买入”评级，目标价10.5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；集团内部整合不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



BUY (Initial)

Basic Materials

**CHINA NATIONAL
BUILDING MATERIAL
(02233.HK)**
**Stock Connect
(SZ/SH)**
Winner of this round with impressive regional synergy
08/19/2019**Key Data**

August. 16, 2019

Closing Price (HKD)	6.38
Total Shares (Bn)	84.35
Shares Outstanding (Bn)	38.69
Market Cap(HKD/Bn)	534.76
Market Float(HKD/Bn)	245
Net Assets (CNY/Mn)	722
Total Assets (CNY/Mn)	4,528
BVPS(CNY)	8.56

Analyst**ZHANG Yidong**

SAC:S0190510110012

Contact**HAN Yijia**

hanyijia@xyzq.com.cn

SAC: S0190517080003

Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (Mn/CNY)	218,955	236,981	237,611	237,468
YoY (%)	71.6	8.2	0.3	-0.1
Net Profit (Mn/CNY)	8,067	13,231	15,328	15,638
YoY (%)	150.2	64.0	15.8	2.0
Gross Margin (%)	29.7	30.4	30.2	29.9
Net Profit Margin (%)	3.7	5.6	6.5	6.6
ROE (%)	11.2	16.0	16.1	14.5
EPS (CNY)	0.96	1.57	1.82	1.85
BVPS (CNY)	8.56	9.83	11.31	12.81

Investment Point

Company Profile: CNBM is the leading manufacturer in the building materials industry. It owns 7 listed companies in Chinese stock market with 3 pillars of cement, advanced materials and engineering services. CNBM also ranks first around the world in the following 7 businesses: cement, ready-mixed concrete, plasterboard, glass fiber, wind power blades and engineering services.

Cement: Through merger, joint and reorganization, CNBM has rapidly grown into a giant company. Starting from Huaihai, connecting the north with the South, pioneering the West, and finally achieving a full regional layout, covering all major economic regions of the country, the company has successfully control the market and exert the economic scales in the excessively dispersed industry. This pattern, following the rules of the cyclical industry, is the most typical model in overseas markets, and is the inevitable way for the development of most surplus industries.

Nowadays, we think CNBM is the biggest winner of this round with impressive regional synergy. The first stage of regional mergers and reorganization has been completed. CNBM is now at the second step of internal management integration and the third step of production optimization and upgrading. If the company successfully cooperate with Shanshui and Tongli, the market position of CUCC in the Sichuan and Hunan market will be no less than that of Conch among the Yangtze River. With the help of interest binding and production upgrade with Conch at Southern market, the two producers will jointly lead the Yangtze River Delta market. CUCC and South Cement will strongly support and contribute to the core profit of the company's cement sector, while preparing for the elimination of SMEs under the downward cement demand trend.

CNBM has rich ore reserves and well-spread business layout. The construction of cement, aggregate, concrete and cement kiln co-disposal has established a comprehensive industrial chain and contributes promising profit to the company.

Advanced materials: CNBM is the leading company in the field of advanced materials such as plasterboard, fiberglass and wind power blades. Following the "Cement+" notion, new materials are the breakthrough for a second reforming.

Our View: We estimate the enterprise value of China National Building Material (CNBM) is over 80.5 billion yuan, which is 40% higher than current price under neutral and conservative assumptions, implies a future growth potential from the long-term perspective. The net profit attribute to shareholders from 2019 to 2021 is expected be 13.2 billion, 15.3 billion and 15.6 billion yuan respectively, we recommend the "Buy" rating with a target price of 10.5 HKD.

Potential risks: Macroeconomics below expectations, the industrial synergy broke down, trade war, anti-dumping, fluctuations in raw material price, internal integration below expectation.

目 录

1、公司简介：建材领域的航空母舰	- 6 -
2、水泥王者的自我变革	- 8 -
2.1 中国建材水泥版图扩张历史：并购为主，自建为辅	- 9 -
2.2 版图扩张展现企业战略格局：发挥兼并重组的高占有率优势	- 16 -
2.3 公司积极修炼内功，加速后工业时期中小企业淘汰出局	- 18 -
2.4 天下大势初定，中国建材各大区域影响力当刮目相看	- 22 -
3、大象转身，新材料领域多个隐形冠军	- 27 -
3.1 北新建材拥有国内石膏板 60% 的市场占有率	- 27 -
3.2 旗下囊括前两大玻纤龙头，高端产品结构、成本控制全球领先	- 28 -
3.3 积极孵化前沿新材料	- 30 -
4、工程服务板块践行“一带一路”	- 30 -
5、股价被明显低估，趋势及长投都具备价值	- 32 -
5.1 盈利预测及核心假设	- 32 -
5.2 公司价值被明显低估	- 33 -
5.3 我们的观点	- 38 -
6、风险提示	- 38 -
图表 1、中国建材的股权结构	- 6 -
图表 2、中国建材的市场地位：七项业务居世界第一位	- 7 -
图表 3、水泥、新材料、工程服务三足鼎立	- 7 -
图表 4、收入规模	- 7 -
图表 5、利润总额	- 7 -
图表 6、资产规模	- 8 -
图表 7、现金流	- 8 -
图表 8、三项业务收入结构：2018 年报	- 8 -
图表 9、净利润结构：2018 年报	- 8 -
图表 10、中国建材累计熟料产能	- 9 -
图表 11、中联水泥的主要产能布局	- 10 -
图表 12、中联水泥的产能扩张	- 10 -
图表 13、徐州海螺在淮海区域拥有绝对的战略地位，有效阻止山东/安徽/苏北之间的水泥流窜	- 10 -
图表 14、该生产线是国内首条万吨线，装备精良	- 10 -
图表 15、南方水泥的产能布局	- 11 -
图表 16、南方水泥的产能扩张	- 11 -
图表 17、09 年前浙江水泥价格处于全国较低水平	- 11 -
图表 18、浙江水泥市场集中度演变	- 11 -
图表 19、北方水泥的产能布局	- 12 -
图表 20、北方水泥的产能扩张	- 12 -

图表 21、黑龙江&吉林水泥位于全高高价区	- 12 -
图表 22、北方水泥在黑、吉两地的集中度	- 12 -
图表 23、西南水泥的产能布局	- 13 -
图表 24、西南水泥的产能扩张	- 13 -
图表 25、西南市场的集中度	- 13 -
图表 26、中国建材旗下四大水泥公司并驾齐驱.....	- 13 -
图表 27、原中材股份的水泥产能布局	- 14 -
图表 28、原中国建材和中材股份的产能交集.....	- 14 -
图表 29、中国建材的熟料产能分布	- 14 -
图表 30、分区域盈利情况：18 年（亿）	- 14 -
图表 31、中国建材的市场占有率	- 15 -
图表 32、中国建材的分区域盈利情况（亿）	- 15 -
图表 33、水泥的“特殊性”.....	- 16 -
图表 34、市场集中度：中国建材极大改善了我国水泥工业的生态环境.....	- 17 -
图表 35、2006 年低价进入山东市场，意味较低的收购成本.....	- 17 -
图表 36、2006 年低价进入长三角	- 17 -
图表 37、2007 年低价进入东北市场	- 17 -
图表 38、2012 年进入西南市场	- 18 -
图表 39、2016 年吸收合并中材，全区域布局.....	- 18 -
图表 40、水泥行业未来的发展演变	- 19 -
图表 41、南方水泥产能置换统计：新建生产线.....	- 20 -
图表 42、南方水泥产能置换统计：退出生产线.....	- 20 -
图表 43、海外水泥龙头的收入结构占比：拉法基.....	- 21 -
图表 44、海外水泥龙头的收入结构占比：海德堡.....	- 21 -
图表 45、水泥龙头的收入结构占比：中国建材.....	- 21 -
图表 46、中国建材销量结构：2018 年	- 21 -
图表 47、公司应收账款周转天数：混凝土经营环境改善	- 22 -
图表 48、公司骨料业务快速发展	- 22 -
图表 49、中国建材入股山水水泥后，18 年常张利先生获董事会主席一职.....	- 22 -
图表 50、山东市场集中度	- 23 -
图表 51、河南市场集中度	- 23 -
图表 52、中联有意拿下同力，若完成，中联在洛阳的集中度可达到 100% ...	- 23 -
图表 53、南方水泥与万年青亦有深度合作	- 24 -
图表 54、江西市场集中度	- 24 -
图表 55、湖南市场集中度	- 24 -
图表 56、西北区域主导企业熟料产能	- 25 -
图表 57、辽宁水泥可北上	- 26 -
图表 58、亦可南下	- 26 -
图表 59、黑龙江市场集中度	- 27 -
图表 60、辽宁市场集中度	- 27 -

图表 61、中国建材多项业务地位居世界第一.....	- 27 -
图表 62、北新建材业务发展关键事件	- 28 -
图表 63、北新建材石膏板产能布局	- 28 -
图表 64、我国石膏板产业竞争格局	- 28 -
图表 65、中国巨石发展历史	- 29 -
图表 66、泰山玻纤发展历史	- 29 -
图表 67、全球玻纤龙头市场份额	- 29 -
图表 68、玻纤企业毛利率	- 29 -
图表 69、中国建材争当“一带一路”排头兵	- 30 -
图表 70、中国建材工程、中材国际近 3 年主要合同情况，单位：万元.....	- 31 -
图表 71、盈利预测核心假设	- 32 -
图表 72、主要财务指标	- 33 -
图表 73、中国建材估值模型（1）	- 34 -
图表 74、中国建材估值模型（2）	- 34 -
图表 75、各区域水泥子公司的自由现金流贴现模型：以中联水泥为例.....	- 35 -
图表 76、中国建材估值模型（3）	- 35 -
图表 77、中国建材合理估值为 805 亿人民币，现值低估了 40%	- 36 -
图表 78、主要水泥公司估值比较	- 36 -
图表 79、港股主要水泥股财务指标（单位：人民币）	- 37 -
图表 80、中联水泥为例，借助较好的现金流可持续降负债，并提高盈利能力-	37

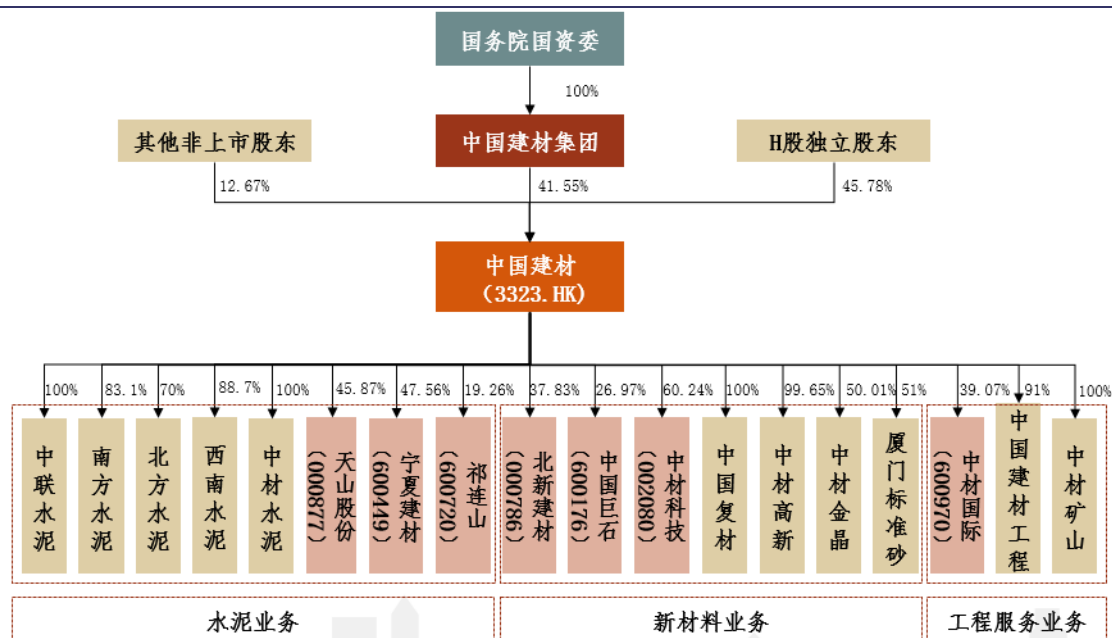
1、公司简介：建材领域的航空母舰

中国建材股份有限公司由中国建材集团、北新集团、中建材进出口、信达及建材总院作为发起人,于2005年3月改制完成,并于2006年3月在香港联交所上市,发行了约7.5亿股H股,又于2007年、2009年和2010年分别配售1.5亿股、3亿股和2.4亿股H股,在2018年5月发行9.9亿股吸收合并原中材股份。截止目前,公司总股数84.35亿股,内资股占比52.83%。

公司是大型央企中国建材集团最核心的产业平台和旗舰上市公司。大股东中国建材集团持有上市公司41.55%股份,中国建材集团由国务院国有资产监督管理委员会直接管理,集团在2018年世界500强排名中位列第23位,拥有强大的经济实力、政治资源、社会影响力等。

水泥、新材料、工程服务三足鼎立,七项业务居世界第一位。公司总资产4,500亿元,旗下拥有7家A股上市公司,水泥产能5.21亿吨、商混产能4.6亿方、石膏板产能24.7亿平方米、风电叶片产能16GW、玻璃纤维产能250万吨,水泥和玻璃工程服务占全球市场份额60%,七项业务均居世界第一。

图表 1、中国建材的股权结构



“其它非上市股东”包括:信达资产管理(4.1%)、泰安泰山投资(3.12%)、富春国际(1.32%)、北京诚通金控(0.96%)、国新投资(0.96%)、北京金隅资产(0.63%)、淄博高新技术风投(0.26%)。

数据来源:中国建材官网,兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、中国建材的市场地位：七项业务居世界第一位



数据来源：中国建材官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、水泥、新材料、工程服务三足鼎立



数据来源：中国建材官网，兴业证券经济与金融研究院整理

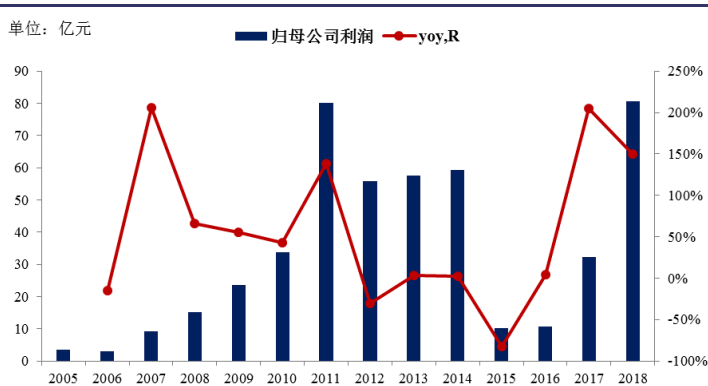
2005 年至 2018 年底，公司资产规模、营业收入、利润总额分别从 97 亿元、47 亿元、2.98 亿元，增长到 4367 亿元、2190 亿元、80.67 亿元，年均复合增长率分别为 34%、34%、29%。

图表 4、收入规模



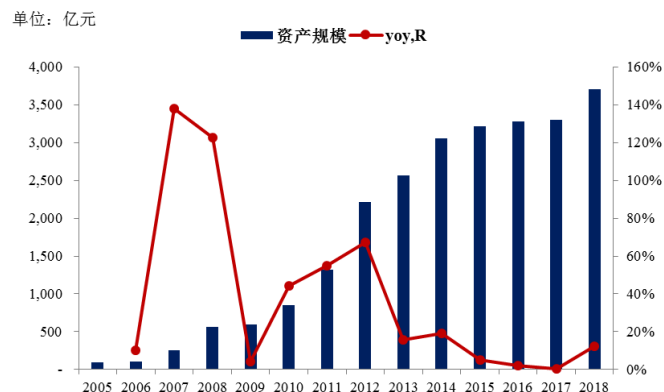
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、利润总额



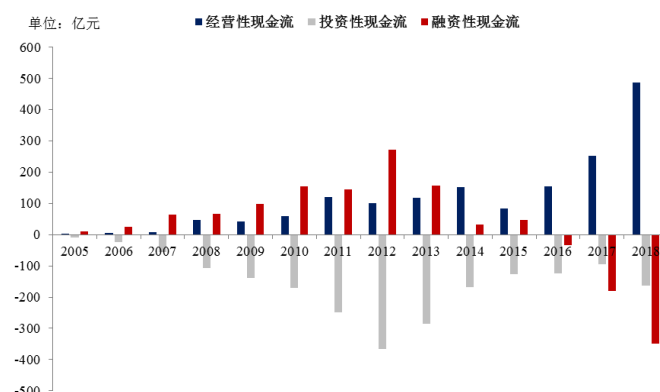
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、资产规模



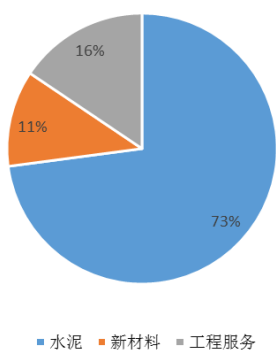
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、现金流



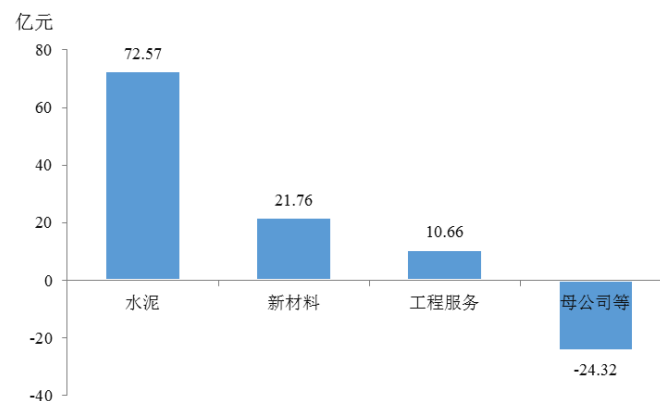
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、三项业务收入结构: 2018 年报



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、净利润结构: 2018 年报



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、水泥王者的自我变革

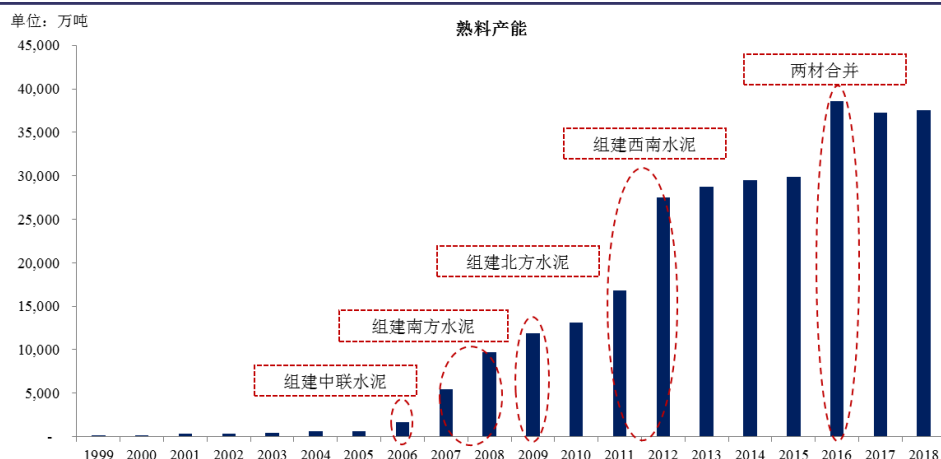
随着公司在水泥行业的不断兼并重组, 水泥板块对公司贡献亦呈上升趋势, 2018 年, 水泥、混凝土和骨料板块贡献了约 1600 亿元的收入, 72.57 亿元净利润, 分别占公司总业务的 73%和 90%。

总结来看, 中国建材经历了三步走战略, 第一步是区域兼并重组, 于过度分散的行业中在最短时间内发挥规模效益, 占有资源, 并最终有效控制市场, 第二步是内部管理整合, 第三步是优化升级、脱胎换骨, 这一系列自我改革行为必然带来中国建材自身竞争力的提升, 如今各大区域影响力当刮目相看。

2.1 中国建材水泥版图扩张历史：并购为主，自建为辅

中国建材自设立以来，以做大做强主流建材品种——水泥、石膏板、复合材料为主要方向，水泥产业布局已扩张至全国各大重要经济区，并构建水泥、骨料、混凝土、水泥窑协同处置一体化纵向经营的全产业链优势。

图表 10、中国建材累计熟料产能



数据来源：水泥地理，兴业证券经济与金融研究院整理

2006年：启程淮海，中联试水并购重组并取得突破性进展

- 前身为鲁南水泥厂的中联水泥组建于1999年，最初只有2条日产2000t的新型干法线，对应124万吨熟料产能及130万吨水泥产能。
- 上市前，中联水泥产能位列全国第五，排在海螺、台泥、华新、拉法基之后。
- 上市4个月内，中联水泥以“蛇吞象”的方式，耗9.61亿元人民币收购徐州海螺的万吨线。徐州海螺是国内第一条万吨线，装备精良，运营成本低，徐州从战略位置守住了淮海区域的南大门，有效阻止了江苏安徽水泥北上，收购徐州海螺一举确定了中国建材在淮海区域的行业地位，从此拉开了中国建材联合重组的序幕。
- 中联全面落实“大水泥、区域化”战略，围绕淮海经济区展开大规模兼并收购，从陇海线、苏北、山东，到后来的京津环渤海，先后联合重组了泰山水泥、日照港源、河南天广、南京三龙、内蒙古乌兰、大宇水泥等企业，产能规模快速扩张至8000万吨水平，06年-11年年复合增速超过40%。

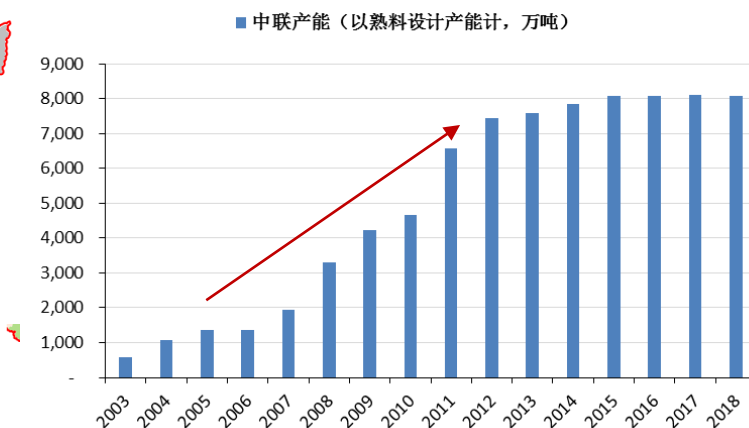
截止2018年底，中联水泥覆盖山东、苏北、河南、内蒙古、安徽、河北、山西等省，水泥产能1.06亿吨、商混产能2亿方，骨料年产能近1亿吨，拥有全资及控股企业近100家。

图表 11、中联水泥的主要产能布局



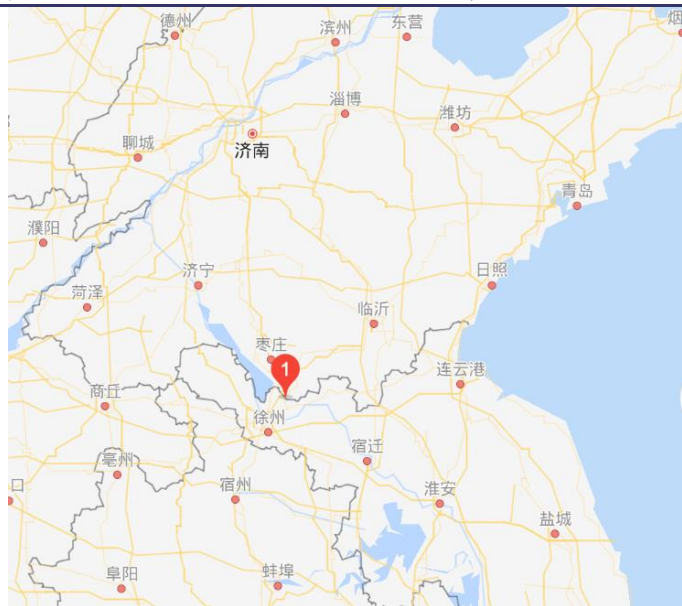
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、中联水泥的产能扩张



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、徐州海螺在淮海区域拥有绝对的战略地位，有效阻止山东/安徽/苏北之间的水泥流窜



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、该生产线是国内首条万吨线，装备精良



数据来源：水泥地理，兴业证券经济与金融研究院整理

2007-2008 年：组建南方水泥，旨在收购无序竞争的市场

- 巩固淮海区域的同时，中国建材也瞄准了淮海另一侧的浙江市场，浙江民企发展迅速、新型干法技术快速升级，但前有海螺一家独大，后有诸侯百家各据一方，逾 200 多家水泥企业正在进行低价恶性竞争，是当时典型的“浙江现象”。
- 2007 年 9 月，中国建材在西湖之畔组织“汪庄会谈”联合浙江当时四大水泥巨头企业组建南方水泥。
- 而后以迅雷之势现金收购浙江水泥、虎山集团、小浦众盛、尖峰水泥等 150

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

家企业的股权，2009 年上半年，南方水泥成功受让三狮集团下属 10 家水泥企业的股权，标志着南方水泥浙江区域大规模联合重组基本完成。

- 从无到有，南方水泥最终兼并收购了浙江半壁以上的江山，通过在局域市场里占据垄断竞争的优势地位，从而提升价格，稳操核心利润。

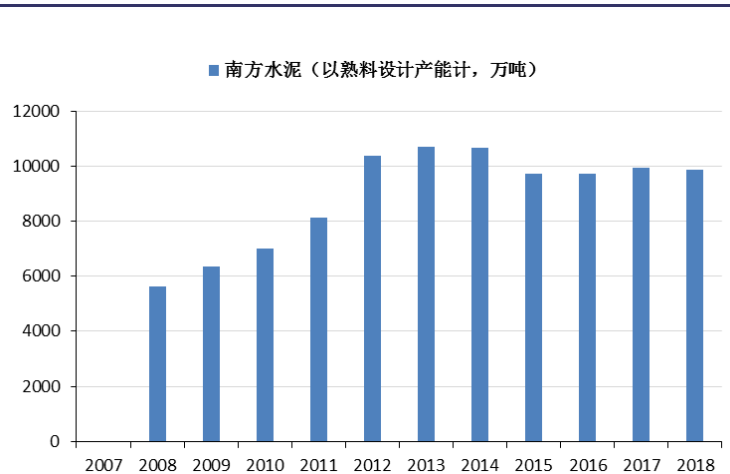
目前，南方水泥主要覆盖了上海、浙江、江西和湖南四大区域，水泥产能 1.46 亿吨、商混产能 2 亿方，成员企业超过 300 家。

图表 15、南方水泥的产能布局



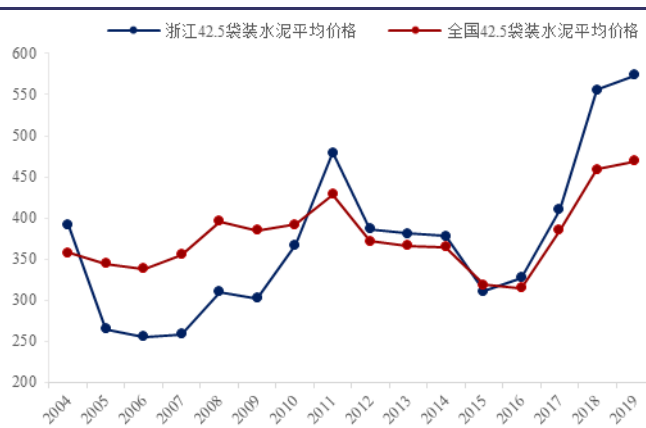
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、南方水泥的产能扩张



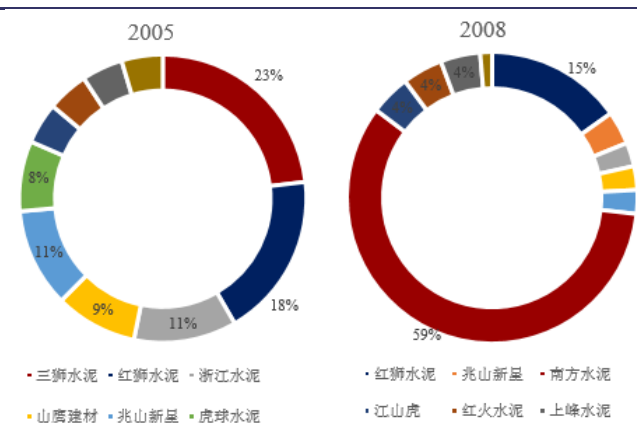
数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、09 年前浙江水泥价格处于全国较低水平



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、浙江水泥市场集中度演变



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

2009 年：迎头北上，组建北方水泥

早在 2007 年 10 月 8 日,中国建材集团与唐山市政府签署战略合作框架协议，意欲联合组建总部设在唐山的北方水泥公司，合作失败后，中国建材继续北上，收购金刚水泥、乌兰水泥、宾州水泥等，全力推动东北三省（主要是黑龙江、吉林）的联合重组，同时吸取了此前的经验，在相对封闭的区域进行集中整合，并再一

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

次通过局域市场中的规模竞争优势赚取核心利润，黑吉两地的水泥价格长期位于全国高价区。

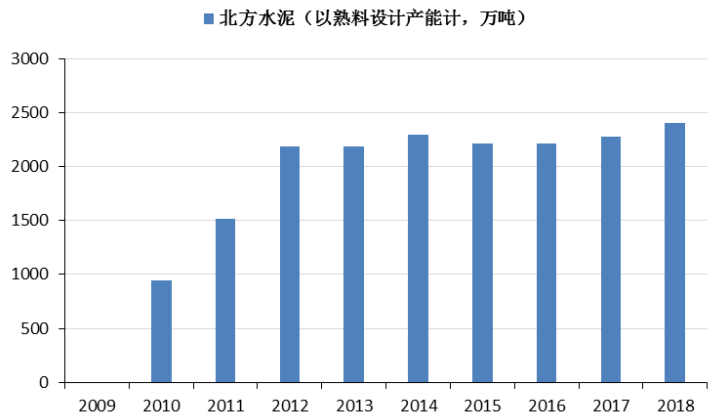
北方水泥主要覆盖了黑龙江和吉林两大区域，熟料生产线 26 条，熟料产能 2406 万吨，水泥产能 3700 万吨。

图表 19、北方水泥的产能布局



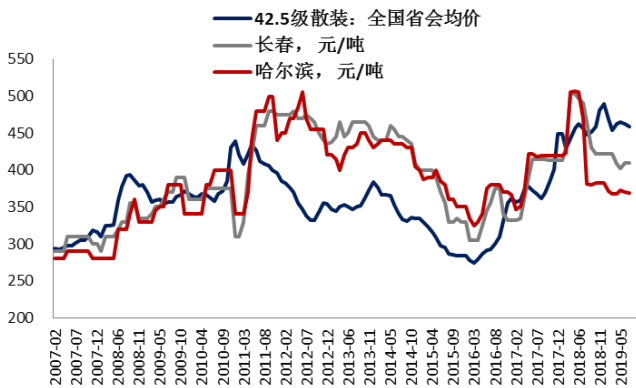
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、北方水泥的产能扩张



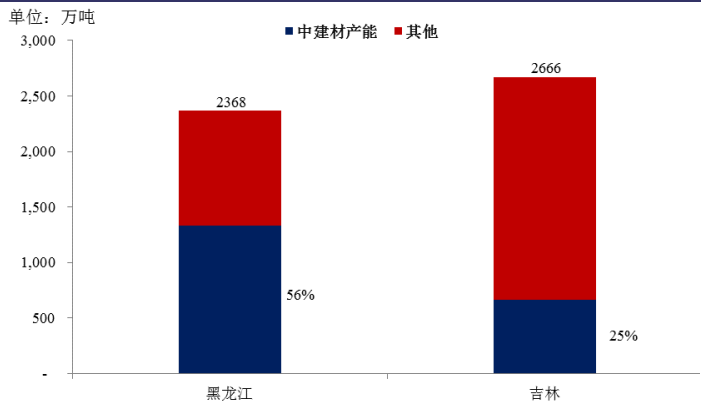
数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究整理

图表 21、黑龙江&吉林水泥位于全高高价区



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、北方水泥在黑、吉两地的集中度



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究整理

2011-2012：大企业集团角逐西南市场，西南水泥获最大市场份额

在集团淮海、东南、北方三个区域的“大水泥区域化战略”取得一系列新成果后，中建材又将目光瞄准区域广、自然资源丰富但水泥行业集中度低的西南地区。一方面，灾后重建导致西南水泥盲目投资，当地水泥价格从年初 400 元/吨降至 200 元/吨，基本处于全国价格洼地，另一方面，西南市场已是兵家短兵相见之地，拉法基、海螺、华润大集团企业同时踏足西南市场，导致中国建材在西南区域的联合重组成本并不低。

以溢价收购利森水泥、科华集团为序幕，2011年12月，西南水泥在成都成立，搭建了中建材在西南区域（四川、云南、贵州、重庆三省一市）展开大规模联合重组的平台，联合重组共计约100家企业，并于2012年成为西南地区最大的水泥企业。

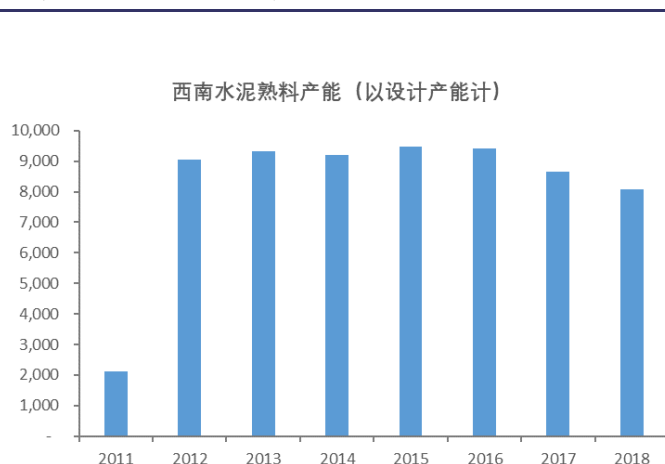
截至2012年底，中建材已形成由中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥组成的水泥业务战略架构，构建了45个核心利润区。

图表 23、西南水泥的产能布局



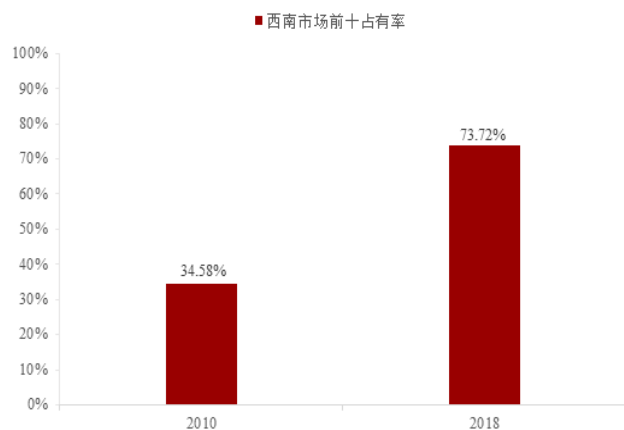
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24、西南水泥的产能扩张



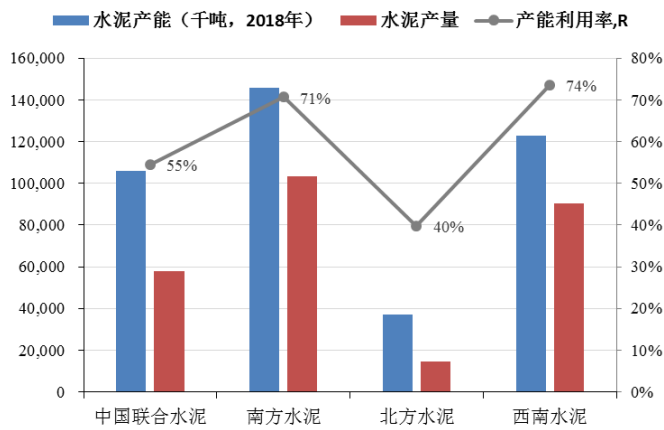
数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究整理

图表 25、西南市场的集中度



数据来源：中国水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、中国建材旗下四大水泥公司并驾齐驱



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究整理

2016年后：新的起航，两材合并

延续央企合并重组、资源整合的大方向，2016年8月中建材和中材宣布重组，两材合并自此开始。历经近两年的合并之路，新中国建材H股于2018年5月3日上市交易，原中材退市。合并前中建材水泥产能布局在华北、华东、东北、西南、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

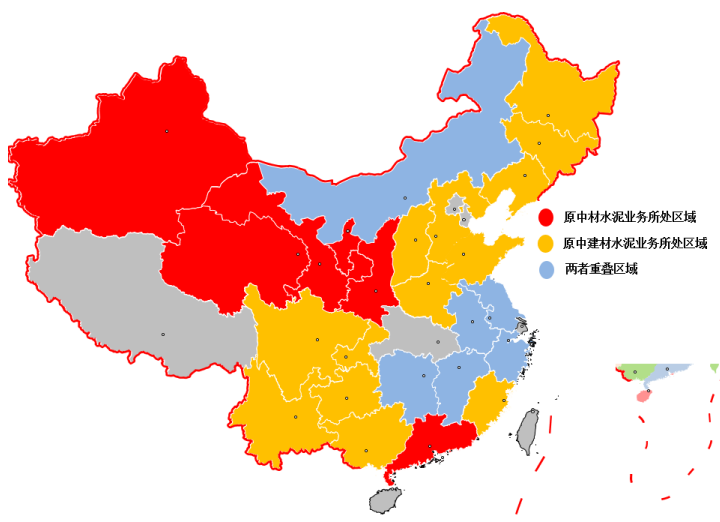
东北，中材的水泥产能布局在中南、西北等地，两者业务重合区域主要在中南和内蒙市场。此次合并不仅完成了两者竞争区域的生产线整合，也使中国建材水泥业务扩展到西北地区，真正实现了全国覆盖。

图表 27、原中材股份的水泥产能布局



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、原中国建材和中材股份的产能交集

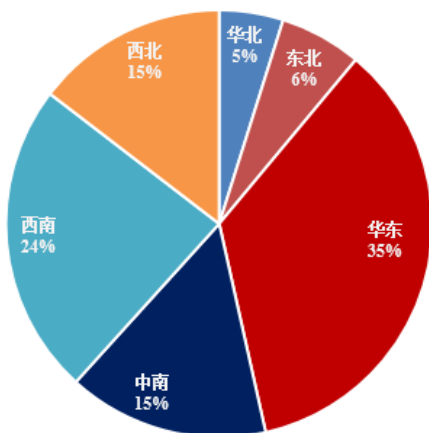


数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

纵观中国建材水泥板块波澜壮阔的兼并重组之路：以淮海为起点，连接南北方，最后成功西进，最终实现全区域布局；在过剩和过度分散的红海行业，以“蛇吞象”的方式快、准、狠收购近 500 家企业，从草根央企迅速成长为巨无霸企业。

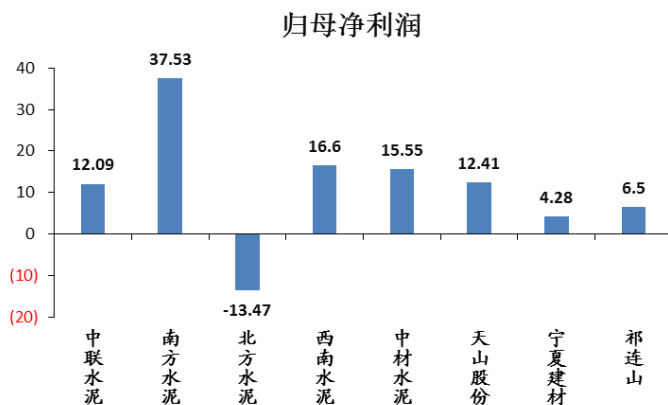
截止目前，中国建材熟料产能 3.71 亿吨，占全国 20%的比重，位居全国第一位，旗下 8 大水泥经营主体遍布全国除湖北以外的所有省份，于西藏的 2 条 4000t/d 新线已经动工，预计于 2020 年中投产。中国建材近 75%的产能分布于供需匹配和盈利更好的南方，剩余 25%产能分布于供需失衡的北方，重心向盈利更好的区域倾斜，区域布局合理。

图表 29、中国建材的熟料产能分布



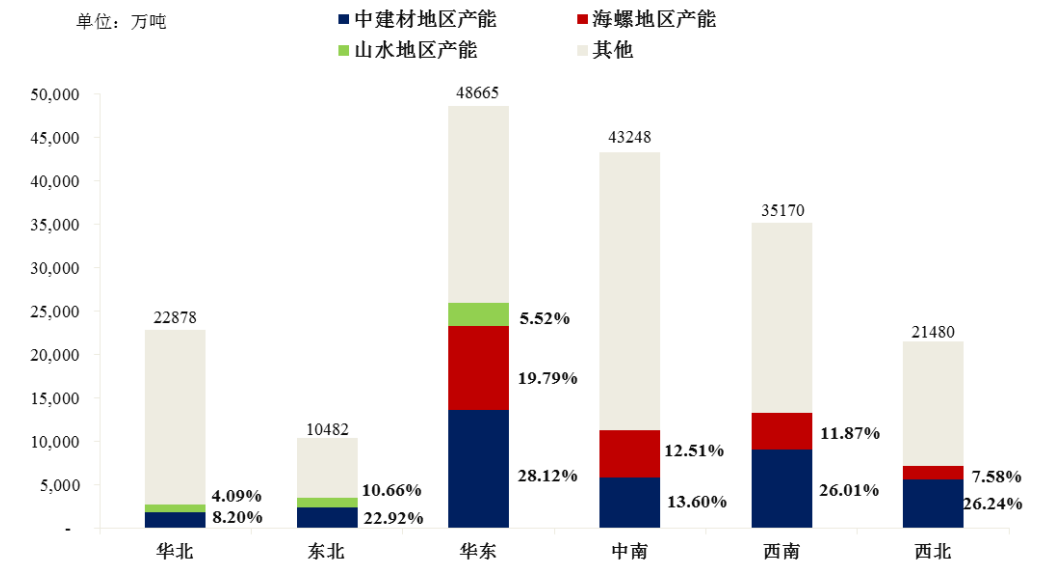
数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、分区域盈利情况：18 年（亿）



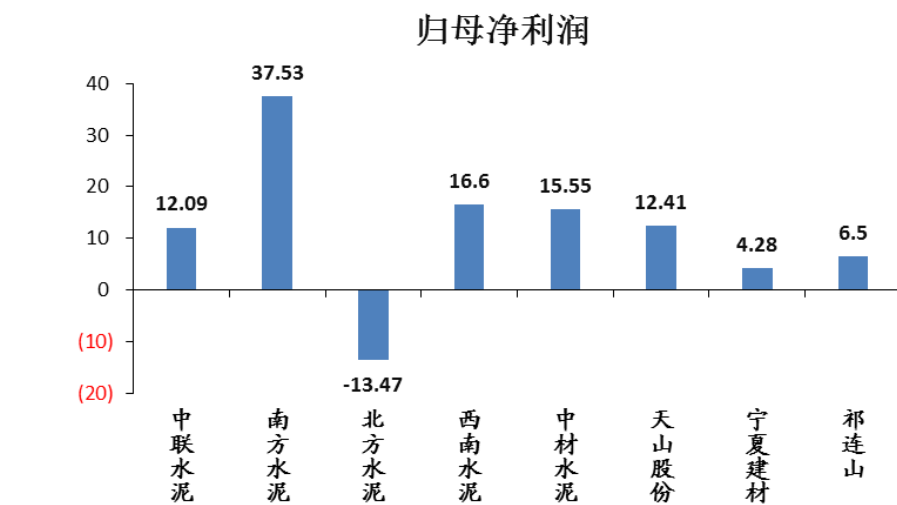
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、中国建材的市场占有率



资料来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、中国建材的分区域盈利情况（亿）

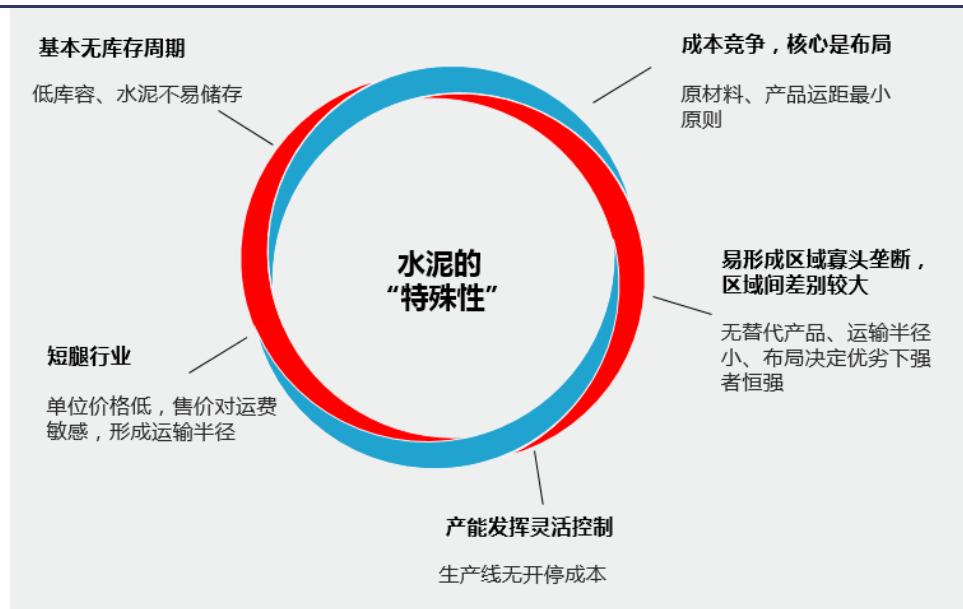


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 版图扩张展现企业战略格局：发挥兼并重组的高占有率优势

水泥无替代品、不易储存、低货值、“短腿”等众多特殊性决定了，从商业模式上水泥是布局优劣下易形成区域寡头垄断、先发优势明显而新进入者较难、强者恒强的行业。大集团水泥企业典型的三类成长路径，一是发挥成本竞争优势，核心是企业布局，二是发挥产业链效应，供销方面更具优势，三是发挥兼并重组的高占有率的优势，核心是规模和集中度。三种成长模式有各自的企业背景及历史背景，但以中国建材为代表的第三种竞争方式在世界水泥工业发展中是最普遍的方式，利用了过剩行业的发展规律，借助资本运作实现兼并重组的双轮驱动，从无到有，从草根到巨无霸，于过度分散的行业中在最短时间内发挥规模效益，占有资源，并最终有效控制市场。

图表 33、水泥的“特殊性”



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

中国建材的兼并重组之路有特殊的企业和历史背景，也是海外成熟市场的必经之路。其背后原因可总结为政策环境配合、海螺等企业的市场化竞争策略配合、有力的资金来源、强大的央企背景、包容的管理文化等方面，天时地利人和，中国建材应运而生。

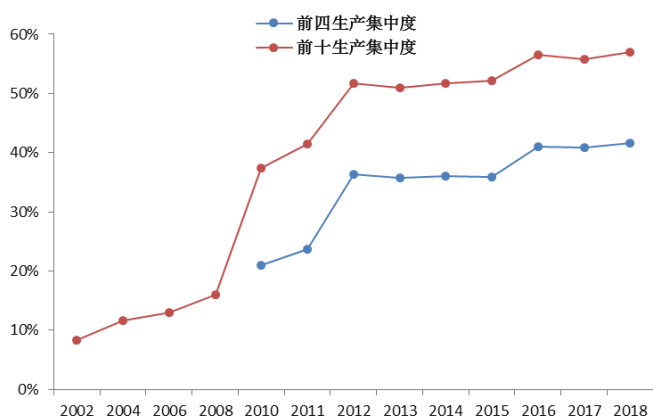
- 2007年，发改委发布《关于加快水泥工业结构调整的若干意见》，并联合国土资源部、中国人民银行发布60家国家重点支援的大型水泥企业名单，政府通过项目审核、土地审批、信贷投放等方面有限支持这些企业，企业兼并重组的进程得以加快。
- 中国建材在进入市场之前，市场呈“战乱”状态，竞争无序，行业盈利差，在这样的背景下，中国建材担当了行业整合者的角色，“成片”的收购快速提

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

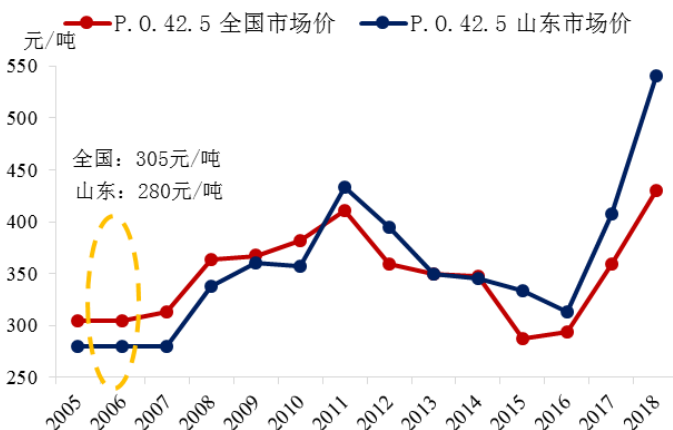
高市场集中度，使竞争变得有序。从某种程度上，中国建材极大地改善了中
国水泥工业的生态环境。而后乘“四万亿投资”的风，度过了最艰难的阶段，
并继续大展宏图。

- 中国建材在并购中多以现金直接收购，资金来源于权益融资和银行信贷，常常是“左手融资、右手并购”，如其 06 年首期并购资金就来自于首发上市募集的 20 亿港元，07 年增发募集 27 亿港元后随即便展开华东地区的收购行为。
- 央企背景使得中国建材在并购中多次与地方省市政府直接签订战略协议，为地方整合保驾护航。
- 中国建材在并购过程中争取保留原管理团队，并将 10%-20% 股权留给原有管理者，从而发挥被并购企业的民企活力，以包容的管理模式获得被重组企业的高度认可。

图表 34、市场集中度：中国建材极大改善了中
国水泥工业的生态环境



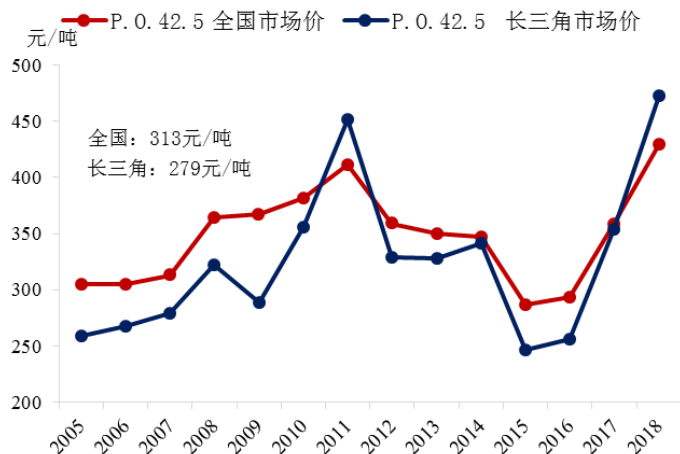
图表 35、2006 年低价进入山东市场，意味较低的收
购成本



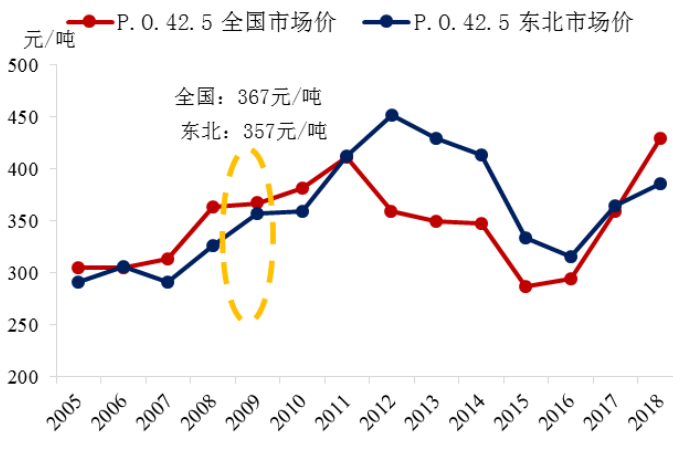
数据来源：数字水泥网，《中国水泥》，兴业证券经济与金融研究
院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究整理

图表 36、2006 年低价进入长三角



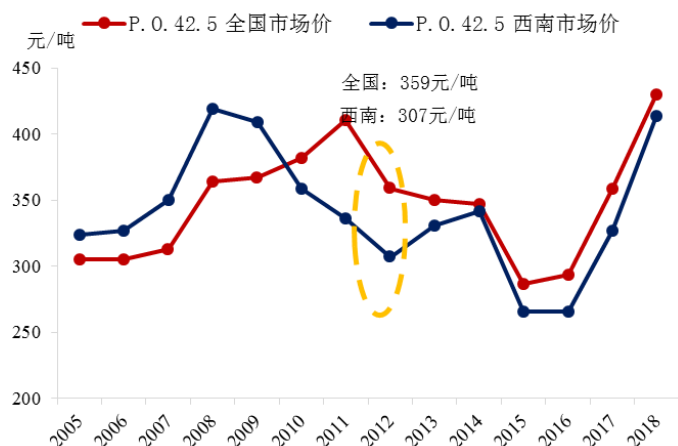
图表 37、2007 年低价进入东北市场



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

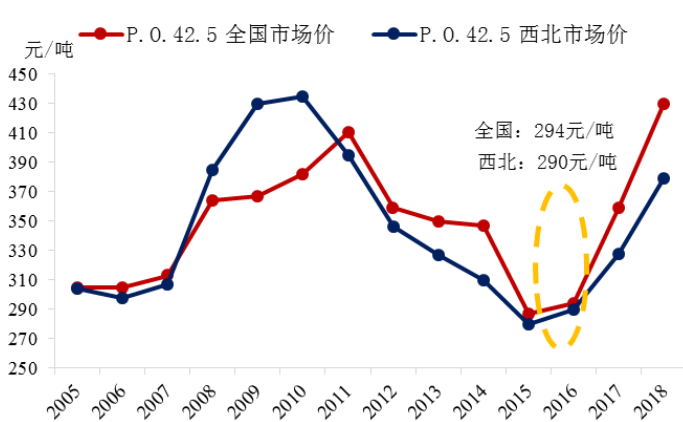
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、2012 年进入西南市场



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 39、2016 年吸收合并中材，全区域布局



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

兼并重组只是开始，如何管理这艘航空母舰亦是经营之道。公司在收购后的管理整合走出了一条国企改革的新路，主要体现为制度改革和技术创新，提升效率。

制度改革：中国建材是央企市场化管理典范，收购大量民企而未产生明显的融合矛盾，“大而不僵、杂而不乱”，“央企市营”这一制度创新做出了卓越的贡献。

(1) 央企控股，多元化产权结构：中国建材通过上市增发、民企收购等行为引入大量社会资本，国有资本占 25%；

(2) 按市场规则开展经营：中国建材的整合并非纯粹收购而是联合重组，即将存量的水泥资源按照区域化组织起来，在并购过程中争取保留原管理团队，并保留部分股权给原管理者，从而央企实力与民企活力优势互补。

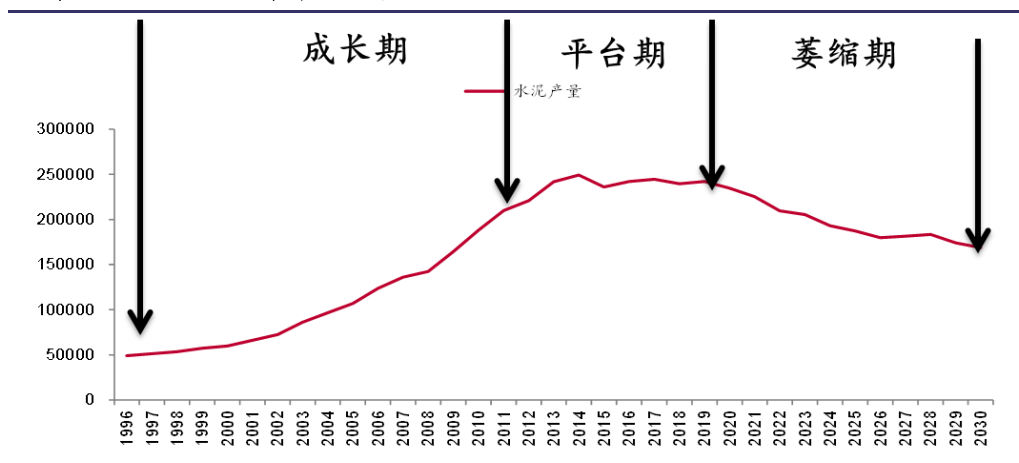
技术创新：在重组过程中，中国建材加大技术创新的力度，优化产能布局。在收购的徐州海螺万吨线旁边，经吸收消化，中国建材自主研发设计了一条新的万吨线，技术装备和各项运转指标在同类工厂中居于世界领先地位。结合产能置换，中国建材大力淘汰落后技术，如在淮海区整合的过程中，2007年在山东枣庄爆破 9 条小立窑水泥线，被称为“中国水泥第一爆”，存量调整优化，实现落后产能淘汰和技术升级。

2.3 公司积极修炼内功，加速后工业时期中小企业淘汰出局

发达国家和地区高峰期人均消费量大部分在 800KG 以下，且高峰时的城市化率基本都在 70% 以上。我国目前人均水泥消费 1.8 吨，城镇化率近 60%，随着基础设施和城镇化率的完善，需求逐步降低是必然的。参考国际经验，需求萎缩、供求关系失衡是众多发达国家在经济转型期都经历过的，兼并重组和去产能是必然之

路。

图表 40、水泥行业未来的发展演变



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

中国建材自成立之初走的是一条区域整合、兼并重组的路，推进了行业供给侧改革、低效产能关停和集中度提升，从某种程度上，已经极大地改善了中国水泥工业的生态环境。在经历了 16-19 年的高景气周期后，中国建材重审自身，持续进行了一系列优化升级、结构调整，提升内部竞争力的行为，及早应对需求下行期冲击。

- **通过产能置换，物流重组，实现优化产能布局，摆脱单点作战的制约。**中国建材并没有将产能置换停留在单点置换的层面上，而是在重点区域的产能重组规划：在沿江区域利用皮带长廊实现多个矿山重组，然后利用长江物流优势将散布周边生产区的熟料通过带式机廊运输至码头，经由码头通江达海，运至江浙沪的大型粉磨站。这样的战略是海螺（沿长江）和华润（沿西江）的布局思路，真正实现了物流优化、技术升级和闲置土地增值的三重利好。
- **中国建材和海螺合作关系升级，大企业间加强股权及产业方面的深层次合作及利益绑定。**（1）18 年以来，海螺与中国建材陆续成立多处海中贸易平台，打造水泥及熟料供销统一平台，对区域份额的分配的稳定、价格的维护有“质”的飞跃；（2）19 年 4 月，海螺水泥接手芜湖南方水泥转让的 51% 股权，芜湖南方旗下新投产的 4500t/d 生产线将由两者共同运营；（3）海螺创业与中国建材签订战略合作协议，规划 2023 年底之前利用中国建材水泥窑实现 300 万吨/年的协同处置能力。（4）中国建材入股山水水泥，原副总裁常张利先生被委任为山水水泥董事会主席，中联、山水强强联合，两者熟料产能占山东产能总和超过 55%。龙头企业间展示了愈加明显的合作意向和深度利益绑定，市场合作自然水到渠成。

图表 41、南方水泥产能置换统计：新建生产线

所在省份	企业名称	地址	新建产能 (吨/日)	预计投产时间
江苏	江苏宜城南方水泥有限公司	宜兴市杨巷镇东马村	7258	2020 年底
安徽	芜湖南方水泥有限公司	芜湖市繁昌县	4500	2019 年
浙江	杭州山亚南方水泥有限公司	杭州市富阳区渌渚镇上港	5000	2019-12-1
浙江	建德南方水泥有限公司	杭州市建德市更楼街道石马头村	5000	2020-6-1
浙江	湖州槐坎南方水泥有限公司	湖州市长兴县煤山镇新槐村	7500	2019-12-1
江西	江西玉山南方水泥有限公司	上饶市玉山县岩鹰厂区	8000	
湖南	湖南韶峰南方水泥	湘乡市棋梓镇	7500	2020 年
湖南	桃江南方水泥有限公司二期	益阳市桃江县	4500	2019-6-1
湖南	湖南金磊南方水泥有限公司	郴州市资兴市	5000	

资料来源：数字水泥网，中国建材官网，政府信息公开，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、南方水泥产能置换统计：退出生产线

所在省份	企业名称	地址	退出产能 (吨/日)	预计拆除时间
江苏	江苏宜城南方水泥有限公司	无锡市	2500	2021 年 12 月
江苏	江苏阳美南方水泥有限公司	无锡市	2000	2021 年 12 月
江苏	江苏阳美南方水泥有限公司	无锡市	4000	2021 年 12 月
江苏	江苏徐舍南方水泥有限公司	无锡市	2500	2021 年 12 月
浙江	富阳南方水泥有限公司	杭州市富阳区	4000	2019 年 12 月
浙江	胥口南方水泥有限公司	杭州市富阳区	2500	2019 年 12 月
浙江	尖峰南方水泥有限公司	金华市婺城区	1000	2019 年 12 月
浙江	建德南方水泥有限公司	杭州建德市	4000	2020 年 6 月
浙江	绍兴南方水泥有限公司	绍兴市柯桥区	2000	2020 年 6 月
浙江	浙江水泥水泥有限公司	绍兴市柯桥区	1000	2018 年 5 月
浙江	湖州南方水泥	湖州市	4000	2019 年 12 月
浙江	湖州南方水泥	湖州市	4000	2019 年 12 月
浙江	湖州煤山南方水泥	湖州市	2000	2019 年 12 月
浙江	湖州煤山南方水泥	湖州市	2000	2019 年 12 月
浙江	常山南方水泥有限公司	衢州市常山县	1000	2019 年 4 月
浙江	常山南方水泥有限公司	衢州市常山县	2000	2019 年 4 月
浙江	江山南方水泥有限公司	衢州市江山市	1000	2018 年 6 月
浙江	江山南方水泥有限公司	衢州市江山市	1000	2018 年 6 月
安徽	金刀水泥		1350	2015 年 5 月
安徽	红花山水泥		580	2015 年 5 月
安徽	建新水泥		520	2015 年 5 月
安徽	永年实业有限责任公司		1350	2015 年 5 月
安徽	马钢集团桃冲矿业公司		1000	2014 年

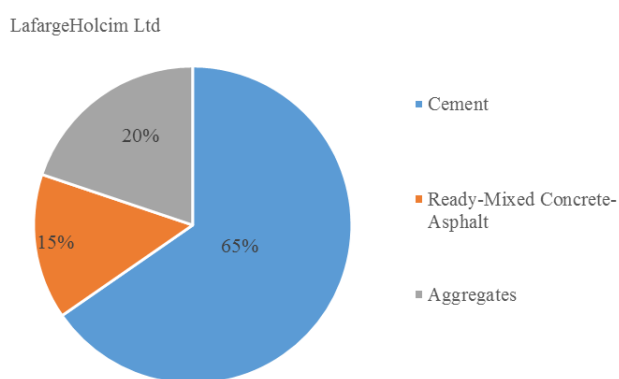
资料来源：数字水泥网，中国建材官网，政府信息公开，兴业证券经济与金融研究院整理

- 此外，公司培育骨料、水泥、商混一体化发展，商混经营环境改善已有成效、骨料获利丰厚。(1) 中国建材首期商混项目 2011 年落地，先后重组了商混企业 200 余家，商混产能为 4.6 亿方，销量近亿方，以销量计的市场占有率为 4%，居全国第一位。(2) 中国建材的骨料业务核心生产企业为中联水泥、中材水泥、中材矿石及宁夏建材，2018 年末骨料产能约 6000 万吨，2019 年末将提至 1 亿吨，公司计划两年后达到 3 亿吨以上砂石骨料产能。

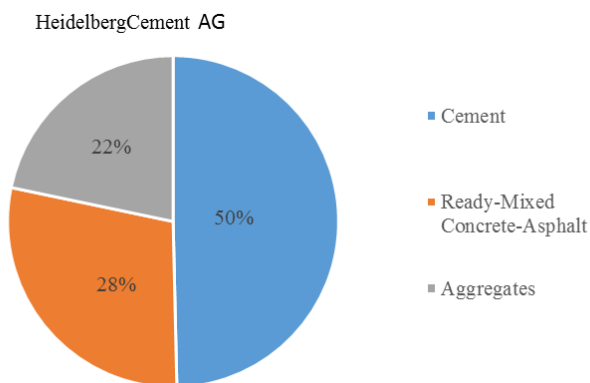
趋严的环保治理下原材料资源属性凸显，驱使骨料、混凝土行业供给结构由分散走向集中，盈利能力好转，而中国建材石灰石矿山储量丰富，中联、南方及西南水泥披露的石灰石矿石保有储量73亿吨，可满足30年以上的使用，布局分散且广泛，具备较好的骨料和商混业务发展基础，将显著受益于经营环境的改善。

从行业发展的角度，水泥、混凝土、砂石骨料一体化发展，是海外成熟市场发展发展到一定阶段后必然要走的一种产业模式，拉法基、海德堡、西麦斯等国际水泥巨头的骨料及商混占板块收入比重在35%-45%间，骨料和水泥销售比例约为2:1。将骨料、水泥和混凝土三者纳入统一经营管理的优点在于：上游水泥和骨料可共用矿石，在矿渣处理上最经济和环保，骨料和水泥的共同下游是混凝土粉磨站，从而可节约物流、销售、回款、资金等中间环节，全面降低系统成本，提高企业竞争力。

图表 43、海外水泥龙头的收入结构占比：拉法基



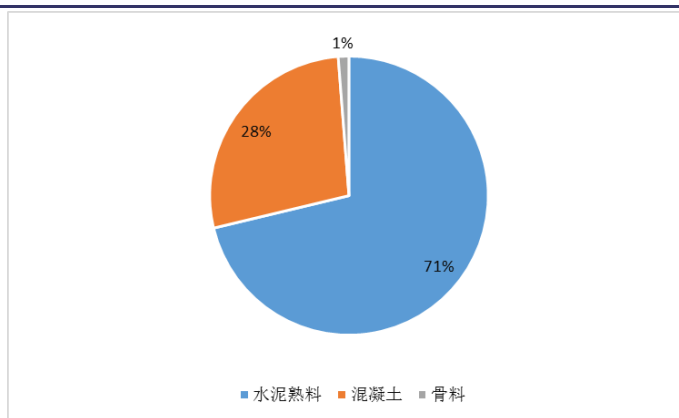
图表 44、海外水泥龙头的收入结构占比：海德堡



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

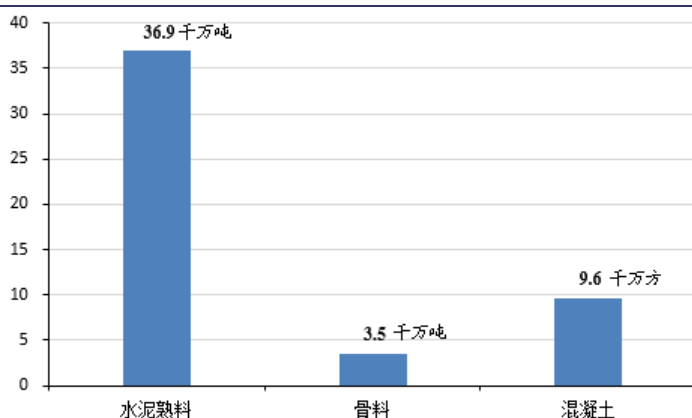
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、水泥龙头的收入结构占比：中国建材



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

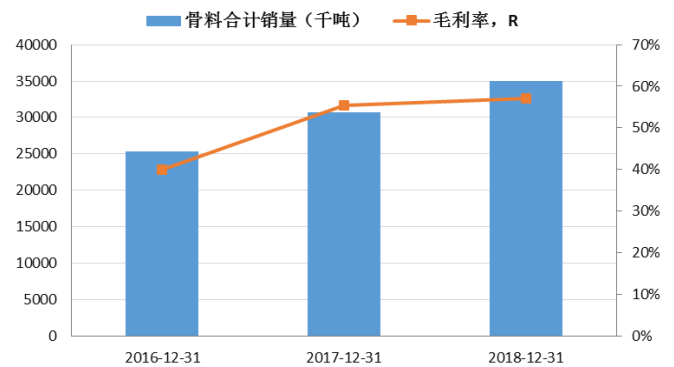
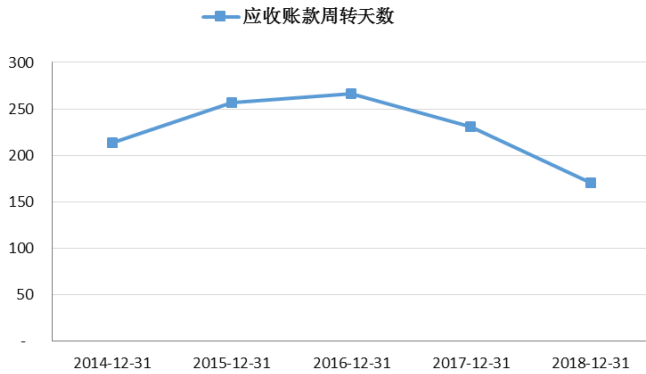
图表 46、中国建材销量结构：2018 年



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、公司应收账款周转天数:混凝土经营环境改善

图表 48、公司骨料业务快速发展



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

总结来看, 中国建材经历了三步走战略, 第一步是区域兼并重组, 第二步内部管理整合, 第三步优化升级、脱胎换骨, 这一系列自我改革行为必然带来中国建材自身竞争力的提升, 加速需求下平台期中小水泥企业的淘汰出局, 我们将在更多的区域看到双寡头垄断的经营模式, 历史也终将见证中国建材应对首次需求下行期稳价格的战略以及能力。

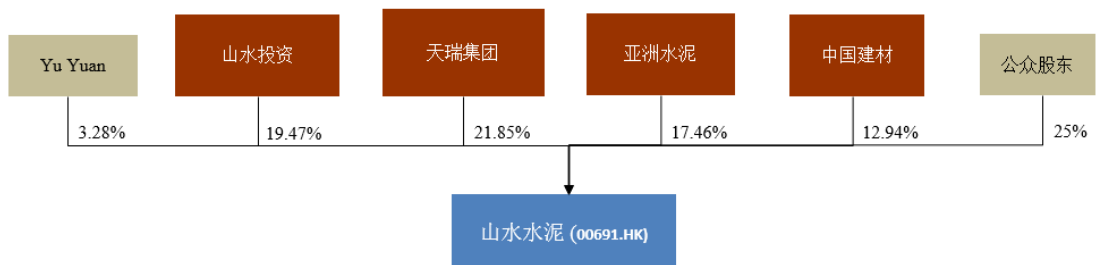
2.4 天下大势初定, 中国建材各大区域影响力当刮目相看

中联水泥:

如今中联有意于河南拿下同力, 若完成, 可与天瑞形成双寡头, 于山东携手山水, 格局上已经形成单寡头, 从竞争格局来看, 中联之于鲁豫, 其地位已不亚于海螺之于沿江, 在鲁豫很多的小区域, 中联甚至做到 100% 的集中度。中联协盟友平定鲁豫, 苏北、皖北、内蒙、河北、山西布局守住鲁豫外围市场, 并对京津冀市场的单寡头冀东水泥形成制约。

鲁豫乃人口大省, 经济体量庞大, 水泥消费需求旺盛, 做好鲁豫市场, 则中联大有可为。此外, 鲁豫靠近京津冀, 环保压力是常态, 鲁豫政府对于环保非常重视, 手段强势, 而鲁豫企业协同意识相对较好, 区域协同停密的执行到位程度很高, 有利于主导企业协调市场。

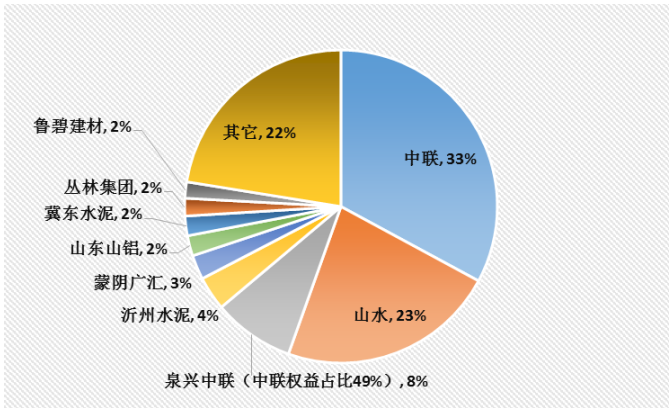
图表 49、中国建材入股山水水泥后, 18 年常张利先生获董事会主席一职



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

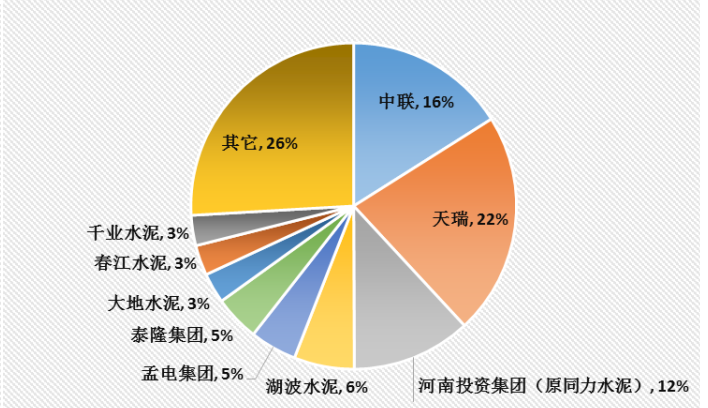
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 50、山东市场集中度



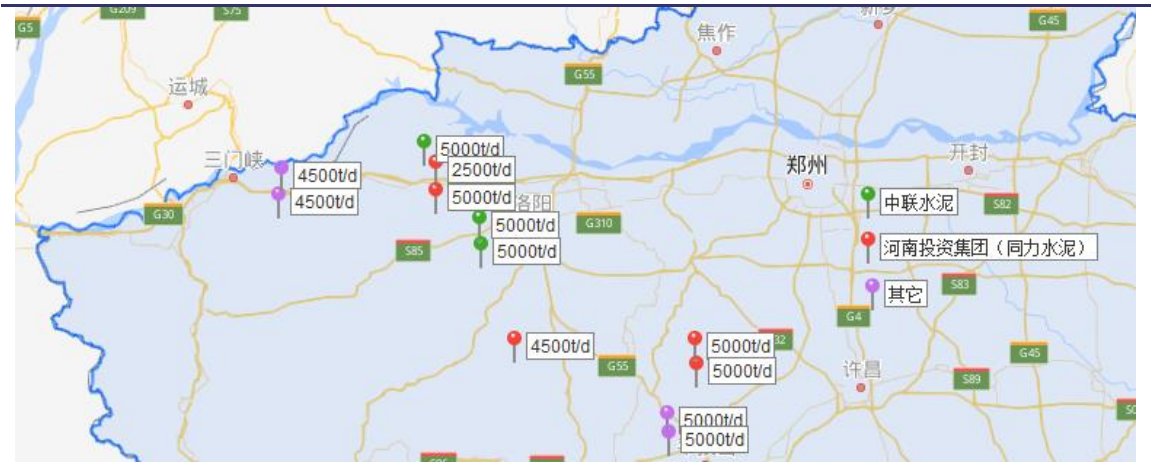
数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 51、河南市场集中度



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究整理

图表 52、中联有意拿下同力，若完成，中联在洛阳的集中度可达到 100%



数据来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

南方水泥：

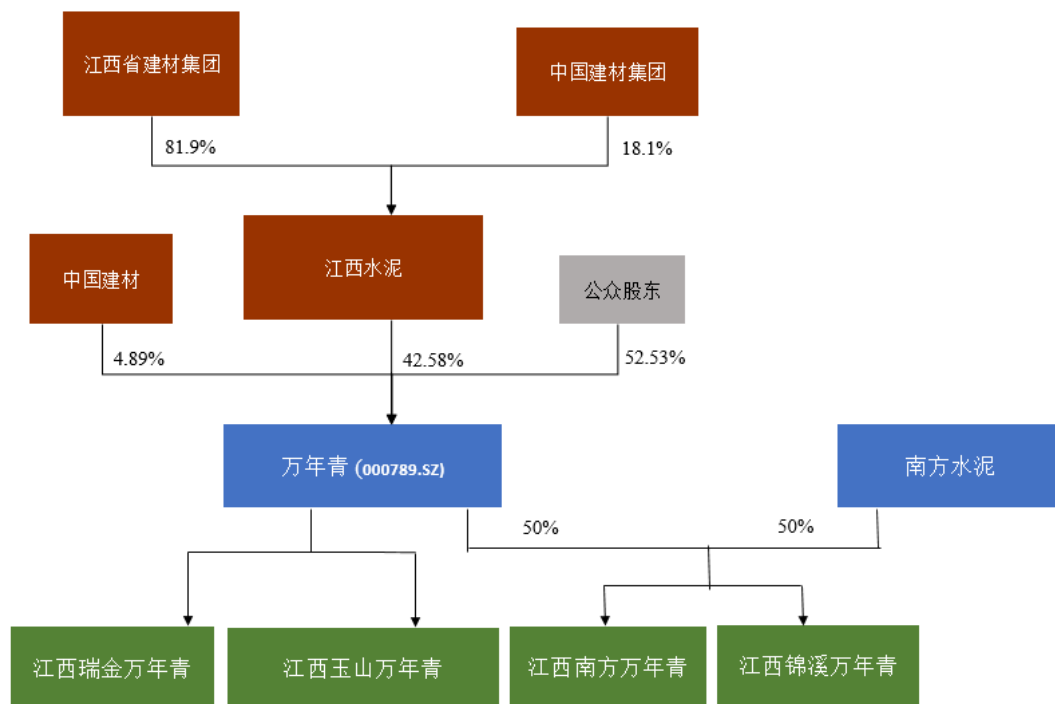
南方水泥与海螺绑定的筹码越来越多，两者将合力主导长三角市场，南方水泥于江西、湖南、广西布局亦有较大影响力，各个区域的产能置换有望大幅提升自身竞争力。

长三角是中国最重要经济圈，较高的水泥消费需求有一定持续性，且长三角四通八达，靠长江引西，沿海引北，价格波动大，是全国水泥市场的风向标，做好长三角，则稳住沿江、沿海和鲁豫等大片市场，这也是海螺最为看重的市场，南方水泥处于这个市场中，好日子会远多于苦日子。

纵观长三角格局，海螺、南方联合主导已成定局，且多年的洗牌后留下的企业都已身经百战，也深知海螺的战略，协同意识是全国最好的地区。市场对话充分，除非出现大幅度的需求下滑，否则此区域内部已无大规模价格战的条件，企业都深知这一点，海螺也不例外。

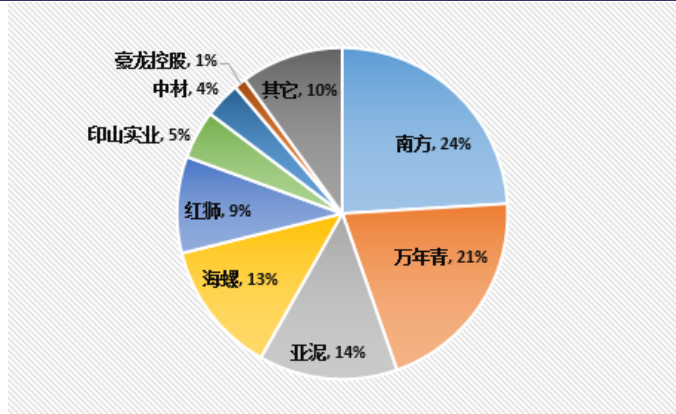
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 53、南方水泥与万年青亦有深度合作



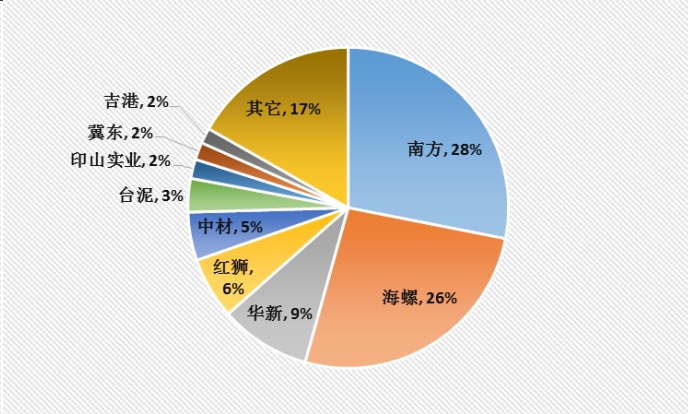
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 54、江西市场集中度



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 55、湖南市场集中度



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

西北水泥（天山、祁连山、宁夏建材）：

天山、祁连山和宁夏建材是西北区域绝对的王牌之师和绝对龙头，财务几无负担，成本、区位具备优势，是格局较为清晰和纯粹的地区。长期来看，该地区的盈利能力不用担心，无非是要与长期需求作对抗。

天山产能涉足新疆全域，位列新疆第一，在各区域保持规模领先地位，与青松建化二分天下，TOP2 集中度超过 50%，区域市场封闭，龙头话语权强，水泥是全国高价区。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

祁连山是甘青水泥龙头，甘肃实际过剩情况并不严重，以销量计，在甘肃省占率超 42%，具备较强的全境控制力，陇南部分区域可接近 100%市占率，是稳定的盈利贡献来源。

宁夏建材在全区的产能比重达 39%，广泛布局于宁夏全境，并于周边布点、建立市场防线，有绝对的市场影响力，但受重化工业电石渣水泥冲击，区域价格持续低于全国。

图表 56、西北区域主导企业熟料产能

省市	企业名称	产能(万吨)	占比(%)	总产能(万吨)	TOP5集中度
陕西	西部水泥	1,510	25.21	5990	81.62
	冀东水泥	1,209	20.19		
	海螺水泥	992	16.56		
	声威集团	775	12.94		
	陕西煤业	403	6.73		
甘肃	祁连山	1,597	36.92	4325	64.16
	海螺水泥	558	12.90		
	宁夏建材	310	7.17		
	红狮水泥	155	3.58		
	京兰水泥	155	3.58		
青海省	金圆水泥	434	27.94	1553	88.02
	盐湖股份	313	20.16		
	祁连山	310	19.96		
	海西化工	155	9.98		
	金鼎水泥	155	9.98		
宁夏	宁夏建材	812	39.47	2058	82.70
	宁夏瀛海	347	16.87		
	明峰萌成	233	11.30		
	胜釜水泥	155	7.53		
	天元锰业	155	7.53		
新疆	天山股份	2,564	31.66	8097	62.29
	青松建化	1,435	17.73		
	新疆天业	450	5.55		
	蒙鑫水泥	310	3.83		
	西部水泥	285	3.52		

资料来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

西南水泥:

西南水泥规模虽大，但竞争力相对较弱，只能通过产能置换寻求改变。但在贵州市场受到海螺的打击，在云南也即将面临众多新增产能的冲击，川渝地区则群雄割据，表明上虽握手言和，但实则协同的维系相当脆弱，稍有不慎则将剑拔弩张。

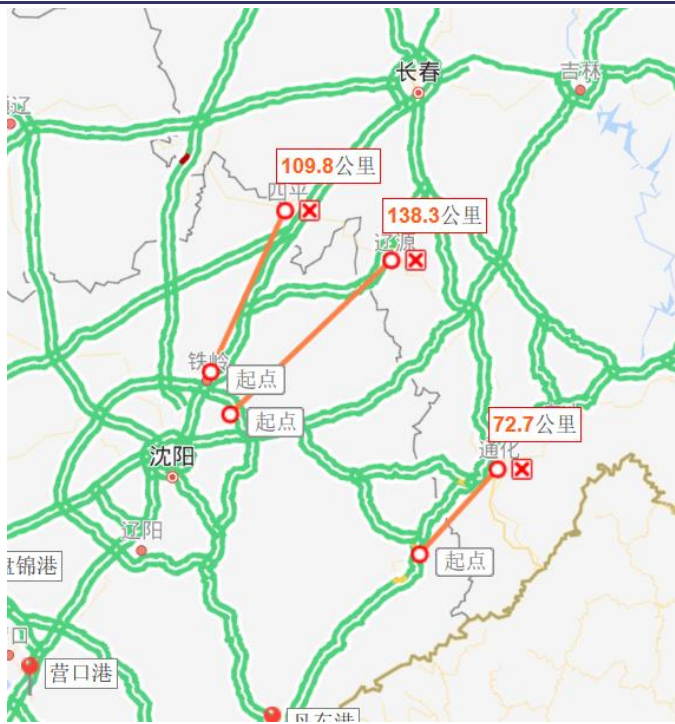
我们预计整个西南地区还会有一轮较大规模的洗牌期，这一过程中西南水泥是进是退，还是有进有退，亦或是联合海螺等等结局都有可能。格局尚不明朗，但就当前的竞争力而言，西南水泥之于西南，相较于中联、南方、西北水泥而言，地位是比较低下的。

北方水泥：

绝对体量不大，地处过剩最严重的泛东北区域，虽在黑吉市场有较强的话语权以及高集中度，奈何把控不住辽宁水泥北上的冲击，造成区域难以长期协同，行业盈利处于亏损状态。

但我们认为东北水泥破局在即，随着协同的破裂，辽宁水泥南下海运日趋增加，对各地沿海市场造成了一定的冲击，特别是淡季期间，沿海企业长期来看一定不会置之不理，会想法设法根治辽宁问题(整合辽宁市场，提高集中度)，若是如此，则东北问题可迎刃而解，恢复到 2012-2013 年时期全国最高价区域的状态可期。但东北的长期需求仍是问题，内部问题可以解决，市场问题则无可奈何，对于北方水泥而言也是个挑战。

图表 57、辽宁水泥可北上



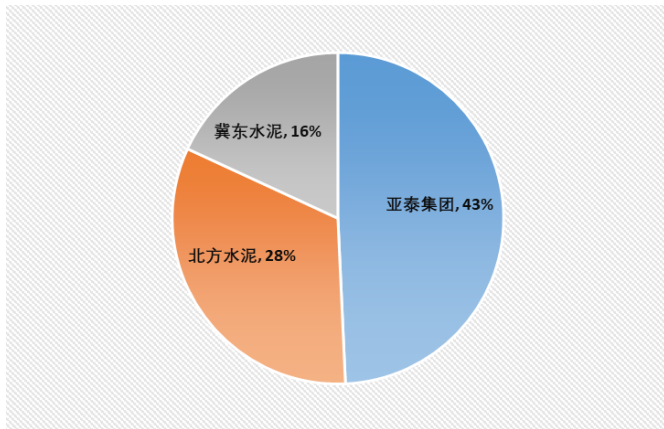
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 58、亦可南下



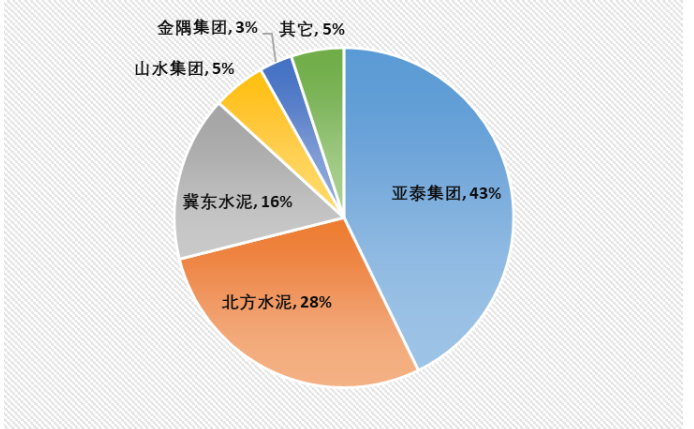
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 59、黑龙江市场集中度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 60、辽宁市场集中度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、大象转身，新材料领域多个隐形冠军

2018 年，新材料板块贡献了约 250 亿元的收入，21.76 亿元净利润，分别占公司总业务的 11%和 27%。中国建材在石膏板、玻璃纤维和风电叶片等多项新材料领域是绝对的老大，产能规模稳居全球第一位。经营主体北新建材（并表）、中国巨石（联合营）等均是业内典范。继“水泥+”板块后，新材料是中国建材在寻求二次转型的突破口。

图表 61、中国建材多项业务地位居世界第一

业务名称	产能	主要经营主体	行业地位
石膏板	24.7 亿平方米	北新建材	产能世界第一
玻璃纤维	249.7 万吨	中国巨石、中材科技(泰山玻璃纤维)	产能世界第一
风电叶片	15.85GW	中材科技、中国复材	产能世界第一

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1 北新建材拥有国内石膏板 60%的市场占有率

石膏板、轻钢龙骨等轻质建材是公司早期最重要的业务，经营主体是北新建材，中国建材持有北新建材 37.83%的股权。北新建材成立于 1979 年，1997 年在深圳证券交易所上市，抓住电厂脱硫的战略机遇，开始于全国范围内进行石膏板生产线的布局，选址综合考虑抢占脱硫石膏等资源又需靠近终端市场，通过技术及品牌优势抢占高端市场，占据高端市场龙头地位；2005 年通过对收购山东泰山集团 42%股权打开中低端市场，后续进一步全资收购泰山石膏。

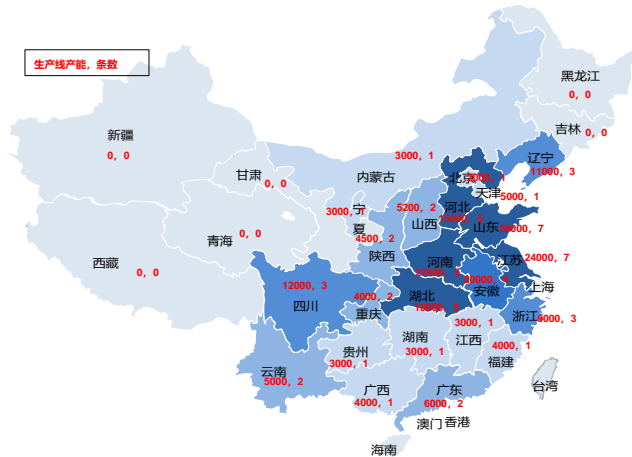
目前公司在全国 24 个省都有产能布局，收购山东万佳后市场占有率已达到 60%，旗下运营平台主体包括龙牌、泰山和万佳，在技术、品牌、市场份额方面具有极强的竞争力，是真正意义上的行业寡头垄断者。

图表 62、北新建材业务发展关键事件

时间	关键事件
1982 年	北新建材是中国石膏板生产及应用的先驱，80 年代初从西德引进首条现代化生产线，实现规模化量产
1997 年	北新建材（000786.SZ）于深交所挂牌上市
2004 年	投资建设中国第一条年产 3000 万平米脱硫石膏板生产线，“龙牌”定位高端客户
2005 年	收购泰山石膏 42% 股权，泰山石膏定位中低端客户，占据全国最大市场份额。收购完成后，两者形成良好的互补及规模效应，公司石膏板规模跃居中国第一
2005 年	收购苏州天丰 75% 股权，天丰当时占 10% 的市场份额，收购后增强其在矿棉吸音板市场地位，两者市场份额合计 18.6%
2006 年	增资泰山石膏，提高到控股 65%
2012 年	石膏板年产能 16.5 亿平米，位居世界第一
2016 年	增资后 100% 控股泰山石膏
2018 年	联合重组山东万佳系石膏板企业；推进石膏板业务国际化（坦桑尼亚）

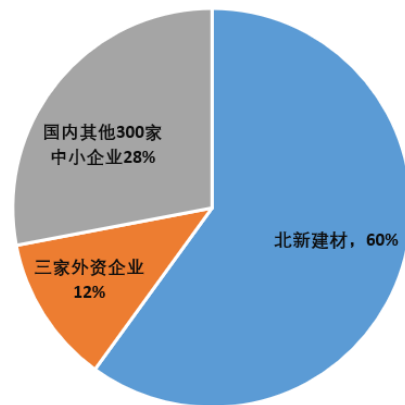
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 63、北新建材石膏板产能布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 64、我国石膏板产业竞争格局



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 旗下囊括前两大玻纤龙头，高端产品结构、成本控制全球领先

公司玻璃纤维业务主要由联营公司中国巨石（权益占比 26.97%）和中材科技下属子公司泰山玻纤经营，两者产能规模分别位列国内第一及第二，国际第一及第四，这两家企业合计占据国内 60% 和国际 31% 以上的市场份额，规模优势突出。

玻纤是具有良好的性能的替代材料，在风电、汽车轻量化等高端领域具有较高的成

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

长性。高端玻纤产品对玻纤生产厂商的技术、经验均有颇高要求，形成了天然的进入壁垒，当前全球范围内仅有中国巨石、泰山玻纤、重庆国际和 OCV 等少数龙头玻纤企业具备较为成熟的生产能力。龙头公司通过规模化生产，工艺技术革新以及生产管理水平的提升，不断降低成本，稳固领先优势。

图表 65、中国巨石发展历史

时间	关键事件
1994 年	年产 8000 吨中碱玻纤池窑生产线投产，是当时最大规模的生产线
1999 年	中国巨石（600176.SH）于上交所挂牌上市
2000 年	建成年产 1.6 万吨无碱玻纤池窑生产线，是当时国内最大规模生产线
2004 年	建成年产 6 万吨无碱玻纤池窑生产线，首创全氧燃烧技术
2005 年	中国巨石投产全球规模最大的 10 万吨池窑生产线，产能达亚洲第一
2008 年	玻纤全球规模最大 14 万吨生产线投产，总产能达 90 万吨，跃居世界第一
2014 年	中国巨石埃及 20 万吨玻纤生产基地投产，是中国在境外建设的首条大型玻纤生产线
2016 年	中国巨石投资美国建设 8 万吨玻纤生产线项目奠基
2018 年	埃及 20 万吨玻纤生产基地投产，实现“走出去”战略转型。

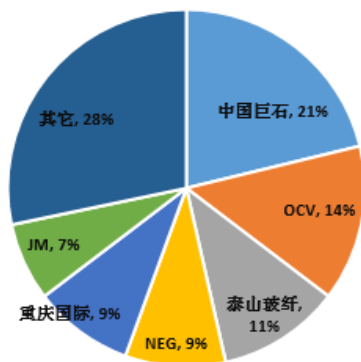
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 66、泰山玻纤发展历史

时间	关键事件
1997 年	建成国内首条万吨无碱玻纤池窑生产线
2001 年	第二、第三条生产线相继投产
2005 年	建成 2 万吨玻纤池窑生产线
2007 年	建成 6 万吨池窑拉丝生产线
2011 年	投资 70 亿元开建泰山玻纤新区
2014 年	与全球最大建材商 OC 合作 AR 耐碱玻纤项目点火
2015 年	中材科技收购泰山玻纤
2017 年	启动 8 万吨级玻纤池窑纯氧燃烧技术产业化示范工程项目

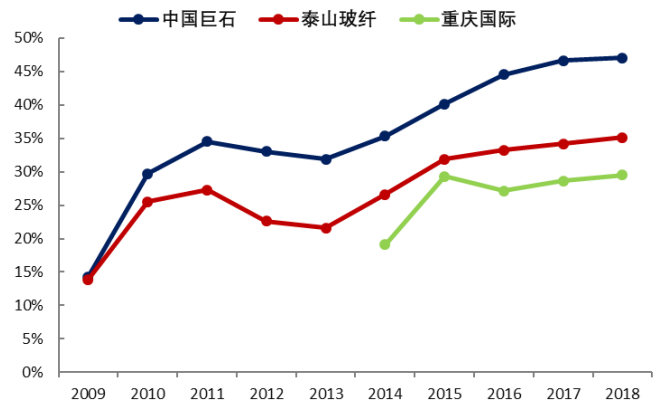
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 67、全球玻纤龙头市场份额



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 68、玻纤企业毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 积极孵化前沿新材料

复合材料主要产品是风机叶片，经营主体以中材科技、中国复材为主。中材科技自 2007 年进入风电叶片市场恰逢我国风电行业高速发展阶段，凭借强大的科研技术优势、央企背景下资源优势 and 差异化策略迅速赶超其他竞争对手成为行业龙头，目前公司拥有完整的非金属矿物材料、玻纤、玻纤复合材料产业链，七个生产基地覆盖主要目标客户，市场占有率达到 24% 以上。

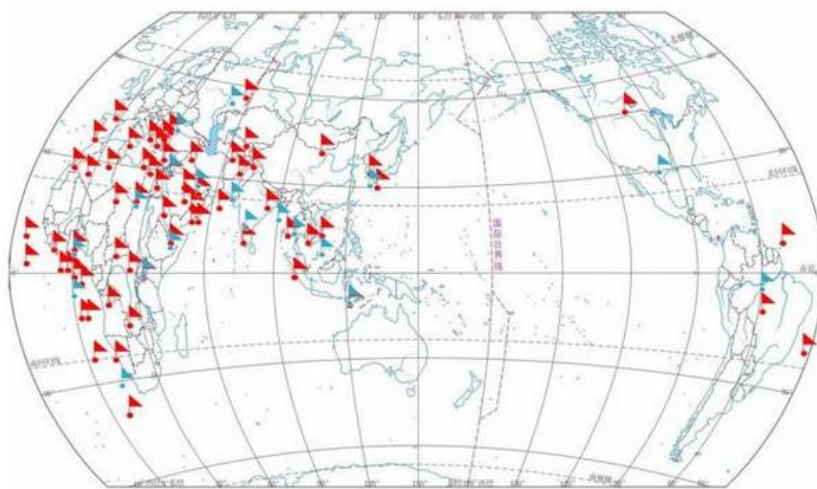
同时，公司及集团层面积积极孵化前沿新材料，“五大新材料”包括碳纤维（经营主体：中复神鹰）、电子信息显示玻璃（凯盛科技）、光伏材料（凯盛光伏材料）、高等级动力电池隔膜（中材锂膜）以及工业陶瓷轴承（中材高新）。中国建材在“五大新材料”领域的供应量已位列全国第一，未来有望凭借“技术优势+复制扩张”路线，在全球范围内快速展开新业务。

4、工程服务板块践行“一带一路”

2018 年，工程服务板块实现营收 311 亿元，利润 10.66 亿，分别占总板块的 14.2% 和 13.2%。此外，母公司层面有 24 亿元亏损，包括管理&财务费用、公允价值变动、资产及信用减值等。

工程服务业板块经营主体是中国建材工程和中材国际，主要面向国内外玻璃、水泥等建材生产商，为其提供生产线设计、备采购及工程总承包服务。中国建材工程和中材国际 2017 年以来紧密结合“一带一路”战略扩展国际业务，是全球水泥、玻璃工程建设市场的主要参与者，占据约 65-70% 的全球市场份额。

图表 69、中国建材争当“一带一路”排头兵



红色为中国建材在海外建设的 320 家水泥厂和 65 家玻璃厂

数据来源：公司官网公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 70、中国建材工程、中材国际近 3 年主要合同情况，单位：万元

序号	合同项目	总金额
中国建材工程：		
1	凯盛光伏材料（徐州）有限公司铜铟镓硒薄膜太阳能电池生产及设备制造项目	220,000.00
2	四川甘眉工业园区年产 300MW 铜铟镓硒薄膜太阳能生产线	200,196.00
3	印度尼西亚格洛玻日日产 6000 吨水泥项目	131,083.35
4	葡萄牙 Solara4221MW 地面光伏电站	124,212.39
5	中联浮法玻璃生产线退市进园项目	94,099.00
6	蚌埠中光电科技有限公司 8.5 代 TFT-LCD 玻璃基板项目	81,600.00
7	西班牙 PuerorealII 期光伏电站 EPC 项目	71,308.53
8	濮阳县龙城国际安置房（四期）建设项目（EPC 模式）工程总承包	63,076.88
9	濮阳县黄河滩区居民迁建县城安置区建设项目（勘察、设计、施工）总承包	48,808.62
10	德州陵城区智慧农业大棚建设工程	47,711.54
中材国际：		
1	埃及 GOE6 条日产 6000 吨熟料水泥生产线	694,626.11
2	GOE ARISHI 项目	201,164.05
3	安哥拉日产 5000 吨水泥生产线项目	136,619.00
4	阿联酋 JSW 项目	55,402.38
5	巴基斯坦 PEXU 项目	44,122.77
6	俄罗斯白水泥项目	22,802.09
7	阿尔及利亚 ZAHANA4500T/D 项目	175,312.20
8	阿尔及利亚 BECHAR3200T/D 项目	130,656.09
9	越南蓝河-SONG LAM CEMENT FACTORY & SONG LAM CEMENT GRINDING PROJECT 总包合同	133,368.70

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、股价被明显低估,趋势及长投都具备价值

5.1 盈利预测及核心假设

- 1、我们预计 19-21 年公司水泥&熟料销量以 2.9%、-0.6%和-1.2%的速度增长，混凝土销量以-1.91%、0.09%和 0.09%的速度增长，骨料销量以 24.72%、27.27%和 21.43%的速度增长，骨料业务是发展大方向；
- 2、19 年水泥及混凝土单价在高位仍能保持不错的增长已经是大概率事件，预计 20-21 年小幅回落，骨料价格仍有增长空间；单位成本稳定；
- 3、18 年，减量置换及对拨备要求的收紧共同造成了约 95 亿的资产及信用、商誉减值损失（17 年追溯口径为 23 亿），历史包袱已大大减轻，我们预计 19 年拨备将减少至 60 亿左右的水平。
- 4、石膏板和玻纤板块大周期向下，预计 19 年利润有所下滑，20-21 年景气缓慢复苏；
- 5、工程服务板块小幅增长。

在以上关键假设下，公司 19-21 年实现归母净利润分别为 132 亿、153 亿和 156 亿元，同比增速分别为 64%、16%和 2%。

图表 71、盈利预测核心假设

核心假设		2018A	2019E	2020E	2021E
水泥&熟料销量	千吨	368,980	379,520	377,380	372,947
yoy	%	27.82	2.86	-0.56	-1.17
水泥&熟料销售均价	元/t	319.0	331.3	327.6	324.3
yoy	%	23.56	3.85	-1.12	-1.00
水泥&熟料吨成本	元/t	213.7	213.0	213.1	213.0
混凝土销量	千立方米	95,990	94,160	94,247	94,334
yoy	%	14.34	-1.91	0.09	0.09
混凝土综合售价	元/立方	434.0	457.3	457.2	457.2
yoy	%	26.37	5.38	-0.01	-0.01
单位成本	元/立方	317.6	342.4	342.3	342.1
骨料销量	千吨	35,280	44,000	56,000	68,000
yoy	%	15	24.72	27.27	21.43
骨料综合售价	元/吨	50.7	51.3	52.0	52.4
yoy	%	27.48	1.15	1.33	0.85
单位成本	元/吨	21.7	21.9	21.9	21.9
“水泥+” 合计收入	千元	159,636,147	171,053,907	169,627,117	167,643,446
占比	%	73%	72%	71%	71%
毛利	千元	50,621,633	57,010,236	55,738,478	54,424,701
占比	%	78%	79%	78%	77%
净利	千元	7,257,000	11,962,257	12,888,939	12,437,778
占比	%	90%	91%	87%	86%
“新材料” 收入	千元	27,562,618	30,278,340	32,034,170	32,824,760
占比	%	13%	13%	13%	14%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

毛利	千元	8,232,980	8,374,302	9,313,188	9,756,167
占比	%	13%	12%	13%	14%
净利	千元	2,176,000	1,589,383	2,365,567	2,500,790
占比	%	27%	12%	16%	17%
“工程”收入	千元	34,514,120	35,649,200	35,950,000	37,000,000
占比	%	16%	15%	15%	16%
毛利	千元	7,197,740	6,731,364	6,715,553	6,898,000
占比	%	11%	4%	3%	3%
净利	千元	1,033,000	867,693	863,305	913,332
占比	%	13%	7%	6%	6%
母公司等净利贡献	千元	-2,399,005	-1,188,172	-790,310	-214,389

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 72、主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	218,955	236,981	237,611	237,468
同比增长(%)	71.6	8.2	0.3	-0.1
归属股东净利润(百万元)	8,067	13,231	15,328	15,638
同比增长(%)	150.2	64.0	15.8	2.0
毛利率(%)	29.7	30.4	30.2	29.9
归属股东净利润率(%)	3.7	5.6	6.5	6.6
净资产收益率(%)	11.2	16.0	16.1	14.5
每股收益(元)	0.96	1.57	1.82	1.85
每股净资产(元)	8.56	9.83	11.31	12.81
每股股息(分)	18.00	29.52	34.20	34.89

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为公司未来的增长点在于：公司积极修炼“内功”，加速自身竞争力提升，生产成本有下行空间；借盈利上行期公司积极“瘦身”，未来借助较好的现金流可持续降负债，为业绩腾挪空间；公司矿石储备丰富，发展骨料业务有基础，对业绩贡献可观。

5.2 公司价值被明显低估

- (1) 旗下上市公司：包括天山股份、宁夏建材、祁连山、山水水泥、北新建材、中国巨石、中材科技、耀皮玻璃、中材国际等。以权益比例乘以旗下上市公司的市值，汇总，并给予 8 折持股平台估值折扣，计算归属于股东的市值。
- (2) 余下水泥板块：包括中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥和中材水泥。分区域探讨，结合区域市场格局和中国建材的定价权，判断每个子公

司的长期盈利能力中枢，按照 DCF 模型贴现自由现金流，推算子公司长期股权价值，乘以权益比例，是归属于股东的股权价值。

结合 2.4 部分的判断，我们认为中联所在的鲁豫市场、南方所在的长江流域市场格局更好，中联及南方论规模和成本都有一定竞争力，定价权高，是公司的核心利润区，经测算，企业自由现金流中枢 69.5、66 元/吨较为合理，北方、西南及中材水泥分别是 52、55 和 55 元/吨的中枢水平。（以上自由现金流中枢未考虑财务费用，财务费用另行扣除）

(3) 余下新材料和工程业务板块：包括中国复材、中材高新、中国建材工程、中材矿石等。以披露的 18 年归母净利润的 4 倍 PE 给予估值。

最终结果：公司水泥板块估值为 635 亿人民币（对应 18 年 8.75 倍 PE），新材料板块估值 239 亿人民币（对应 18 年 10.93 倍 PE），工程服务板块估值 61 亿人民币（对应 18 年 5.72 倍 PE），母公司层面约 13 亿元的净亏损拖累 130 亿估值（10% 贴现率），加总估值为 805 亿人民币，现值低估了超过 40%。

图表 73、中国建材估值模型（1）

所属板块	公司名称	代码	直接及间接权益占比	最新市值 (亿人民币)	权益市值 (亿)
水泥	天山股份	000877.SZ	46%	102	47
	宁夏建材	600449.SH	48%	41	19
	祁连山	600720.SH	19%	68	13
	山水水泥	0691.HK	13%	105	14
新材料	北新建材	000786.SZ	38%	292	111
	中国巨石	600176.SH	27%	293	79
	中材科技	002080.SZ	60%	157	94
	耀皮玻璃	600819.SH	13%	37	5
工程服务	中材国际	600970.SH	40%	100	40
合计（8折持股平台估值折扣）：					337

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理，以 8/16 日收盘价计算

图表 74、中国建材估值模型（2）

所属板块	公司名称	直接及间接权益占比	自由现金流中枢 (元/吨)	水泥产量 (万吨/年)	财务费用 (亿)	自由现金流贴现 (亿)	权益股权价值
水泥	中联水泥	100%	69.5	4,578-6,890	30	91	91
	南方水泥	83%	66.0	6,701-9,782	24	311	258
	北方水泥	70%	52.0	1,009-1,472	11	-38	-26
	西南水泥	89%	55.0	6,615-9,000	23	176	156
	中材水泥	100%	55.0	1,421-2,075	1	83	83
合计权益股权价值：							561

资料来源：Wind，发债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

各子公司净债务数据为发债募集说明书披露的 2018 年末数据，唯北方水泥数据缺失，引自 2016 年三季报数据，财务费用或有高估。

图表 75、各区域水泥子公司的自由现金流贴现模型：以中联水泥为例

序号	时间(考虑矿石30年储量)	贴现率 (=1/1.1^ 序号)	销量,千吨(假设2年后 水泥需求下平台,2021至 2025年每年下滑3%, 2026-2030年每年下滑 5%,合计下滑34%)	吨自由现金流(= 吨净利50+吨折旧 24.5-吨维护性资 本开支5元),未 考虑财务费用	财务费用, 亿(参考18 年年报)	股权自由现金 流,亿(=销量 ×吨自由现金 流-财务费用)	贴现股权现 金流,亿(=股 权自由现金 流×贴现率)
1	2019	0.91	68,900	69.5	30	17.89	16.26
2	2020	0.83	68,900	69.5	30	17.89	14.78
3	2021	0.75	66,833	69.5	30	16.45	12.36
4	2022	0.68	64,828	69.5	30	15.06	10.28
5	2023	0.62	62,883	69.5	30	13.70	8.51
6	2024	0.56	60,997	69.5	30	12.39	7.00
7	2025	0.51	59,167	69.5	30	11.12	5.71
8	2026	0.47	56,208	69.5	30	9.06	4.23
9	2027	0.42	53,398	69.5	30	7.11	3.02
10	2028	0.39	50,728	69.5	30	5.26	2.03
11	2029	0.35	48,192	69.5	30	3.49	1.22
12	2030	0.32	45,782	69.5	30	1.82	0.58
13	2031	0.29	45,782	69.5	30	1.82	0.53
14	2032	0.26	45,782	69.5	30	1.82	0.48
15	2033	0.24	45,782	69.5	30	1.82	0.44
16	2034	0.22	45,782	69.5	30	1.82	0.40
17	2035	0.20	45,782	69.5	30	1.82	0.36
18	2036	0.18	45,782	69.5	30	1.82	0.33
19	2037	0.16	45,782	69.5	30	1.82	0.30
20	2038	0.15	45,782	69.5	30	1.82	0.27
21	2039	0.14	45,782	69.5	30	1.82	0.25
22	2040	0.12	45,782	69.5	30	1.82	0.22
23	2041	0.11	45,782	69.5	30	1.82	0.20
24	2042	0.10	45,782	69.5	30	1.82	0.18
25	2043	0.09	45,782	69.5	30	1.82	0.17
26	2044	0.08	45,782	69.5	30	1.82	0.15
27	2045	0.08	45,782	69.5	30	1.82	0.14
28	2046	0.07	45,782	69.5	30	1.82	0.13
29	2047	0.06	45,782	69.5	30	1.82	0.11
30	2048	0.06	45,782	69.5	30	1.82	0.10
现金流贴现合计:							91

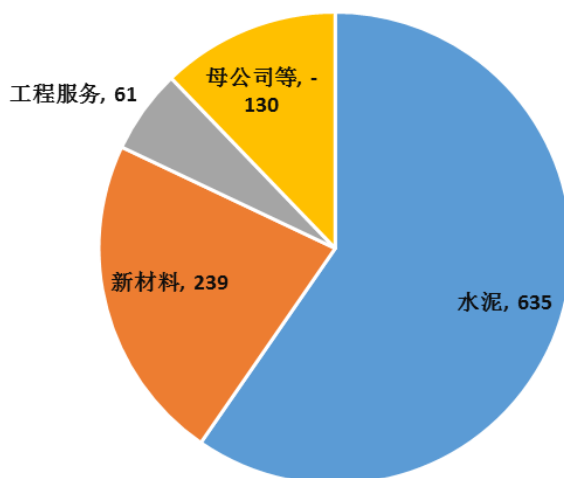
资料来源: Wind, 发债募集说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 76、中国建材估值模型(3)

所属板块	公司名称	直接及间 接权益占 比	18年净利 润(亿)	估值(亿, 4 倍PE)	权益估值 (亿)
新材料	中国复材	100%	1.75	7.00	7.00
	中材高新	100%	0.06	0.25	0.25
	中材金晶	50%	-0.89	-3.55	0.00
	厦门标准砂	51%	0.24	0.96	0.49
工程服务	中国建材工程	91%	6.56	26.22	23.86
	中材矿山	100%	1.42	5.66	5.66
合计权益估值:					37.26

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

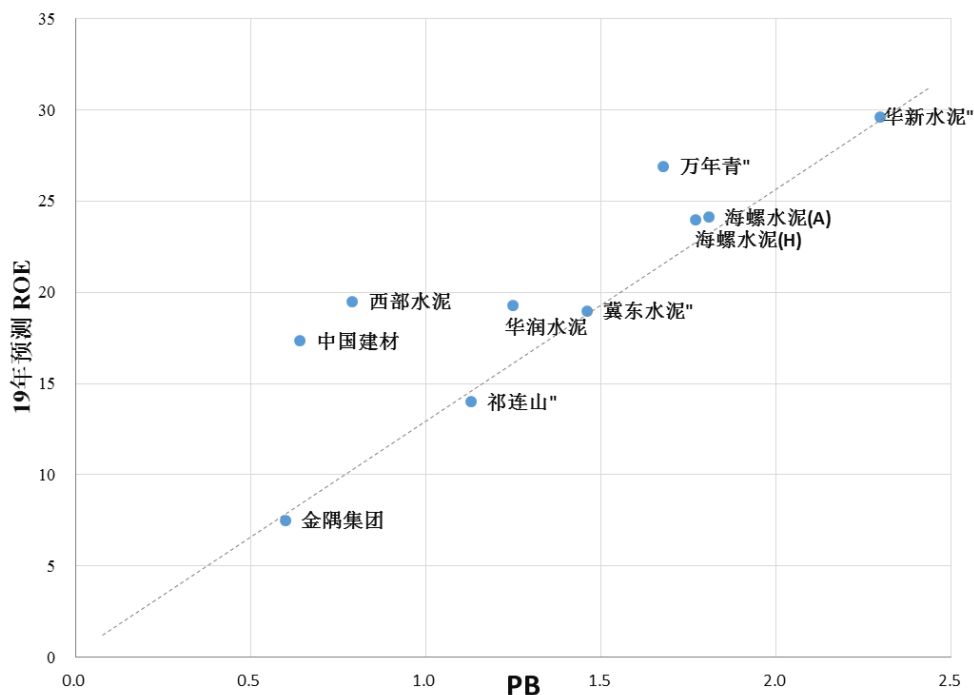
图表 77、中国建材合理估值为 805 亿人民币，现值低估了 40%



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

从相对估值的角度，ROE/PB 这一指标代表着，若不考虑留存收益和未来增长，静态来看投资能够给予的回报率是多少，主要水泥公司的 PB-ROE 均处于同一条斜线上，以中国建材目前 0.67 倍的 PB，16% 的 19 年预测 ROE，明显处于低估的状态。

图表 78、主要水泥公司估值比较



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理，以 8/16 日收盘价计算，右上标注”的公司预测 ROE 为 WIND 一致预期，未标注”的是我们已覆盖公司的预测 ROE

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 79、港股主要水泥股财务指标（单位：人民币）

18 年年报	中国建材(3323)	海螺水泥(0914)	华润水泥(1313)
市值	538 亿港元	2305 亿港元	478 亿港元
PE(TTM)	4.7 倍	6.4 倍	6.2 倍
PB	0.67 倍	1.69 倍	1.22 倍
EV/EBITDA	5.5 倍	3.9 倍	3.8 倍
销售收入	2196 亿	1284 亿	342 亿
毛利率	29.73%	35.64%	39.75%
净利率	6.40%	23.90%	20.52%
ROE	11.2%	29.62%	23.46%
资产负债率	68.76%	22.31%	37.37%
归属于母公司股东权益	722.1 亿	1125 亿	330.25 亿
经营活动现金流	485.3 亿	360.59 亿	99.3 亿
投资活动现金流	-162.9 亿	-256.7 亿	-9.42 亿
融资活动现金流	-348.3 亿	-109.8 亿	-24.6 亿
有息负债总额	2109.16 亿	102.33 亿	125.12 亿
期末现金及现金等价物	208.98 亿	474.72 亿	107.8 亿

资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理，以 8/16 日收盘价计算

对中国建材而言，“高杠杆、低风险”的组合下，未来持续较好的现金流可大幅撬动上市公司利润修复，并提升估值。我们以负债成本最高的中联水泥为例，中联水泥 2018 年期末有 499 亿元有息负债，资产负债率 79.68%，2018 年财务费用 29.4 亿，被财务负担侵蚀后的净利润只有 13.7 亿。极端假设中联将所有的可支配现金流用于还债，可于 2043 年还清所有债务，期间节省的财务支出有助于提高公司盈利能力，从 EV/EBITDA 估值的角度，分母不变，分子债务负担的减少可等同于股权部分的增值。

图表 80、中联水泥为例，借助较好的现金流可持续降负债，并提高盈利能力

序号	时间	有息负债期初值, 亿(=上年期末值)	企业自由现金流, 未考虑财务支出		财务支出(=期初期末有息负债均*资金成本)	可偿债资金, 亿(=企业自由现金流-财务成本)	有息债务期末值(=期初余额+企业自由现金流-财务支出)
			现金流	资金成本			
1	2019	499	48	6%	29	19	480
2	2020	480	48	6%	28	20	461
3	2021	461	46	6%	27	19	441
4	2022	441	45	6%	26	19	422
5	2023	422	44	6%	25	19	403
6	2024	403	42	6%	24	19	385
7	2025	385	41	6%	23	19	366
8	2026	366	39	6%	21	18	348
9	2027	348	37	6%	20	17	332
10	2028	332	35	6%	19	16	316
11	2029	316	33	6%	19	15	301

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

12	2030	301	32	6%	18	14	287
13	2031	287	32	6%	17	15	272
14	2032	272	32	6%	16	16	256
15	2033	256	32	6%	15	17	239
16	2034	239	32	6%	14	18	221
17	2035	221	32	6%	13	19	201
18	2036	201	32	6%	11	20	181
19	2037	181	32	6%	10	22	160
20	2038	160	32	6%	9	23	137
21	2039	137	32	6%	7	24	112
22	2040	112	32	6%	6	26	86
23	2041	86	32	6%	4	27	59
24	2042	59	32	6%	3	29	30
25	2043	30	32	6%	1	31	-1

资料来源：Wind，发债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：简化模型中未考虑税盾效应

5.3 我们的观点

- 公司第一步区域兼并重组已经完成，现正处于第二步内部管理整合和第三步优化升级阶段，如今各大区域影响力当刮目相看，顺利携手山水和同力后，中联于鲁豫市场的地位将不亚于海螺之于沿江，南方绑定了海螺，并配合产能升级，两者将合力主导长三角市场，论规模和盈利能力，中联和南方将有力支撑公司水泥板块的核心利润，同时为后工业水泥需求萎缩时期淘汰中小企业做准备。
- 公司矿石储备丰富，发展骨料业务有基础，公司计划从目前年产 6,000 万吨水平向年产约 3 亿吨的国际领先水平看齐，按照 20 元/吨净利测算，远期利润可达 60 亿。
- 在中性偏保守的假设下，测算公司价值超过 804 亿人民币，现价低估了超 40%，从长期投资的角度已具备较大的价值。公司借盈利上行期积极“瘦身”，存在较大的利润修复空间，PB 只有 0.67 倍被显著低估。我们首次覆盖公司，给予“买入”评级，目标价 10.5 港元，较最新收盘价有 65% 的上升空间，建议积极关注。

6、风险提示

国内外经济基本面恶化；
行业协同破裂；
原材料价格大幅波动；
反倾销、贸易政策等海外业务风险；
集团内部整合不及预期。

附表

会计年度	单位:百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	218,955	235,882	236,716	238,189
营业成本	-153,868	-163,240	-165,493	-167,371
销售费用	-11,535	-11,794	-11,836	-11,909
管理费用	-26,538	-24,296	-21,659	-21,794
财务费用	-10,740	-10,911	-9,783	-8,820
其他	4,085	4,501	4,554	4,639
除税前溢利	20,360	30,141	32,499	32,933
所得税	-6,299	-7,535	-8,125	-8,233
年度全面收益	14,060	22,606	24,374	24,700
少数股东损益	5,013	8,059	8,689	8,806
归母净利润	8,067	13,566	14,704	14,913
EPS(元)	0.96	1.61	1.74	1.77

会计年度	单位:百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	156,799	163,950	172,636	186,263
货币资金	20,898	28,720	35,942	48,442
应收账款	97,482	103,150	103,515	104,159
存货	19,676	18,029	19,127	19,611
其它	18,743	14,052	14,052	14,052
非流动资产	279,849	278,610	275,751	272,069
物业/厂房/设备	175,476	172,581	167,928	162,548
预付租金	19,273	19,273	19,273	19,273
无形资产	9,440	10,143	10,934	11,565
于联合营投资	13,527	14,480	15,482	16,550
其它	62,134	62,134	62,134	62,134
资产总计	436,648	442,561	448,386	458,332
流动负债	213,717	200,558	193,288	187,321
短期借款	121,510	110,000	100,000	95,000
应付账款	78,990	80,983	83,713	82,746
其他	13,217	9,575	9,575	9,575
非流动负债	86,506	86,506	78,976	73,976
长期借款	77,530	77,530	70,000	65,000
其他	8,976	8,976	8,976	8,976
负债合计	300,223	287,064	272,264	261,297
股本	8,435	8,435	8,435	8,435
储备	63,776	74,789	86,725	98,832
少数股东权益	41,995	50,054	58,743	67,549
永久资本证券	22,219	22,219	22,219	22,219
负债&权益	436,648	442,561	448,386	458,332

会计年度	单位:百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
息税前利润	20,360	30,141	32,499	32,933
折旧和摊销	12,993	13,235	13,907	14,558
经营资本变动	333	-979	1,267	-2,095
其它	14,845	5,783	4,494	3,691
经营活动现金流	48,531	48,180	52,168	49,086
资本开支	-17,392	-14,442	-13,606	-13,524
其它	1,102	549	552	571
投资活动现金流	-16,290	-13,894	-13,054	-12,953
融资活动现金流	-34,829	-26,464	-31,891	-23,634
现金净变动	-2,589	7,822	7,223	12,499
现金的期初余额	23,374	20,898	28,720	35,942
现金的期末余额	20,898	28,720	35,942	48,442

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	71.6	7.7	0.4	0.6
EBIT 增长率	112.9	48.0	7.8	1.3
净利润增长率	121.8	60.8	7.8	1.3
盈利能力(%)				
毛利率	29.7	30.8	30.1	29.7
归属股东净利率	3.7	5.8	6.2	6.3
ROE	11.2	16.3	15.5	13.9
偿债能力(%)				
资产负债率	68.8	64.9	60.7	57.0
流动比率	73.4	81.7	89.3	99.4
速动比率	64.2	72.8	79.4	89.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
每股资料(元)				
每股收益	0.96	1.61	1.74	1.77
每股净资产	8.56	9.87	11.28	12.72
估值比率(倍)				
PE	5.9	3.5	3.2	3.2
PB	0.66	0.57	0.50	0.44

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。本报告清晰准确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.xyqz.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、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、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和旷世控股有限公司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。