

香港  
2020年7月26日

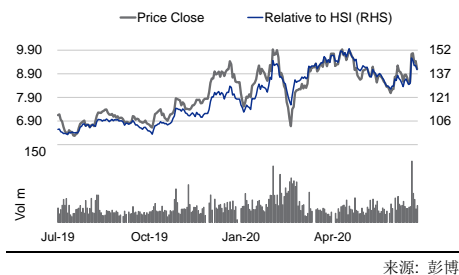
**增持** (不变)

市场共识评级\*: 买入 16 持有 7 沽出 1

前收盘价:	HK\$9.10
目标价	HK\$10.65
此前目标价:	HK\$10.65
上升/下跌空间:	17.0%
CGI / 市场共识:	-2.8%
路透股票代码:	3323.HK
彭博股票代码:	3323 HK
市值:	US\$9,902m
	HK\$76,756m
平均每日成交额:	US\$35.37m
	HK\$274.2m
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

	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入 (百万人民币)	12,929	15,075	17,153
每股核心盈利 (人民币)	1.93	2.20	2.03
每股核心盈利增长	(3.6)%	11.1%	(7.7)%
全面摊薄市盈率(倍)	4.16	3.74	4.05
经常性股本回报率	19.9%	19.2%	15.6%
市净率(倍)	0.77	0.67	0.59
每股派息(人民币)	0.31	0.36	0.41
股息率	3.72%	4.34%	4.94%



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	9	-1.3	29.4
相对表现 (%)	9.3	-5	42.8

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

## 建议重组有望释放价值

- 中国建材宣布, 拟将部分水泥业务出售予天山股份 (000877.CH), 但该提案尚未敲定。
- 该交易的主要目的是解决子公司之间的内部竞争。
- 这可能有助中国建材释放水泥业务的价值, 原因是股份的 2020 年市净率为 0.77 倍, 而天山股份的 2020 年市净率为 1.73 倍 (根据市场共识预测)。

### 计划向天山股份出售若干水泥业务

- 中国建材宣布, 已与持股 45.87% 的子公司天山股份签订合作意向书, 拟重组水泥资产, 出售若干水泥业务资产。公司指, 具体范围尚在论证中, 当中包括直接持有的中联、南方、北方、西南和中材水泥, 以及附属公司中建材投资持有的水泥资产。由于出售范围尚未确定, 因此最终未必会出售上述所有资产。如果交易进行, 将以天山水泥的新股或新股加现金的方式进行结算。宁夏建材 (600449.CH) 和祁连山 (600720.CH) 目前未参与重组讨论。

### 私有化中材股份后解决内部竞争

- 中材股份 (1893.HK) 在 2018 年初被中国建材私有化后, 市场普遍预期中国建材的水泥业务将进行重组, 因为子公司数量很多 (图 1), 而这可能会导致内部竞争。但是, 由于此次交易考虑的资产范围几乎涉及到中国建材的所有水泥业务 (占 2019 年中国建材总净利润的 84%), 因此此次出售是否仅包括若干水泥业务还有待观察。

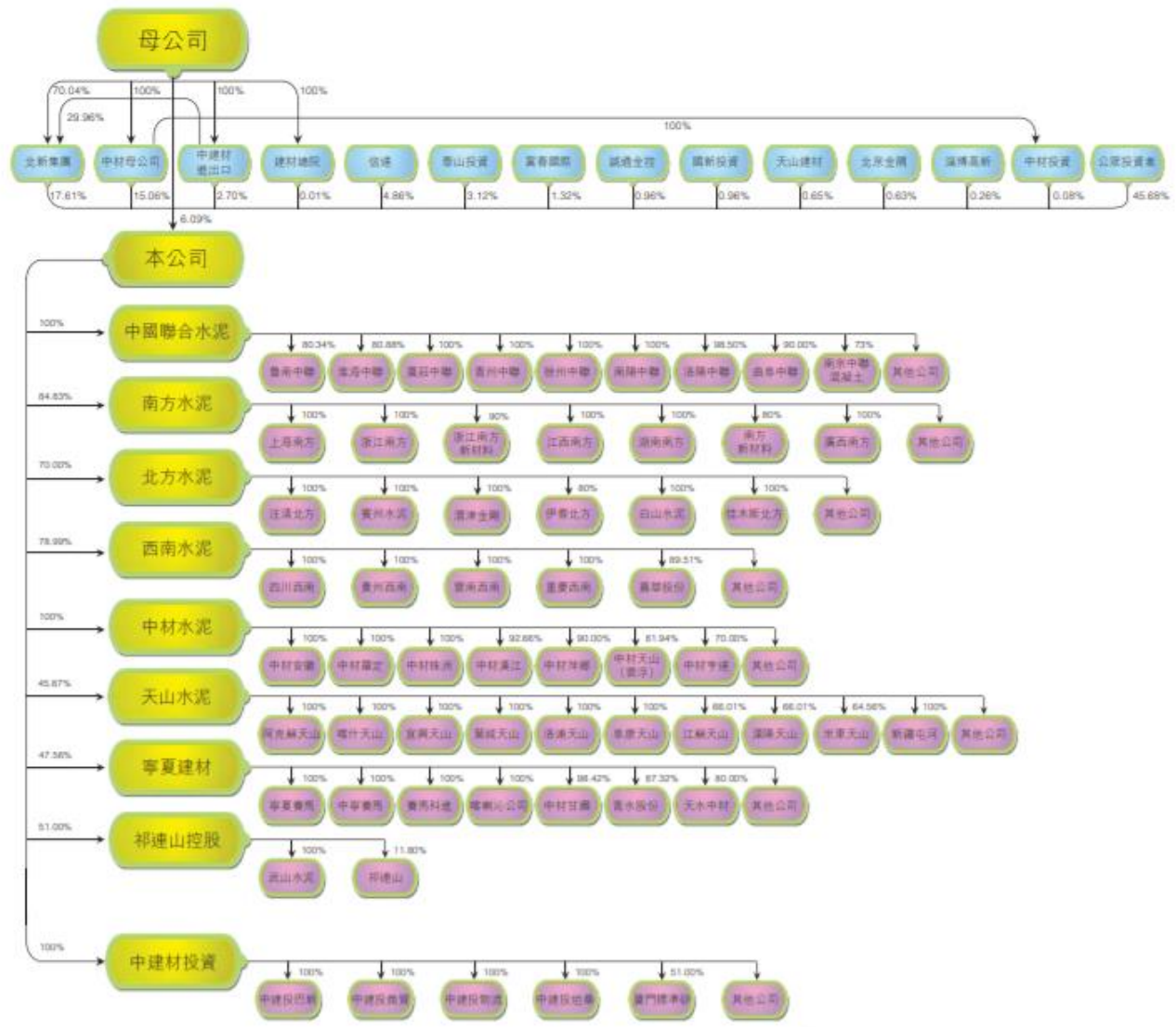
### 有机会释放价值并减少负债

- 由于中国建材的 2020 年市净率为 0.77 倍, 而天山股份的 2020 年市净率为 1.73 倍, 因此此次交易有机会带来双赢, 因为中国建材或可将若干水泥业务以高于账面值出售, 而天山股份则有可能以低于自身估值 (1.73 倍市净率) 的价格收购资产。根据公告, 如果资产出售确认进行, 中国建材仍将是天山水泥控股股东。如果交易代价涉及新股和现金, 也将帮助中国建材降低负债率 (2019 年底的净负债/权益比为 107%)。

### 重申增持评级

- 由于该提案仍在考虑当中, 可能不会进行, 因此我们暂时维持盈利预测不变。重申「增持」评级, 目标价 10.65 港元 (0.9 倍 2020 年市净率)。

图1: 中国建材水泥业务



来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

**财务数据**
**损益表**

(百万人民币)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入净额	253,403	251,935	273,811	272,675
毛利	76,580	75,312	81,529	79,370
经营EBITDA	54,419	54,665	59,244	57,269
折旧及摊销	(14,055)	(16,147)	(17,211)	(17,211)
经营EBIT	40,364	38,518	42,032	40,058
财务收入(支出)	(8,754)	(8,219)	(7,677)	(6,916)
应占联营公司的税前收入(损失)	2,459	2,512	2,677	3,109
非经营性收入(开支)	4,297	3,480	3,132	2,819
税前利润(扣除一次性项目)	33,366	36,291	40,164	39,070
一次性项目	(10,918)	(5,500)	(5,000)	0
税前利润	27,448	30,791	35,164	39,070
所得税开支	(9,019)	(9,545)	(10,549)	(11,721)
一次性项目 - 税后				
税后利润	18,429	21,246	24,615	27,349
非控制性权益	(7,455)	(8,317)	(9,540)	(10,198)
优先股息				
汇兑收益(损失) - 税后				
其他调整 - 税后				
净利润	10,974	12,929	15,075	17,151
经常性净利润	18,304	16,724	18,575	17,151
全面摊薄经常性净利润	18,304	16,724	18,575	17,151

**资产负债表**

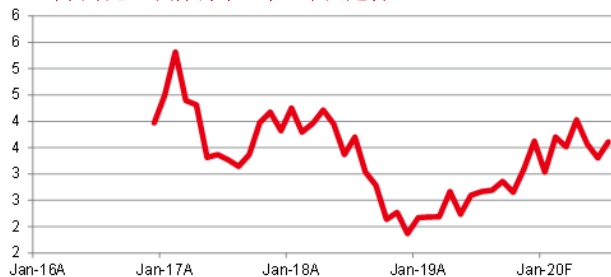
(百万人民币)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
现金及等价物	29,210	12,388	19,436	24,198
应收账款	98,054	100,290	105,473	105,815
存货	20,022	21,000	22,000	21,000
其他流动资产	12,448	12,448	12,448	12,448
流动资产总额	159,735	146,126	159,358	163,462
固定资产	173,141	198,177	199,686	203,218
总投资	16,946	19,458	22,135	25,244
无形资产	50,069	44,769	39,969	40,169
其他非流动资产	46,657	47,057	47,457	47,857
非流动资产总额	266,813	304,461	309,258	316,488
短期负债	97,737	87,000	77,000	67,000
长债的短期部分				
应付账款	94,482	91,197	97,197	94,197
其他流动负债	1,836	2,100	2,100	2,100
流动负债总额	194,056	180,297	176,297	163,297
长期负债总额	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	6,161	6,161	6,161	6,161
非流动负债总额	94,657	94,161	94,161	94,161
拨备总额	6,578	6,578	6,578	6,578
负债总额	265,291	281,037	277,037	264,037
股东股本	80,636	90,613	103,102	117,240
非控制性权益	70,621	78,938	88,477	98,673
总股本	151,257	169,550	191,580	215,913

**现金流**

(百万人民币)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	54,419	54,665	59,244	57,269
投资及联营公司现金流				
运营资本变动	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	18,633	821	9,975	59,360
净利息(支出)/收入	(8,754)	(8,219)	(7,677)	(6,916)
税项	(9,019)	(9,545)	(10,549)	(11,721)
经营现金流	64,618	31,223	50,809	95,670
资本开支	(22,466)	(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	(10,004)	(100)	(100)	(100)
投资现金流	(32,470)	(25,100)	(23,100)	(20,100)
债务所得资金(偿还资金)	(12,832)	(11,233)	(10,000)	(10,000)
发行股票所得资金				
回购股份				
支付股息	(1,518)	(2,952)	(2,586)	(3,015)
优先股息				
其他融资现金流	(14,643)	(8,760)	(8,075)	(7,440)
融资现金流	(28,993)	(22,945)	(20,661)	(20,455)
现金流总额	3,156	(16,822)	7,048	55,115
股权自由现金流	19,317	(5,110)	17,709	65,570
公司自由现金流	41,692	14,883	35,784	83,010

**主要比率**

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

**12个月动态全面摊薄市盈率—中国建材**


## 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就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