

买入

整合利好行业发展，资产回 A 催化估值修复

中国建材 (3323.HK)

2020-07-30 星期四

目标价: **13.45 港元**
 现价: 10.94 港元
 预计升幅: 22.92%

重要数据

日期	2020-07-29
收盘价 (港元)	10.94
总股本 (百万股)	8,435
总市值 (百万港元)	92,280
净资产 (百万元)	151,257
总资产 (百万元)	446,547
52 周高低 (港元)	11.18/6.09
每股净资产 (元)	1.30

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

北新建材集团有限公司 (17.61%)
 中国中材集团有限公司 (15.06%)
 中国建筑材料集团有限公司 (5.99%)

相关报告

深度报告: 综合建材龙头, 受益于水泥行业高度景气-20200327

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 重组推动行业格局优化

近十年来, 水泥行业通过不断进行大规模区域整合, 初步建立起自律限产机制, 竞争格局逐渐向好。此次, 中国建材水泥拟将若干水泥业务出售给其附属公司天山股份, 相当于将核心水泥资产分拆至 A 股上市。若完全出售, 涉及水泥产能共计约 3.22 亿吨/年。重组完成后, 预期公司仍将保持作为天山水泥控股股东的地位, 天山水泥熟料总产能有望达到 3.5 亿吨/年, 是海螺水泥 2.1 亿吨/年产能的 1.67 倍, 成为规模最大的水泥上市公司。分别由国资委和地方国资委控制下的天山水泥和海螺水泥将形成双寡头格局, 利于夯实行业资源整合的能力, 驱动市场进入良性循环, 优质水泥资产均有望受益。

➤ 改善公司内部同业竞争问题, 提升经营效率

本次重组正在论证的标的资产包括中国联合水泥、北方水泥、南方水泥、西南水泥及中建材投资持有的水泥资产。各标的间存在部分市场和产能基地的重合, 其中天山股份、中联水泥、南方水泥在江苏省均有水泥产线布局; 中材水泥和南方水泥在安徽省、湖南省、江西省、广东省均有水泥产线布局; 中建材投资下属的水泥资产主要位于广东省境内, 也同南方水泥、中材水泥存在重合的水泥产能布局。鉴于优秀的竞争格局能保障行业定价体系的稳定, 此次整合有助于逐步解决中国建材水泥板块内部存在的同业竞争问题。

➤ 资产负债表修复提速

截至 2019 年底公司总商誉为 379 亿, 水泥板块商誉约为 290 亿, 占比 76.5%; 资产负债率为 66%。若整合成功, 公司总体商誉情况将得到极大改善, 其在港股长期低估值状态有望得到修复。并且有望获得大量增发现金, 高负债率的资产结构亦可得到优化。

➤ 给予“买入”评级, 上调目标价至 13.45 港元:

考虑到 1) 水泥行业渐进旺季, 顺周期盈利弹性大, 公司全年业绩具备韧性; 2) 行业整合拉开序幕, 催化估值中枢上移, 公司核心资产回 A, 估值修复确定性高, 我们预测公司 2020/2021 年营业收入为 2604.68/2745.72 亿元, 同比增长 2.8%/5.4%; 净利润分别为 140.05/151.20 亿元, 同比增长 27.6%/8.0%。若参照 2020 年行业平均 7.3 倍的 PE 进行估值, 公司合理目标价为 13.45 港元, 较现价有 22.92% 的涨幅空间, 对应 2020 年 1.3 倍 PB, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	218,955	253,403	260,468	274,572	289,101
同比增长 (%)	18.5%	15.7%	2.8%	5.4%	5.3%
归母净利润	8,067	10,974	14,005	15,120	16,436
同比增长 (%)	63.3%	36.0%	27.6%	8.0%	8.7%
归母净利润率	3.7%	4.3%	5.4%	5.5%	5.7%
每股盈利 (元)	0.94	1.30	1.66	1.79	1.95
PE@10.9HKD	10.50	7.58	5.94	5.50	5.06

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

重组推动行业格局优化

近十年来，水泥行业通过不断进行大规模区域整合，初步建立起自律限产机制，竞争格局逐渐向好。此次，中国建材水泥拟将若干水泥业务出售给其附属公司天山股份，相当于将核心水泥资产分拆至A股上市。若完全出售，涉及水泥产能共计约3.22亿吨/年。重组完成后，预期公司仍将保持作为天山水泥控股股东的地位，天山水泥熟料总产能有望达到3.5亿吨/年，是海螺水泥2.1亿吨/年产能的1.67倍，成为规模最大的水泥上市公司。分别由国资委和地方国资委控制下的天山水泥和海螺水泥将形成双寡头格局，利于夯实行业资源整合的能力，驱动市场进入良性循环，优质水泥资产均有望受益。

表 1：公司及其附属公司和海螺水泥熟料产能情况

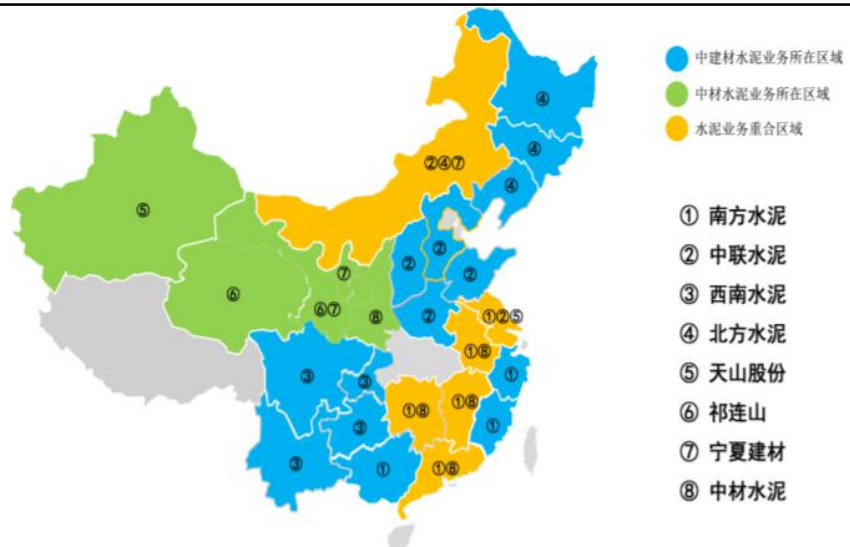
单位（千万吨）	中联	南方	北方	西南	中材	宁夏	祁连山	天山	中国建材	海螺
熟料产能	9.34	9.93	2.41	8.35	1.86	1.51	1.97	3.28	38.84	21.22

资料来源：中国水泥网、国元证券经纪(香港)整理

改善公司内部同业竞争问题，提升经营效率

本次重组正在论证的标的资产包括中国联合水泥、北方水泥、南方水泥、西南水泥及中建材投资持有的水泥资产。各标的间存在部分市场和产能基地的重合，其中天山股份、中联水泥、南方水泥在江苏省均有水泥产线布局；中材水泥和南方水泥在安徽省、湖南省、江西省、广东省均有水泥产线布局；中建材投资下属的水泥资产主要位于广东省境内，也同南方水泥、中材水泥存在重合的水泥产能布局。优秀的竞争格局能保障行业定价体系的稳定，此次整合有助于逐步解决中国建材水泥板块内部存在的同业竞争问题。

图 1：公司水泥业务布局



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

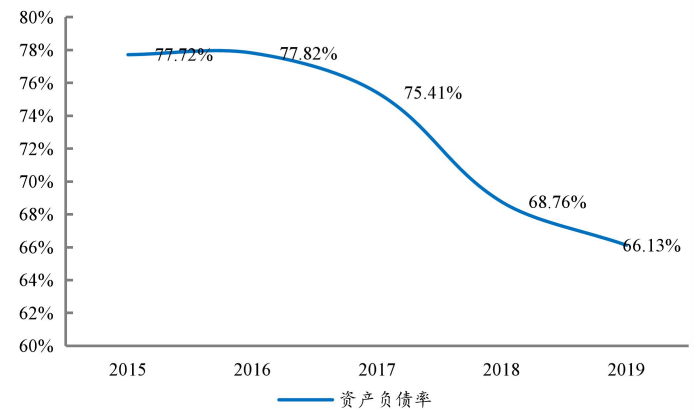
资产负债表修复提速

截至 2019 年底公司总商誉为 378.86 亿元，水泥板块商誉约为 289.72 亿元，占比 76.47%；资产负债率为 66.13%。若整合成功，公司总体商誉情况将得到极大改善，其在港股长期低估值状态有望得到修复。并且有望获得大量增发现金，高负债率的资产结构亦可得到优化。

表 2：公司商誉情况-分业务

单位（亿元）	2017	2018	2019	占比
轻质建材	2.32	2.36	4.39	1.16%
工程服务	12.73	12.76	9.38	2.48%
商混	98.26	97.96	74.76	19.73%
水泥	358.52	356.41	289.72	76.47%
其他	1.28	1.17	0.61	0.16%
减值准备	13.21	34.86	56.93	-
账面余额	459.91	435.79	378.86	100%

图 2：公司资产负债率情况



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

投资建议

考虑到 1) 水泥行业渐进旺季，顺周期盈利弹性大，公司全年业绩具备韧性；2) 行业整合拉开序幕，催化估值中枢上移，公司核心资产回 A，估值修复确定性高，我们预测公司 2020/2021 年营业收入为 2604.68/2745.72 亿元，同比增长 2.8%/5.4%；净利润分别为 140.05/151.20 亿元，同比增长 27.6%/8.0%。若参照 2020 年行业平均 7.3 倍的 PE 进行估值，公司合理目标价为 13.45 港元，较现价有 22.92% 的涨幅空间，对应 2020 年 1.3 倍 PB，维持“买入”评级。

表 3：可比公司行业估值

代码	收盘价(当地货币)	市值(亿)	净利润(亿)			EPS			PE			
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
0914.HK	海螺水泥	58.7	3,450.6	318.8	313.8	311.1	6.0	5.9	5.9	8.7	8.1	8.0
1313.HK	华润水泥控股	10.1	706.7	78.9	81.5	82.7	1.1	1.2	1.2	8.6	7.8	7.6
2009.HK	金隅集团	1.7	335.6	47.6	48.6	50.1	0.4	0.5	0.5	4.8	4.3	4.1
2233.HK	西部水泥	1.6	88.7	13.1	19.1	20.6	0.3	0.4	0.4	4.4	4.2	3.9
000877.SZ	天山股份	18.0	189.0	16.5	18.1	19.5	1.6	1.7	1.9	13.1	9.7	8.7
600720.SH	祁连山	20.7	160.9	11.6	12.9	13.9	1.5	1.7	1.8	13.0	9.7	8.9
	行业平均			81.1	82.3	83.0	1.8	1.9	1.9	8.8	7.3	6.9
3323.HK	中国建材	10.9	922.8	109.7	140.1	151.2	1.3	1.7	1.8	7.6	5.9	5.5

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理及预测

财务报表摘要

利润表	单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	218,955	253,403	260,468	274,572	289,101
销售成本	-153,868	-176,813	-181,357	-190,275	-199,601
毛利	65,088	76,590	79,111	84,297	89,500
投资及其他收入	2,083	4,297	3,613	3,331	3,747
销售及分销成本	-11,535	-13,141	-12,156	-12,686	-13,224
管理费用	-26,538	-34,003	-32,558	-33,978	-35,419
融资成本	-10,740	-8,754	-5,209	-5,491	-5,782
应占联营公司溢利	2,007	2,458	2,232	2,345	2,289
应占合营公司(亏损)/溢利	-5	1	-2	-1	-1
除所得税前溢利	20,360	27,448	35,030	37,816	41,110
所得税开支	-6,300	-9,019	-11,510	-12,426	-13,508
本年溢利	14,060	18,429	23,519	25,390	27,602
本公司权益持有者	8,067	10,974	14,005	15,120	16,436
EPS (元)	0.94	1.30	1.66	1.79	1.95

资产负债表	单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产					
存货	19,676	20,022	19,849	19,935	19,892
贸易及其他应收款	97,482	98,054	97,768	97,911	97,840
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
按公允价值于损益账确认的金融资产	7,194	6,524	6,859	6,691	6,775
衍生金融工具	0	5	0	0	0
非流动资产					
物业厂房及设备	175,476	173,141	174,309	173,725	174,017
使用权资产	0	31,551	0	0	0
预付租赁款	19,273	0	9,636	4,818	7,227
投资物业	900	972	936	954	945
商誉	43,658	37,886	30,309	24,247	19,398
无形资产	9,440	12,182	10,194	10,605	10,994
联营公司权益	13,527	15,875	14,701	15,288	14,995
流动负债					
贸易及其他应付款	78,990	89,285	84,138	86,711	85,424
应欠关联方款项	3,643	5,197	4,420	4,809	4,614
借款-须于一年内偿还之款项	121,510	97,737	92,737	87,737	82,737
非流动负债					
借款-须于一年后偿还之款项	77,530	88,496	83,496	78,496	73,496
递延收入	1,912	3,202	2,557	2,879	2,718
融资租赁负债	4,357	0	2,179	1,089	1,634
股本	8,435	8,435	8,469	9,478	21,121
储备	63,776	72,201	72,494	81,135	180,793
本公司权益持有者	72,211	80,636	80,963	90,613	201,914
总权益	136,425	151,257	152,961	171,192	201,914

主要财务比率	单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
盈利能力(%)					
毛利率(%)	29.7%	30.2%	30.4%	30.7%	31.0%
净利率	6.4%	7.3%	9.0%	9.2%	9.5%
ROE	10.3%	12.2%	15.4%	14.8%	13.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	68.8%	66.1%	64.6%	61.2%	56.3%
资产周转率	0.50	0.57	0.60	0.62	0.63
应收账款周转率	2.12	2.43	2.51	2.64	2.78

现金流量表	单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
除税前(亏损)/溢利	20,360	27,448	35,030	37,816	41,110
无形资产的摊销	1,036	1,243	1,140	1,192	1,166
物业、厂房及设备减值亏损	3,244	3,058	3,151	3,105	3,128
营运资本变动前之现金流量	53,427	60,287	68,285	71,170	75,337
(增加)/减少存货	1,902	-200	851	326	588
(增加)/减少应收账款	4,745	3,049	3,897	3,473	3,685
经营活动产生的现金流量净额	48,531	63,339	65,471	70,333	72,267
投资活动产生的现金流量净额	-16,290	-26,486	-23,818	-24,878	-24,601
筹资活动产生的现金流量净额	-34,829	-33,510	-25,850	-25,223	-25,537
现金及现金等价物净增加额	-2,589	3,257	15,804	20,232	22,130
期初现金及现金等价物余额	23,374	20,927	24,083	39,892	60,076
期末现金及现金等价物余额	20,927	24,083	39,892	60,076	82,185

每股资料(元)	单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
每股收益	0.94	1.30	1.66	1.79	1.95
每股净资产	8.56	9.56	9.60	10.74	23.94
估值比率(倍)					
PE	16.45	10.50	7.58	5.94	5.50
PB	1.29	1.15	1.03	1.03	0.92

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。