

买入

综合建材龙头，受益于水泥行业高度景气

中国建材 (3323.HK)

2020-02-21 星期五

投资要点

目标价: **11.44 港元**

现价: 8.92 港元

预计升幅: 28%

重要数据

日期	2020-02-21
收盘价 (港元)	8.92
总股本 (百万股)	8,435
总市值 (百万港元)	75,240
净资产 (百万元)	136,425
总资产 (百万元)	436,637
52 周高低 (港元)	9.56/5.60
每股净资产 (元)	8.56

数据来源: Wind、国元证券整理

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%)

➤ 水泥产销全国第一，公司受水泥价格最直接影响：

2019 年公司水泥熟料产能 3.89 亿吨，名列中国第一。2018 年全国水泥产量 22.08 亿吨，比较水泥销量前两名，中国建材销量占比提升至 16.8%；海螺水泥自产销量占比 13.5%。水泥业务将保持公司主要收入地位并稳定增长，公司受水泥价格最直接影响，若水泥价格保持高位，公司将成为最大受益产商。

➤ 置换产能优化布局，水泥分部盈利能力提升：

公司自 12 年起收购了大量落后小水泥厂。一方面水泥产能利用率低于行业，净资产收益率低于其他龙头企业（估算 18 年 ROE 合理均值为 20.1%）。若公司持续降本增效，提高净利润率与资产周转率使得 ROE 接近均值水平，每提高 1% 的 ROE 将释放净利润 15.7 亿元的弹性空间。另一方面公司为少数有区域置换且有闲置产能的企业。2019 年置换产能 996 万吨，公司通过产能置换优化区域布局，可降低采购、运输及销售成本，提高盈利能力。

➤ 骨料产销迅猛增长，推动水泥+结构建设：

公司垂直整合水泥+产业链，先期于多个省份获取了大量矿山资源。2019 年上半年公司骨料销量 2390 万吨，同比大幅增长 68.4%，毛利率达 64%。参考世界水泥公司，尚有 7 亿吨销量空间。计划 2020 年底，骨料产能达 2 亿吨，销量超 8000 万吨。公司骨料产销增速迅猛，将扩大骨料、混凝土及水泥熟料产业链优势，有望成为公司一大利润来源。

➤ 首次覆盖给予买入评级，目标价 11.44 港元：

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.29/1.41/1.50 元，当前股价对应 PE 为 6.2/5.7/5.4 倍，明显低于水泥行业平均估值，我们给予公司 2019 年 8 倍目标 PE，对应目标价为 11.44 港元，较现价有 28% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	184,721	218,955	239,322	253,293	261,391
同比增长	82%	18.5%	9.3%	5.8%	3.2%
净利润	4,940	8,070	10,909	11,930	12,617
同比增长	366.04%	63.36%	35.17%	9.37%	5.76%
净利润率	5.30%	6.42%	7.94%	8.21%	8.41%
每股盈利 (元)	0.59	0.96	1.29	1.41	1.50
PE@8.92HKD	13.80	8.51	6.29	5.75	5.44

数据来源: wind、公司年报、国元证券整理

研究部

姓名: 杨枫

SFC: BOT856

电话: 0755-21519164

Email: yangfeng@gzyq.com.hk

目录

1. 建材产业国际龙头	5
1.1 公司概况	5
1.2 公司股权多元且稳定	5
1.3 公司发展历史沿革	6
1.4 公司业绩稳步提升	7
1.5 各业务分部收入均明显增长	8
2. 水泥行业分析	9
2.1 供给端持续收紧，行业集中度提升	9
2.2 地产投资额高位增长，加码基建释放水泥动能	12
2.3 供需关系改善，水泥价格保持高位	14
3. 公司业务亮点	16
3.1 水泥产销全国第一，公司受水泥价格最直接影响	16
3.2 置换产能优化布局，水泥分部盈利能力提升	17
3.3 骨料产销迅猛增长，推动水泥+结构建设	19
3.4 玻纤双巨头整合在即，议价与盈利能力将获得提升	20
3.5 石膏板产能持续扩张，市场份额有望提高	21
3.6 国际水泥工程龙头，新签合同保障业绩增长	22
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1 关键假设	23
4.2 行业估值及目标价	24
风险提示	25
财务报表摘要	26

图目录

图 1: 公司控股上市公司 (截至 2019 年 6 月 30 日)	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2019 年 6 月 30 日)	6
图 3: 两材发展历史进程	7
图 4: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元人民币)	8
图 5: 公司净利润及同比增速 (单位: 亿元人民币)	8
图 6: 2018 年公司各业务收入占比	8
图 7: 2019 年上半年公司各业务收入占比	8
图 8: 2019 年全国水泥熟料新点火产线产能 (单位: 万吨)	10
图 9: 全国水泥熟料产能 (单位: 万吨)	10
图 10: 全国水泥熟料生产线 (单位: 条)	10
图 11: 2019 年全国前十大企业设计产能 (单位: 万吨)	12
图 12: 2014-2019 年房地产开发投资额同比增速	13
图 13: 房屋新开工、竣工及施工面积同比增速	13
图 14: 地方政府专项债预期目标 (单位: 亿元人民币)	13
图 15: 地方政府专项债月累计值 (单位: 亿元人民币)	13
图 16: 基础设施建设投资完成额同比增速 (单位: %)	14
图 17: 全国水泥价格指数	15
图 18: 全国 P.O 42.5 水泥历史全年均价 (单位: 元/吨)	15
图 19: 全国水泥产销情况 (单位: 万吨, %)	16
图 21: 2014-2018 年全国水泥产量与中国建材及海螺水泥销量一览 (单位: 亿吨)	16
图 20: 公司于全国水泥市场布局	17
图 22: 2018 年全国水泥企业置换产能比例	18
图 23: 骨料业务销量情况 (单位: 万吨)	19
图 24: 2014-2018 年中国玻璃纤维纱总产量 (单位: 万吨)	21
图 25: 截至 2018 年底全球主要企业玻纤产能占比	21
图 26: 截至 2018 年底国内各主要企业国内产能占比	21
图 27: 北新建材国内产能分布	22
图 28: 中材国际业务成果展示	23
图 29: 公司营业收入及 YOY (单位: 亿元人民币)	24

图 30: 公司归母净利润及 YOY (单位: 亿元人民币)24

图 31: 公司 PE/PB-BAND25

表目录

表 1: 2018 及 2019 财年各分部产品销售情况9

表 2: 2014-2019 年水泥去产能政策11

表 3: 全国水泥错峰停窑情况15

表 4: 香港市场水泥行业经营指标比较17

表 5: 2019 年中国建材置换项目情况18

表 6: 公司盈利预测24

表 7: 行业可比公司估值25

1. 建材产业国际龙头

1.1 公司概况

中国建材集团有限公司（以下简称“公司”）为国务院国有资产监督管理委员会控股管理的领军建材产业集团和综合服务商。中国建材是由母公司、北新建材、中建材进出口、信达及建材院做发起人，于 2005 年 3 月 28 日改制设立的股份有限公司。首次公开发行的 H 股（股份代号：3323）于 2006 年 3 月 23 日在香港联交所挂牌上市。自 2016 年起与中国中材集团合并重组。重组合并后，旗下控股十四家上市公司，其中涵盖 2 家境外上市公司。公司已成为市场领先地位的世界一流综合建材企业，于水泥、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维、风机叶片、水泥工程、玻璃工程市场和余热发电市场均为世界龙头。

图 1：公司控股上市公司（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、国元证券整理

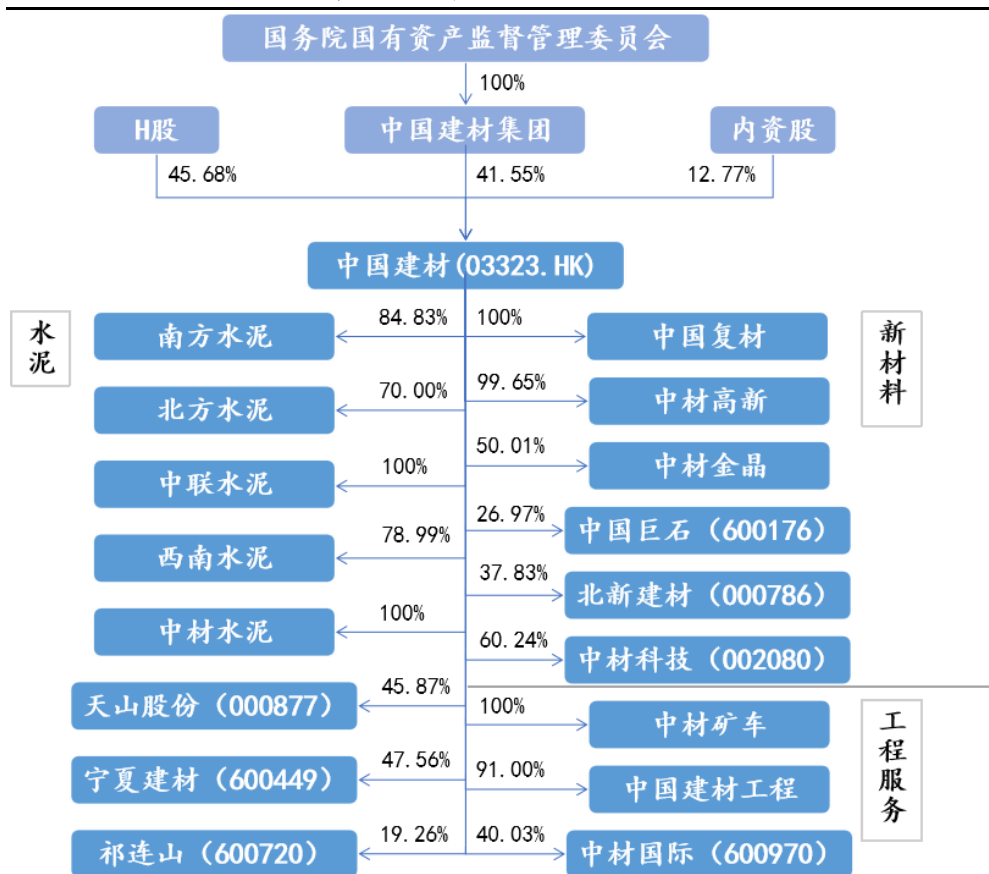
1.2 公司股权多元且稳定

公司在联合重组、组建混合所有制企业中通常采用多元化股权结构。从上市公司层次看，公司控制持有上市公司中国建材股份不低于 30%（目前国有股份占比为 41.55%），始终保持第一大股东相对控股。从子公司层次看，公司持有其所属子公司股份平均约为 70%，给机构投资人和原创业者保留 30% 股份。公司通过多元化股权结构将市场机制引入企业内部，保证战略决策、固定资产与股权投资等方面的绝对控制权，并充分调动子公司精细化管理、创新研究等方面的积极性。

在国务院办公厅意见指导下，受国企改革推动，中国建材与中国中材合并顺利完结。2016 年 8 月 22 日，国资委宣布批准中国建材集团与中国中材集团实施重组；2017 年 9 月 8 日，两家公司发布联合公告并订立协议，由中国建材以吸收换股方式与中国中材合并；2018 年 5 月 3 日，公司与中材股份换股完成，合并后的新中

国建材（3323.HK）H股上市。截至2018年12月31日，公司已发行总股本为8,434,770,662股，公司股权多元且稳定，实际控制人为国务院国资委。

图2：公司股权结构图（截至2019年6月30日）



资料来源：公司公告、国元证券整理

1.3 公司发展历史沿革

中国建材前身为中国新型建筑材料（集团）公司，1984年1月经国务院批准正式成立并由部委及企业工委领导，2003年列入国务院国资委直接监督管理的中央企业。2002年公司销售收入约20亿，通过调整水泥、玻璃等传统建材产业结构的布局和石膏板、玻璃纤维等复合材料与新型建材的推动，完成了集团跨越式发展。十七年来公司以产业政策为导向，围绕结构调整与市场优化进行改革与重组，经历了四个主要发展阶段。

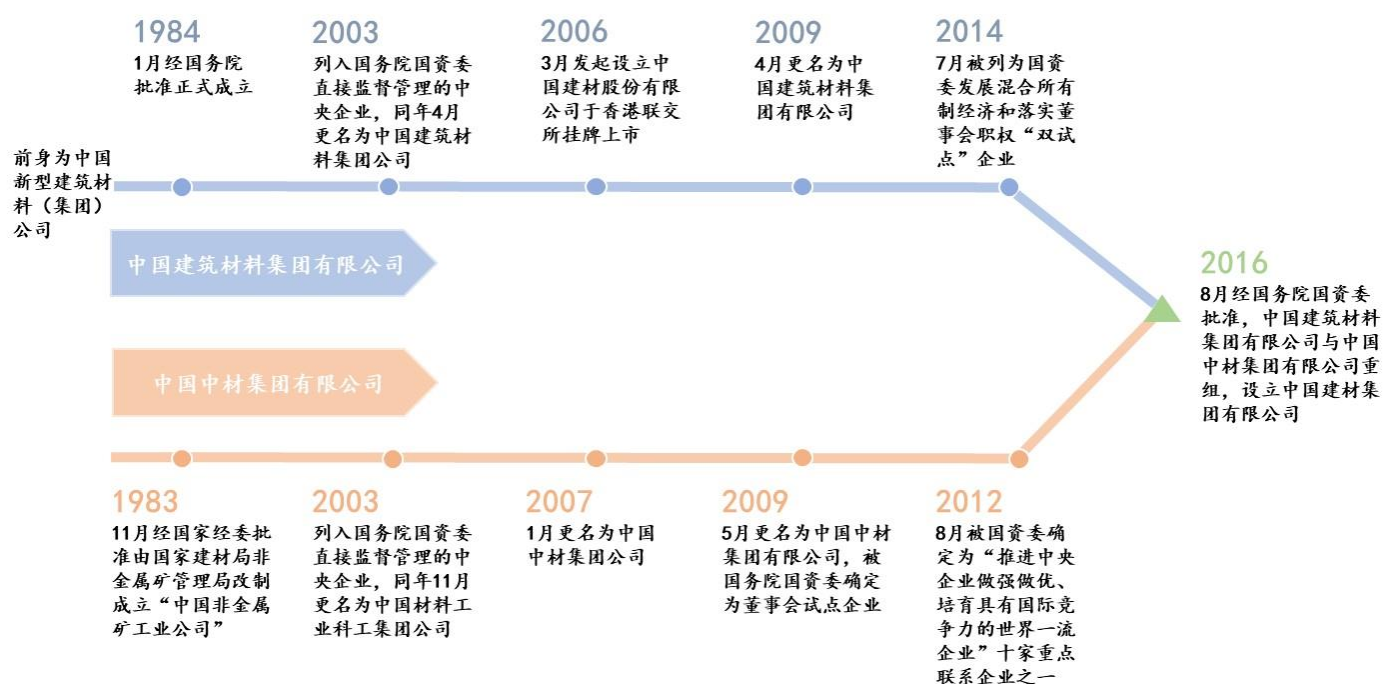
调整阶段（2002-2004）：明确发展战略目标，回归行业主流，受国资委领导后通过债务重组带动公司发展。

发展阶段（2005-2010）：行业充分竞争，水泥、玻璃等建筑材料产业产能过剩且布局分散，公司于港交所融资上市，充分利用资本工具，大规模联合重组，迅速成为建材行业龙头。

增长阶段（2011-2014）：2011年首次进入世界500强企业名单，公司坚持行业自律与限产减排，不断优化产业结构布局，从而加速发展。

转型阶段（2015-2020）：公司被一再列为国资委发展混合所有制经济和落实董事会职权“双试点”企业，2016年经国务院国资委批准与中国中材集团重组，在提质增效与新业务转型布局方面不断推进，综合实力进一步增强，跃居世界一流的建材产业集团与综合服务商。

图3：两材发展历史进程



资料来源：公司官微、国元证券整理

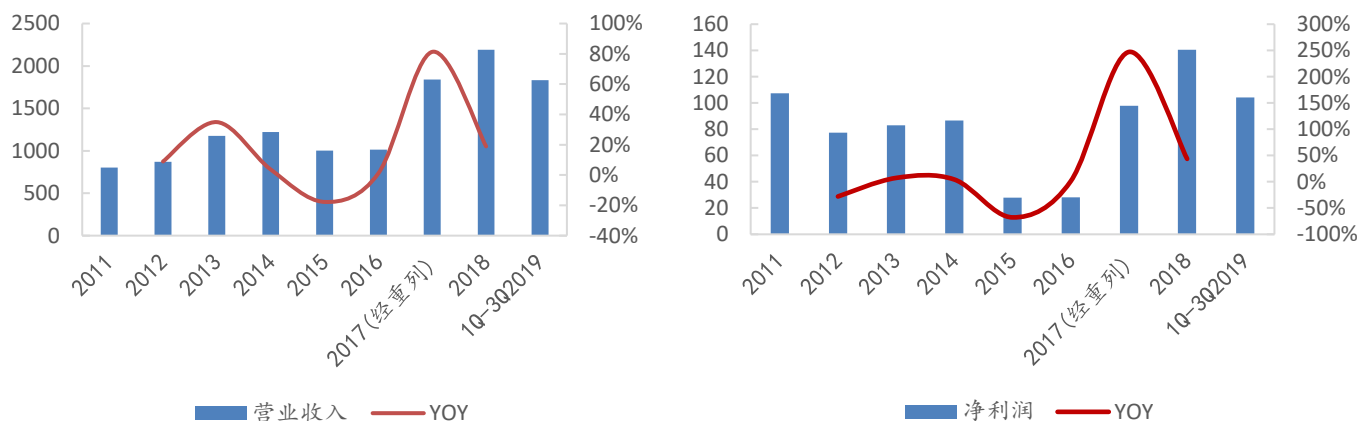
1.4 公司业绩稳步提升

自两材合并后，公司施行“三精管理”等减费增效方案，主营业务优化，业绩稳步提升。根据公司公告，2019年1至3季度业绩公司营业收入1831.4亿元人民币，同比增长16.8%；实现归属于上市公司股东净利润104.3亿元，同比增长36.2%。利润增长主要由于公司主营业务水泥产品全年维持高度景气。公司加速推进水泥、新材料和工程服务业务三足鼎立的发展格局，各分部均实现收入和利润齐步增长。

截至2019年6月30日，公司水泥产能5.2亿吨、商品混凝土产能4.6亿立方米、石膏板产能27.0亿平方米、玻璃纤维产能265.3万吨、风电叶片产能15.85GW，

均位列世界第一。公司水泥熟料销量 1.7 亿吨，同比增长 5.9%；商品混凝土销量 0.5 亿立方米，同比增长 17.1%；骨料销量 23.9 百万吨，同比增长 68.4%；石膏板销量 9 亿平方米，同比增长 4.4%；玻璃纤维纱销量 1.1 百万吨，同比增长 4.3%；风机叶片销量 4483 兆瓦，同比增长 121.4%；工程服务收入 173.0 亿人民币，同比增长 12.8%。

图 4：公司营业收入及同比增速（单位：亿元人民币） 图 5：公司净利润及同比增速（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告、国元证券整理

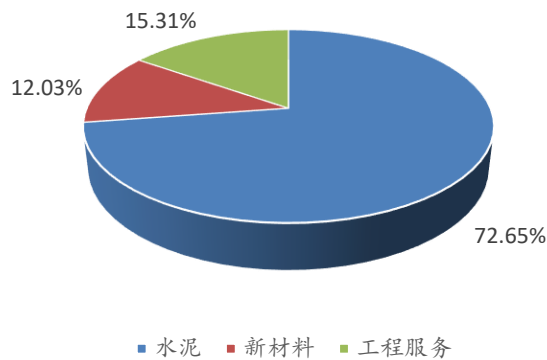
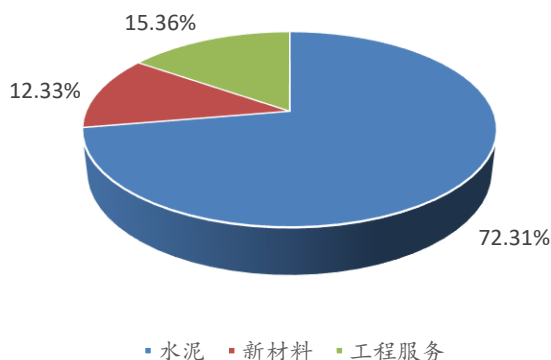
资料来源：公司公告、国元证券整理

1.5 各业务分部收入均明显增长

2018 年公司整体收入增长至 2189.6 亿元人民币，较 2017 年增长 18.9%。其中，水泥分部收入占比为 72.31%，贡献收入增加 307.7 亿元；新材料分部收入占比为 12.33%，贡献收入增加 26.6 亿元；工程服务分部收入占比为 15.36%，贡献收入增加 23.9 亿元。据公司披露数据显示，2019 年上半年水泥分部收入占比为 72.65%；新材料分部收入占比为 12.03%；工程服务分部收入占比 15.31%。我们认为，公司收入结构为三点支撑，其最主要收入贡献源于水泥及相关产品的销售收入，水泥业务进展将对公司业绩产生最直观且明显影响。

图 6：2018 年公司各业务收入占比

图 7：2019 年上半年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、国元证券整理

资料来源：公司公告、国元证券整理

表 1: 2018 及 2019 财年各分部产品销售情况

		2017年			2018年			
		销量	单位均价 (元)	收入(百万元人民币)	销量	单位均价 (元)	收入(百万元人民币)	
水泥业务	中国联合水泥	水泥(千吨)	53967.0	274.5	14813.9	52429.0	349.7	18334.4
		熟料(千吨)	13045.0	249.4	3253.4	12598.0	290.2	3655.9
		商混(千立方米)	36501.0	343.7	12545.4	36847.0	438.3	16150.0
		收入小计			30612.8			38140.4
	南方水泥	水泥(千吨)	94287.0	249.3	23505.7	96608.0	330.4	31919.3
		熟料(千吨)	18777.0	248.0	4656.7	18665.0	327.3	6109.1
		商混(千立方米)	43620.0	346.0	15092.5	47519.0	442.0	21003.4
		收入小计			43255.0			59031.7
	北方水泥	水泥(千吨)	16331.0	314.6	5137.7	14522.0	327.3	4753.1
		熟料(千吨)	2001.0	253.9	508.1	909.0	287.0	260.9
		商混(千立方米)	2889.0	334.0	964.9	3219.0	359.6	1157.6
		收入小计			6610.7			6171.5
西南水泥	水泥(千吨)	86361.0	247.5	21374.3	90052.0	298.2	26853.5	
	熟料(千吨)	2325.0	227.2	528.2	3934.0	275.1	1082.2	
	商混(千立方米)	1333.0	295.0	393.2	1308.0	330.3	432.0	
	收入小计			22295.8			28367.8	
中材水泥	水泥(千吨)	22464.0	234.7	5272.3	20579.0	335.9	6912.5	
	熟料(千吨)	4934.0	240.2	1185.1	4055.0	341.0	1382.8	
	商混(千立方米)	777.0	381.8	296.7	679.0	480.8	326.5	
	收入小计			6754.1			8621.7	
天山水泥	水泥(千吨)	18994.0	274.6	5215.8	15428.0	370.8	5720.7	
	熟料(千吨)	3890.0	227.8	886.1	4034.0	271.1	1093.6	
	商混(千立方米)	2692.0	311.2	837.8	2110.0	431.1	909.6	
	收入小计			6939.6			7723.9	
宁夏建材	水泥(千吨)	15228.0	235.3	3583.1	12740.0	258.1	3288.2	
	熟料(千吨)	449.0	214.7	96.4	1150.0	216.0	248.4	
	商混(千立方米)	1668.0	311.7	519.9	1330.0	321.7	427.9	
	收入小计			4199.5			3964.5	
祁连山	水泥(千吨)	21457.0	252.3	5413.6	18851.0	277.0	5221.7	
	熟料(千吨)	75.0	231.9	17.4	414.0	215.1	89.1	
	商混(千立方米)	1343.0	346.1	464.8	979.0	376.2	368.3	
	收入小计			5895.8			5679.1	
新材料业务	北新建材	北新建材石膏板(百万平方米)	307.7	6.6	2021.6	320.4	7.6	2422.2
		泰山石膏石膏板(百万平方米)	1513.1	4.9	7444.5	1531.3	5.2	8008.7
		收入小计			9466.0			10430.9
	中国巨石	玻璃纤维(千吨)	1357.0	5055.0	6859.6	1471.0	5153.0	7580.1
		收入小计			6859.6			7580.1
	中材科技	玻璃纤维(千吨)	607.0	6134.0	3723.3	710.0	6109.0	4337.4
		风机叶片(兆瓦)	4859.0	596204.0	2897.0	5587.0	595741.0	3328.4
		收入小计			6620.3			7665.8
	中国复材	风机叶片(兆瓦)	2322.0	654900.0	1520.7	2453.0	674280.0	1654.0
		收入小计			1520.7			1654.0

资料来源: 国家能源局、国元证券整理

2. 水泥行业分析

2.1 供给端持续收紧, 行业集中度提升

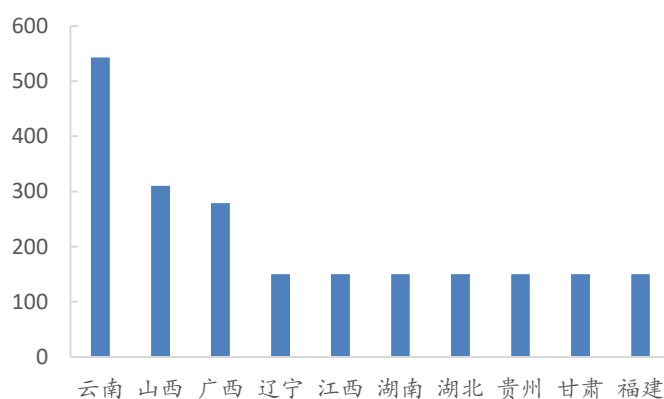
新增熟料设计产能逐年减少。截止 2019 年底, 全国新型干法水泥生产线累计共有 1624 条, 设计熟料年产能 18.2 亿吨, 水泥熟料生产线平均规模从 2018 年的 3491 TPD 提升至 3610 TPD。实际熟料年产能达 20 亿吨, 总量与 2018 年持平, 主要由于部分获得备案的在建产能延后建成, 与置换项目余出产能相抵消。据中国水泥协会数据, 2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条, 新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。

以产线区域统计，在新点火产能主要集中在西南及中部地区，且多数为产能置换项目。其中，云南新点火熟料产线数量多达4条，设计熟料年产能543万吨；广西新点火熟料产线2条，设计熟料年产能279万吨；山西新点火熟料产线2条，设计熟料年产能310万吨；其余生产线分散分布于辽宁、江西、湖南、湖北、贵州、甘肃、福建和安徽等省。

以生产规模统计，2019年全国新点火水泥熟料生产线中5000 TPD以上产线为14条，4000 TPD、2500 TPD均为1条。通过在建熟料生产线进程预估，2020年全国水泥熟料产线主要分布于西南和华东，约占全国70%，总计将落成2800至3200万吨熟料新点火产能。

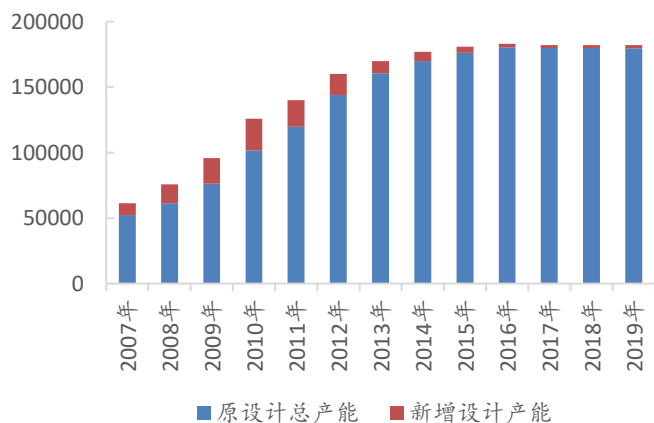
我们认为，水泥行业新增产能将持续受限，2020年水泥熟料总产能将保持稳定，水泥价格趋于弱周期化。产能存量高的龙头企业，将受益于规模化生产带来的成本优势，市场占有率和定价能力将上升。

图 8：2019 年全国水泥熟料新点火产线产能（单位：万吨）



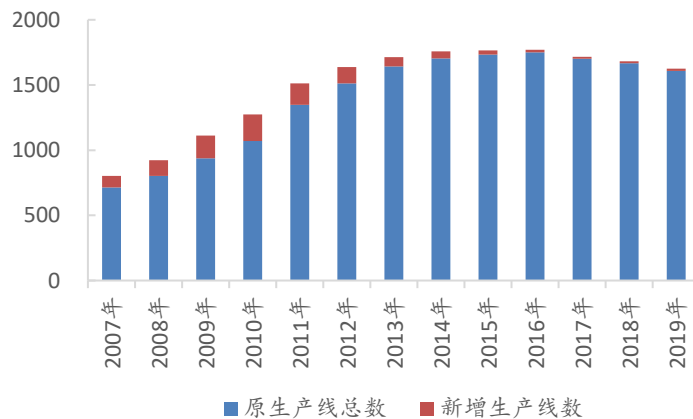
资料来源：中国水泥协会、国元证券整理

图 9：全国水泥熟料产能（单位：万吨）



资料来源：wind、国元证券整理

图 10：全国水泥熟料生产线（单位：条）



资料来源：wind、国元证券整理

自 2014 年错峰生产提案出台，水泥行业正式进入结构性供给侧改革序列。2017 年，环保部、工信部等政府机构陆续出台取消 PC32.5R 水泥、减量置换、去产能行动计划等政策，并完成排污许可证核发工作。化解水泥产能过剩成为重要改革任务，水泥产能集中度提升迅速，供需关系明显改善。2018 年，工信部发布新《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，严禁水泥新增产能，生产线总数逐年下降，2018 年较前年减少 35 条至 1667 条。新建水泥熟料生产线保持低位，2018 年仅为 14 条且均为置换产线。随着产能置换办法落实与环保政策严控，水泥熟料新增产能受限，落后产能逐年淘汰，供给端持续收紧。

表 2：2014-2019 年水泥去产能政策

时间	相关政策	政策内容与影响
2014年3月	《建议北方五省区水泥企业实行采暖季错峰生产机制》	构建黑吉辽冀内蒙古等省区水泥企业实行在冬季采暖期全面统一停窑、在春季采暖结束后开窑生产的运行机制。2014年10月下旬，新疆率先试行“错峰”，东北三省从12月1日起统一开始了水泥错峰生产，华北六省市(晋、冀、豫、鲁、京、津)陆续加入错峰生产行列。
2015年11月	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	由政府引导进行2015年至2016年冬季水泥错峰生产工作。2015年至2016年采暖期在北京、天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、新疆水泥熟料生产线试行错峰生产。
2015年11月	中央财经领导小组第十一次会议首提供给侧改革	去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，把握好‘加法’和‘减法’、当前和长远、力度和节奏、主要矛盾和次要矛盾、政府和市场的关系。
2016年7月	第一批中央环境保护督察组进驻	解决突出环境问题、落实环境保护主体责任情况，推动被督察地区生态文明建设和环境保护工作。
2017年6月	《水泥工业“十三五”发展规划》	实施水泥工业“创新提升，超越引领”战略，推进水泥工业供给侧结构性改革，促进结构调整、转型升级向纵深转折。
2017年12月	《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》	三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，前10家大企业的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。
2018年1月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	继续落实严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等举措，下大力气综合施策压减过剩产能。加大减量置换力度，对用于置换的产能限定更加严格，对用于置换的产能指标核定更加严格。
2018年7月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确提出重点区域严禁新增水泥产能，要加大落后产能淘汰和过剩产能压减力度，强化“散乱污”企业综合整治。
2018年11月	《产业转移指导目录(2018年本)》(征求意见稿)的公示	引导产业有序转移，推动工业转型升级，促进区域协调可持续发展。
2019年7月	《中央生态环境保护督察工作规定》	进一步明确了督察对象和内容，以及督察内容涉及对群众反映的生态环境问题立行立改情况，生态环境问题立案、查处、移交、审判、执行等环节非法干预，以及不予配合情况等。

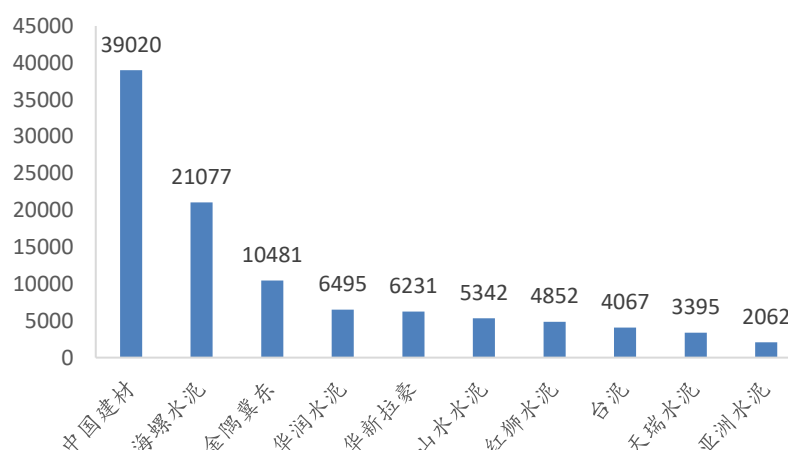
资料来源：国务院、工信部、环境保护部、中国水泥协会、国元证券整理

2017 年 12 月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》。计划中提到，三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家。前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。为响应国家供给侧改革，促进行业良性发展，中国建材与海螺水泥等龙头企业协议，水泥熟料产品不销售给小型企业。水泥行业已进入落后产能加速淘汰阶段，由分散竞价的充分竞争市场，转变为区域议价的龙头竞合市场。

从行业数据来看，大型企业的行业集中度已经不断提升。截至 2018 年底，中国（不含港澳台）前 50 家大企业集团的水泥熟料设计产能共计 13.7 亿吨，占全国总产能的 75%。其中，中国建材设计产能达 3.9 亿吨，占全国总产能 21%。前 10 家

大企业集团的**水泥熟料产能**占全国总产能的57%，与2017年持平。由于大企业拥有熟料产能比例更高，粉磨站企业数量的减少，有利于维护行业价格健康发展，保证行业产品质量达标。我们认为，**随着业内企业深化重组，行业集中度将进一步提升。**

图 11：2019 年全国前十大企业设计产能（单位：万吨）



资料来源：中国水泥协会、国元证券整理

2.2 地产投资额高位增长，加码基建释放水泥动能

2019 年房地产开发投资额保持正向增长，累计为 13.22 万亿元人民币创近五年来新高，较 2018 年同期增长 9.9%。2018 年全国房地产施工和新开工面积持续增长，同比分别增长 5.2% 及 17.2% 至 82.2 亿平方米和 20.9 亿平方米；房屋竣工面积增速自 2016 年以来持续减少，至 2018 年底同比下降 7.8%；2019 年以来，房屋施工及新开工面积增速稳定，房屋竣工面积增速回正。2019 年全国房地产施工和新开工面积增速，同比分别增长 8.7% 及 8.5%；房屋竣工面积增速同比 2.6%。

2019 年 5 月银保监会发文，将整治违规向房地产企业融资的乱象；7 月中央政治局会议明确指出不将房地产作为短期刺激经济增长的手段；2020 年 2 月 12 日中央政治局常委会提出，要加大宏观政策调节力度，积极扩大内需、稳定外需；各省市相继推出房地产支持政策，如放宽预售条件、放松预收资金监管，降低土地出让金比例等。2019 年内央行二次全面降准及中长期 LPR 利率下调带来对市场未来流动性压力缓解及融资成本下降的预期，叠加 2020 年各省市涉及房地产行业政策较 2019 年出现不同程度的放宽，我们认为房地产作为耐用品需求，受国家逆周期调节明显。从产业链的角度，2020 年行业整体融资或适当放松，房屋施工、新开工及竣工面积增速均保持正向态势，房地产开发投资额增速攀升至近 10% 同比增长，房地产行业将稳定支撑水泥需求。

图 12: 2014-2019 年房地产开发投资额同比增速

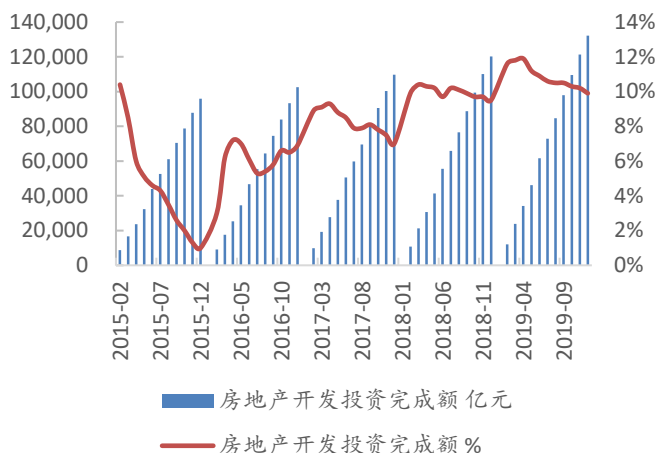
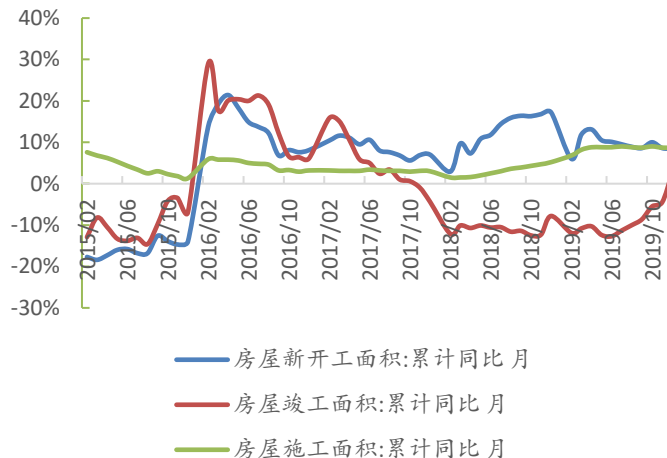


图 13: 房屋新开工、竣工及施工面积同比增速



资料来源: wind、国元证券整理

资料来源: wind、国元证券整理

9月4日国常会要求部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，并加快发行地方政府专项债券并提出拓宽专项债用作资本金使用范围，带动有效投资支持补短板扩内需；9月19日国务院印发《交通强国建设纲要》，要求到2020年完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务；11月13日国常会提出降低部分基础设施项目最低资本金比例；11月27日，财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。

2020年专项债发行时间较2019年有所提前。截至2020年1月16日，地方债已发行5069.94亿，待发行的规模为2780.70亿，较去年同期几近翻番，且约90%款项用于基建投资。我们认为，资金流动性将趋向紧张，宏观政策将保持稳定，优化地方政府专项债使用将扩大有效投资补基建短板。

图 14: 地方政府专项债预期目标 (单位: 亿元人民币)

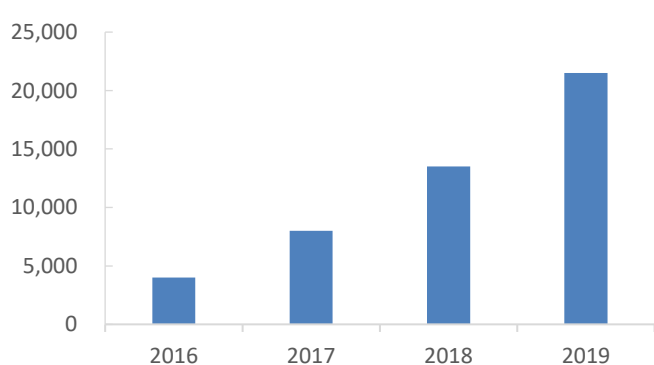
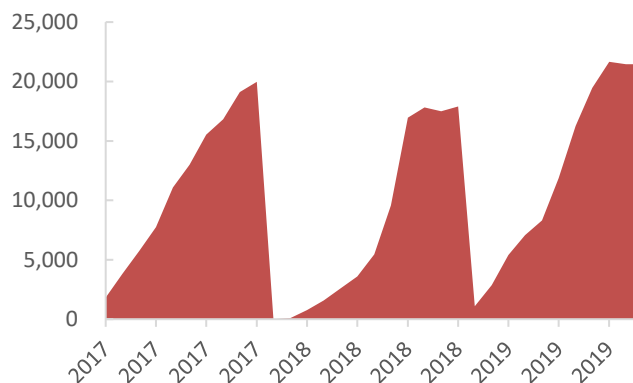


图 15: 地方政府专项债月累计值 (单位: 亿元人民币)



资料来源: wind、国元证券整理

资料来源: wind、国元证券整理

近两年来我国基建规模整体已达高位并呈现增长趋势，2018、2019年基础设施建设投资完成额同比增速分别为1.79%、3.33%。我们统计2019年国家发改委及省、市级发改委、交通厅等批复公铁轨重大交通项目工程达23000亿元。1) 铁路获批复项目总额约8878亿元，其中由国家发改委批复的项目金额约4023亿元；2) 城市轨道交通获批复项目总额约9700亿元，其中由国家发改委批复的项目总金额约6419亿元；3) 公路工程项目获省、市发改委批复同意总额约4584亿元。2020年下游行业基建项目投资批复加速，截至2020年1月28日，发改委新年批复的基础设施建设项目投资额已达1138.19亿元。受国内短期经济承压影响，中央政策或将逆周期加码填补基建短板。我们认为，**发改委对基建项目投资加速批复将保障基础设施建设投资稳定增长，水泥行业将持续释放动能。**

图 16：基础设施建设投资完成额同比增速（单位：%）



资料来源：wind、国元证券整理

2.3 供需关系改善，水泥价格保持高位

水泥行业为周期行业，市场需求受中国经济增长拉动。2008年9月，国际金融危机全面爆发后，中国经济快速回落，中国政府推出4万亿计划救市，进一步扩大内需并促进经济增长。2012至2017年，投资增速放缓，水泥供给过剩。受行业景气度下行影响和国家供给侧改革推动，水泥业内并购重组频发，到2018年已从恶性竞价过渡为集团竞合阶段，供需关系明显改善。2019年全国P.O42.5水泥全年均价创历史新高，达445.8元/吨，较2018年同比上涨2.6%，继承2018年末高起点整体处于较高水平。截至2019年12月20日，中国水泥市场价格指数达166.46高位，**持续高景气度将拉动有议价能力的龙头公司业绩。**

2019年12月6日，中共中央政治局会议指出，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变。2020年要确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。会议强调，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治

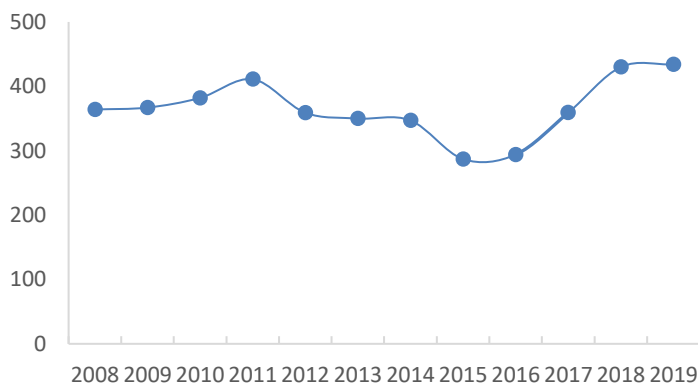
攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定。经济稳增长趋势不会动摇，水泥行业将继续贯彻节能减排等环境保护工作基调。产能扩张将持续受供给侧改革抑制，下游需求将进入“稳定增长”与“高质发展”赛道。水泥价格的主要驱动因素为供需关系，在供给受限的背景下，水泥产量受政策要求收缩，市场需求成为影响价格最敏感因素。我们认为，一方面关注2020年水泥产能限制力度，另一方面关注下游行业投资进展。整体来看，行业供给侧持续收紧，需求侧稳定支撑水泥销量，市场供需关系改善，已完成竞争竞价到竞会议价的关键过渡，价格短期内将保持同期高景气水平。

图 17: 全国水泥价格指数



资料来源：数字水泥网、国元证券整理

图 18: 全国 P.O 42.5 水泥历史全年均价 (单位: 元/吨)



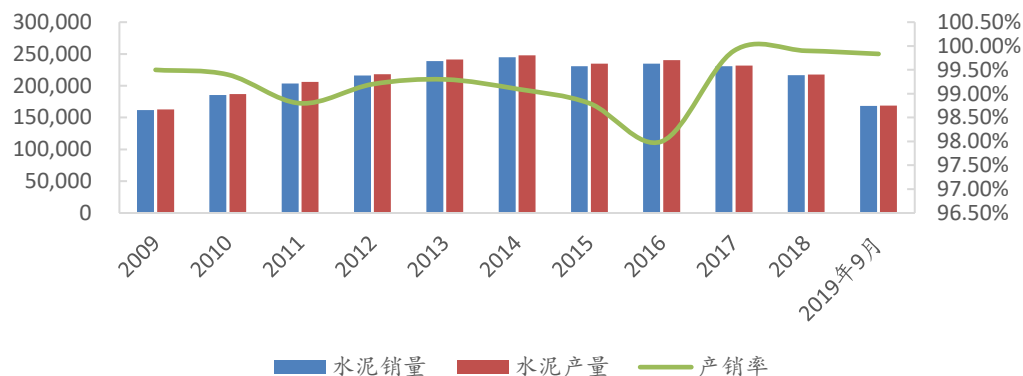
资料来源：数字水泥网、国元证券整理

表 3: 全国水泥错峰停窑情况

地区	限产时间	限产内容
东北地区		
辽宁	2018年11月至2019年4月	错峰停窑
吉林	2018年11月至2019年3月	错峰停窑
黑龙江	2018年10月至2019年4月	错峰停窑
华北地区		
唐山	2018年10月至2019年3月	除供暖等民生熟料线外，其他全部秋冬季停产 太原、临汾及运城分两批停窑20天，吕梁停窑30天 呼伦贝尔、兴安盟、通辽、赤峰停产至4月15日，其他停产至3月15日
山西	2018年9月	
内蒙古	2018年11月至2019年4月	
华东地区		
山东	2018年11月至2019年3月	错峰生产
芜湖	2018年11月至12月	企业限产40%
江苏	2018年11月至2019年2月	企业限产30%-50%
常州	2018年8月至12月	水泥熟料限产50%
浙江	2018年11月至2019年2月	11月湖州限产10天，11-12月杭州、金华、衢州每月限产10天
江西	2018年	全年熟料停窑55天
华中地区		
河南	2018年8月至9月	停窑20天
湖北	2018年	全年停窑超过70天，其中非冬季错峰期达30天以上
湖南	2018年	
西南地区		
四川	2018年	水泥熟料全年停窑110天
重庆	2018-2019年	主城区与渝西每年停窑110天，渝东每年停窑85天
贵州	2018年	

资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

图 19：全国水泥产销情况（单位：万吨，%）



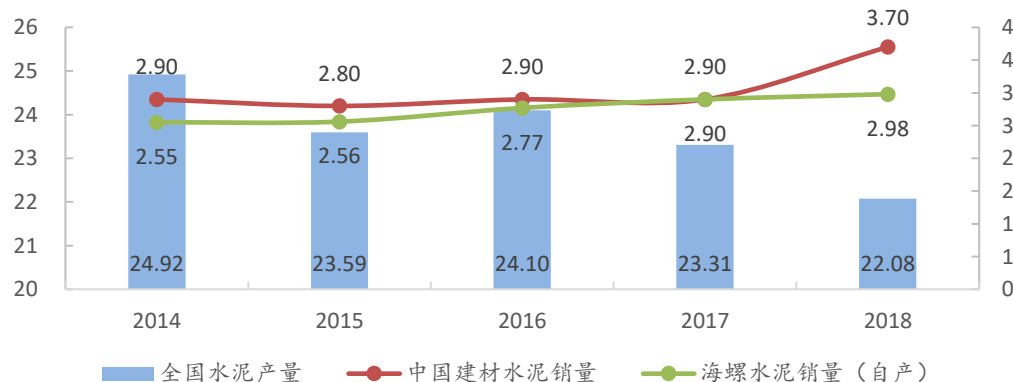
资料来源：wind、国元证券整理

3. 公司业务亮点

3.1 水泥产销全国第一，公司受水泥价格最直接影响

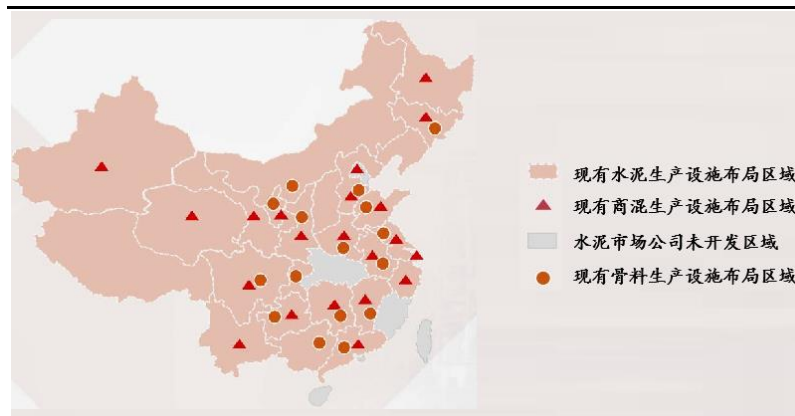
截至 2019 年 12 月 31 日，中国建材与中材股份合并后以 3.89 亿吨水泥熟料产能继续名列中国水泥产能第一。旗下控股南方水泥、北方水泥、中联水泥、西南水泥、中材水泥、祁连山、宁夏建材、天山股份共八家水泥骨干公司。公司围绕淮海经济区、东南经济区、北方地区、西南地区四大战略区域进行行业整合，全面覆盖中国六大水泥区域市场。2018 年全国水泥产量为 22.08 亿吨，整体来看，近五年来全国水泥产量保持微降紧缩趋势。比较全国水泥销量前两名，中国建材水泥销量始终保持全国首位且逆产量紧缩之势稳定增长，2018 年中国建材水泥销量达 3.7 亿吨，销量占全国产量比例为 16.8%，较 2014 年销量占比提升 5.2 个百分点；海螺水泥自产销量 2.98 亿吨，销量占全国产量比例为 13.5%。2019 年上半年，公司水泥及混凝土业务收入占比约 78%，我们认为，水泥业务将保持主要收入贡献地位且稳定增长，公司受水泥价格最直接影响，若水泥价格保持高位，公司将成为最大受益产商。

图 21：2014-2018 年全国水泥产量与中国建材及海螺水泥销量一览（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局、公司公告、国元证券整理

图 20：公司于全国水泥市场布局



资料来源：公司官网、国元证券整理

3.2 置换产能优化布局，水泥分部盈利能力提升

公司自 2012-2013 年在华东、东北及西南地区收购了大量生产线落后的小型水泥厂，部分地区水泥产能过剩。客观来看，一方面水泥整体产能利用率低于行业水平，导致总资产收益率（ROA）以及净资产收益率（ROE）与行业其他龙头企业相比有一定差距。我们选取市场规模及业务范围近似的五家水泥板块企业，估算 2018 年 ROE 合理均值为 20.1%，我们预计中国建材 2019 年 ROE 为 12.1%，若中国建材持续降本增效，提高净利润率与资产周转率使得 ROE 接近均值水平，**每提高 1% 的 ROE 将释放净利润 15.7 亿元的弹性空间。**

表 4：香港市场水泥行业经营指标比较

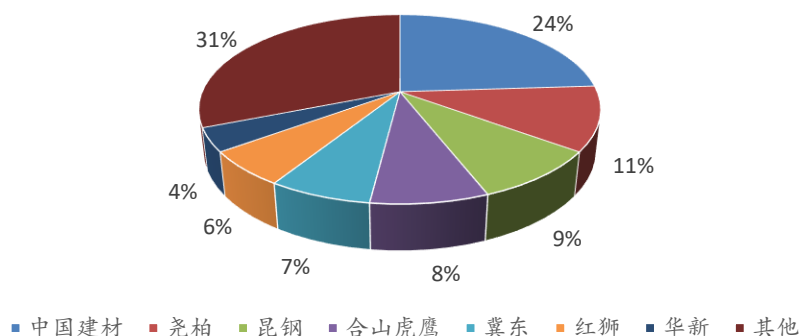
代码	证券简称	ROE (%)				ROA (%)			
		2019 三季度	2018 年报	2017 年报	2016 年报	2019 三季度	2018 年报	2017 年报	2016 年报
3323.HK	中国建材	11.9	13.74	7.41	2.53	2.31	2.06	0.94	0.32
0914.HK	海螺水泥	19.84	29.62	19.22	11.71	15.08	21.98	13.73	7.96
0743.HK	亚洲水泥(中国)	17.61	22.01	6.25	1.43	10.29	13.04	3.73	0.8
1313.HK	华润水泥控股	15.12	23.46	12.84	5.04	9.78	13.63	6.66	2.49

资料来源：wind、公司公告、国元证券整理

另一方面，受国家公布水泥产能减量置换要求，中国建材为国内少数目前有区域置换且有闲置产能的公司。目前公司已完成上市公司层面的合并，通过稳步进行“去产能”与“去产量”，逐步优化旗下公司在相同区域生产线，加速解决各核心战区过剩产能出清问题。2018 年全国水泥产能置换项目共 29 个，涉及置换产能 3870 万吨。从企业角度来看，中国建材技术改造升级动力十足，置换产能位居全国第一，6 个项目合计 923 万吨占全部置换产能的 24%。其次是尧柏水泥 413 万吨，占全部置换产能的 11%。2019 年公司继续保持产能置换动能，合计置换产能 996 万吨，通过产能置换，优化区域布局。**区域整合协同可形成规模效应，降低采购成本和运输成本；销售资源统一调配可减少经营成本，并增加管理效率。**

2020年1月3日，工信部原材料司发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确“已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换(自2021年1月1日起实行)”，旨在进一步巩固化解过剩产能，更严格规范产能置换。随着行业供给侧改革仍在持续推进，水泥的总供给量受严格控制，落后产能置换以及低标号水泥减少生产，均有利于提高公司水泥产能利用率，进而提高公司资产的盈利能力。

图 22：2018 年全国水泥企业置换产能比例



资料来源：数字水泥网，国元证券整理

表 5：2019 年中国建材置换项目情况

公告时间	类型	省份	所属公司	产能置换淘汰情况	产能置换上新情况	置换产能 (万吨)
2019年1月	内部置换	江苏	南方水泥	江苏宜城南方水泥有限公司2500t/d, 江苏阳羨南方水泥有限公司2000t/d, 5000t/d, 江苏徐舍南方水泥有限公司2500t/d (2021年12月31日前拆除)	江苏宜城南方水泥有限公司225万吨	225
2019年3月	减量置换	云南	西南水泥	云南普洱西南水泥有限公司2*1167t/d(2013.05关停, 用于置换产能1834t/d), 云南远东水泥有限责任公司1167t/d (2018.12关停), 云南永保特种水泥有限责任公司金山分公司4500t/d (用于置换产能3885t/d, 预计2022.03关停)	丽江古城西南水泥有限公司5375t/d	166.63
2019年3月	跨省置换	江西	银杉白水泥	德清南方水泥有限公司2000t/d (2020年1月拆除)	江西银杉新材料有限公司1500t/d, 新型干法白水泥优化升级改造项目	46.5
2019年6月	减量置换	贵州	西南水泥	毕节赛德水泥有限公司2500t/d (新项目建成前淘汰), 贵州织金西南水泥有限公司2500t/d (新项目建成前淘汰, 保留粉磨系统)	贵州毕节西南水泥有限公司4000t/d	124
2019年8月	省内置换	山西	中联水泥	太原狮头水泥股份有限公司朔州分公司1600t/d, 大同七峰山水泥有限公司1000t/d (新项目投产前拆除)	运城中联水泥有限公司5000t/d	155
2019年9月	内布置换	四川	西南水泥	四川洪雅西南水泥有限公司2500t/d (新项目投产前关闭)	四川省二郎山喇叭河水泥有限公司4500t/d	139.5
2019年10月	减量置换	贵州	西南水泥	贵州清镇西南水泥有限公司1300t/d (已拆除), 安龙县金宏新型建筑材料有限公司1300t/d (已拆除), 遵义赛德水泥有限公司2500t/d (正在拆除)	遵义赛德水泥有限公司4500t/d	139.5

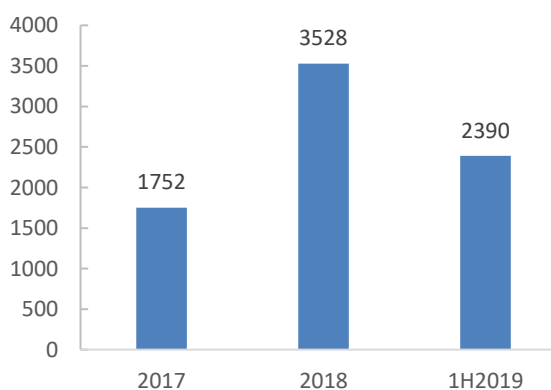
资料来源：公司公告，中国水泥网，国元证券整理

3.3 骨料产销迅猛增长，推动水泥+结构建设

公司大力发展水泥+业务，垂直整合矿山-骨料-水泥-商混完整产业链条，通过加强矿山矿权整合与骨料基地项目建设，构建商业混凝土核心利润区，壮大骨料业务发展。2019年上半年公司骨料销量2390万吨，同比大幅增长68.4%。骨料业务毛利率高达64%，目前骨料业务毛利占公司毛利比重不高，但处于加速增长阶段。参考世界老牌水泥公司，成熟阶段骨料和水泥的销量大概都是2:1的水平，公司2018年水泥销量达3.7亿吨，骨料销量仅为3528万吨，较世界老牌水泥公司尚有7亿吨以上的销量空间。中国环保政策趋严，绿色矿山受国家大力支持，骨料市场将面临重大发展变革。公司水泥厂布局广泛，可配合解决骨料区域化供给问题，同时利用产能置换项目配套骨料项目一体化发展。2019年骨料业务资本开支超过70亿，受益于业务多元化，公司利用新材料产业协同优势，先期于多个省份获取了大量低价矿山资源。

截至2018年底公司骨料产能6000万吨居全国首位，海螺水泥运营骨料产能为3870万吨位列第二。其中，子公司中国联合水泥通过控股和独资方式获取在山东、江苏、河南、河北、安徽、山西、内蒙古、北京等地的采矿权和骨料生产线，骨料年产能4000万吨；中材水泥骨料产能为570万吨；祁连山水泥骨料产能为200万吨；宁夏建材在宁夏贺兰山脉的矿山骨料产能达到730万吨；2018年7月子公司南方水泥在江西安福年产100万吨骨料项目获批准。公司正积极布局水泥+结构，计划2020年底，骨料整体产能达到2亿吨，销量达到8000万至1亿吨水平。公司骨料产销增速迅猛，将扩大骨料、混凝土及水泥熟料产业链优势，同时有望成为公司一大利润来源。

图 23：骨料业务销量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告、国元证券整理

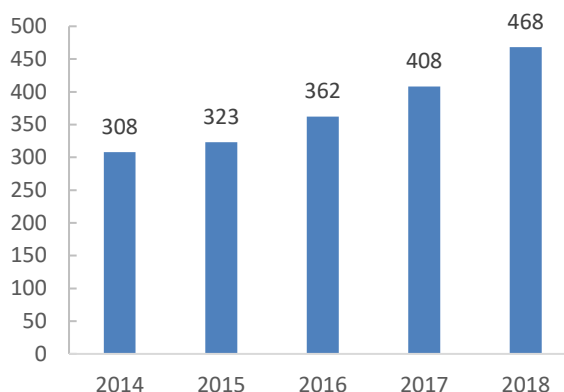
3.4 玻纤双巨头整合在即，议价与盈利能力将获得提升

公司通过发展新兴产业推动转型升级，不断突破玻璃纤维、风电叶片、碳纤维等领域核心技术。2007年收购欧洲第二大风机叶片供应商 NOI，成为中国最大的风力叶片制造商；2010年增资扩股，控股中复神鹰，攻克 T700、T800 碳纤维千吨线的生产技术；2014年收购德国 Avancis，自主研发 300mm×300mm 小型薄膜太阳能电池光电转换率达 17.9%，创世界纪录。目前公司新材料分部主要产品为玻璃纤维与石膏板，其中玻璃纤维属于替代性复合材料，可以替代钢材、木材、石材等传统材料，目前广泛应用覆盖建筑、轨道交通、石油化工、汽车制造、航空航天、风力发电、电子电器、环境工程、海洋工程等领域，其下游需求于建筑、电子电器和交通板块占比分别为 34%、21%和 16%。

中国建材与原中材股份在新材料及复合材料业务具有重合之处，如玻璃纤维业务方面原中国建材系中国巨石与原中材系中材科技、中材金晶重合。其中，中材科技拥有全国最大的风机叶片产能，2015年收购玻纤产能国内第二大企业泰山玻纤；中国巨石为全球玻璃纤维产能最大的企业。玻纤行业格局稳定集中，截至 2018 年底，全球玻纤总产能为 805 万吨，全球 CR3 为 48%。其中，中国巨石产能达 175 万吨，产能占比为 21.7%；OC 产能为 120 万吨，产能占比为 15%；泰山玻纤产能为 87 万吨，产能占比为 10.8%。我们剔除国内公司海外玻纤产能，中国巨石、泰山玻纤国内产能分别为 32.16%和 18.05%。两材合并后，中国建材玻璃纤维国内总产能占比超 50%，议价能力明显上升。受益于玻纤材料规模化生产，**公司在全球范围内具备成本优势，利于该项业务保持中长期稳定较快增长。**

2017 年 12 月，公司公告公司大股东中国建材承诺自公告日起 3 年内，妥善解决中国巨石与泰山玻纤的业务竞争问题。我们认为，玻纤企业面临最关键因素为供给过剩。2018 年玻纤行业集中放量投产，新增产能 106 万吨，远超往年同期新增产能，行业竞争加剧，玻纤企业利润大幅下滑。**从业务协同角度**，如若中国建材履行承诺对玻纤业务布局做出重组调整，将减少同区域无效竞争，提升行业定价权。同时，如若公司可统一玻璃纤维产业链资源，整合销售渠道，将降低采购成本，降低销售成本，提高运营与管理效率，改善公司盈利能力。**从产品结构角度**，公司正完善玻纤配方和专利布局，将进一步推动高强高模、超细、耐碱、扁平玻璃纤维等高技术产品产销。截止 2019 年上半年，玻纤销量 114 万吨，同比增长 4.3%，成本同比下降 4.0%。我们估计公司玻璃纤维产品综合毛利率约为 38%-41%，**产品结构优化，或将进一步带动分部整体盈利能力。**

图 24：2014-2018 年中国玻璃纤维纱总产量（单位：万吨）



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

图 25：截至 2018 年底全球主要企业玻纤产能占比

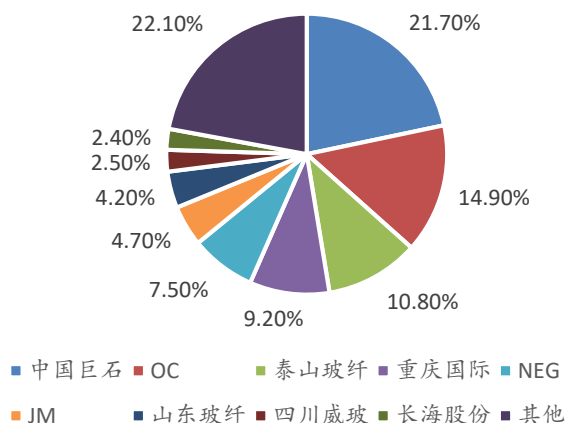
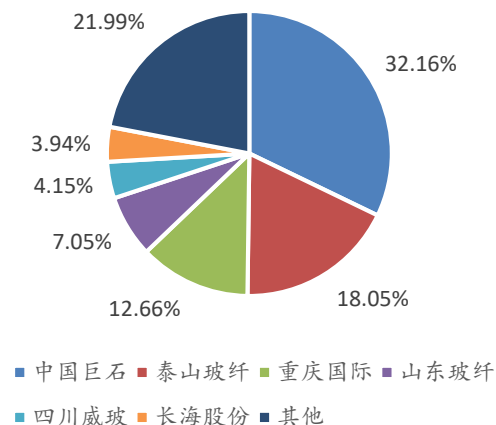


图 26：截至 2018 年底国内各主要企业国内产能占比



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

3.5 石膏板产能持续扩张，市场份额有望提高

公司持股 37.8% 的北新集团建材股份有限公司（以下简称北新建材），于 1997 年在深交所上市（000786.SZ），是中国最大的绿色建筑新材料集团，通过构建原料-生产-运输-建造-回收全生命周期绿色建筑产业链，逐步发展成为全球最大的石膏板产业集团。北新建材主营业务石膏板生产规模达 27 亿平方米，旗下石膏板品牌泰山、龙牌合计市占率约 60%。公司正加快产能扩张，实施 30 亿平米产能扩充计划，将打造先进简约工厂，为客户提供整体解决方案与全屋装配系统。海外建厂与销售持续推进，加速完成全球市场份额 50% 的目标，北新建材石膏板市场占有率有望进一步提高。

2019 年上半年，北新建材的销售收入为 58 亿，同比增加 2.5%；毛利为 17.77 亿元，同比下降 3.6%；净利润为 -5.74 亿元，同比下降 138.1%。收入增加主要由于

石膏板销量增加所致，但部分受石膏板平均售价下降所冲抵。净利润率下降主要由于受美国石膏板和解费用增加，叠加增值税返还下降所致。石膏板的生产依赖天然石膏或脱硫石膏、煤炭等资源，由于平均价格低，运输成本高，石膏板企业针对上游资源的产能布置十分关键。鉴于北新建材石膏板业务在全国产能布局合理，且依靠稳定低价的脱硫石膏获取技术和其他持续技术创新，具备明显的成本优势。我们预计，未来以北新建材为主体的石膏板业务仍将快速增长。

图 27：北新建材国内产能分布



资料来源：公司官网、国元证券整理

3.6 国际水泥工程龙头，新签合同保障业绩增长

据中国对外承包工程商会统计数据显示，近年来对外承包工程累计总量达 5,179 亿美元，年均增长率为 7%。据商务部统计，2018 年我国对外承包工程业务新签合同额 2,418 亿美元，同比下降 8.8%；完成营业额 1,690 亿美元，同比增长 0.3%。

两材合并后，公司成为全球最大的水泥工程服务承包商以及全球最大的玻璃工程服务供应商。于国内市场，为重点客户提供系统解决方案。于国际市场，通过属地化经营，推动国际项目进展，加速境外产业化布局。公司将持续优化水泥工程总包流程的精细化管理，进一步提高毛利率水平。

公司旗下中材国际（600970.SH）主要聚焦水泥技术装备与工程主业，深耕东南亚、中东、南美、非洲等重点区域。成功签约埃及 CS 日产 5700 吨白糖精炼厂、越南同奈年产 4800 吨隔板生产基地等国际多元化工程项目。截至 2019 年 6 月 30 日，公司营业收入为 112.8 亿元，同比增长 12.5%，主要由于完成的工程服务量增长。我们统计 2019 年 1-12 月新签合同金额 312.86 亿元，同比增长 1%；未完成合同额为 4,45.16 亿元，同比增长 1.29%。公司作为国际水泥工程龙头，新签合同项目将保障业绩稳健增长。

图 28：中材国际业务成果展示



资料来源：公司官网、国元证券整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

收入：1) 水泥及相关业务：公司 2018 年与中材股份换股完成，重组合并后全面覆盖中国六大水泥区域市场，成为中国水泥产能最大的建材产业集团。公司已于多个省份完成了矿山资源布局，预计水泥、骨料以及混凝土等产业链业务收入会稳定提升。我们预计，2020 年行业供需持续紧缩，水泥价格将保持高位。以南方水泥、北方水泥、中联水泥、西南水泥、中材水泥、祁连山、宁夏建材、天山股份共八家水泥骨干公司组成的“水泥+”板块 FY2019-2021 会保持 10.61%/6.52%/3.50% 的增长。

2) 新材料及工程服务业务：我们预计，公司将履行承诺整合旗下中材科技与中国巨石重叠之玻纤业务，玻纤量价将受益于过剩产能出清而逐步提升；风机叶片业务将继续受益于风电回暖；石膏板业务将持续扩产保持增速；水泥工程业务将受益于国际订单的存量正向增长。公司业务保持多元化发展，新材料和水泥工程业务预计未来占比不会有太大改变，均保持在 10%-15% 左右。

毛利率：公司 17 年以来的毛利率提升主要依靠水泥提价的拉动，随着环保趋严，过剩产能出清，供给关系将保持紧缩，我们认为未来一到两年公司主要收入贡献产品水泥的毛利率提升仍有望持续，预计稳定在 32% 左右的水平。骨料毛利率虽然较高超过 60%，但整体产能及销量基数相对较小，不会对整体毛利率产生太大影响。新材料及工程服务业务毛利率预计保持稳定。综上，我们预计公司 2019-2021 年的综合毛利率分别 30.04%/30.20%/30.34%。

费率：公司已完成集团层次的合并，但仍然处于重组后的业务磨合阶段。目前公司持续施行三精管理，人员及组织架构不断精简，冲抵了磨合阶段带来的费用提升。自18年起，国资委对公司考核指标设为净利润增长率，收入利润率，研发费用占销售收入率及资产负债率等。因此我们预计2020财年费率会保持稳定，之后存在费率略微下降的可能。

图 29：公司营业收入及 YOY（单位：亿元人民币）

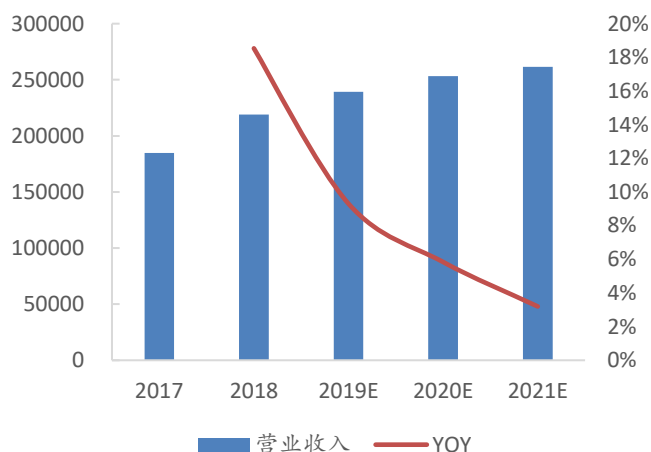
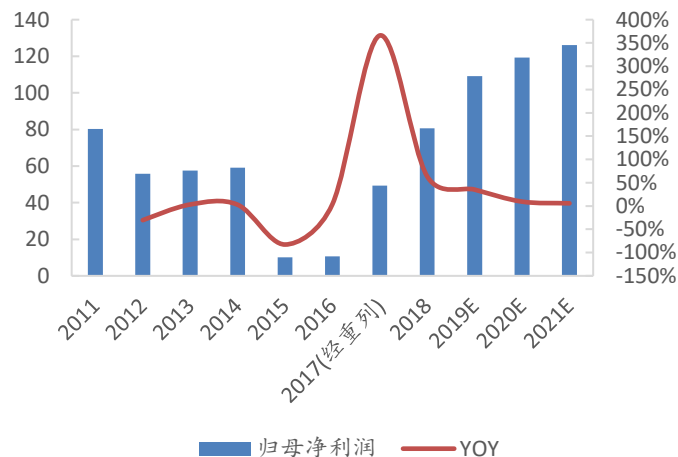


图 30：公司归母净利润及 YOY（单位：亿元人民币）



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国元证券整理

综上，我们预测公司2019-2021年收入分别为人民币239,322/253,293/261,391百万元，分别同比增长9.3%/5.84%/3.20%；公司2019-2021年归属股东净利润为人民币10,909/11,931/12,617百万元，同比增长35.2%/9.4%/5.8%。

表 6：公司盈利预测

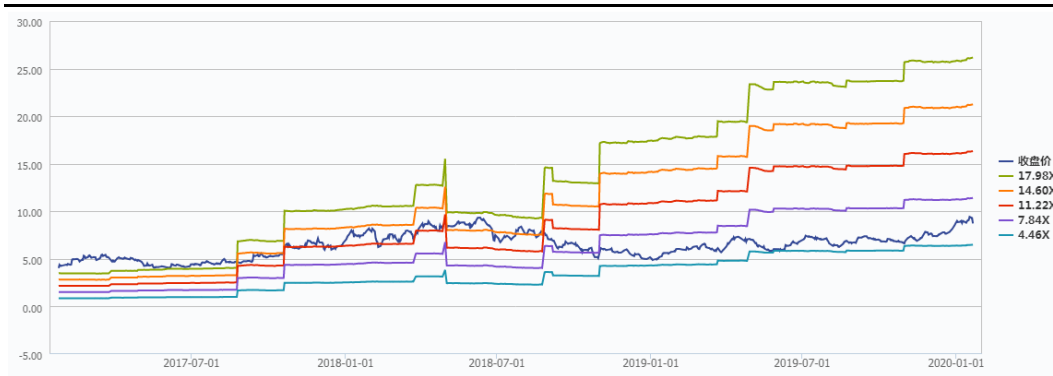
单位：人民币亿元	2017A(经重列)	2018A	2019E	2020E	2021E
归属股东净利润	49.40	80.70	109.09	119.30	126.17
同比增长	366.04%	63.36%	35.17%	9.37%	5.76%
每股盈利	0.59	0.96	1.29	1.41	1.50

资料来源：公司公告、国元证券整理

4.2 行业估值及目标价

我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.29/1.41/1.50元，当前股价对应PE为6.2/5.7/5.4倍，明显低于水泥行业平均估值，我们给予公司2019年8倍目标PE，对应目标价为11.44港元，较现价有28%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图 31: 公司 PE/PB-Band



资料来源: 中国水泥协会、国元证券整理

表 7: 行业可比公司估值

代码	公司名称	股价	市值 (亿港币)	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
3323.HK	中国建材	9.01	759.97	8.25	5.99	5.81	5.65	0.92	0.83	0.74	0.68
0914.HK	海螺水泥	56.05	3,057.01	8.72	8.36	8.51	8.60	2.31	1.97	1.71	1.51
1313.HK	华润水泥控股	9.62	671.76	8.42	8.37	8.08	7.95	1.78	1.60	1.44	1.31
2009.HK	金隅集团	2.29	366.42	6.57	4.63	4.54	4.39	0.37	0.38	0.36	0.34

资料来源: wind、国元证券整理

风险提示

国家限产力度减弱

基建投资不及预期

房地产开工不达预期

水泥价格大幅下跌

财务报表摘要

损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A(重列)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	184,721	218,955	239,322	253,293	261,391
营业成本	-135,563	-153,868	-167,418	-176,805	-182,093
其他收入	5,492	4,085	5,703	5,433	5,099
销售费用	-10,441	-11,535	-11,966	-12,538	-12,809
管理费用	-18,668	-26,538	-27,522	-28,837	-29,462
财务费用	-10,892	-10,740	-10,587	-10,434	-10,282
税前盈利	14,048	20,360	27,532	30,111	31,845
所得税	-4,255	-6,300	-8,519	-9,317	-9,853
本年盈利	9,793	14,060	19,013	20,794	21,992
归母净利润	4,939	8,067	10,909	11,930	12,617
永久资本工具持有人	653	981	1,326	1,451	1,534
非控制性权益	4,201	5,013	6,778	7,413	7,840
每股盈利	0.59	0.96	1.29	1.41	1.50
增长					
总收入 (%)	82%	18.5%	9.3%	5.8%	3.2%
净利润 (%)	249%	44%	35%	9%	6%

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A(重列)	2018A	2019E	2020E	2021E
固定资产	196,650	195,649	197,665	199,701	203,546
无形资产	55,029	53,097	54,297	55,383	56,491
长期投资	28,896	31,104	31,549	31,689	32,038
非流动资产	280,575	279,849	283,511	286,773	292,075
现金	23,374	20,898	24,222	18,039	19,691
存货	22,207	19,676	20,941	21,360	21,151
应收账款及票据	113,570	102,173	103,787	108,977	114,426
金融资产	14,345	14,040	14,181	14,836	14,509
流动资产	173,496	156,788	163,131	163,212	169,776
总资产	454,071	436,637	446,642	449,985	461,851
应付账款	106,030	92,196	95,897	95,389	97,158
短期银行借款	148,140	121,510	119,080	114,080	109,080
流动负债	254,171	213,717	214,977	209,469	206,238
长期银行借款	61,113	77,530	68,530	63,530	58,530
其他负债	14,109	8,976	9,431	9,867	10,221
非流动负债	75,222	86,506	77,961	73,397	68,751
总负债	329,392	300,223	292,937	282,866	274,989
净资产	124,765	136,425	157,136	159,101	172,989
股东权益	64,274	72,211	83,173	84,213	91,564

财务分析

	2017A(重列)	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率 (%)	26.29%	29.73%	30.04%	30.20%	30.34%
净利率 (%)	5.30%	6.42%	7.94%	8.21%	8.41%
ROE (%)	7.85%	10.31%	12.37%	12.44%	11.77%
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.54%	68.76%	65.59%	62.86%	59.54%
资产周转率	0.41	0.50	0.54	0.56	0.57
应收账款周转率	1.68	2.12	2.29	2.32	2.28
流动比率	0.68	0.73	0.76	0.78	0.82
速动比率	0.60	0.64	0.66	0.68	0.72
每股指标					
每股收益(元)	0.59	0.96	1.29	1.41	1.50
每股净资产(元)	7.62	8.56	9.65	10.49	11.73
每股股利(元)	0.16	0.18	0.24	0.27	0.28
估值指标					
市盈率	13.64	8.42	6.22	5.69	5.38
市净率	1.06	0.94	0.83	0.77	0.69
股息收益率 (%)	1.99%	2.24%	3.01%	3.29%	3.48%

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A(重列)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	14,048	20,360	27,532	30,111	31,845
折旧摊销	14,761	23,496	22,165	22,799	22,482
财务费用	11,043	12,257	10,789	11,777	11,946
投资收益	-1,042	-2,437	-1,700	-2,120	-1,910
营运资金变动	-13,237	-4,896	-6,158	-6,891	-7,328
其他经营现金流	-273	-256	-265	-260	-262
经营活动净现金流	25,300	48,523	52,364	55,416	56,773
资本支出	-15,109	-18,775	-17,796	-18,286	-18,041
长期投资	1,237	243	780	552	666
其他投资现金流	4,460	2,242	2,467	2,490	2,678
投资活动净现金流	-9,412	-16,290	-14,549	-15,244	-14,698
银行借款	-20,410	-21,491	-28,391	-36,441	-32,416
股利分配	1,343	-1,261	-228	-744	-486
其他	962	-12,077	-5,770	-9,175	-7,473
融资活动净现金流	-18,105	-34,829	-34,388	-46,360	-40,374
现金增加净额	-2,217	-2,596	3,427	-6,187	1,702
汇兑收益/(亏损)	-320	120	-103	5	-49
期初现金	25,911	23,374	20,898	24,222	18,039
期末现金	23,374	20,898	24,222	18,039	19,691

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")制作,国元证券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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话: (852) 3769 6888
传真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>