

## 买入

## 基本面逐步修复，等待价值重估

中国建材 (3323.HK)

2021-01-27 星期三

目标价: **12.13 港元**  
 现价: 9.55 港元  
 预计升幅: 27.02%

## 重要数据

日期	2021-01-26
收盘价 (港元)	9.55
总股本 (百万股)	8,435
总市值 (百万港元)	80,554
净资产 (百万元)	151,257
总资产 (百万元)	446,547
52 周高低 (港元)	14.08/6.38
每股净资产 (元)	12.02

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

中国建材(3323.HK)深度报告: 综合建材龙头, 受益于水泥行业高度景气-2020 0327  
 中国建材(3323.HK)更新报告: 整合利好行业发展, 资产回 A 催化估值修复-2020 0730  
 中国建材(3323.HK)更新报告: 内生改善成果初现, 盈利具备向上弹性-20201104

## 研究部

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

## ➤ 水泥行业盈利有韧性

据工信部数据, 2020 年全国水泥总产量达 23.77 亿吨, 同比增长 1.6%; 2020 年 1 月至 10 月水泥行业实现总营收 7952 亿元, 同比下降 2.7%; 利润 1483 亿元, 同比下降 1.6%。在疫情及较长雨季的双重影响下, 2020 年水泥行业产量保持正增长, 营收和利润水平基本与去年同期持平, 体现出行业需求仍维持在较高水平, 且盈利具备韧性。

## ➤ 产能置换有序推进, 资产质量有望稳步提升

据《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》显示, 现有企业完成实质性兼并重组后实施的不扩大产能、关小上大、优化布局、提升装备水平建设项目, 产能置换按 1:1 的比例。据卓创资讯数据, 截至 2020 年初公司单线规模在 2500t/d 及以下的产能占比约为 36%。我们预计公司将以每年更新 5% 产能的速度进行产能置换, 到 2023 年将累计约 15% 的旧产线逐步被优质产线代替, 公司资产质量有望实现较大改善, 亦有利于公司成本费用端的优化。

## ➤ 维持“买入”评级, 下调目标价至 12.13 港元:

随着公司架构整合基本完成, 资产负债表逐步修复, 公司基本面有望持续改善, 利于催化公司估值中枢上移。考虑到 2020Q4 水泥价格较 2019 年同期有所下降, 我们下调公司 2020/2021 年营业收入至 2569.62/2705.15 亿元, 同比增长 1.4%/5.3%; 下调净利润分别至 131.21/147.69 亿元, 同比增长 19.6%/12.6%。若参照 2021 年行业平均 0.7 倍的 PB 进行估值, 公司合理目标价为 12.13 港元, 较现价有 27.02% 的涨幅空间, 对应 2021 年 5.8 倍 PE, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	218,955	253,403	256,962	270,515	284,455
同比增长(%)	18.5%	15.7%	1.4%	5.3%	5.2%
归母净利润	8,067	10,974	13,121	14,769	15,970
同比增长(%)	63.3%	36.0%	19.6%	12.6%	8.1%
归母净利润率(%)	3.7%	4.3%	5.1%	5.5%	5.6%
每股盈利 (元)	0.94	1.30	1.56	1.75	1.89
PE@9.55HKD	8.49	6.13	5.13	4.56	4.22

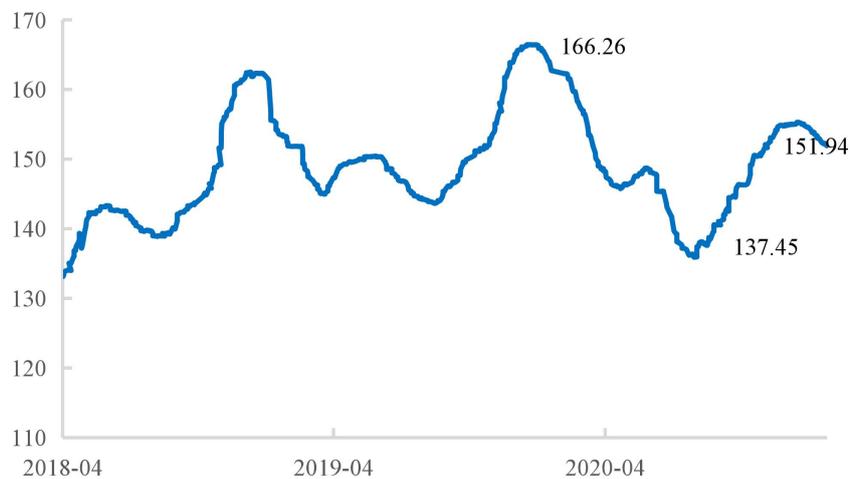
数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

## 报告正文

### 水泥行业盈利有韧性

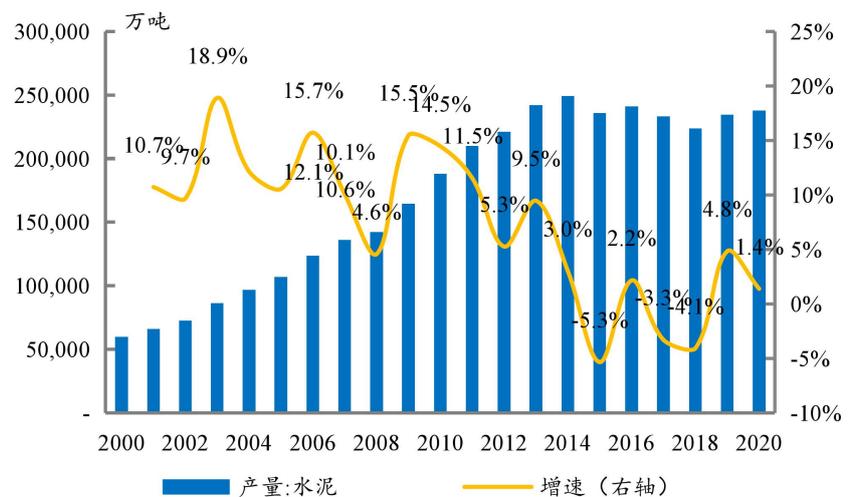
据工信部数据，2020年全国水泥总产量达23.77亿吨，同比增长1.6%；2020年1月至10月水泥行业实现总营收7952亿元，同比下降2.7%，利润1483亿元，同比下降1.6%。在疫情及较长雨季的双重影响下，2020年水泥行业产量保持正增长，营收和利润水平基本与去年同期持平，体现出行业需求仍维持在较高水平，且盈利具备韧性。

图 1：全国水泥价格指数



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 2：水泥行业产量及增速情况



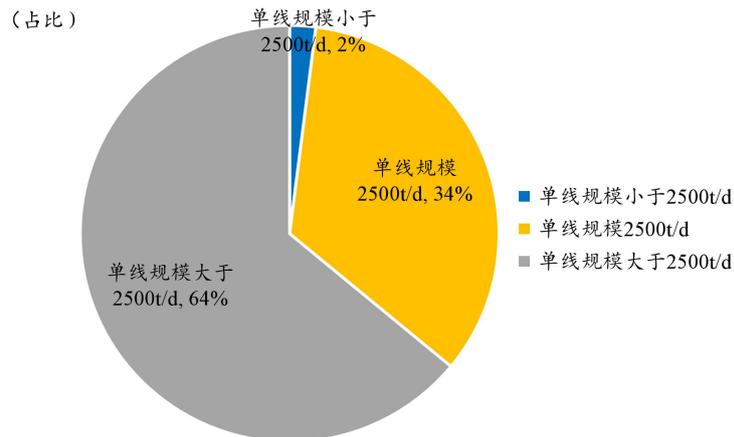
资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 产能置换有序推进，资产质量有望稳步提升

据《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》显示，现有企业完成实质性兼并

重组后实施的不扩大产能、关小上大、优化布局、提升装备水平建设项目，产能置换按 1:1 的比例。据卓创资讯数据，截至 2020 年初公司单线规模在 2500t/d 及以下的产能占比约为 36%。我们预计公司将以每年更新 5% 产能的速度进行产能置换，到 2023 年将会有累计约 15% 的旧产线逐步被优质产线代替，公司资产质量有望实现较大改善，亦有利于公司成本费用端的优化。

图 3：公司熟料生产线单线产能结构



资料来源：卓创资讯、国元证券经纪(香港)整理

## 投资建议

随着公司架构整合基本完成，资产负债表逐步修复，公司基本面有望持续改善，利于催化公司估值中枢上移。考虑到 2020Q4 水泥价格较 2019 年同期有所下降，我们下调公司 2020/2021 年营业收入至 2569.62/2705.15 亿元，同比增长 1.4%/5.3%；下调净利润分别至 131.21/147.69 亿元，同比增长 19.6%/12.6%。若参照 2021 年行业平均 0.7 倍的 PB 进行估值，公司合理目标价为 12.13 港元，较现价有 27.02% 的涨幅空间，对应 2021 年 5.8 倍 PE，维持“买入”评级。

表 1：可比公司行业估值

代码	收盘价(当地货币) 2021/1/26	市值(亿) (当地货币)	净利润(亿)			EPS			PE			PB			
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
0914.HK	海螺水泥	47.8	3,103.3	318.8	313.8	311.1	6.0	5.9	5.9	6.4	6.0	6.0	1.65	1.28	1.12
1313.HK	华润水泥控股	8.7	609.6	78.9	81.5	82.7	1.1	1.2	1.2	6.7	6.1	6.0	1.45	1.25	1.11
2009.HK	金隅集团	1.6	315.6	47.6	48.6	50.1	0.4	0.5	0.5	5.4	3.9	3.5	0.24	0.22	0.21
2233.HK	西部水泥	1.2	62.5	13.1	19.1	21.7	0.3	0.4	0.4	3.2	2.7	2.4	0.62	0.50	0.44
000877.SZ	天山股份	15.5	162.8	16.5	18.1	19.5	1.6	1.7	1.9	10.2	8.3	7.1	1.69	1.49	1.30
600720.SH	祁连山	12.6	97.5	11.6	12.9	13.9	1.5	1.7	1.8	5.9	5.3	4.6	1.43	1.19	1.01
行业平均(港股)			<b>81.1</b>	<b>82.3</b>	<b>83.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>6.33</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>0.99</b>	<b>0.81</b>	<b>0.72</b>	
3323.HK	中国建材	9.6	805.5	109.7	131.2	147.7	1.3	1.6	1.8	6.1	5.1	4.6	0.62	0.55	0.47

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						主要财务比率					
单位:百万元											
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	218,955	253,403	256,962	270,515	284,455	盈利能力(%)					
销售成本	-153,868	-176,813	-180,735	-189,351	-198,344	毛利率(%)	29.7%	30.2%	29.7%	30.0%	30.3%
毛利	65,088	76,590	76,227	81,164	86,110	净利率	6.4%	7.3%	8.6%	9.2%	9.4%
投资及其他收入	2,083	4,297	3,613	4,058	4,716	ROE	10.3%	12.4%	14.0%	14.1%	12.9%
销售及分销成本	-11,535	-13,141	-11,993	-12,499	-13,011	偿债能力(%)					
管理费用	-26,538	-34,003	-32,120	-33,476	-34,849	资产负债率	68.8%	66.7%	64.1%	60.8%	56.2%
融资成本	-10,740	-8,754	-5,139	-5,410	-5,689	资产周转率	0.50	0.57	0.59	0.60	0.60
应占联营公司溢利	2,007	2,458	2,232	3,105	2,669	应收账款周转率	2.12	2.43	2.47	2.60	2.73
应占合营公司(亏损)/溢利	-5	1	-2	-2	-2						
除所得税前溢利	20,360	27,448	32,818	36,940	39,943						
所得税开支	-6,300	-9,019	-10,784	-12,138	-13,125						
本年溢利	14,060	18,429	22,034	24,802	26,818						
本公司权益持有者	8,067	10,974	13,121	14,769	15,970						
EPS (元)	0.94	1.30	1.56	1.75	1.89						
资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>流动资产</b>						除税前(亏损)/溢利	20,360	27,448	32,818	36,940	39,943
存货	19,676	20,022	19,849	19,935	19,892	无形资产的摊销	1,036	1,243	1,140	1,192	1,166
贸易及其他应收款	97,482	98,054	97,768	97,911	97,840	物业、厂房及设备减值亏损	3,244	3,058	3,151	3,105	3,128
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	营运资本变动前之现金流量	53,427	60,287	65,915	70,116	73,967
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	(增加)/减少存货	1,902	-200	851	326	588
衍生金融工具	0	5	0	0	0	(增加)/减少应收账款	4,745	3,049	3,897	3,473	3,685
<b>非流动资产</b>						经营活动产生的现金流量净额	48,531	63,339	63,689	69,512	71,207
物业厂房及设备	175,476	173,141	181,798	185,434	189,143	投资活动产生的现金流量净额	-16,290	-26,486	-23,818	-24,878	-24,601
使用权资产	0	31,551	0	0	0	筹资活动产生的现金流量净额	-34,829	-33,510	-25,850	-25,223	-25,537
预付租赁款	19,273	0	9,636	4,818	7,227	现金及现金等价物净增加额	-2,589	3,257	14,022	19,410	21,070
投资物业	900	972	936	954	945	期初现金及现金等价物余额	23,374	20,927	24,083	38,110	57,473
商誉	43,658	37,886	30,309	24,247	19,398	期末现金及现金等价物余额	20,927	24,083	38,110	57,473	78,522
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						
<b>流动负债</b>						每股资料(元)					
贸易及其他应付款	78,990	89,285	84,138	86,711	85,424	每股收益	0.94	1.30	1.56	1.75	1.89
应欠关联方款项	3,643	5,197	4,420	4,809	4,614	每股净资产	11.20	12.02	12.91	14.48	17.00
借款-须于一年内偿还之款项	121,510	97,737	92,737	87,737	82,737						
<b>非流动负债</b>						估值比率(倍)					
借款-须于一年后偿还之款项	77,530	88,496	83,496	78,496	77,496	PE	8.49	6.13	5.13	4.56	4.22
递延收入	1,912	3,202	2,557	2,879	2,718	PB	0.71	0.66	0.62	0.55	0.47
融资租赁负债	4,357	2,708	3,533	4,904	3,875						
<b>股本</b>	8,435	8,435	8,435	8,435	8,435						
<b>储备</b>	86,245	93,331	100,454	113,723	134,939						
本公司权益持有者	94,430	101,421	108,889	122,158	143,374						
<b>总权益</b>	136,425	151,257	157,314	176,484	207,135						

# 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。