

买入

资产质量稳步提升，盈利弹性有望高于同业

中国建材 (3323.HK)

2021-10-18 星期一

目标价:	12.64 港元
现价:	9.82 港元
预计升幅:	28.68%

重要数据

日期	2021-10-15
收盘价 (港元)	9.82
总股本 (百万股)	8,435
总市值 (百万港元)	85,362
净资产 (百万元)	165,180
总资产 (百万元)	456,378
52周高低 (港元)	13.58 / 8.21
每股净资产 (元)	10.70

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 (7.45%)

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
 中国建材(3323.HK)更新报告: 基本面逐步修复, 等待价值重估-20210127

研究部

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

➤ 上半年公司盈利情况优于行业整体，净利润同比增长 47.9%

2021年上半年, 全国累计水泥销售收入为 4836 亿元, 同比增长 13.2%; 利润总额为 730.7 亿元, 同比下降 7.2%。行业增收不增利主要受成本端承压所致, 2021 年上半年全国水泥平均价格为 461.3 元/吨, 较去年同期基本持平, 但动力煤平均价 816.5 元/吨, 较去年同期 542.8 元/吨上涨 50.4%。公司上半年实现收入 1218 亿元, 同比增长 14.1%; 归母净利润 80 亿元, 同比增长 47.9%, 主要原因为减值拨备同比大幅下降 34 亿元。

➤ 双控双限影响下，水泥旺季涨价动能强劲

9月16日发改委发布完善能源消费和总量双控制度方案, 部分省市为完成双控目标, 陆续出台限产限电措施。自九月以来, 水泥市场进入传统旺季, 叠加政策影响行业供给端收缩、成本上移, 水泥价格上涨趋势明显。截至10月15日, 全国P.O42.5水泥均价为644元/吨, 同比上涨44.3%, 月环比上涨39.9%。其中华北、华东、西南、西北区域P.O42.5水泥均价分别为510、713、648、694元/吨, 分别月环比提升26.9%、26.1%、34.3%、55.1%。

➤ 水泥资产重组进入尾声，协同效应有望逐步显现

证监会已核准中国建材与天山股份重组相关事宜, 后续双方将进行重组的交割。重组完成后, 公司将有序推进水泥业务区域市场的划分, 有望提高内部协同效应, 降低成本, 进一步提升盈利能力。

➤ 维持“买入”评级，给予目标价 12.64 港元：

受双控双限影响行业供给端收缩、成本上移, 截至目前成本价格传导较为顺利, 水泥价格上涨趋势明显且预计后续涨价动能仍强劲。随着公司资产负债表逐步修复, 基本面有望持续改善, 盈利弹性较同业高, 估值尚有提升空间。预测公司2021/2022年营收2719.12/2849.89亿元, 同比增长6.7%/4.8%; 净利润160.31/185.47亿元, 同比增长27.7%/15.7%。若参照2021年行业平均0.7倍PB估值, 合理目标价为12.64港元, 较现价有28.68%的涨幅空间, 对应2021年5.6倍PE, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	253,403	254,762	271,912	284,989	299,307
同比增长(%)	15.7%	0.5%	6.7%	4.8%	5.0%
归母净利润	10,974	12,553	16,031	18,547	19,790
同比增长(%)	36.0%	14.4%	27.7%	15.7%	6.7%
归母净利润率(%)	4.3%	4.9%	5.9%	6.5%	6.6%
每股盈利 (元)	1.30	1.49	1.90	2.20	2.35
PE@9.82HKD	6.31	5.51	4.32	3.73	3.50

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

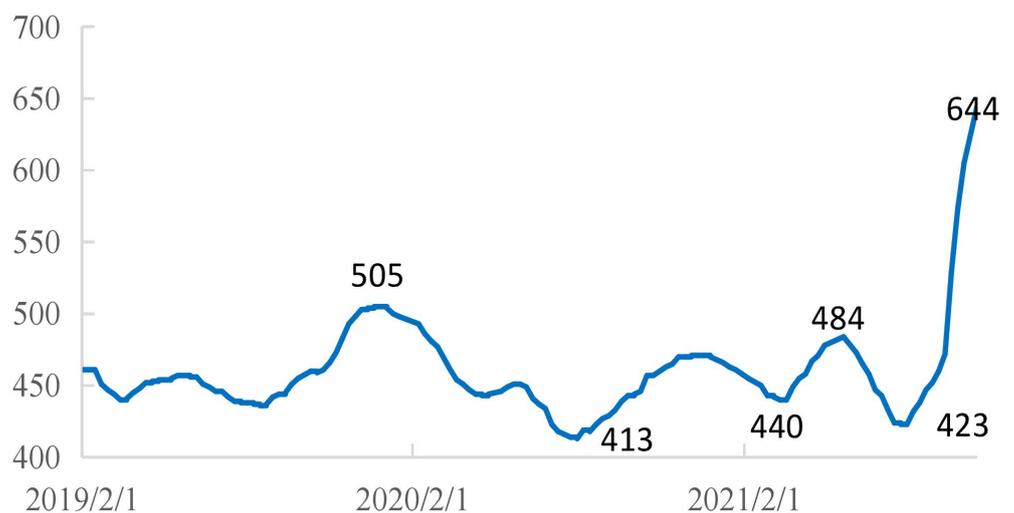
上半年公司盈利情况优于行业整体，净利润同比增长 47.9%

2021 年上半年，全国累计水泥销售收入为 4836 亿元，同比增长 13.2%；利润总额为 730.7 亿元，同比下降 7.2%。行业增收不增利主要受成本端承压所致，2021 年上半年全国水泥平均价格为 461.3 元/吨，较去年同期基本持平，但动力煤平均价 816.5 元/吨，较去年同期 542.8 元/吨上涨 50.4%。公司上半年实现收入 1218 亿元，同比增长 14.1%；归母净利润 80 亿元，同比增长 47.9%，主要原因为减值拨备同比大幅下降 34 亿元。

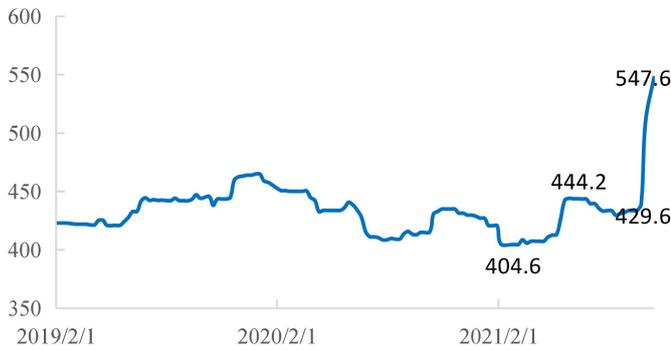
双控双限影响下，水泥旺季涨价动能强劲

9 月 16 日发改委发布完善能源消费和总量双控制度方案，部分省市为完成双控目标，陆续出台限产限电措施。自九月以来，水泥市场进入传统旺季，叠加政策影响行业供给端收缩、成本上移，水泥价格上涨趋势明显。截至 10 月 15 日，全国 P.O42.5 水泥均价为 644 元/吨，同比上涨 44.3%，月环比上涨 39.9%。其中华北、华东、西南、西北区域 P.O42.5 水泥均价分别为 510、713、648、694 元/吨，分别月环比提升 26.9%、26.1%、34.3%、55.1%。

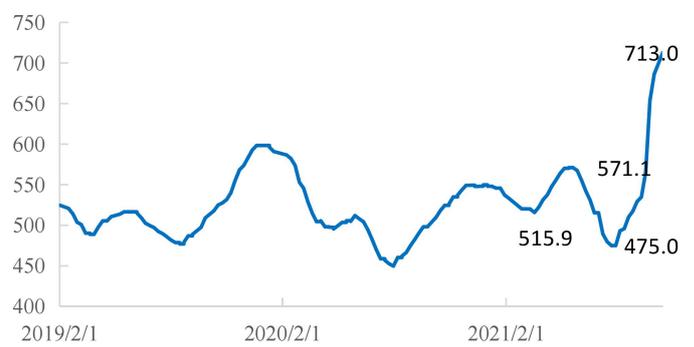
图 1：全国 P.O42.5 水泥平均价（元/吨）



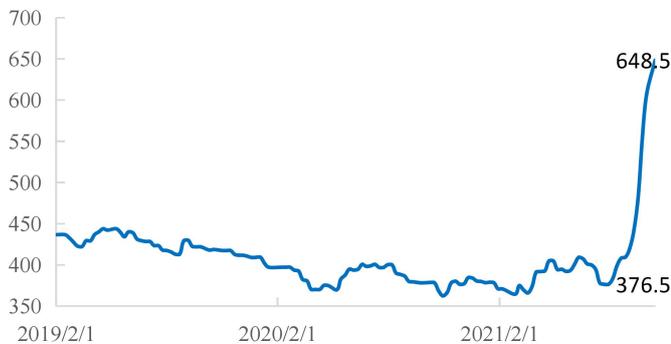
资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 2：华北 P.O42.5 水泥平均价（元/吨）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：华东 P.O42.5 水泥平均价（元/吨）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 4：西南 P.O42.5 水泥平均价（元/吨）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 5：东北 P.O42.5 水泥平均价（元/吨）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

水泥资产重组进入尾声，协同效应有望逐步显现

证监会已核准中国建材与天山股份重组相关事宜，后续双方将进行重组的交割。重组完成后，公司将有序推进水泥业务区域市场的划分，有望提高内部协同效应，降低成本，进一步提升盈利能力。

投资建议

受双控双限影响行业供给端收缩、成本上移，截至目前成本价格传导较为顺利，水泥价格上涨趋势明显且预计后续涨价动能仍强劲。随着公司资产负债表逐步修复，基本面有望持续改善，盈利弹性较同业高，估值尚有提升空间。预测公司 2021/2022 年营收 2719.12/2849.89 亿元，同比增长 6.7%/4.8%；净利润 160.31/185.47 亿元，同比增长 27.7%/15.7%。若参照 2021 年行业平均 0.7 倍 PB 估值，合理目标价为 12.64 港元，较现价有 28.68% 的涨幅空间，对应 2021 年 5.6 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) 2021/10/14	市值(亿) (当地货币)	净利润(亿)			EPS			PE			PB			
			2019A	2020A	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E	
0914.HK	海螺水泥	43.5	2,508.4	318.8	313.8	341.4	6.0	5.9	6.4	7.7	6.5	5.6	1.51	1.20	1.01
1313.HK	华润水泥控股	7.4	515.3	78.9	81.5	89.5	1.1	1.2	1.3	8.6	6.7	5.8	1.23	1.04	1.13
2009.HK	金隅集团	1.3	321.1	47.6	48.6	33.3	0.4	0.5	0.3	5.6	5.2	3.5	0.21	0.19	0.18
2233.HK	西部水泥	1.4	76.1	13.1	19.1	-	0.3	0.4	-	4.5	3.2	-	0.75	0.62	-
000877.SZ	天山股份	13.8	144.6	16.5	18.1	19.5	1.6	1.7	1.9	6.7	9.9	8.0	1.50	1.36	1.23
600720.SH	祁连山	10.6	81.9	11.6	12.9	13.9	1.5	1.7	1.8	7.4	6.4	5.0	1.20	1.05	0.92
	行业平均(港股)			81.1	82.3	99.5	1.8	1.9	2.3	6.77	6.3	5.57	0.92	0.76	0.77
3323.HK	中国建材	10.1	853.6	109.7	125.5	160.3	1.3	1.5	1.9	6.5	5.7	4.5	0.79	0.56	0.48

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理及预测

財務報表摘要

利潤表						主要財務比率					
單位:百萬元						單位:百萬元					
	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
營業收入	253,403	254,762	271,912	284,989	299,307	盈利能力(%)					
銷售成本	-176,813	-187,953	-203,154	-212,290	-222,149	毛利率(%)	30.2%	26.2%	25.3%	25.5%	25.8%
毛利	76,590	66,809	68,758	72,699	77,158	淨利率	7.3%	8.5%	9.9%	10.9%	11.1%
投資及其他收入	4,297	5,331	3,904	4,510	4,582	ROE	12.4%	13.1%	14.6%	14.5%	13.4%
銷售及分銷成本	-13,141	-4,857	-5,132	-5,325	-5,537	償債能力(%)					
管理費用	-34,003	-30,425	-27,602	-26,037	-27,071	資產負債率	66.7%	63.8%	60.2%	55.9%	51.7%
融資成本	-8,754	-7,080	-5,438	-5,700	-5,986	資產周轉率	0.57	0.56	0.59	0.58	0.58
應占聯營公司溢利	2,458	3,273	2,866	3,069	2,968	應收賬款周轉率	2.43	2.43	2.60	2.72	2.86
應占合營公司(虧損)/溢利	0.7	1.4	1.0	1.2	1.1						
除所得稅前溢利	27,448	30,035	37,356	43,219	46,114						
所得稅開支	-9,019	-8,390	-10,435	-12,073	-12,881						
本年溢利	18,429	21,645	26,921	31,146	33,233						
本公司權益持有者	10,974	12,553	16,031	18,547	19,790						
EPS(元)	1.30	1.49	1.90	2.20	2.35						
資產負債表						現金流量表					
單位:百萬元						單位:百萬元					
	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流動資產						淨利潤	10,974	12,553	16,031	18,547	19,790
存貨	20,022	20,288	20,155	20,221	20,188	加:折舊與攤銷	14,135	14,497	14,316	14,407	14,362
貿易及其他應收款	98,054	93,080	95,567	94,324	94,945	營運資本變動	11,135	12,977	12,056	12,517	12,286
可供出售金融資產	-	-	-	-	-	其他非現金調整	27,103	24,203	25,653	24,928	25,290
按公允價值于損益賬確認的金融資產	6,524	16	6,340	6,248	6,294	經營活動產生的現金流量淨額	63,348	64,230	68,056	70,398	71,728
衍生金融工具	5	1,845	-	-	-	投資活動產生的現金流量淨額	-26,580	-29,343	-31,610	-32,490	-34,366
非流動資產						籌資活動產生的現金流量淨額	-33,510	-28,878	-31,194	-30,036	-30,615
物業、廠房及設備	173,141	172,380	175,827	179,344	182,931	現金淨流量:					
使用權資產	31,551	-	-	-	-	匯率變動影響	-101	-375	-238	-307	-272
預付租賃款	-	-	-	-	-	現金及現金等价物淨增加額	3,156	5,633	5,252	7,872	6,747
投資物業	972	852	912	882	897	現金及現金等价物期初餘額	20,927	24,085	29,718	34,732	42,298
商譽	37,886	33,290	26,632	21,306	17,045	現金及現金等价物期末餘額	24,083	29,718	34,732	42,298	48,772
無形資產	12,182	19,074	13,565	14,941	15,860						
聯營公司權益	15,875	29,980	22,928	26,454	24,691	每股資料(元)					
流動負債						每股收益	1.30	1.49	1.90	2.20	2.35
貿易及其他應付款	89,285	98,066	93,676	95,871	94,773	每股淨資產	9.56	10.70	15.09	17.67	20.40
應欠關聯方款項	5,197	4,748	4,973	4,861	4,917						
借款-須于一年內償還之款項	97,737	89,441	84,441	79,441	74,441	估值比率(倍)					
非流動負債						PE	6.50	5.68	4.45	3.85	3.60
借款-須于一年後償還之款項	88,496	85,629	80,629	79,629	78,629	PB	0.88	0.79	0.56	0.48	0.41
遞延收入	3,202	2,234	2,718	2,476	2,597						
融資租賃負債	2,708	2,697	4,695	3,614	3,429						
股本	8,435	8,435	8,435	8,435	8,435						
儲備	93,331	81,805	118,824	140,646	163,629						
本公司權益持有者	80,636	90,240	127,259	149,081	172,064						
總權益	151,257	165,181	183,853	215,381	248,584						

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。