

买入

内生改善成果初现，盈利具备向上弹性

中国建材 (3323.HK)

2020-11-05 星期四

目标价:	13.79 港元
现价:	9.61 港元
预计升幅:	43.53%

重要数据

日期	2020-11-04
收盘价 (港元)	9.61
总股本 (百万股)	8,435
总市值 (百万港元)	81,060
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-20200327
 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-20200730

研究部

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

➤ 2020 Q1-Q3 归母净利润 yoy+11.82%，略超预期

公司 Q1-Q3 录得营业收入 1817.73 亿元, yoy-0.8%, 其中 Q3 为 742.7 亿元, yoy+ 6.86%。归母净利润 116.26 亿元, yoy+11.82%, 业绩略超预期; 其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 6.2/47.7/62.4 亿元, yoy-76.2%/+50.8%/+33.9%。

➤ 公司逐步兑现承诺, 解决内部同业竞争问题, 打开业绩向上空间

公司承诺到 2020 年解决各业务板块内部存在的同业竞争问题, 主要包括水泥、工程、新材料, 截至目前公司正逐步兑现: 1) 2020 年 8 月, 公司公告将通过天山股份 (000877.SZ) 集中整合水泥业务核心资产; 2) 10 月公告拟将工程服务板块整合至中材国际(600970.SH); 3) 预计明后两年有望加快推进玻纤板块的整合。公司首先通过并购重组的方式从股权架构上实现整合, 其次在业务运营上通过统一管理的模式, 增强协同效应, 推进公司由集中走向统一, 进而从根本上解决内部同业竞争问题。从公司 Q3 盈利数据来看, 公司管理整合与提升已初显成效, 释放出较强内生增长动力, 盈利向上空间被打开。

➤ 资产负债表质量改善加速, 现金流充沛助力优化负债结构

1) 资产负债率: 截至 2020Q3 公司资产负债率为 64.1%, 较 2020H1、2019 年底分别下降 1.4ppts、2.0ppts。2) 商誉: 18 年、19 年分别计提 93、134 亿, 两年共计减值 227 亿, 20H1 减值 44 亿, 截至 20Q3 公司商誉为 360 亿, 预计今年底可完成商誉三年战略性优化任务。3) 经营现金流: 截至 20Q3 经营性现金流为 228 亿, 助力优化负债结构。

➤ 维持“买入”评级, 上调目标价至 13.79 港元:

在 1) 架构改善以及管理协同稳步推进, 内生增长动力逐渐释放; 2) 高商誉、高负债率得到逐步缓解; 3) 有序进行减产置换的情况下, 公司基本面持续改善, 利润有望逐步释放, 催化估值中枢上移。我们维持预测公司 2020/2021 年营业收入为 2604.68/2745.72 亿元, 同比增长 2.8%/5.4%; 上调净利润分别至 140.05/157.14 亿元, 同比增长 27.6%/12.2%。若参照 2020 年行业平均 1 倍的 PB 进行估值, 公司合理目标价为 13.79 港元, 较现价有 43.53% 的涨幅空间, 对应 2020 年 7.5 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	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	15,714	16,976
同比增长 (%)	63.3%	36.0%	27.6%	12.2%	8.0%
归母净利润率	3.7%	4.3%	5.4%	5.7%	5.9%
每股盈利 (元)	0.94	1.30	1.66	1.86	2.01
PE@9.61HKD	9.22	6.66	5.22	4.65	4.31

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

2020 Q1-Q3 归母净利润 yoy+11.82%，略超预期

公司 Q1-Q3 录得营业收入 1817.73 亿元，yoy-0.8%，其中 Q3 为 742.7 亿元，yoy+6.86%。归母净利润 116.26 亿元，yoy+11.82%，业绩略超预期；其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 6.2/47.7/62.4 亿元，yoy-76.2%/+50.8%/+33.9%。

图 1：2020Q3 公司营收 yoy+6.86%

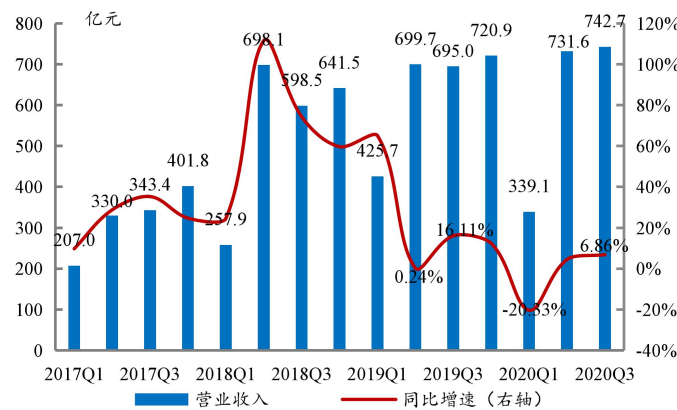
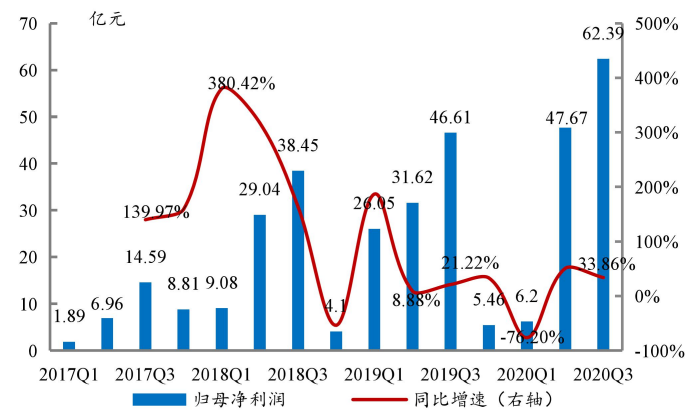


图 2：2020Q3 公司归母净利润 yoy+33.9%



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

公司逐步兑现承诺，解决内部同业竞争问题，打开业绩向上空间

公司承诺到 2020 年解决各业务板块内部存在的同业竞争问题，主要包括水泥、工程、新材料，截至目前公司正逐步兑现：1) 2020 年 8 月，公司宣告将通过天山股份(000877.SZ)集中整合水泥业务核心资产；2) 10 月公告拟将工程服务板块整合至中材国际(600970.SH)；3) 预计明后两年有望加快推进玻纤板块的整合。

公司首先通过并购重组的方式从股权架构上实现整合，其次在业务运营上通过统一管理的模式，增强协同效应，推进公司由集中走向统一，进而从根本上解决内部同业竞争问题。从公司 Q3 盈利数据来看，公司管理整合与提升已初显成效，释放出较强内生增长动力，盈利向上空间被打开。

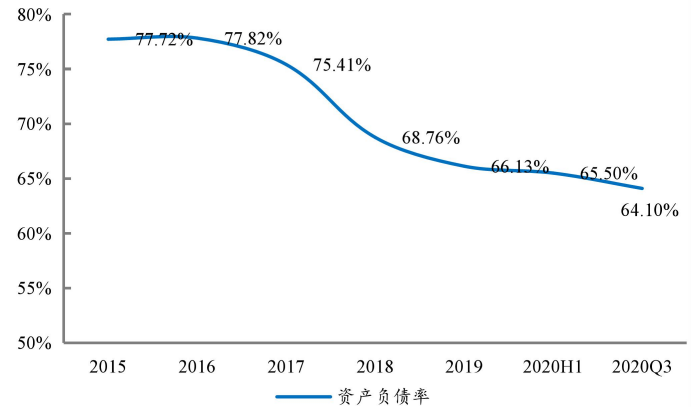
资产负债表质量改善加速，现金流充沛助力优化负债结构

- 资产负债率：**截至 2020Q3 公司资产负债率为 64.1%，较 2020H1、2019 年底分别下降 1.4ppts、2.0ppts。
- 商誉：**18 年、19 年分别计提 93、134 亿，两年共计减值 227 亿，20H1 减值 44 亿，截至 20Q3 公司商誉为 360 亿，预计今年底可完成商誉三年战略性优化任务。
- 经营现金流：**截至 20Q3 经营性现金流为 228 亿，助力优化负债结构。

表 1: 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 3: 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

在 1) 架构改善以及管理协同稳步推进, 内生增长动力逐渐释放; 2) 高商誉、高负债率得到逐步缓解; 3) 有序进行减产置换的情况下, 公司基本面持续改善, 利润有望逐步释放, 催化估值中枢上移。我们维持预测公司 2020/2021 年营业收入为 2604.68/ 2745.72 亿元, 同比增长 2.8%/5.4%; 上调净利润分别至 140.05/157.14 亿元, 同比增长 27.6%/12.2%。若参照 2020 年行业平均 1 倍的 PB 进行估值, 公司合理目标价为 13.79 港元, 较现价有 43.53% 的涨幅空间, 对应 2020 年 7.5 倍 PE, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司行业估值

代码	收盘价(当地货币) 2020/11/4	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	51.1	3,197.0	318.8	313.8	311.1	6.0	5.9	5.9	6.9	6.7	6.6	1.77	1.41	1.23
1313.HK	华润水泥控股	10.4	726.2	78.9	81.5	82.7	1.1	1.2	1.2	8.0	7.5	7.5	1.73	1.48	1.31
2009.HK	金隅集团	1.5	327.7	47.6	48.6	50.1	0.4	0.5	0.5	5.3	3.7	3.3	0.24	0.22	0.21
2233.HK	西部水泥	1.2	63.6	13.1	17.8	20.2	0.3	0.4	0.4	3.3	3.1	2.7	0.63	0.53	0.46
000877.SZ	天山股份	15.6	163.2	16.5	18.1	19.5	1.6	1.7	1.9	10.2	8.0	7.0	1.69	1.48	1.30
600720.SH	祁连山	15.5	120.4	11.6	12.9	13.9	1.5	1.7	1.8	7.3	6.5	5.7	1.77	1.47	1.24
	行业平均			81.1	82.1	82.9	1.8	1.9	1.9	6.8	5.9	5.5	1.30	1.10	0.96
3323.HK	中国建材	9.6	810.6	109.7	140.1	157.1	1.3	1.7	1.9	6.7	5.2	4.7	0.70	0.66	0.58

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						单位:百万元				
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	218,955	253,403	260,468	274,572	289,101	盈利能力(%)					
销售成本	-153,868	-176,813	-181,357	-190,275	-199,601	毛利率(%)	29.7%	30.2%	30.4%	30.7%	31.0%
毛利	65,088	76,590	79,111	84,297	89,500	净利率	6.4%	7.3%	9.0%	9.6%	9.9%
投资及其他收入	2,083	4,297	3,613	4,058	4,716	ROE	10.3%	12.4%	15.5%	16.6%	15.6%
销售及分销成本	-11,535	-13,141	-12,156	-12,686	-13,224	偿债能力(%)					
管理费用	-26,538	-34,003	-32,558	-33,978	-35,419	资产负债率	68.8%	66.7%	64.9%	64.0%	60.5%
融资成本	-10,740	-8,754	-5,209	-5,491	-5,782	资产周转率	0.50	0.57	0.60	0.62	0.62
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	2.51	2.64	2.78
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	35,030	39,302	42,459						
所得税开支	-6,300	-9,019	-11,510	-12,914	-13,952						
本年溢利	14,060	18,429	23,519	26,388	28,507						
本公司权益持有者	8,067	10,974	14,005	15,714	16,976						
EPS(元)	0.94	1.30	1.66	1.86	2.01						
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
流动资产						除税前(亏损)/溢利	20,360	27,448	35,030	39,302	42,459
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	68,285	72,648	76,678
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
非流动资产						经营活动产生的现金流量净额	48,531	63,339	65,471	71,417	73,250
物业厂房及设备	175,476	173,141	174,309	173,725	174,017	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	15,804	21,315	23,113
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	39,892	61,160
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	39,892	61,160	84,252
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	每股资料(元)					
流动负债						每股收益	0.94	1.30	1.66	1.86	2.01
贸易及其他应付款	78,990	89,285	84,138	86,711	85,424	每股净资产	11.20	12.02	12.44	13.07	15.03
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	估值比率(倍)					
非流动负债						PE	9.22	6.66	5.22	4.65	4.31
借款-须于一年后偿还之款项	77,530	88,496	83,496	87,670	92,054	PB	0.77	0.72	0.70	0.66	0.58
递延收入	1,912	3,202	2,557	2,879	2,718						
融资租赁负债	4,357	2,708	3,533	4,904	3,875						
股本	8,435	8,435	8,435	8,435	8,435						
储备	86,245	93,331	96,504	101,819	118,358						
本公司权益持有者	94,430	101,421	104,938	110,254	126,793						
总权益	136,425	151,257	151,607	159,286	183,181						

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。