

投资评级 优于大市 维持

资产质量改善、分红继续提升，竞争力不可同日而语

股票数据

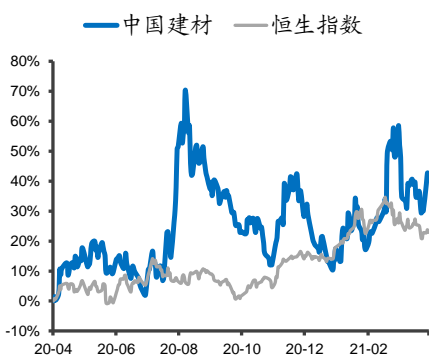
04月01日收盘价(元)	11.26
52周股价波动(元)	6.11-14.08
总股本/流通H股(百万股)	8435/3869
总市值/流通市值(百万元)	95017/95017

注：以上货币单位为 HKD

相关研究

《竞争力持续改善的建材旗舰》2020.09.13
《建材旗舰，内核升级》2020.04.11

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.6	21.2	20.8
相对涨幅(%)	10.0	25.7	22.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

分析师:颜慧菁

Tel:(021)23154171

Email:yhj12866@htsec.com

证书:S0850520020001

投资要点:

事件: 近日公司公布 2020 年度业绩公告, 公司 2020 年收入 2548 亿元、同比 +0.5%; 归母净利润 125.5 亿元、同比 +14.4%, 倒算 20Q4 归母净利润为 9.3 亿元、同比 +60.4%; 2020 年 EPS 约 1.488 元。公司拟每股派息 0.47 元, 分红率 31.58%、同比 +4.68pct, 按照 2021 年 4 月 1 日收盘价及 1HKD=0.83CNY 测算, 股息收益率为 5.0%。2020 年公司归母权益净资产为 902 亿元 (不含永久资本工具)。

点评:

● 2020 年新材料板块较快增长, 水泥板块表现平稳。

2020 年公司水泥、混凝土、新材料、工程服务收入分别为 1275 亿元 (-3%)、511 亿元 (-2%)、410 亿元 (+33%)、338 亿元 (-11%)。2020 年公司整体 EBITDA 利润率为 18.9%、同比基本 +0.1pct, 其中水泥、混凝土、新材料、工程服务 EBITDA 利润率分别同比 +0.7、+3.6、+2.7、-9.1pct。新材料业务收入、利润率表现大幅改善主要系风机叶片量价齐升, 玻纤石膏板业务销量增长贡献。

● 水泥板块: 水泥熟料销量平稳, 价格有所回落, 骨料业务高速增长。

2020 年公司水泥熟料综合销量达 3.89 亿吨、同比 -0.6%, 均价为 321 元、同比 -12 元, 其中 20H2 销量 2.25 亿吨、同比 +1.9%, 均价为 318 元、同比 -9 元。混凝土销量为 1.12 亿方、同比 -0.2%, 均价为 459 元、同比 -6 元。骨料销量 7900 万吨、同比 +50.6%, 增长表现强劲。全年水泥板块业务 (包括水泥、混凝土、骨料等) 毛利率为 27.2%、同比 -1.5pct。

● 新材料板块: 全年风机叶片量价齐升, 20H2 玻纤、石膏板景气显著回升。

1) 20H2 石膏板量价改善: 20H1 石膏板业务受疫情影响相对较大, 20H2 疫情缓解后经营开始好转, 2020 年北新建材、泰山石膏石膏板销量分别同比 +7%、+1% (20H2 分别同比 +18%、+11%), 均价分别同比 -0.05 元/平、-0.23 元/平 (20H2 分别同比 +0.05 元/平、-0.28 元/平)。

2) 20H2 玻纤景气底部回升: 20H1 玻纤行业仍在消化前期投放产能、玻纤价格处于底部, 20H2 玻纤景气底部回升, 2020 年中国巨石、中材科技玻纤销量分别同比 +22%、+6% (20H2 分别同比 +27%、+10%), 2020 年中国巨石、中材科技玻纤均价分别同比 -6%、-3% (20H2 分别同比 +1%、+2%)。

3) 2020 年风电叶片量价齐升: 2020 年中材科技、中国复材风机叶片销量分别同比 +55%、+72% (20H2 分别同比 +64%、+95%), 均价分别同比 +13%、+21% (其中 20H2 分别同比 +11%、+22%)。

● 毛利率微降、财务费用改善带动费用率下降, 盈利水平有所提升。

毛利率: 2020 年公司综合毛利率同比 -0.8pct、至 26.2%, 主要系水泥价格下降。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	218997	254762	274241	284629	295709
(+/-)YoY(%)	18.9%	0.5%	7.6%	3.8%	3.9%
净利润(百万元)	7932	12553	16649	19836	23144
(+/-)YoY(%)	60.6%	14.4%	32.6%	19.1%	16.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.94	1.49	1.97	2.35	2.74
毛利率(%)	29.7%	26.2%	27.0%	27.8%	28.5%
净资产收益率(%)	11.2%	11.5%	13.3%	13.6%	13.7%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

费用率：2020 年公司员工成本为 193.8 亿元、同比+0.6%，人均薪酬同比+1.6%。销售费用率、管理费用率分别同比-0.1、+0.1pct，基本保持稳定，财务费用同比-16.7 亿元（受益于有息负债、利率率下降）。

应占联营公司利润大幅增长：2020 年应占联营公司利润同比+33%、至 32.7 亿元、占公司税前利润的 11%，主要系水泥分部联营公司以及中国巨石利润上升带动。

净利润率：受益于费用率下降、应占联营公司利润增长、信用损失拨备下降、有效税率下降等因素，公司 2020 年净利率 8.5%、同比+1.2pct，其中 20H2 为 8.1%、同比+1.3pct。

- **审慎的会计确认减值，负债端压力继续减轻，资产负债表进一步改善，2021 年开始轻装上阵。**2018~2020 年水泥行业盈利水平显著升至相对高位，但公司大幅提升其计提减值亏损幅度：2018~2020 年公司分别计提相关拨备金额达 96、130、125 亿元。2020 年末公司有息负债为 1751 亿元、同比-112 亿元，带动公司财务费用同比-16.7 亿元；经营性现金流净额为 642 亿元、同比+1%，扣除 260 亿元资本开支，自由现金流为 382 亿元。2020 年末公司商誉为 333 亿元、较高峰期的 2017 年 447 亿元已大幅下降。
- **维持“优于大市”评级。**公司是大型建材央企中国建材集团最核心的产业平台和旗舰上市公司，7 项业务居世界第一。我们认为公司在经历自我革新、合纵连横、水泥长期高景气背景下，成本费用控制、区域市场掌控力、资产负债表等已大幅改善，其竞争力已不可同日而语。预计 2021~2023 年公司 EPS 分别 1.97、2.35、2.74 元，按照汇率 1HKD=0.83CNY，给予公司 2021 年 PE 6~7 倍，港币合理价值区间为 14.24~16.61 港元/股。
- **风险提示。**商誉等减值继续超预期增加；水泥供需关系转弱等。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(港元)	EPS (港元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2021/4/1	2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	(按最新每股净资产计算)
0914.HK	海螺水泥	50.60	7.65	7.99	7.98	6.6	6.3	6.3	1.4
1313.HK	华润水泥控股	8.63	1.23	1.28	1.39	7.0	6.7	6.2	1.2
2233.HK	西部水泥	1.33	0.40	0.35	0.43	3.3	3.8	3.1	0.6
0868.HK	信义玻璃	25.50	1.11	1.59	1.97	23.0	16.0	12.9	3.7
平均值						10.0	8.2	7.1	1.7

资料来源：WIND，海通证券研究所 注：汇率按 1HKD=0.83CNY 计算

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业收入	254762	274241	284629	295709
每股收益	1.49	1.97	2.35	2.74	营业成本	187953	200235	205587	211372
每股净资产	12.91	14.88	17.23	19.98	毛利率%	26.2%	27.0%	27.8%	28.5%
每股经营现金流	7.61	7.38	8.01	8.11	营业费用	35282	38120	37856	37555
每股股利	0.47	0.59	0.71	0.82	营业费用率%	13.8%	13.9%	13.3%	12.7%
价值评估 (倍)					管理费用	30425	32635	32732	32824
P/E	6.28	4.73	3.97	3.41	管理费用率%	11.9%	11.9%	11.5%	11.1%
P/B	0.87	0.76	0.65	0.56	财务费用	7999	6032	4556	2954
股息率%	5.03%	6.34%	7.55%	8.81%	财务费用率%	3.1%	2.2%	1.6%	1.0%
盈利能力指标 (%)					投资收益	3274	4255	4893	5382
毛利率	26.2%	27.0%	27.8%	28.5%	利润总额	30035	39868	47501	55420
净利润率	4.9%	6.1%	7.0%	7.8%	所得税	8390	11163	13300	15518
净资产收益率	11.5%	13.3%	13.6%	13.7%	有效所得税率%	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
资产回报率	2.8%	3.7%	4.4%	4.6%	少数股东损益	9092	12056	14364	16759
盈利增长 (%)					归属母公司所有者净利润	12553	16649	19836	23144
营业收入增长率	0.5%	7.6%	3.8%	3.9%					
净利润增长率	14.4%	32.6%	19.1%	16.7%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63.8%	56.7%	49.8%	46.9%	货币资金	29718	25076	39339	93735
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.4	交易性金融资产	6172	5816	5459	5103
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.1	应收账款及应收票据	83417	78355	71157	65713
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.7	存货	20288	21614	22191	22816
经营效率指标					其它流动资产	16699	17790	18266	18780
应收帐款周转天数	119.5	104.3	91.3	81.1	流动资产合计	156295	148651	156413	206147
存货周转天数	39.4	39.4	39.4	39.4	长期股权投资	19412	19412	19412	19412
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	固定资产	172380	171191	170108	169124
固定资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	无形资产	49054	49054	49054	50827
					商誉	33290	33290	33290	33290
					其他非流动资产	25948	25948	25948	25948
					非流动资产合计	300083	298894	297812	298600
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	456378	447545	454225	504748
净利润	12553	28705	34201	39903	短期借款	89441	38994	0	0
折旧与摊销	-	16189	16082	15985	应付票据及应付账款	57729	66745	76143	84549
营运资本变动	-	15552	17617	14924	应交税金	4774	5139	5334	5541
其他非现金调整	-	1778	-337	-2428	其它流动负债	46099	49624	51503	53508
经营活动现金流	64230	62224	67563	68383	流动负债合计	198062	160523	133003	143623
投资活动现金流	-29343	-10387	-9749	-11033	长期借款	85629	85629	85629	85629
融资活动现金流	-28878	-56479	-43550	-2954	其它长期负债	7507	7507	7507	7507
现金净流量	6008	-4642	14263	54396	非流动负债合计	93136	93136	93136	93136
					负债总计	291197	253658	226138	236758
					实收资本	8435	8435	8435	8435
					普通股股东权益	100443	117092	136928	160072
					少数股东权益	56304	68360	82724	99483
					负债和所有者权益合计	456378	447545	454225	504748

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日; (2) 以上各表均为简表 公司暂未披露 2020 年详细现金流量表
 资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 帝欧家居,中国巨石,西部水泥,天山股份,中材国际,中国铁建,坚朗五金,中设集团,中国建筑,三棵树,华新水泥,万年青,祁连山,冀东水泥,中国中铁,伟星新材,精工钢构,科顺股份,兔宝宝,惠达卫浴,宁夏建材,再升科技,海螺水泥,中钢国际,中材科技,东方雨虹,长海股份,凯伦股份,信义玻璃,东宏股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。