

3Q22 继续承压，最险难关可能已过

华泰研究

2022年10月11日 | 中国香港

公告点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

9.60

研究员

SAC No. S0570519110002
SFC No. BHG354

龚劼

gongjie@htsc.com
+(86) 21 2897 2097

研究员

SAC No. S0570520110001
SFC No. AOH868

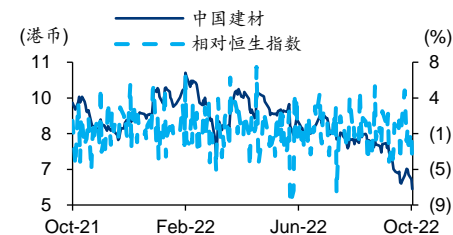
王帅

bruce.wang@htsc.com
+(86) 21 2897 2099

基本数据

目标价(港币)	9.60
收盘价(港币 截至10月11日)	5.67
市值(港币百万)	47,825
6个月平均日成交额(港币百万)	217.97
52周价格范围(港币)	5.48-11.60
BVPS(人民币)	12.23

股价走势图



资料来源: S&P

3Q22 盈利降幅扩大，但核心利润降幅预计更为缓和

中国建材发布盈利预警，预计1-9月中国会计准则下归属于母公司净利润同比-50%左右，隐含3Q22单季度归母净利润约10.4亿元，同比-80%。我们预计扣除公允价值变动损益、减值拨备以及资产处置收益等因素后，核心净利润同比降幅更为缓和(-60~-70%)，但仍较上半年(-33%)有所扩大，主因：1.水泥价格在5-7月份逐月下降，3Q22水泥吨毛利同比降幅扩大；及2.玻纤价格3Q22加速回落，同比由涨转跌。虽然盈利仍承压，我们预计最险的难关可能已经渡过，伴随行业旺季到来和更积极的稳增长政策实施，需求有望逐步企稳，带动盈利修复。维持22/23/24年预测EPS不变(1.20/1.72/1.85元)。目标价9.6元，基于7x2022年PE，较2009年以来历史均值低约20%。因吨毛利仍在低位，4Q22盈利的可预测性相对较弱。维持买入评级。

水泥需求已实现边际改善，更积极的政策有助于进一步企稳

进入旺季以来水泥需求已呈现边际改善，尤其是华东和华南地区，截至9月底的发货情况已经接近或超过去年同期水平。水泥价格自8月以来也已经企稳，根据数字水泥数据计算，9月底全国水泥均价较7月底上涨了18元/吨，涨幅和2016-2020年同期平均涨幅基本相当。在此前通过推动基建适度超前投资的基础上，政府近期对房地产行业也出台了更积极的支持政策。伴随各地政策的推出与落实，我们预计需求有望进一步企稳。行业最困难的时候可能已经渡过。

健康的资产负债表，更强竞争力，更成熟的新材料业务

与2008和2015年(均为水泥需求面临较大挑战的年份)相比，我们认为公司当前有三方面有了长足的进步：1.资产负债表已较为健康，公司1H22净负债率已降至78.7%；2.三精管理下水泥业务竞争力显著提升，尤其在华东和华南等核心区域以及3.玻纤和石膏板等新材料业务已具备更成熟的规模，新业务的梯队也更完善。我们预计这将赋予管理层更灵活的决策空间，在需求挑战依然存在的阶段更积极和从容地应对。

4Q22 盈利可预测性较弱，2023 年盈利有望实现较强修复

我们预计4Q22吨毛利有望较3Q22实现温和的边际修复，但依然处于低位，4Q22盈利的可预测性相对较弱。我们预计2023年水泥需求有望实现弱复苏，供需有望实现阶段性再平衡，带动水泥价格上涨。考虑到公司更高的经营杠杆和财务杠杆，我们预计水泥价格修复的背景下，公司2023年盈利修复的弹性相对同行有望更为强劲。

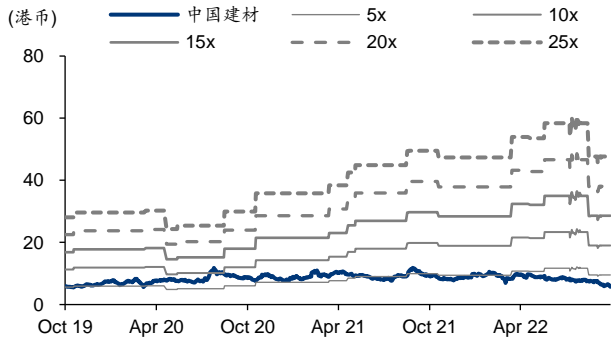
风险提示：房地产政策严于我们预期；行业竞争弱于我们预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	254,843	273,683	255,378	270,441	274,295
+/-%	0.57	7.39	(6.69)	5.90	1.43
归属母公司净利润(人民币百万)	12,561	16,218	10,124	14,494	15,643
+/-%	14.46	29.11	(37.58)	43.17	7.92
EPS(人民币,最新摊薄)	1.49	1.92	1.20	1.72	1.85
ROE(%)	14.72	16.88	9.73	12.99	12.80
PE(倍)	3.12	2.42	3.87	2.71	2.51
PB(倍)	0.43	0.38	0.37	0.34	0.31
EV EBITDA(倍)	5.00	4.61	5.27	4.32	3.94

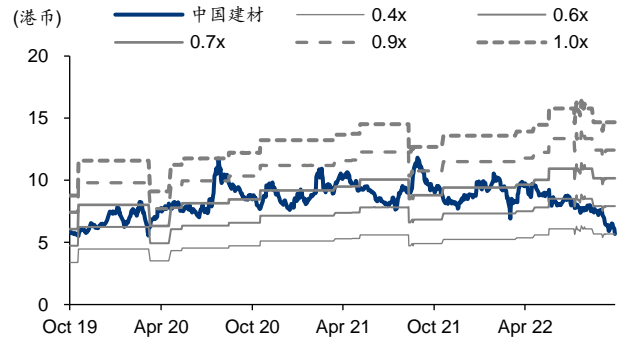
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国建材 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表2: 中国建材 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	254,843	273,683	255,378	270,441	274,295
销售成本	(187,995)	(208,315)	(202,386)	(210,241)	(212,667)
毛利润	66,847	65,368	52,992	60,200	61,628
销售及分销成本	(4,858)	(4,836)	(4,086)	(4,327)	(4,389)
管理费用	(33,460)	(30,253)	(24,153)	(24,283)	(24,572)
其他收入/支出	5,336	6,525	4,000	4,000	4,000
财务成本净额	(7,080)	(7,236)	(6,781)	(6,044)	(5,126)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	30,059	33,588	26,005	33,613	35,642
税费开支	(8,396)	(7,969)	(5,901)	(7,340)	(7,776)
少数股东损益	8,110	8,606	9,185	10,985	11,429
净利润	12,561	16,218	10,124	14,494	15,643
折旧和摊销	(14,497)	(14,814)	(14,842)	(15,411)	(15,869)
EBITDA	51,636	55,638	47,628	55,068	56,637
EPS (人民币, 基本)	1.49	1.92	1.20	1.72	1.85

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	20,288	21,199	19,781	20,948	21,246
应收账款和票据	94,925	89,201	90,260	95,455	96,784
现金及现金等价物	29,718	27,260	33,871	49,533	67,836
其他流动资产	40,905	39,160	12,057	12,057	12,057
总流动资产	156,295	149,718	155,970	177,992	197,923
固定资产	172,380	181,241	180,362	179,911	178,887
无形资产	19,074	25,602	32,236	31,713	31,155
其他长期资产	108,629	105,981	102,659	99,937	97,218
总长期资产	300,083	312,824	315,257	311,561	307,259
总资产	456,378	462,542	471,227	489,553	505,182
应付账款	102,815	103,374	106,027	109,954	111,168
短期借款	89,441	73,751	58,060	42,370	26,680
其他负债	5,806	5,752	5,752	5,752	5,752
总流动负债	198,062	182,876	169,839	158,076	143,599
长期债务	85,629	93,093	100,557	108,021	115,484
其他长期债务	7,507	7,949	7,949	7,949	7,949
总长期负债	93,136	101,042	108,505	115,969	123,433
股本	8,435	8,435	8,435	8,435	8,435
储备/其他项目	81,805	93,439	97,717	108,563	118,981
股东权益	90,240	101,873	106,152	116,998	127,416
少数股东权益	56,304	59,942	69,127	80,112	91,540
总权益	146,544	161,815	175,279	197,110	218,956

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	3.12	2.42	3.87	2.71	2.51
PB	0.43	0.38	0.37	0.34	0.31
EV EBITDA	5.00	4.61	5.27	4.32	3.94
股息率 (%)	9.15	13.50	8.43	12.06	13.02
自有现金流收益率 (%)	38.55	13.51	5.55	22.58	30.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	51,636	55,638	47,628	55,068	56,637
融资成本	7,080	7,236	6,781	6,044	5,126
营运资本变动	12,307	1,374	3,253	(2,632)	(465.00)
税费	(8,396)	(7,969)	(5,901)	(7,340)	(7,776)
其他	1,603	(6,190)	(1,781)	(2,043)	(1,126)
经营活动现金流	64,230	50,089	49,980	49,097	52,396
CAPEX	(36,852)	(41,365)	(40,936)	(33,936)	(33,936)
其他投资活动	7,509	5,754	18,420	18,420	18,420
投资活动现金流	(29,343)	(35,611)	(22,516)	(15,516)	(15,516)
债务增加量	(11,405)	3,651	(8,226)	(8,226)	(8,226)
权益增加量	0.00	-	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,952)	(3,964)	(5,845)	(3,649)	(5,224)
其他融资活动现金流	(14,521)	(16,407)	(6,781)	(6,044)	(5,126)
融资活动现金流	(28,878)	(16,721)	(20,852)	(17,919)	(18,576)
现金变动	6,008	(2,243)	6,611	15,662	18,303
年初现金	24,085	29,824	27,260	33,871	49,533
汇率波动影响	(375.00)	(321.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	29,718	27,260	33,871	49,533	67,836

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	0.57	7.39	(6.69)	5.90	1.43
毛利润	(12.72)	(2.21)	(19.00)	14.00	2.00
营业利润	0.36	8.68	(22.00)	24.00	3.00
净利润	14.46	29.11	(37.58)	43.17	7.92
EPS	14.46	29.11	(37.58)	43.16	7.93
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	26.00	24.00	21.00	22.00	22.00
EBITDA	20.26	20.33	18.65	20.36	20.65
净利润率	4.93	5.93	3.96	5.36	5.70
ROE	14.72	16.88	9.73	12.99	12.80
ROA	2.78	3.53	2.17	3.02	3.15
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	88.00	78.14	64.67	46.80	31.21
流动比率	0.79	0.82	0.92	1.13	1.38
速动比率	0.69	0.70	0.80	0.99	1.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.56	0.60	0.55	0.56	0.55
应收账款周转天数	138.60	121.10	126.49	123.61	126.15
应付账款周转天数	188.91	178.16	186.24	184.91	187.16
存货周转天数	38.60	35.85	36.45	34.87	35.71
现金转换周期	(11.71)	(21.22)	(23.30)	(26.44)	(25.29)
每股指标 (人民币)					
EPS	1.49	1.92	1.20	1.72	1.85
每股净资产	10.70	12.08	12.58	13.87	15.11

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国建材（3323 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国建材（3323 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中国建材（3323 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司