




中性

# 建材行业事件点评

## 中建材水泥资产重组，超大规模平台呼之欲出

**中建材将以天山股份作为平台，整合旗下中联、南方、北方、西南、中材、中建材投资等水泥资产。重组后集团内各自为政局面将改善，经营效率有望提升；旗下资产长期折价将消除，水泥板块整体估值有望提升；旗下宁夏建材、祁连山、中国巨石、中材科技等平台同业竞争问题的解决也有望提上日程。**

- **中建材水泥业务重组将依托天山股份平台推进，目前暂不涉及宁夏建材和祁连山**：7 月 24 日，天山股份发布公告，为推动解决中建材集团内部同业竞争问题，公司拟发行股份或支付现金的方式收购中国建材水泥板块资产，正在论证的标的资产包括中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥以及中建材投资下属水泥资产。方案尚未最终确定。同日，宁夏建材和祁连山发布公告称本次重组不涉及本公司，目前公司水泥板块业务正常，公司将继续保持现有水泥板块业务。
- **若完全收购，天山股份将拥有 3.54 亿吨熟料产能，成为 A 股最大水泥公司**：目前中建材分别持有中联、南方、北方、西南、中材、天山、中建材投资七大水泥业务平台 100%、84.8%、70%、79%、100%、45.9%、100%的股份；各平台分别拥有熟料产能 9,349.6 万吨、9,929.3 万吨、2,405.6 万吨、8,348.3 万吨、1,860 万吨、3,276.7 万吨、196.85 万吨。若全部收购，则重组后的天山股份将拥有 3.54 亿吨熟料产能，是海螺水泥的 1.67 倍，成为 A 股规模最大的水泥上市公司。
- **中建材水泥业务整合有望改善内部各自为政的局面，提升经营效率，改善盈利能力**：中建材作为国内拥有水泥熟料产能最多的综合建材集团，合计水泥熟料产能达到 3.88 亿吨，远高于海螺水泥。但中国建材的市值仅为 845 亿元，而海螺水泥的市值为 3,068 亿元，主要有以下几个原因。第一，中国建材对旗下水泥平台没有实现完全持股；第二，中建材旗下水泥熟料产能平均规模小于海螺，规模效应较不明显，吨毛利、吨成本等经营效率指标表现较弱；第三，盈利能力较低，2019 年中联、南方、北方、西南、中建材投资、中材六大平台合计利润 74 亿元，ROE 仅为 8%(海螺为 24.5%)；第四，中建材是港股上市公司，估值较低。随着天山股份对中建材旗下其他水泥平台进行整合，中建材旗下水泥公司有望结束各自为政的局面，提升经营效率，改善盈利能力。
- **中建材旗下水泥资产长期折价现状有望消除，水泥板块整体估值有望提升**：天山股份作为本次重组平台，在一系列水泥资产注入后，中建材旗下水泥资产在港股市场长期折价的现象有望消除，高负债率的资产结构有望优化。随着资产重组，水泥行业内天山、海螺双寡头局面将得到确立，通过供给侧产能控制以及寡头协同，行业将保持较强盈利能力，水泥板块上市公司作为优质资产，估值水平有望进一步提升。
- **本次重组提升中建材旗下其他水泥公司、玻纤公司整合预期**：本次重组提升了中建材旗下其他资产整合的预期，宁夏水泥、祁连山等水泥板块同业竞争问题未来有望得到解决。中国巨石、中材科技等旗下玻纤板块业务平台整合预期也得到提升。
- 建议关注**天山股份、祁连山、宁夏建材、中国巨石、中材科技。**
- **水泥业务整合进度不及预期。**

**相关研究报告**

**《建材行业周报》20200726**
**《建材行业周报》20200720**
**《建材行业周报》20200713**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**建筑材料**

**证券分析师：余斯杰**
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

## 中建材水泥业务经营数据

**图表 1.中建材各区域熟料产能数量和海螺水泥比较（单位：个）**

| | 中联 | 南方 | 北方 | 西南 | 天山 | 中材 | 投资 | 宁夏 | 祁连山 | 中建材 | 海螺 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华北 | 13 | | 1 | 1 | | | | 4 | | 19 | |
| 东北 | | | 25 | | | | | | | 25 | |
| 华东 | 40 | 68 | | | 4 | 5 | | | | 117 | 62 |
| 华中 | 23 | 22 | | | | 3 | | | | 48 | 14 |
| 华南 | | 4 | | | | 4 | 2 | | | 10 | 22 |
| 西南 | | | | 89 | | | | | | 89 | 37 |
| 西北 | | | | | 31 | 2 | | 13 | 19 | 65 | 11 |
| 小计 | 76 | 94 | 26 | 90 | 35 | 14 | 2 | 17 | 19 | 373 | 146 |

*资料来源：中国水泥网，中银证券*

**图表 2.中建材各区域熟料产能数量和海螺水泥比较(单位：万吨)**

| | 中联 | 南方 | 北方 | 西南 | 天山 | 中材 | 投资 | 宁夏 | 祁连山 | 中建材 | 海螺 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华北 | 1,314.4 | | 77.5 | 24.8 | | | | 449.5 | | 1,866.2 | |
| 东北 | | | 2,328.1 | | | | | | | 2,328.1 | |
| 华东 | 5,012.7 | 7,086.6 | | | 542.5 | 697.5 | | | | 13,339.3 | 9,734.0 |
| 华中 | 3,022.5 | 2,238.2 | | | | 387.5 | | | | 5,648.2 | 2,092.5 |
| 华南 | | 604.5 | | | | 620.0 | 196.9 | | | 1,421.4 | 3,348.0 |
| 西南 | | | | 8,323.5 | | | | | | 8,323.5 | 4,491.9 |
| 西北 | | | | | 2,734.2 | 155.0 | | 1,060.2 | 1,968.5 | 5,917.9 | 1,550.0 |
| 小计 | 9,349.6 | 9,929.3 | 2,405.6 | 8,348.3 | 3,276.7 | 1,860.0 | 196.9 | 1,509.7 | 1,968.5 | 38,844.6 | 21,216.4 |

*资料来源：中国水泥网，中银证券*

**图表 3.中建材旗下水泥业务平台与海螺经营数据比较**

| | 销量 | 单价 | 吨毛利 | 吨成本 |
|---|---|---|---|---|
| | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 |
| 北方 | 1,817 | 291 | 60 | 231 |
| 天山 | 2,149 | 400 | 146 | 254 |
| 中材 | 2,609 | 353 | 140 | 213 |
| 中联 | 6,850 | 370 | 114 | 256 |
| 西南 | 9,615 | 307 | 91 | 216 |
| 南方 | 12,124 | 341 | 116 | 225 |
| 海螺 | 32,300 | 336 | 158 | 179 |

*资料来源：中国水泥网，中银证券*

**附录图表 4. 报告中提及上市公司估值表**

| 公司代码 | 公司简称 | 评级 | 股价 | 市值 | 每股收益(元/股) | | 市盈率(x) | | 最新每股净资产 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | (元) | (亿元) | 2019A | 2020E | 2019A | 2020E | (元/股) |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 未有评级 | 59.76 | 3,068.27 | 6.34 | 6.68 | 9.4 | 9.0 | 26.85 |
| 000877.SZ | 天山股份 | 未有评级 | 18.02 | 188.98 | 1.56 | 1.85 | 11.6 | 9.7 | 9.17 |
| 600720.SH | 祁连山 | 未有评级 | 20.75 | 161.08 | 1.59 | 2.09 | 13.1 | 9.9 | 8.78 |
| 600449.SH | 宁夏建材 | 未有评级 | 16.67 | 79.71 | 1.61 | 2.23 | 10.4 | 7.5 | 11.65 |
| 600176.SH | 中国巨石 | 未有评级 | 12.02 | 420.98 | 0.61 | 0.63 | 19.8 | 19.1 | 4.57 |
| 002080.SZ | 中材科技 | 未有评级 | 18.59 | 311.96 | 0.82 | 1.03 | 22.6 | 18.0 | 6.43 |

*资料来源：万得，中银证券*

*注：股价截止日 2020 年 7 月 27 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期*

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371