

中材国际 (600970.SH) 年报点评

商誉减值导致净利润下滑较多，环保业务势头亮眼

核心观点:

- **海外新签订单大幅下滑但整体在手订单较为饱满，毛利率有所提升**
海外订单 236.3 亿元，占全年新签订单总额的 85%，同比减少 17.09%。
- **费用率上升、资产减值损失上升，净利率下降**
计提德国 HAZEMAG 商誉减值 1.24 亿元所致。
- **收现比上升，付现比下降，经营性现金流好转**
- **公司环保业务增速较好，期待安徽节源今年发力**
全年实现节能环保类业务收入 5.57 亿，较去年同期增长 11.31%。新签节能环保类合同 17.53 亿元，较去年同期增长 107%。安徽节源前两年完成三年承诺净利润的 38%，期待今年提速。
- **两大建材集团合并，受益于国企改革、一带一路**
- **投资建议**

受国内外水泥需求放缓影响，公司去年新签合同有所下降，可能对今年业绩造成一定压力。公司未来将努力拓宽业务领域，发展非水泥 EPC 业务以及加快布局环保板块，在水泥业务上也将切入后的投资运营，目前处于准备阶段。中材集团和中建材集团重组事宜目前虽未对公司产生实质影响，但合并后为解决同业竞争问题可能进行资产整合。公司将受益于一带一路、人民币贬值、国企改革等利好，我们继续看好公司中长期发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.38、0.42、0.46 元，维持公司的“买入”评级。

风险提示

海外地区经济情况不佳、政治环境不稳定；新业务开展不达预期；国内外水泥投资加速下行。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,596.23	19,006.93	23,832.66	26,391.40	28,823.13
增长率(%)	-1.17%	-15.88%	25.39%	10.74%	9.21%
EBITDA(百万元)	1,046.75	1,024.52	1,003.85	1,227.53	1,375.98
净利润(百万元)	664.28	511.38	671.78	739.04	806.17
增长率(%)	347.82%	-23.02%	31.36%	10.01%	9.08%
EPS(元/股)	0.379	0.292	0.383	0.421	0.460
市盈率(P/E)	31.56	24.32	19.51	17.73	16.26
市净率(P/B)	2.16	1.83	1.84	1.77	1.70
EV/EBITDA	13.91	3.87	10.20	9.32	8.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 **买入**

当前价格 7.47 元

前次评级 **买入**

报告日期 2017-03-20

相对市场表现



分析师: 岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

相关研究:

- 中材国际 (600970.SH) 三季报点评: 盈利水平提升, 受益于人民币贬值以及国企改革 2016-10-26
- 中材国际 (600970.SH) 年报点评: 海外订单持续增加, 环保业务爆发可期 2016-03-28
- 中材国际 (600970.SH) 公告点评: 两大建材集团合并为资产注入提供想象空间 2016-01-26

联系人: 张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

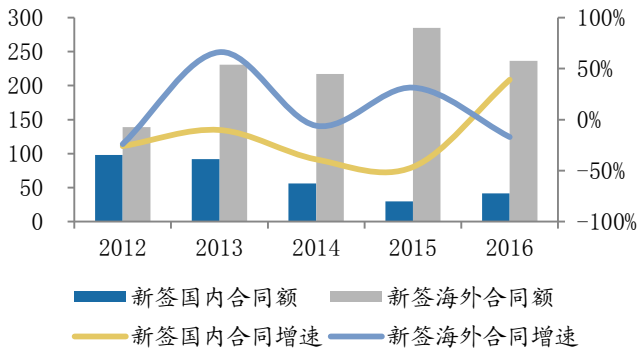
公司近日发布2016年年报，全年实现营业收入190.07亿元，同比下降15.88%；全年实现归母净利润5.11亿元，同比减少23.02%。点评如下：

1、海外新签订单大幅下滑但整体在手订单较为饱满，毛利率有所提升

公司2016年新签合同达到278亿元，较上年同期减少11.75%，新签订单下滑对公司未来业绩增长可能构成一定压力。其中，海外订单236.3亿元，占全年新签订单总额的85%，同比减少17.09%；国内订单41.70亿元，同比上升39%。

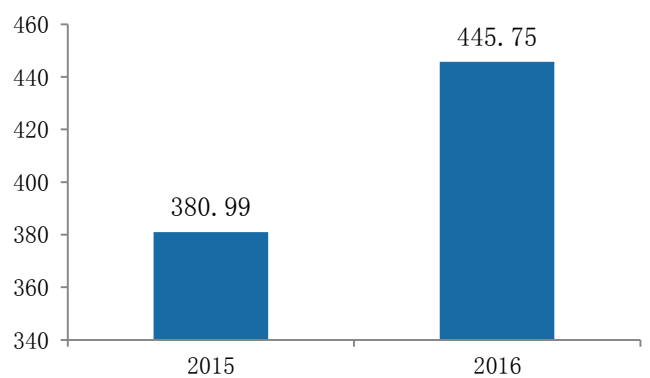
截至2016年，公司未完工合同额445.75亿元，较上年增加17%，是同期收入的2.3倍，可能是前期停滞项目启动加速所致。

图1：公司年度新签合同额（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：年度未完工合同额（亿元）

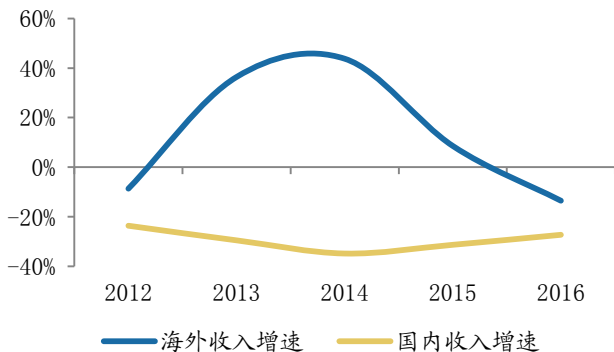


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：未完工合同额为有效合同结转额，即在手所有合同的结转额-已签订未执行及停缓建合同的结转额

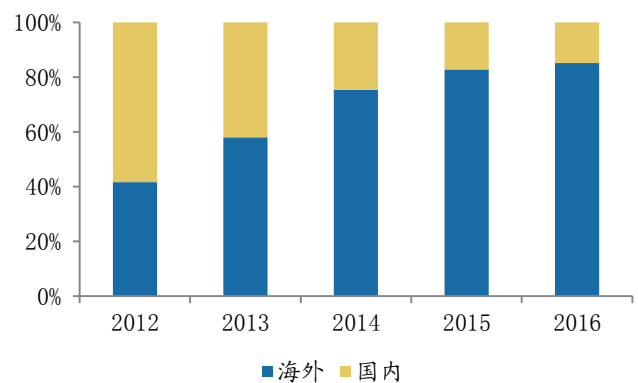
收入方面，2016年公司整体收入下降15.88%，其中海外收入占比为85%，同比减少13.51%；国内收入同比减少27.27%。目前，国内水泥行业产能过剩情况依旧突出，预计未来较长一段时间内，水泥装备工程市场新建项目难以出现正增长；此外近年国外市场水泥需求也有所放缓，公司在全球市场占有率连续9年保持世界第一，市占率向上动力也有一定限制。

图3：公司年度收入增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

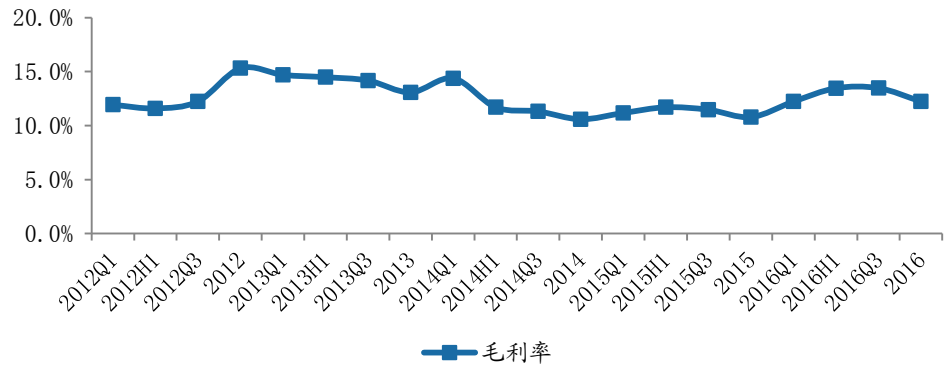
图4：公司年度收入占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

毛利率方面，2016年全年毛利12.24%，较上年提升1.45个百分点，可能与水泥价格上升、人民币贬值有关。其中，公司境内业务毛利率提升5.44个百分点，境外业务提升0.85个百分点。

图5: 毛利率有所提升



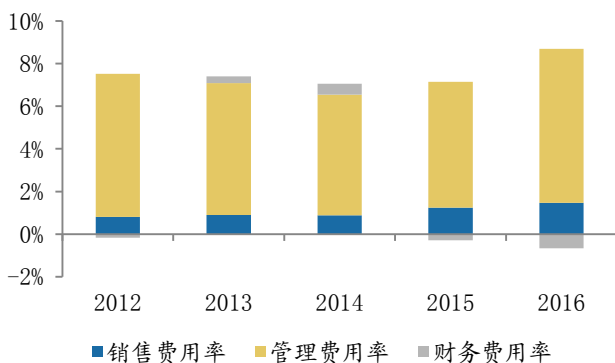
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、费用率上升、资产减值损失上升，净利率下降

费用率方面，2016年期间费用率为8.02%，较上年上升1.17个百分点。其中销售费用率上升0.22个百分点，管理费用率上升1.32个百分点，财务费用率下降0.37个百分点，2016年财务费用为收益1.25亿元，较15年增加0.6亿元，主要是本期利息收入及汇率变动形成的收益增加。2016年公司资产减值损失为1.6亿元，主要是计提德国HAZEMAG公司商誉减值1.24亿元所致。

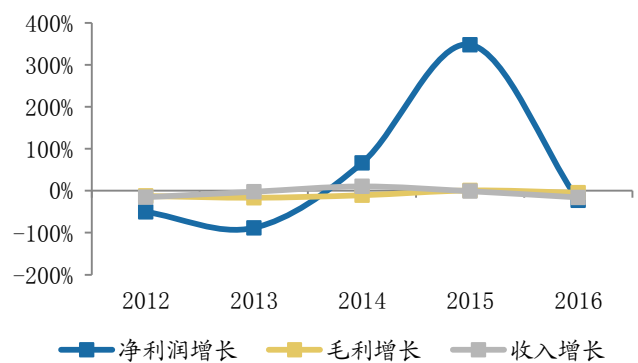
整体来看，公司归母净利润为净利润5.11亿元，同比上年减少23.02%，公司2016年度净利率2.69%，较2015年下降0.25个百分点。若剔除这1.24亿元的计提，公司2016年归母净利润仅较上年减少4.3%。

图6: 期间费用率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 公司年度收入占比

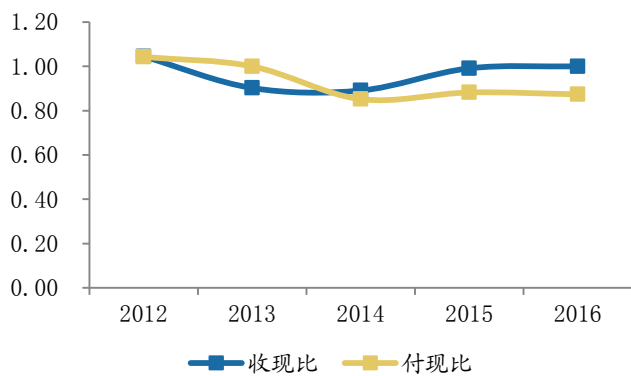


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3、收现比上升，付现比下降，经营性现金流好转

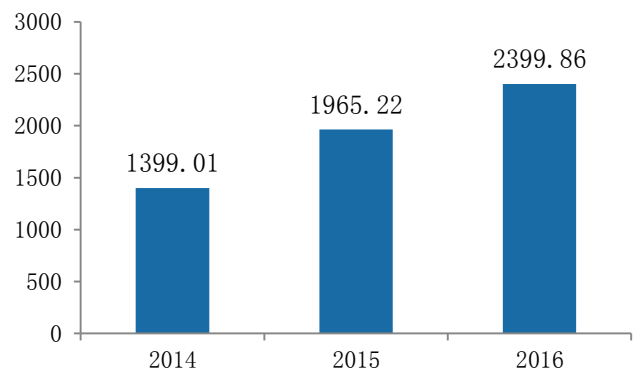
2016年公司收现比和付现比较去年同期分别上升0.9个和下降0.85个百分点，因此经营活动产生的现金流量净额继续好转，同比增加22.12%。

图8: 年度收付现比情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 经营活动产生的现金流量净额 (百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

4、公司环保业务增速较好，期待安徽节源今年发力

公司环保业务还在不断拓展，2016年公司加大在能源管理、大气污染处理、固废处置、污水污泥处置、土壤修复等领域的开拓力度，全年实现节能环保类业务收入5.57亿，较去年同期增长11.31%。环保订单方面，2016年新签节能环保类合同17.53亿元，较去年同期增长107%；未完成合同21.24亿元，同比增长230.8%，是公司同年环保收入的3.8倍。

公司环保平台安徽节源已于2015年11月完成过户，并承诺2015-2017年度归属于母公司的净利润三年累计不低于3亿元，有望增厚公司业绩。2015年安徽节源实现净利润3911.53万元，2016年实现净利润7439.87万元，前两年完成三年承诺净利润的38%，期待今年提速。

5、两大建材集团合并，受益于国企改革、一带一路

2016年8月，公司控股股东中材集团与中建材集团重组获批，近期也获得商务部反垄断局批复，目前正在推进。两大集团业务相近，中建材集团旗下有以下几家未上市公司与中材国际的主营业务相似。公司作为中材集团旗下水泥工程业务唯一上市平台，合并后为解决同业竞争问题，未来可能进行资产整合。

公司收入主要还是依赖于海外项目，2016年其新签合同额的85%、营业收入的85%均来自于境外市场，受益于国家“一带一路”政策利好。截至2016年末，公司持有一定美元净资产，约占公司总资产的15.99%，人民币贬值也使公司受益。

表1: 2016年公司所持外币货币资产情况 (单位: 亿人民币, 参考2016年12月31日汇率)

公司名称	美元净资产	外币净资产	总资产	美元净资产占总资产比例
中材国际	44.44	5.12	278	15.99%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

6、投资建议

受国内外水泥需求放缓影响，公司去年新签合同有所下降，可能对今年业绩造成一定压力。公司未来将努力拓宽业务领域，发展非水泥EPC业务以及加快布局环保

板块，在水泥业务上也将切入后的投资运营，目前处于准备阶段。中材集团和中建材集团重组事宜目前虽未对公司产生实质影响，但合并后为解决同业竞争问题可能进行资产整合。此外，公司将受益于一带一路、人民币贬值、国企改革等利好，我们继续看好公司中长期发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.38、0.42、0.46 元，维持公司的“买入”评级。

风险提示

海外地区经济情况不佳、政治环境不稳定；新业务开展不达预期；国内外水泥投资加速下行。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	23260	22003	24177	28236	30821
货币资金	8920	10122	5482	6070	6629
应收及预付	8214	7268	13449	16391	17892
存货	5653	4170	5241	5770	6294
其他流动资产	473	443	5	5	5
非流动资产	5275	5797	4155	4108	4062
长期股权投资	32	30	30	30	30
固定资产	2064	1921	1719	1622	1525
在建工程	191	110	125	140	155
无形资产	2181	1953	810	826	841
其他长期资产	807	1783	1470	1490	1510
资产总计	28535	27800	28331	32345	34882
流动负债	20011	18589	19479	22789	24842
短期借款	967	571	1345	2727	2897
应付及预收	16560	17399	18134	20062	21944
其他流动负债	2484	619	0	0	0
非流动负债	1685	1942	1276	1676	1876
长期借款	643	976	1276	1676	1876
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1042	966	0	0	0
负债合计	21695	20531	20755	24465	26717
股本	1170	1754	1754	1754	1754
资本公积	1493	1032	1032	1032	1032
留存收益	3803	3996	4317	4635	4936
归属母公司股东权	6466	6782	7103	7421	7722
少数股东权益	348	366	353	339	323
负债和股东权益	28535	27800	28331	32345	34882

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1965	2400	-5795	-520	998
净利润	649	509	659	725	790
折旧摊销	305	419	235	231	232
营运资金变动	931	1263	-7043	-1780	-367
其它	79	209	354	304	343
投资活动现金流	-425	-144	1186	-104	-104
资本支出	-179	-138	1234	-66	-66
投资变动	-230	16	-48	-38	-38
其他	-17	-22	0	0	0
筹资活动现金流	432	-938	-32	1213	-334
银行借款	1870	1449	1074	1782	371
债券融资	-1851	-2289	-939	0	0
股权融资	421	15	0	0	0
其他	-7	-113	-167	-569	-705
现金净增加额	1972	1318	-4641	589	559
期初现金余额	6574	8920	10122	5482	6070
期末现金余额	8547	10238	5482	6070	6629

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.2	-15.9	25.4	10.7	9.2
营业利润增长	388.7	-27.1	26.4	11.4	10.2
归属母公司净利润增长	347.8	-23.0	31.4	10.0	9.1
获利能力(%)					
毛利率	10.8	12.2	10.8	11.3	11.4
净利率	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7
ROE	10.3	7.5	9.5	10.0	10.4
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	76.1	74.2	73.6	75.9	76.9
净负债比率	-0.9	-1.2	-0.4	-0.2	-0.2
流动比率	1.16	1.18	1.24	1.24	1.24
速动比率	0.70	0.83	0.70	0.68	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.67	0.85	0.87	0.86
应收账款周转率	4.63	3.75	4.06	3.84	3.84
存货周转率	3.79	3.35	4.06	4.06	4.06
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.29	0.38	0.42	0.46
每股经营现金流	1.12	1.37	-3.30	-0.30	0.57
每股净资产	5.53	3.87	4.05	4.23	4.40
估值比率					
P/E	31.6	24.3	19.5	17.7	16.3
P/B	2.2	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.9	3.9	10.2	9.3	8.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22596	19007	23833	26391	28823
营业成本	20158	16681	21254	23401	25527
营业税金及附加	84	70	88	97	106
销售费用	282	280	274	304	331
管理费用	1331	1371	1449	1594	1715
财务费用	-65	-125	-85	27	121
资产减值损失	56	160	131	167	140
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	15	-18	-18	-18	-18
营业利润	765	557	704	785	865
营业外收入	81	124			
营业外支出	26	26			
利润总额	819	656	803	884	964
所得税	170	146	145	159	173
净利润	649	509	659	725	790
少数股东损益	-15	-2	-13	-14	-16
归属母公司净利润	664	511	672	739	806
EBITDA	1047	1025	1004	1228	1376
EPS(元)	0.38	0.29	0.38	0.42	0.46

广发建筑行业研究小组

岳恒宇： 分析师，CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心，2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。

张欣劼： 联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。