

中材国际 (600970.SH)

其它专用设备行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.79 元
 目标价格 (人民币): 17.00-17.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

正式进入“新时代”，蛰伏5年战略转型还看今朝

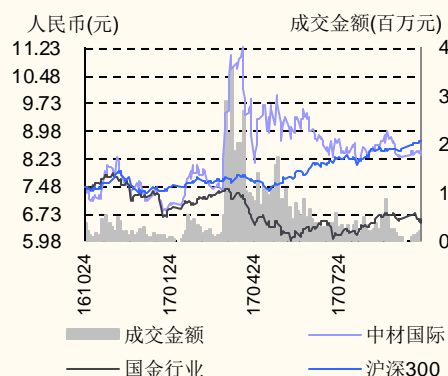
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,683.21
总市值(百万元)	15,419.93
年内股价最高最低(元)	11.26/6.81
沪深 300 指数	3992.70
上证指数	3371.74

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产(元)	5.51	3.91	4.44	5.19	6.13
每股经营性现金流(元)	1.65	1.32	1.16	1.53	1.85
市盈率(倍)	21.04	24.32	15.42	10.36	8.45
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	347.82%	-23.02%	95.57%	48.86%	22.63%
净资产收益率(%)	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
总股本(百万股)	1,169.51	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据



投资逻辑

- “新时代”变化 1: “两材”合并后公司“靠山更大”且将获更多支持，自上而下来看国改长线逻辑支撑公司进入新发展阶段。1) “两材”合并后新的中国建材集团战略愿景为打造**世界一流建材企业**，为我国建材产能“走出去”航母型集团，公司**“新时代”靠山更大**；2) 合并后的中国建材集团提出并积极实施“**创新驱动、绿色发展、国际合作**”三大战略方向，公司作为中国建材集团旗下唯一的国际工程平台，在中国建材集团“走出去”战略中占据至关重要的作用，**预计将获得集团更多的重视和支持**；3) 中国建材集团“**品牌文化整合、组织机构整合、水泥业务整合、国际工程业务整合、产融整合、产研整合**”六大整合工作，公司作为唯一的一个工程板块上市公司，**将成为国际工程服务平台型企业**；4) **公司长期发展逻辑为国改之后定位更高获支持更大的长期逻辑，且目前“一带一路”已写入党章，我们认为相较于历史公司长线增长逻辑发生巨大变化且目前市场仍未充分认识到。**
- “新时代”变化 2: 传统业务横向纵向两维度扩张营收稳健，**精细运营毛利率提升显著**。1) 现阶段全球水泥需求稳步提升，非洲、欧洲、南北美洲水泥市场供需缺口较大，2014年三地供需缺口共计6500万吨，整个国际水泥市场呈现此消彼长状态，预计公司传统业务稳健增长；2) 公司传统业务通过横向、纵向两个维度发展，订单内涵愈丰；工程建设横向多元化发展，2016/2017H1 多元化工程合同达14/25亿元同增103%/131倍；生产运营管理业务现已成为公司服务业稳定增长点，对标世界排名第二水泥公司史密斯生产运营管理业务营收达60亿元，占比达34%，生产运营管理业务未来可期；3) 2017年Q3传统业务新签合同248亿元同增6.7%，2017H1末传统业务在手未完成合同额为407亿，传统业务业绩有营收有保障；4) 公司坚持加强“精细运营”，传统业务毛利率提升显著，2017年H1传统业务毛利率达15%，远超2016年毛利率(11.3%)。
- “新时代”变化 3: **多元化战略转型，环保产业版图初现**。1) 公司自2011年提出多元化战略，逐步形成了重点发展环保和产业投资的目标，2015年报提出到2020年均占利润三分之一；2) 公司的环保业务主要有两块，一是依托传统主业的传统环保业务，二是通过并购安徽节源开拓的工业节能业务；3) 2016/2017H1公司环保业务同增11%/45%，安徽节源近四年业绩复

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

合增长率达 200%发展势头良好，考虑公司兼具资金、技术、政商资源三大优势，在环保产业高速发展之际有望持续高增。

- **新时代变化 4：公司历史包袱完全解除，未来业绩反映公司真实基本面。**
1) 2012 年公司子公司东方贸易遭遇钢材贸易行业整体危机导致中材国际在 2012-2014 年间计提巨额资产减值损失拖垮中材国际业绩；2) 截止目前，东方贸易仅 2 项诉讼未计提资产减值损失标的金额共计 932 万元，中材国际历史包袱解除未来业绩将反映公司真实基本面，同时未来若收回更多诉讼金额有望进一步增厚公司净利。
- **四大理由助力公司 2017 年业绩爆发，预计达 10 亿元：**1) 子公司成都建筑材料工业设计研究院大项目 Q4 进入结转高峰期预计可贡献营收 20 亿元净利润 1 亿元；2) 安徽节源业绩对赌进入冲刺阶段预计 Q4 需完成净利或超 1 亿元；3) 2017 年 10 月，公司公告将转回资产减值损失 0.17 亿元；4) 根据国金宏观观点，人民币 Q4 贬值压力大，Q4 产生大额汇兑损失可能性小。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.57/0.85/1.04 元，给予公司未来 6-12 个月 17 元目标价位，相当于 20x2017PE。

风险

- 宏观经济波动风险、海外市场拓展不达预期的风险、股权激励/国企改革不达预期的风险、二股东减持风险。

内容目录

一、水泥工业工程龙头企业，蛰伏 5 年战略转型还看今朝.....	5
1.国际唯一完整产业链，世界级水泥工程龙头.....	5
2.回顾历史：曾经风光无限的水泥工程龙头，甩掉历史包袱战略转型还看今朝.....	6
第一阶段：积极布局海外市场，2011 年前风光无限.....	7
第二阶段：国外业务遭遇天花板，外部环境变化子公司资产减值损失拖累公司业绩.....	8
第三阶段：今朝还看战略转型兑现.....	9
二、“新时代”三大变化正在兑现，第二次辉煌即将到来.....	10
1.“新时代”变化 1：“两材”合并后公司“靠山更大”获支持更大.....	10
2.“新时代”变化 2：全球水泥市场此消彼长预计未来稳步增长，横向纵向双维度扩张提升主营业务稳定性.....	13
3.“新时代”变化 3：环保行业已成公司未来重要增长极.....	18
3.1 公司传统环保业务：市场规模大+技术领先.....	18
3.2“一站式”节能环保综合服务平台+研发实力超群，业绩持续爆发完成对赌希望较大.....	19
4.“新时代”变化 4：历史包袱解除，未来业绩反应公司真实基本面.....	21
三、盈利预测与估值.....	22
1.四大理由支撑公司 2017 年业绩爆发.....	22
2.传统业务稳健毛利率提升趋势显著+新业务高增，2018/2019 年业绩稳健增长.....	23
3.长期来讲，环保/投资业务未来发展逻辑通畅.....	25
4.估值低安全边际高，给予 2018 年 20 倍估值，目标价 17 元.....	25
四、风险提示.....	26

图表目录

图表 1：公司业务全球布局.....	5
图表 2：公司为世界水泥工程龙头企业.....	5
图表 3：“两材”合并后公司“靠山”更大为中国建材集团.....	6
图表 4：公司上市以来目前正处于转型兑现的第三阶段.....	7
图表 5：：2009 年后国内水泥建设规模逐步萎缩.....	7
图表 6：：全球水泥产能稳步扩张.....	7
图表 7：2005-2011 年海外新签订单持续较快增长.....	8
图表 8：2005-2011 年海外营业收入增长维持高位.....	8
图表 9：2012-2015 国内新签订单占比大幅下降.....	8
图表 10：2012-2015 国内业务营业收入持续走低.....	8
图表 11：公司国外市占率进一步增长遭遇天花板.....	9

图表 12: 东方国际贸易大幅亏损.....	9
图表 13: 东方贸易诉讼导致计提大量资产减值损失.....	9
图表 14: 2016 年公司传统业务营收占据主导地位.....	10
图表 15: 毛利结构图: 2016 年环保业务初显成效.....	10
图表 16: 2016 年多元化战略布局.....	10
图表 17: 国际工程业务整合在中国建材集团战略中占重要地位.....	12
图表 18: 中国建材集团旗下存在较多同业资产.....	12
图表 19: 非洲水泥供给紧张.....	14
图表 20: 欧洲水泥供给紧张.....	14
图表 21: 南北美洲水泥供给紧张.....	14
图表 22: 亚太地区水泥需求巨大, 非洲/中东地区将成为水泥市场新增长点.....	14
图表 23: 传统业务多元化发展.....	15
图表 24: 工程建设业毛利率稳步提升.....	15
图表 25: 水泥装备业务毛利稳定, 毛利率稳步提升.....	16
图表 26: 传统水泥三大子业务毛利率均上升.....	17
图表 27: 水泥业务综合毛利率提高推升整体业务毛利率.....	17
图表 28: 2016 年环保业务控股及参股公司概况.....	18
图表 29: 公司传统环保业务核心技术.....	18
图表 30: 水泥窑协同处置工业和危险废弃物工艺技术.....	19
图表 31: 水泥窑协同处置城市污泥.....	19
图表 32: 安徽节源部分业务情况.....	19
图表 33: 生态环保业务核心竞争体系.....	21
图表 34: 子公司安徽节源业绩爆发增长.....	21
图表 35: 子公司东方贸易诉讼明细.....	22
图表 36: 成都建筑材料设计研究院营收净利情况 (单位: 亿元).....	23
图表 37: 若完成对赌协议, 安徽结源 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元 (单位: 亿元).....	23
图表 38: 工程建设业务毛利率提升.....	23
图表 39: 装备制造和生产运营业务将稳步发展.....	23
图表 40: 环保业务高增可期.....	24
图表 41: 2014-2017H1 汇兑损失与企业净利润.....	24
图表 42: 2014 年末-2017 三季度美元/欧元兑人民币汇率走势.....	24
图表 43: 公司未来三年盈利预测.....	25
图表 44: 环保/投资业务未来长期发展逻辑通畅.....	25
图表 45: 根据 PE 估值法给予 2017 年估值 20 倍.....	26

一、水泥工业工程龙头企业，蛰伏 5 年战略转型还看今朝

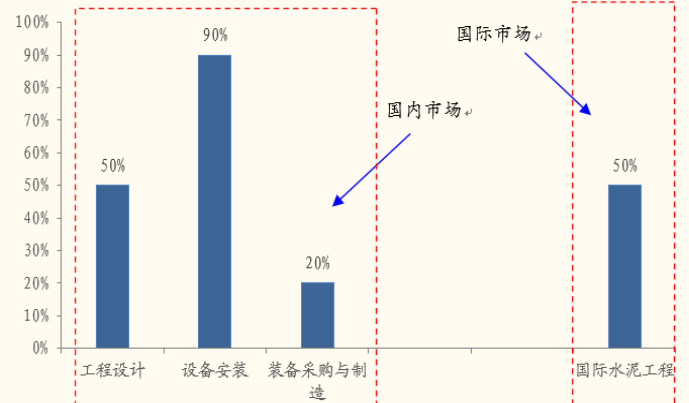
1. 国际唯一完整产业链，世界级水泥工程龙头

- **国际唯一完整产业链，市占率绝对领先：**1) 水泥行业完整产业链铸就工程总承包实力。公司是我国建材工业工程建设领域最大的、集工程设计、装备采购制造、设备安装、调试、维修为一体的水泥工程建设总承包服务商；2) 技术领先保障竞争实力。中材国际具有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线工艺技术，截止目前，世界上万吨级的生产线投产的有 25 条，国内有 10 条，其中中材国际设计或承建的有 13 条；3) 公司业务全球布局。作为国资委“走出去”的排头兵，公司上世纪九十年代进入国际市场，截止 2016 年末，公司累计在 70 余个国家承接了 240 余个水泥工程项目，合同总金额逾 320 亿美元，年输出产能 3.4 亿吨，其中，仅仅 2014-2016 年，公司的海外订单就覆盖了“一带一路”沿线的 22 个国家，合同金额约 400 亿人民币。4) 世界水泥工程龙头。凭借品牌、成本、工期、综合服务能力等优势，公司在水泥技术装备及工程服务主业海外市场占率连续九年保持全球市场份额第一，2016 年国际市场份额占比达 50%。

图表 1：公司业务全球布局



图表 2：公司为世界水泥工程龙头企业

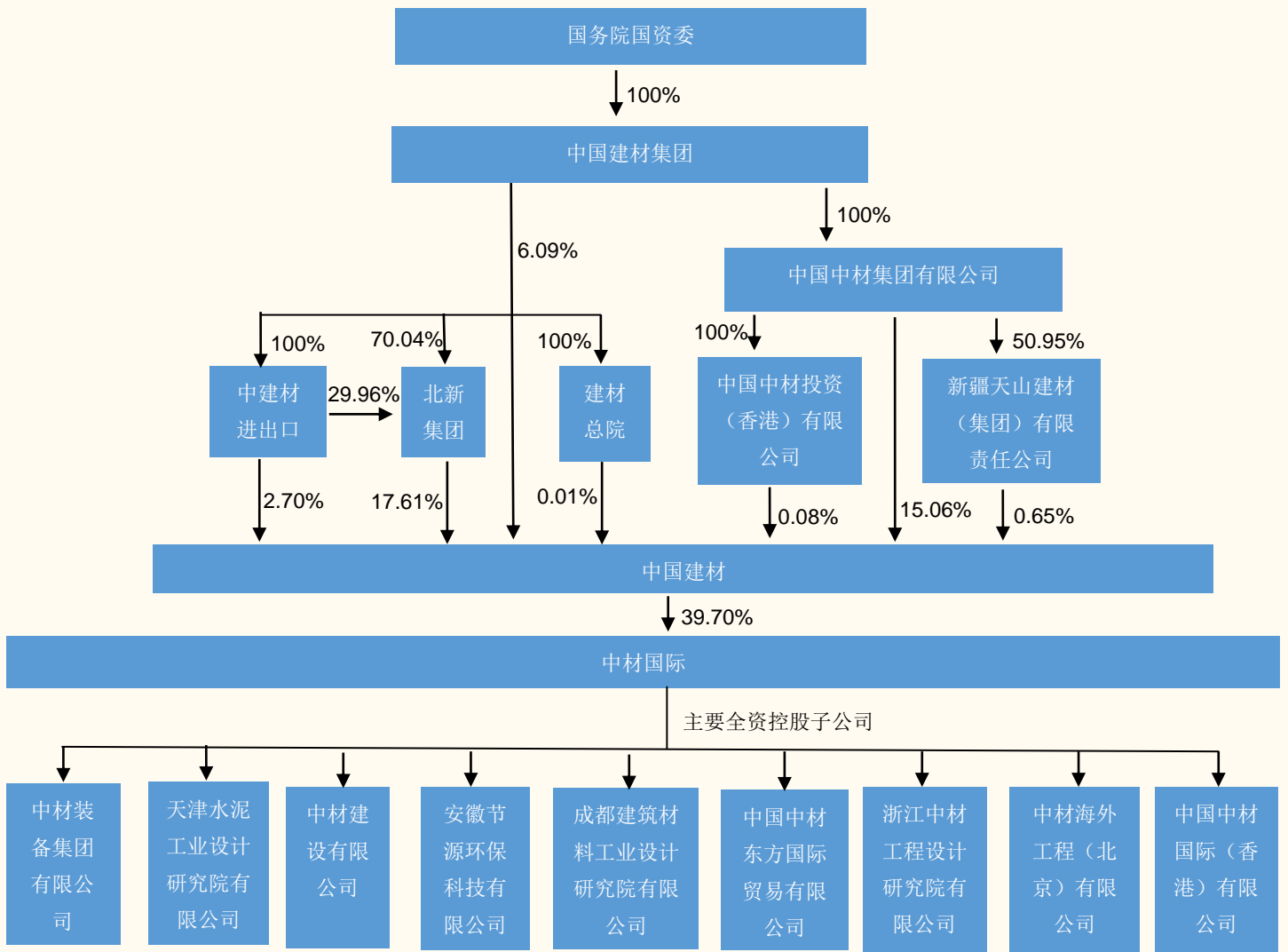


来源：公司官网，国金证券研究所

来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所（注：国内市占率为 2005 年数据，国外市占率为最新数据）

- 2017 年 9 月中国建材股份有限公司收购中国中材股份有限公司，成为公司最大股东，持股占公司总股本 39.70%，国务院国资委绝对持股中国建材集团有限公司。

图表 3：“两材”合并后公司“靠山”更大为中国建材集团

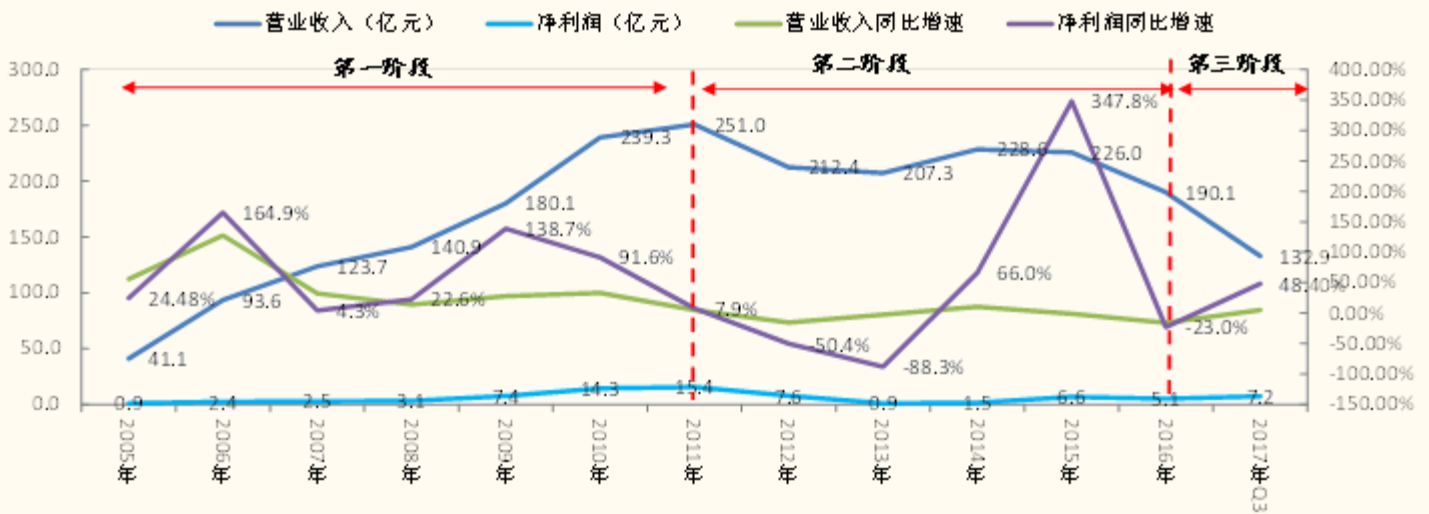


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2.回顾历史：曾经风光无限的水泥工程龙头，甩掉历史包袱战略转型还看今朝

- 回顾历史，自公司 2005 年上市以来，其发展经历了三个阶段：1) 2002-2011 年：积极布局国际市场实现高速增长，归母净利六年 CAGR 达 60%；2) 2012-2016 年：海外业务遭遇天花板，受累行业外部环境恶化资产减值损失拖垮公司业绩；3) 2016 年之后：战略转型还看今朝。

图表 4：公司上市以来目前正处于转型兑现的第三阶段

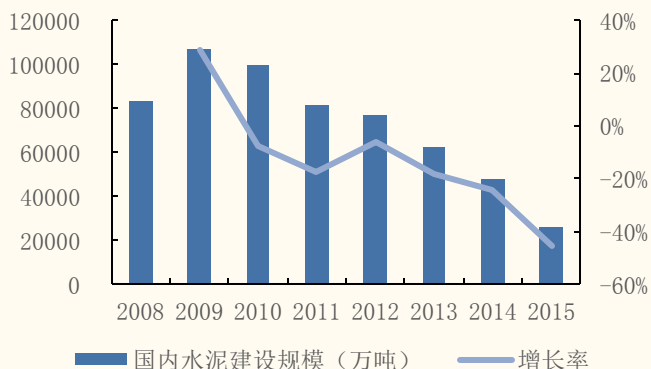


来源：wind，国金证券研究所

第一阶段：积极布局海外市场，2011年前风光无限

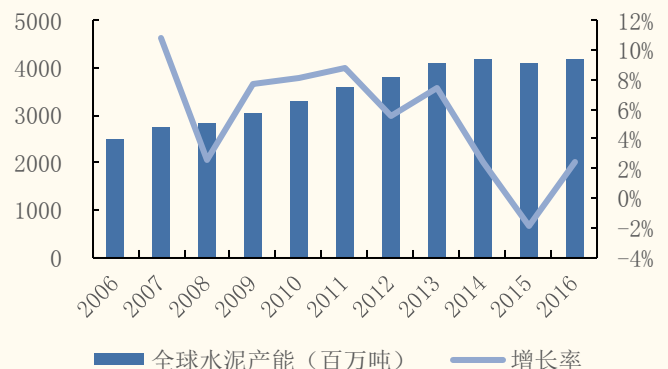
- 2002 至 2011 年，公司大力布局国际市场业务并取得卓越的成果。公司国内国外齐发展，营收逐年增长，业绩年复合增速高达 61%，第一次战略布局非常成功，期间主要业务从国内发展至国外，并成长为全球市占率最大的水泥工程建筑服务提供商。
- 前瞻性统筹布局国外市场：1) 2008 年底国家启动“四万亿”投资计划带来水泥建设规模在 2008-2009 年期间大幅扩张，伴随供给过剩，自 2009 年起国内水泥建设规模持续萎缩；2) 与之对应的是国际水泥的旺盛需求，2008 年后全球经济逐步复苏，落后水泥生产线技术改造与发展中国家城市化和工业化的进程直接推动全球水泥投资需求的增长，国际水泥市场保持相对稳定的增长态势；3) 公司统筹市场布局，在保持国内大中型新型干法水泥生产线领域业绩突出、占有较高市场份额的同时，前瞻性地通过国际化战略的实施和产品结构的调整，牢牢把握住了全球水泥市场快速增长的机遇布局海外市场。2007 年公司国际市场份额达 24%，首次上升至全球第一，进入欧洲、美洲、亚洲、非洲的 46 个国家和地区市场，至 2011 年始终保持国际市场份额领先地位，统筹市场布局卓有成效。

图表 5：2009 年后国内水泥建设规模逐步萎缩



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6：全球水泥产能稳步扩张

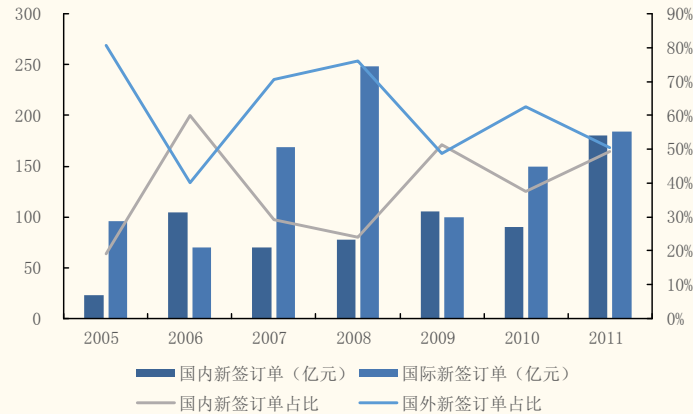


来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 完整产业链条+技术优势驱动海外发展，海外营收/订单维持高位：1) 公司利用完整水泥工程产业链条构建的总承包业务模式和新型干法水泥生产线技术的核心优势，结合大型承包工程项目经验，迅速适应国际市场需求，海外业务发展迅速；2) 2006/2007/2009/2010 年海外营业收入增速分别为 310%/45%/34%/29%，除 2008 年金融危机与汇率波动影响、2011 年“欧

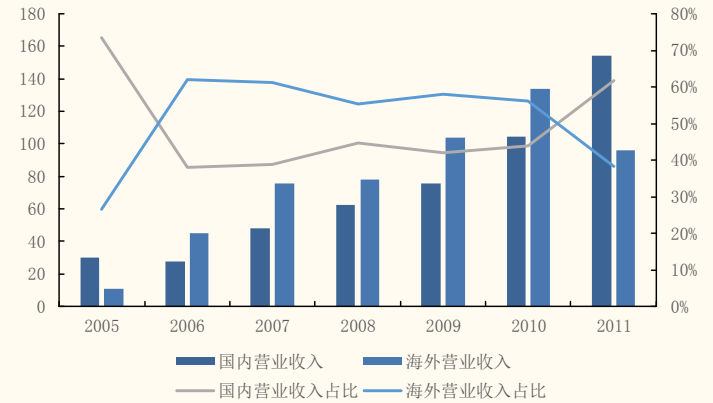
“债危机”与新兴市场整体低于预期影响，海外业务持续较快增长；3) 海外业务不断拓展，海外营收和订单维持高位，2005-2011年海外营收增速六年 CAGR 达 44%，2006-2011年海外新签订单占比分别为 60%/29%/24%/51%/38%/49%。

图表 7：2005-2011 年海外新签订单持续较快增长



来源：公司年报、wind、国金证券研究所

图表 8：2005-2011 年海外营业收入增长维持高位

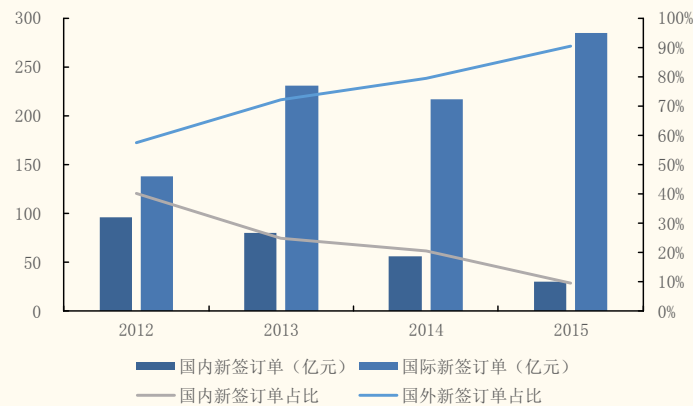


来源：公司年报、wind、国金证券研究所

第二阶段：国外业务遭遇天花板，外部环境变化子公司资产减值损失拖累公司业绩

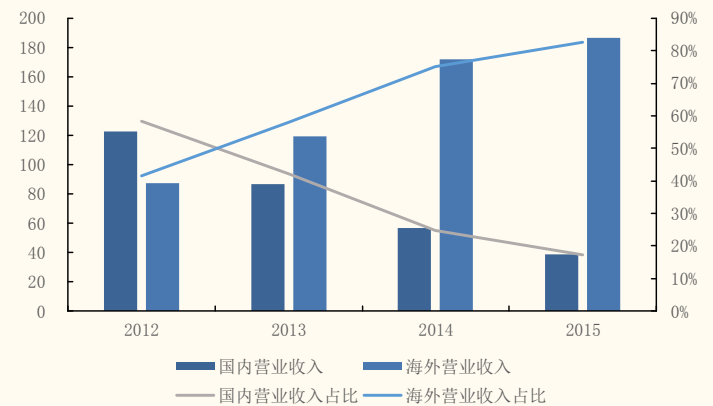
- 业务全线转战国外，国外业务进一步增长遭遇“天花板”：1) 2012/2013/2014/2015 年公司国内新签订单占比大幅下降，分别为 40%/25%/21%/10%，国内业务营业收入同趋势持续走低，国内营收占比分别为 58%/42%/25%/17%，2015 年国内营收与订单占比均达到历史最低，国外业务/新签订单 2015 年占比则达到 83%/90%，公司大部分业务已转移至国外；2) 随着国内相关工程企业涉足海外水泥工程业务，以及国际传统竞争对手低成本战略的深化，国际市场竞争日益加剧；3) 公司水泥工程主业国外市场占有率 2012/2013/2014/2015 年达 42%/45%/50%/50%，连续四年保持领先，国外业务进一步增长遭遇“天花板”。

图表 9：2012-2015 国内新签订单占比大幅下降



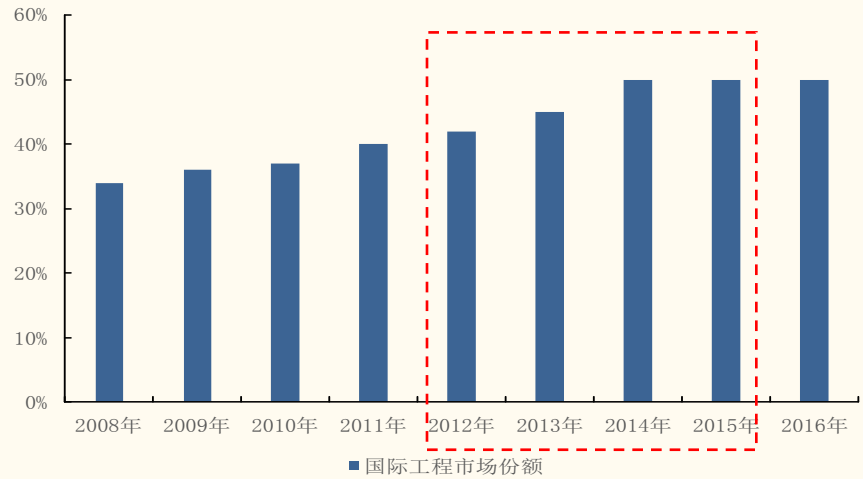
来源：公司年报、wind、国金证券研究所

图表 10：2012-2015 国内业务营业收入持续走低



来源：公司年报、wind、国金证券研究所

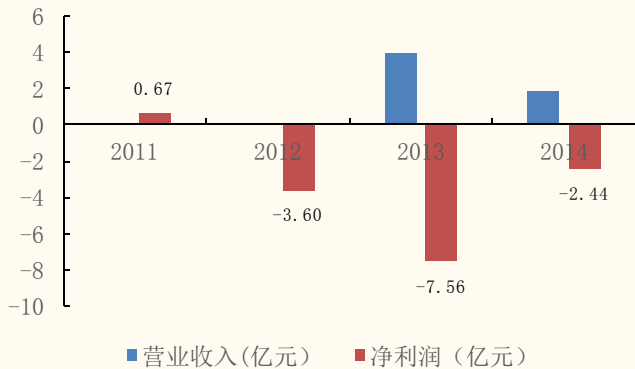
图表 11：公司国外市占率进一步增长遭遇天花板



来源：公司历年年报、国金证券研究所

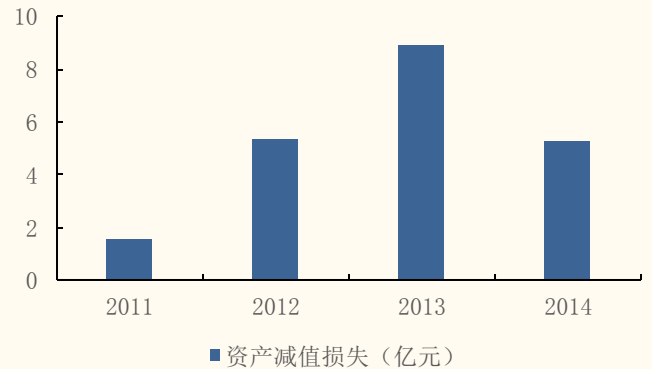
- **子公司遭遇行业危机，资产减值损失拖垮公司业绩：**1) 2011 年公司全资子公司中国中材东方国际贸易有限公司开展钢材贸易物流新业务，2012 年遭遇钢材贸易行业整体危机，2013 年出现钢贸风险全面停止该业务；2) 东方贸易根据诉讼进展、预期应收款回款程度等在 2012/2013/2014 分别计提坏账准备，中材国际在 2012/2013/2014 年资产减值损失达 5.3/8.9/5.2 亿元，巨额资产减值损失拖垮公司业绩。

图表 12：东方国际贸易大幅亏损



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：东方贸易诉讼导致计提大量资产减值损失

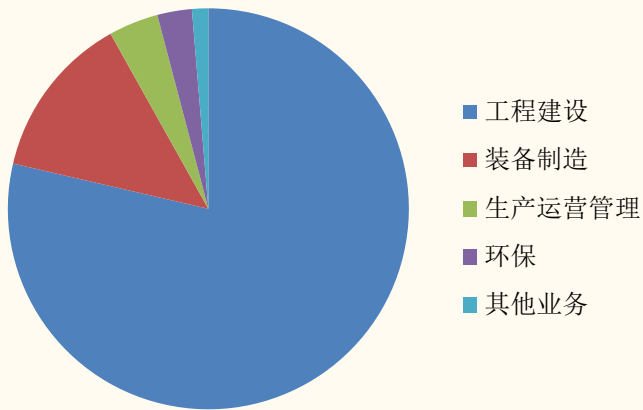


来源：wind，国金证券研究所

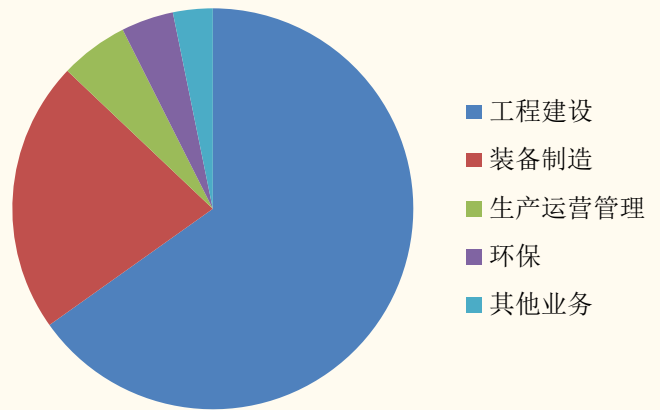
第三阶段：今朝还看战略转型兑现

- **“传统业务+环保+投资”三大战略格局还看今朝：**1) 2016 年公司传统业务（工程建设、装备制造、生产运营管理）仍占据主要地位，营收/毛利占比高达 96%/93%，环保业务初显成效，环保业务营收/毛利占比达 3%/4%；2) 2016 年公司提出以水泥技术装备工程、工程多元化、客户服务领域、产业投资、节能环保为主体的新多元化战略格局，预计未来传统业务订单内涵更丰；考虑公司 2015 年报提出战略规划，到 2020 年公司海外水泥投资业务及节能环保业务利润占比均接近 1/3，公司环保业务与投资业务有序发展有望成公司新增长点。

图表 14：2016 年公司传统业务营收占据主导地位



图表 15：毛利结构图：2016 年环保业务初显成效



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

备注：不考虑分部抵消数据

图表 16：2016 年多元化战略布局

多元化战略	主要内容
水泥技术装备工程业务	1) 通过海外业务本土化、延伸产业链条、大力拓展海外水泥技术装备工程 EPC 业务； 2) 积极推进国内外水泥生产线备品备件和技术改造业务，有效压缩水泥装备制造低效无效产能。
工程多元化业务	1) 依托德国 HAZEMAG，积极发挥内部协同效应，大力发展矿业装备与工程业务； 2) 以总包-分包为主要业务模式，积极进入工业工程、基础设施工程、民用工程、公用工程等工程领域，积累形成竞争优势，促使公司由水泥工程专业服务商向综合性工程服务商转型。
客户服务业务	依托既有水泥工程项目优势，以客户为中心，大力拓展“EPC+M”业务模式，建立备品备件仓储网络，打造生产服务业务支撑体系。
产业投资业务	充分利用海外水泥工程市场信息，与社会资本进行战略合作，采取项目投资、股权收购或 BT/BOT/BOOT 等模式，使海外水泥投资业务成为公司盈利新的增长点。
节能环保业务	突出“技术引领”、“市场引领”，运用 EMC、BOT、BT、PPP 等多种业务模式，通过环保装备工程服务、环保运行服务、环保产业投资布局，努力成为节能环保领域具有核心竞争力的综合服务商。

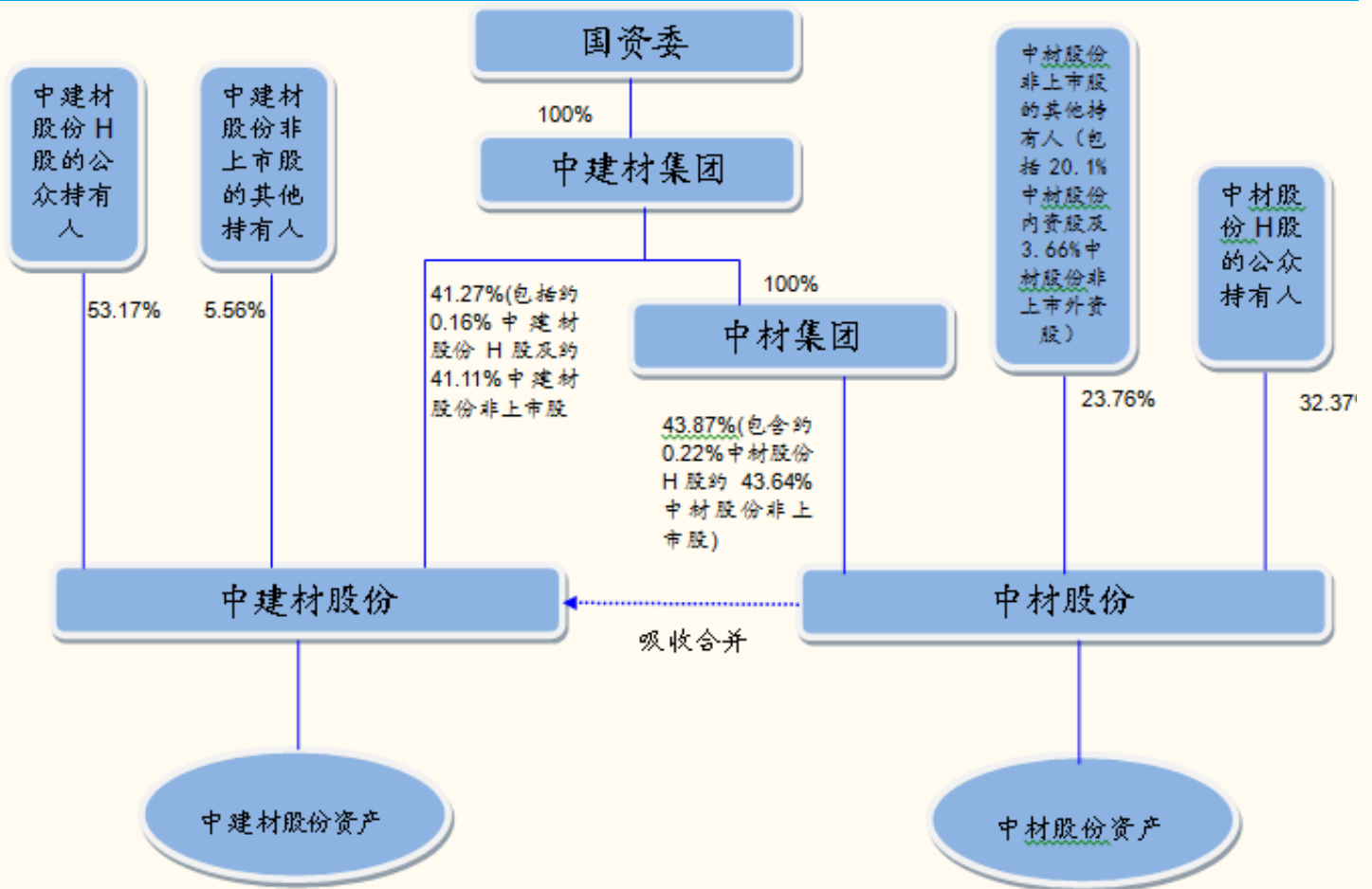
来源：公司年报、国金证券研究所

二、“新时代”三大变化正在兑现，第二次辉煌即将到来

1. “新时代”变化 1：“两材”合并后公司“靠山更大”获支持更大

- **“两材”合并后公司靠山更大：**2017 年 9 月，公司间接控股股东中国中材集团有限公司划转至中国建材集团有限公司工作完成，重组后的中建材集团是中国最大的综合性建材产业集团，资产总额 5500 亿元，水泥总产能约 5.21 亿吨，年营业收入近 3000 亿元，“在六个领域产业规模居世界第一，走在全球建材行业发展的前列”。

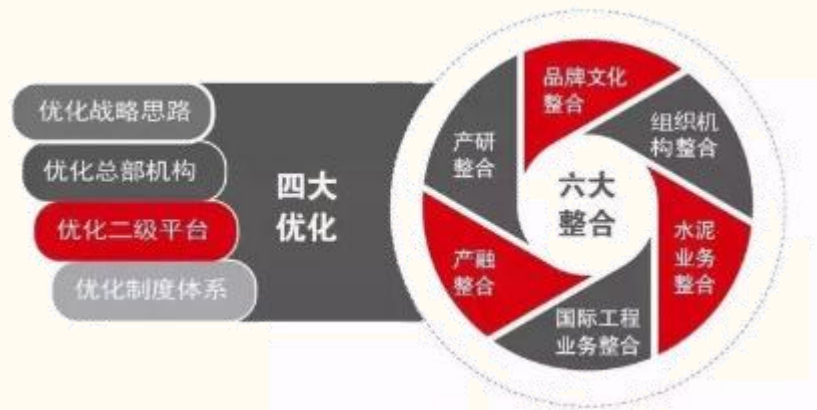
图表 18：中建材股份与中材股份吸收及换股方式完成本次合并



来源：中国建材公司公告、国金证券研究所

- 公司在中国建材集团未来三大核心发展战略中的“国际合作”中占有至关重要的作用。根据中国建材集团官网，“中国建材集团在两材重组后明确“从大到伟大”、打造世界一流建材企业的战略愿景，明确了行业整合的领军者、产业升级的创新者、国际产能合作的开拓者的战略定位，提出并积极实施“创新驱动、绿色发展、国际合作”三大战略”
- 根据中国建材集团官网，合并后“中国建材集团积极推进“优化战略思路、优化总部机构、优化二级平台、优化制度体系”四大优化，和“品牌文化整合、组织机构整合、水泥业务整合、国际工程业务整合、产融整合、产研整合”六大整合工作。”

图表 17：国际工程业务整合在中国建材集团战略中占重要地位



来源：中国建材集团公司官网、国金证券研究所

- **集团层面整合已完成，旗下众多资产，整合预期强：**根据中国建材官网“目前正在推进香港两家 H 股公司的吸收合并，并将对同业竞争的业务平台进行重组整合，在 H 股上市公司形成水泥、新材料、工程服务三足鼎立的发展格局”。**公司作为唯一工程服务优质上市平台有望获得更多资源：**公司作为集团旗下重要的拥有世界领先的水泥工程系统设计技术，完善的产业链的 A 股上市公司，有望获得集团更多资源支持以做大做强。根据母公司中国建材集团有限公司官网，集团旗下工程服务板块的公司主要有中材国际、中材矿山和中国建材国际工程、中国联合装备集团国际工程，公司实力最强且是唯一上市公司。

图表 18：中国建材集团旗下存在较多同业资产

水泥板块	玻纤及制品板块	工程服务板块
<ul style="list-style-type: none"> • 宁夏建材 (属中材股份) • 祁连山 (属中材股份) • 天山股份 (属中材股份) • 中联水泥 (属中建材股份) • 北方水泥 (属中建材股份) • 西南水泥 (属中建材股份) • 南方水泥 (属中建材股份) 	<ul style="list-style-type: none"> • 中材科技 (属中材股份) • 中材金晶 (属中材股份) • 中国巨石 (属中建材股份) • 中国复材 (属中建材股份) 	<ul style="list-style-type: none"> • 中材国际 (属中材股份) • 中材矿山 (属中材股份) • 中国建材国际工程 (属中建材股份) • 中国联合装备国际工程 (属凯盛科技集团)

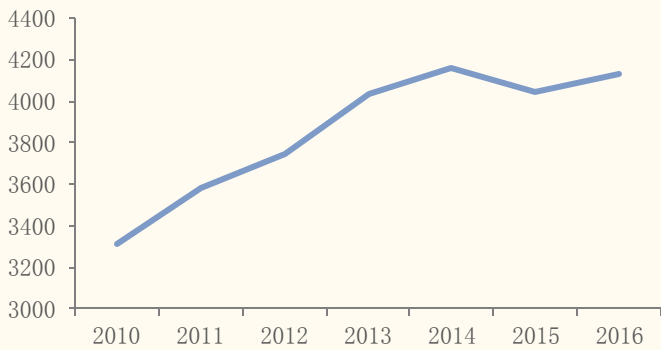
来源：中国建材集团公司官网、国金证券研究所

- **核心团队利益充分捆绑，彰显未来发展信心：**公司于 2017 年 6 月发布股权激励计划，拟向公司高管/董事/核心技术管理人员共计 498 人授予 1755 万份股票期权，约占总股本的 1%，行权价格为 9.27 元/股，计划等待期为 24 个月，分三期行权，每期 12 个月，每期可行权数量均为 1/3。此次激励覆盖范围广，时间长，力度大，彰显未来发展信心。业绩考核条件为净利润复合增长率达 18%彰显信心：行权条件要求 2018-2020 年净利润较 2016 年复合增速不低于 18%，2018/2019/2020 年净资产收益率不低于 8.9%/9.6%/10.3%。

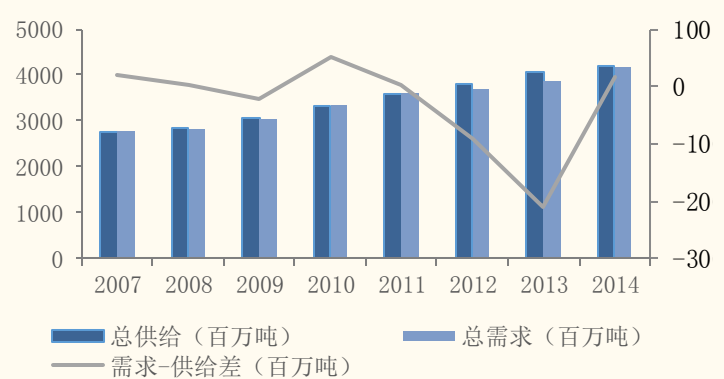
2. “新时代”变化 2: 全球水泥市场此消彼长预计未来稳步增长, 横向纵向双维度扩张提升主营业务稳定性

- 全球水泥需求稳步提升, 供需缺口之下预计公司传统业务稳健增长: 1) 近十年来全球水泥消耗量稳步上升, 2014 年以后增长速度有所放缓但依然保持稳定上升态势, 据牛津经济研究院《2020 全球建筑业预测报告》预计, 至 2020 年, 全球建筑业市场规模将达到 12.7 万亿美元, 全球建筑市场规模扩张将支撑水泥消耗量增长; 2) 从水泥供需上看, 虽然近十年呈现供给略大于需求的状况, 但在 2014 年开始显现需求增速大于供给增速的趋势, 供需略显紧张, 供需缺口之下预计公司传统业务将稳健增长。

图表 21: 2010-2016 全球水泥消耗量 (百万吨)



图表 22: 2007-2014 全球水泥供需



来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

- 尽管一带一路供过于求, 欧洲、南北美洲、非洲水泥市场供需缺口较大, 公司传统业务稳健发展可期: 1) 据不完全统计, 一带一路国家除菲律宾、柬埔寨、缅甸、乌兹别克斯坦供给尚有产能缺口, 其他国家都供给大于需求; 2) 但欧洲、南北美洲和非洲国内水泥市场持续供不应求, 2014 年三个地区需求缺口共计超 6500 万吨; 3) 随着全球一体化的快速发展, 落后地区国家开始工业化转型, 成为世界经济新的经济增长点。据联合国发布的《2016 年非洲经济展望》称, 非洲正在经历历史上最快速的城市化进程, 预计到 2050 年, 超过 60% 的非洲人口将居住在城市。虽则拉美和亚洲地区城镇化率高于非洲地区甚至媲美发达地区, 但其工业化进程处于较低水平, 仍有巨大市场潜力。因此, 新一轮工业化进程将有力拉动亚非地区对水泥产品的需求, 促使当地水泥需求的快速增长。根据中国水泥网数据, 亚太地区/非洲、中东地区/中南美洲地区 2009~2014 年水泥需求平均增长率分别为 8.0%/5.5%/5.2%; 预计 2014~2019 年水泥需求平均增长率分别 4.5%/5.5%/4.4%, 维持稳步增长的态势; 4) 整个国际水泥工程市场呈现此消彼长状态。

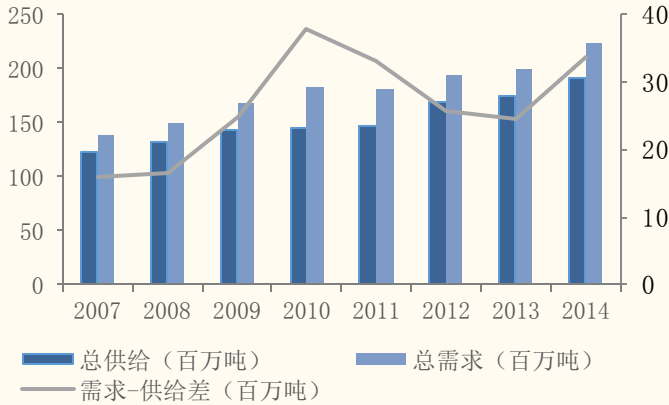
图表 23: 一带一路沿线国家水泥供过于求

国家	需求-产能缺口 (万吨)
俄罗斯	-5400
印度尼西亚	-3000
巴基斯坦	-1981
泰国	-1900
马来西亚	-1643
孟加拉	-1200
白俄罗斯	-673
老挝	-578
土库曼斯坦	-368
塔吉克斯坦	-320
吉尔吉斯斯坦	-245
不丹	-100

国家	需求-产能缺口 (万吨)
乌兹别克斯坦共和国	40
柬埔寨	180
缅甸	200
菲律宾	300

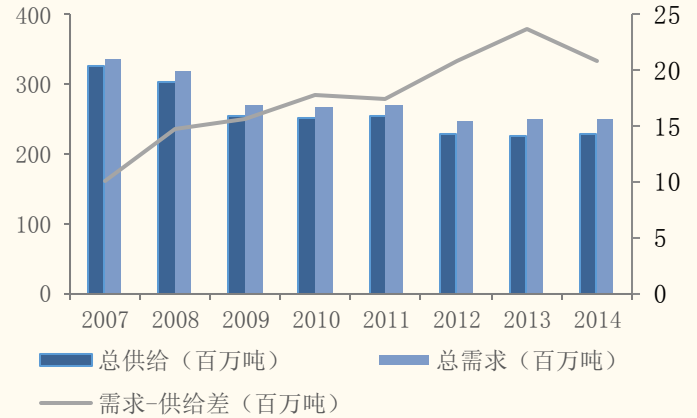
来源：中国水泥网、国金证券研究所

图表 19：非洲水泥供给紧张



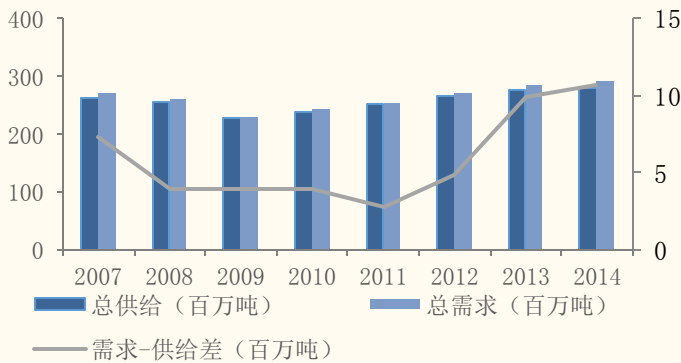
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 20：欧洲水泥供给紧张



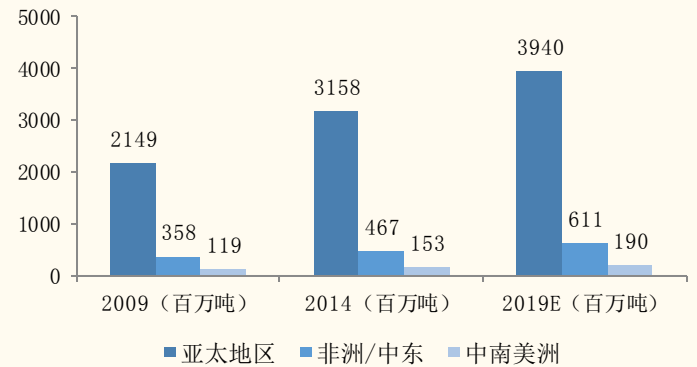
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 21：北美洲水泥供给紧张



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

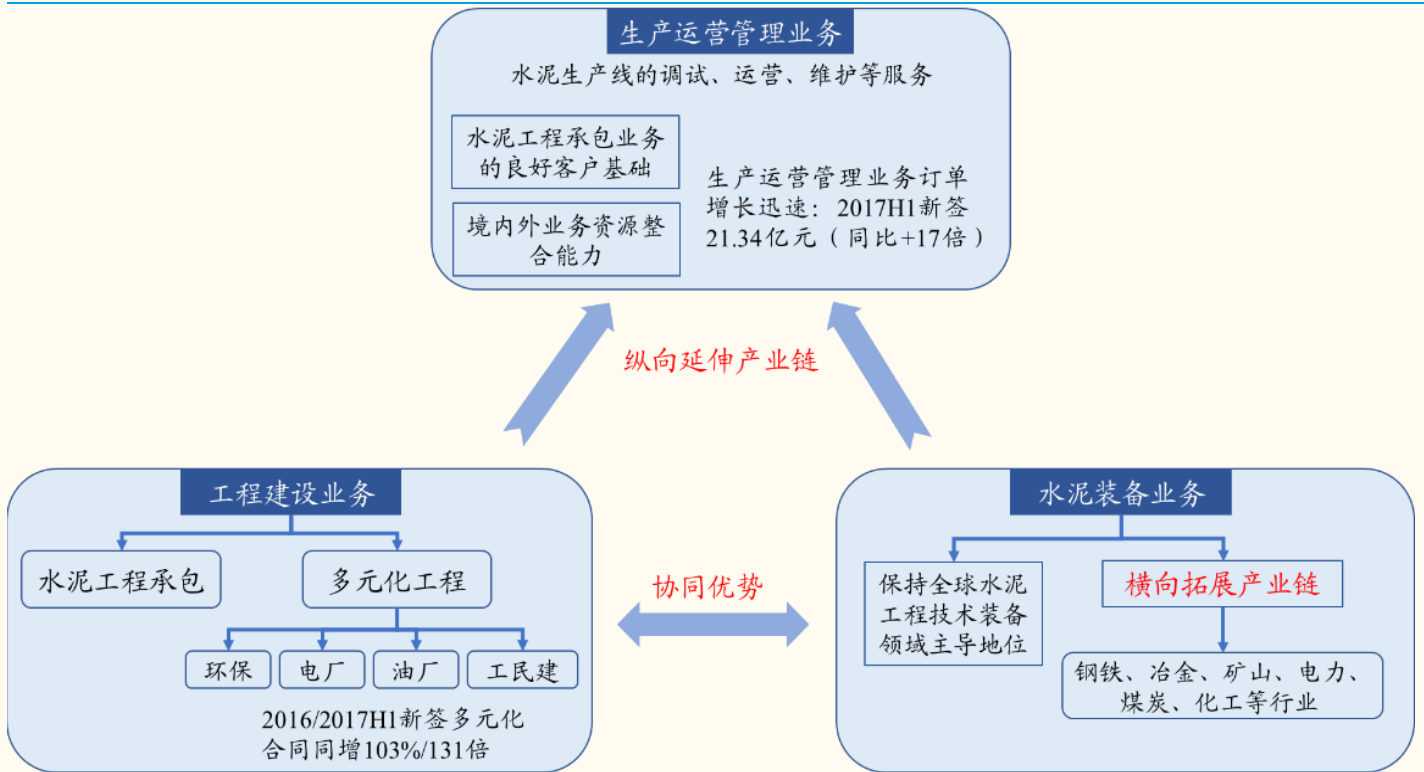
图表 22：亚太地区水泥需求巨大，非洲/中东地区将成为水泥市场新增长点



来源：中国水泥网、国金证券研究所

- 公司的传统水泥业务包括工程建设业务、装备制造业务以及生产运营管理三大类业务，在 2017H1 总营收中占比分别为 81%/17%/2%。我们认为，公司在传统业务内通过横向（产业链的拓展）、纵向（产业链的延伸）两个维度发展，丰富公司传统业务内涵，未来有望成为公司业绩新增长点。

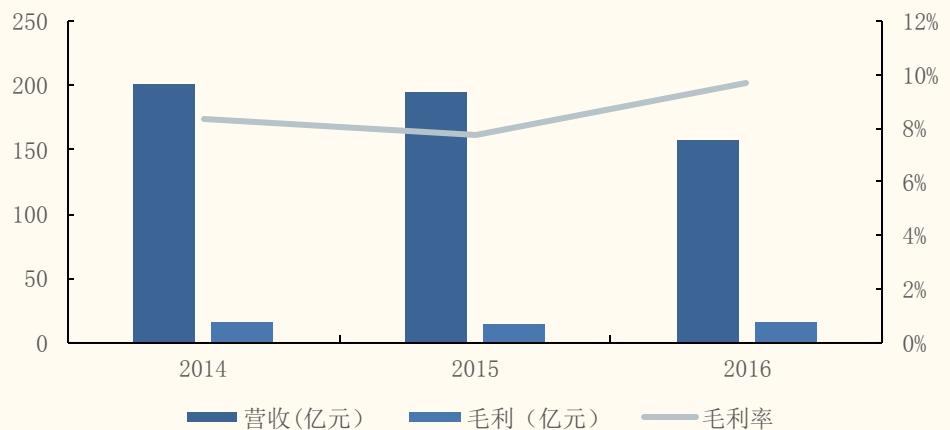
图表 23：传统业务多元化发展



来源：历年年报，国金证券研究所

- 工程建设业务横向多元化扩张：**1) 工程建设业务主要包括水泥工程承包和多元化工程类业务，近年来毛利稳定，毛利率稳步提升；2) 公司工程承包业务模式以 EPC 总承包系统集成服务为主，同时采用成套技术装备供货 (EP)、工程设计、设备安装、工程建设等模式为补充。**EPC、EP 模式主要应用于海外市场**，单项服务主要应用于国内市场。在全球水泥供需紧张的情况下，预计未来水泥工程承包维持稳健增长；3) 在“一带一路”机遇催化下，公司横向积极开拓多元化工程，涉足环保、电厂、油厂、工民建项目等；2016/2017H1，公司新签多元化工程合同 14.26/25 亿元，同增 103%/131 倍，增长迅猛有望成公司新增长极。

图表 24：工程建设业毛利率稳步提升

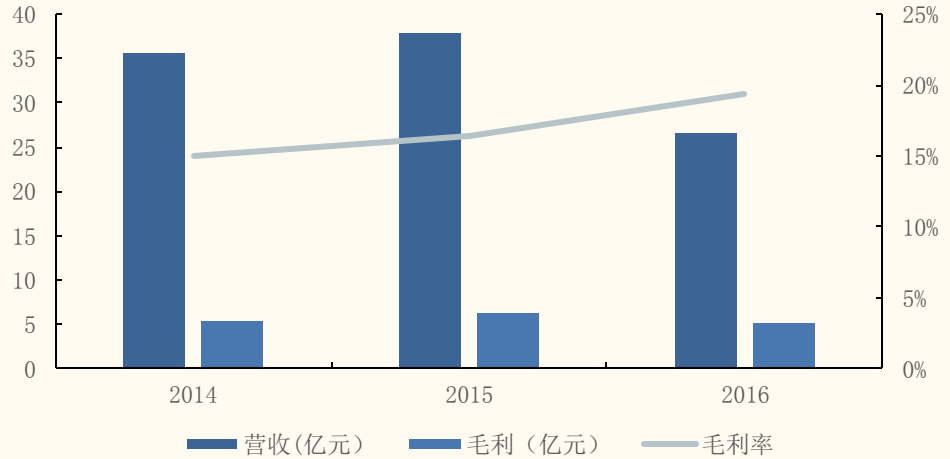


来源：历年年报、国金证券研究所

- 水泥装备业务横向扩张产业链：**公司拥有不同系列水泥装备领域主要核心产品，毛利稳定，毛利率稳步提升，一方面在保持全球水泥工程技术装备

领域主导地位，一方面拓展公司产业链，帮助公司进入钢铁、冶金、矿山、电力、煤炭、化工等行业。公司主要利用与工程承包业务的协同优势带动装备销售，通过降本增效，加大市场开拓力度，创新服务模式，以差异化服务和高性价比参与市场竞争。

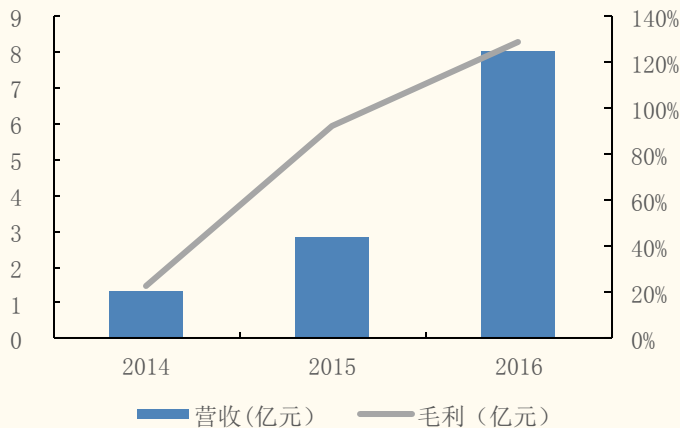
图表 25：水泥装备业务毛利稳定，毛利率稳步提升



来源：历年年报、国金证券研究所

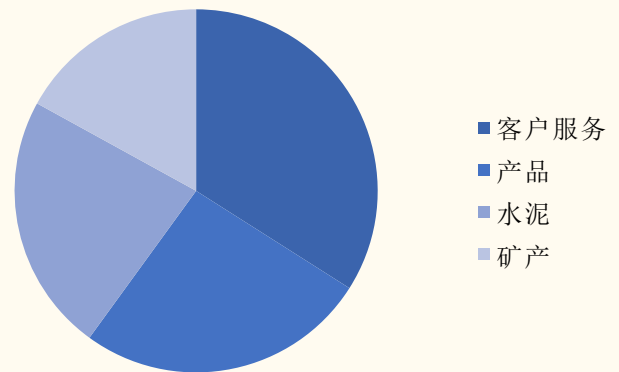
- **作为水泥工程建设业务产业链的纵向延伸，生产运营管理业务指的是水泥生产线的调试、运营、维护等服务。**
 - **生产运营业务营收毛利高增：**一方面可以为公司创造稳定营收，一方面可以降低工程建设后续风险、开拓新客户，与工程建设业务形成协同；公司凭借良好客户基础及资源整合能力，公司在水泥生产线调试、运营、维护方面订单增长迅速，2016 年生产运营管理业务营收/毛利同增 181%/40%，2017 年上半年新签生产运营管理合同 21.34 亿元，同比增长 16.87 倍，**现已成为公司服务业务的稳定增长点。**
 - **对标世界排名第二水泥公司史密斯，公司生产运营管理业务未来可期：**艾法史密斯是全球领先的水泥和矿物行业工程、设备和服务供应商，世界排名第二，旗下涵盖客户服务、产品、水泥、矿产四大业务，艾法史密斯的客户服务业务即为客户水泥工程项目提供配件、服务和维修，与中材国际的生产运营管理业务相当，2016 年公司客户服务业务营收达 60 亿元，占比达 34%，EBITA 利润率达 12.5%，居四大业务之首。

图表 30：中材国际生产运营管理业务营收毛利高增



来源：历年年报、国金证券研究所

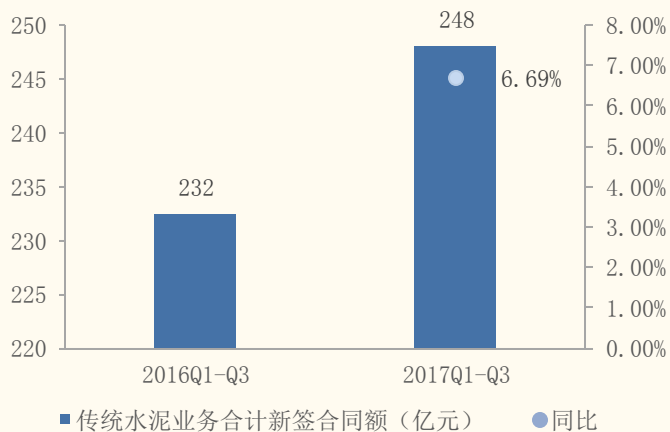
图表 31：史密斯 2016 年客户服务业务营收占比达 34%



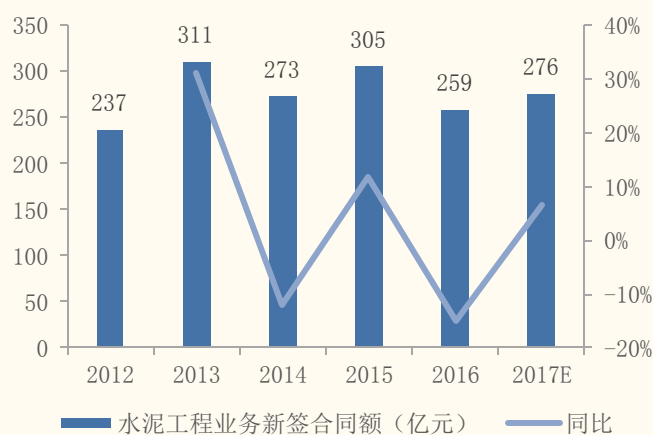
来源：FLSMIDTH 年报、国金证券研究所

- **三季度订单高增，订单总量维持高位，传统业务未来业绩有保障：**1) 根据公司前三季度经营数据报告显示，2017年1-9月份新签248亿水泥业务合同，相比去年同期(232亿)增长6.7%，其中工程建设/装备制造/生产运营管理分别新签188/26/34亿合同，公司传统业务新签合同额维持高位。单看第三季度经营数据，该季度工程建设新签订单81.3亿，装备制造新签订单10.8亿，同比增长59%/21%。2) 按照2016前三季度新签水泥合同额(232亿)在全年新签水泥合同额(259亿)的占比，预计2017Q4新签合同额将达到28亿，全年新签合同额预计将达到276亿(同比+6.7%)，则2017H2公司水泥业务新签订单预计为133亿，考虑到公司2017H1末水泥业务在手未完成合同额为407亿，传统业务未来业绩有保障。

图表 32：2017 前三季度新签合同额同比增长 6.7%



图表 33：2017 年新签合同额预计达到 276 亿

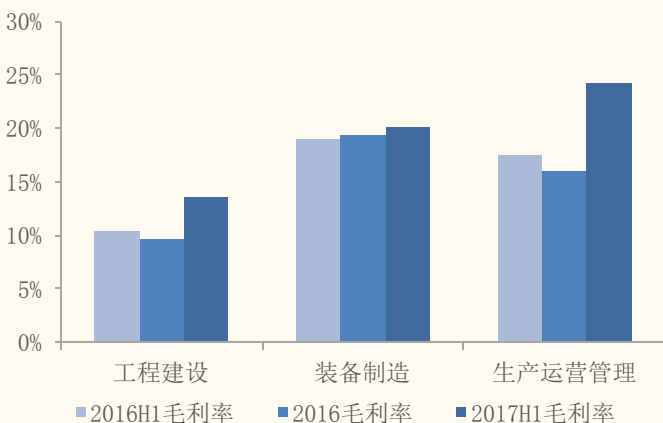


来源：公司公告、国金证券研究所

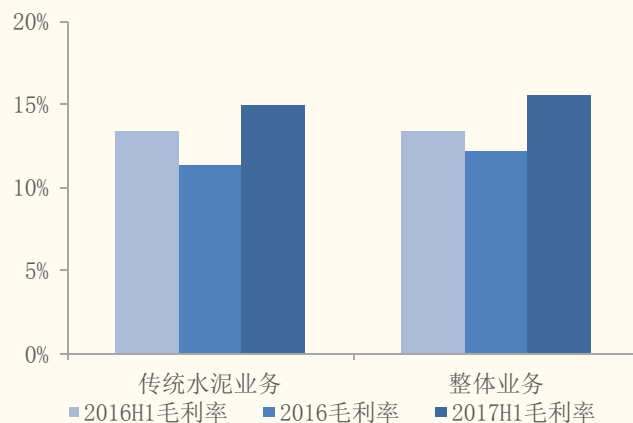
来源：公司公告、历年年报、国金证券研究所

- **传统水泥业务毛利率上升明显，传统业务转型取得阶段性成功：**精细化管理提高毛利率：公司坚持加强“精细运营”，做“精品工程”，公司。2016年，公司通过优化拓展工程项目的对标体系，完善了工程项目预算总成本管理机制，开展了EPC业务运行模式的优化和水泥工程设计标准规范建设，加强了海外项目风险防范机制，从而提高了公司的传统业务毛利率。公司2017H1传统水泥业务营收88亿，营业成本75亿，毛利率为15%，2016传统水泥业务毛利率为11.3%。分科目来看，2017H1工程建设/装备制造/生产运营管理的毛利率分别为13.6%/20.1%/24.2%，比去年同期增加3.1/1.1/6.7pct，毛利率上升明显。传统水泥业务毛利率的上升使公司整体业务的毛利率从2016H1/2016的13.4%/12.2%提高到了2017H1的15.6%。

图表 26：传统水泥三大子业务毛利率均上升



图表 27：水泥业务综合毛利率提高推升整体业务毛利率



来源：公司公告、历年年报、国金证券研究所

来源：公司公告、历年年报、国金证券研究所

3. “新时代”变化 3：环保行业已成公司未来重要增长极

- 公司的环保业务主要分为两个部分，一是公司固有的依托主业的传统环保业务，主要为固废处理和水泥除尘业务，二是通过并购安徽节能开拓的工业节能、环境治理新业务。
- 行业景气+公司重视，资金、政商资源、技术三大优势，环保业务有望持续高增：1) 从历史数据来看公司环保业务增速较快（2016 和 2017H1 营收增速分别为 11.3%和 44.7%）；2) 公司明确将大力发展新兴的环保业务（2015 年报提出到 2020 年环保业务贡献利润达三分之一）；3) 公司兼具资金、技术、政商资源三大优势：①环保行业属于重资产行业，前期垫资较多，公司在手现金充裕，2017 年 Q3 公司货币资金达 109 亿元；②公司深耕水泥工程多年，政商资源充裕，在环保产业高速发展之际，有望夺得更多订单；③传统环保业务依托主业现目前已拥有多项处理技术，目前已设计、建造了多个水泥窑协同处置废弃物项目，投资运营了“溧阳市利用水泥窑协同处置 450t/d 生活垃圾示范线项目”；安徽节能研发实力强大技术领先，以清华大学、同济大学、中国环境科学研究院等的技术和人才为依托，成立环境生态研究院，未来技术发展可期；4) 考虑现目前环保业务基数较小，在环保产业高速发展之际，有望持续高增。

图表 28：2016 年环保业务控股及参股公司概况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	投资额	营业收入	净利润	主营业务	是否合并报表
安徽节源环保科技有限公司	子公司	100.00	100,747.01	8,925.31	7,439.87	节能环保	是
葛洲坝中材洁新(武汉)科技有限公司	联营企业	30.00		1,203.93	229.19	环保产业	
中材国际(哈尔滨)环境资源有限公司	子公司	70.00				环境资源	是
中材国际环境工程(北京)有限公司	子公司	100.00	3,725.00			工程技术	是

来源：公司年报、国金研究所

图表 29：公司传统环保业务核心技术

环保技术名称	主要内容
水泥窑炉烟气脱硝技术	将低氮燃烧与脱硝相配套的技术衔接，可满足水泥生产过程控制氮氧化物排放的要求，达到国家规定的环保指标。
水泥生产线废气脱硫技术	针对生料中含有有机硫或者黄铁矿硫化物的生产线，降低 SO ₂ 排放技术（原料变化；利用氧化钙/氢氧化钙脱硫；湿式涤气器--湿法脱硫）。
水泥矿山节能减排新技术	研发出各类新型高效的水泥矿山系统解决方案帮助业主实现矿山生产的节能减排目标。
燃煤催化剂技术	在煤中加入少量催化剂改善煤的燃烧特性，提高煤的燃尽率，进而加强环境保护，降低熟料热耗、提高水泥生产的质量（热料产量提高 2~6%，节煤率为 4%，NO _x 排放量降低 10% 以上）。
水泥智能优化节能控制技术	针对水泥工业节能减排的需要，研发出一套基于多变量非线性控制技术的智能优化节能控制软件，优化水泥生产过程控制、提高产量、降低能耗、保证产品质量、达到环保要求、稳定系统控制，最大程度地提高水泥生产企业的利润。

来源：公司官网、国金证券研究所

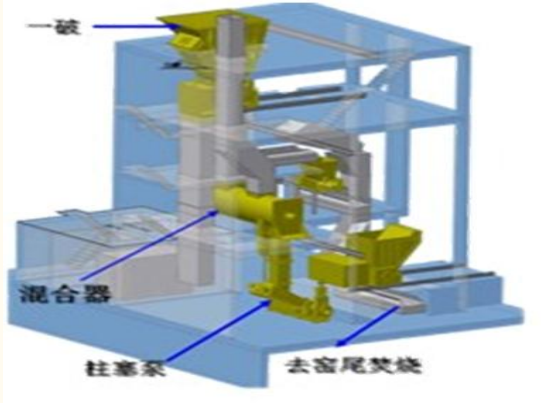
3.1 公司传统环保业务：市场规模大+技术领先

- 公司环保传统业务主要为固废处理和水泥除尘业务：1) 目前公司固体废弃物处置主要利用水泥回转窑协同处理城市生活垃圾、污泥和危险废弃物等；2) 水泥工业是粉尘颗粒物（PM）和 SO₂ 等其它污染物的重要来源，除尘业务即将粉尘颗粒物从烟尘中分离并回收。
- 固废处理市场规模或达 1100 亿，水泥除尘市场容量大：1) ①中投顾问产业研究中心预测，根据“十三五”期间我国排放生活污水和工业污染量，未来五年间处理这些污水的污泥产量约为 4 万吨，2016 年-2020 年我国污泥处理的投资成本约为 110 亿元，运营成本约为 600 亿元，根据行业平均利润水平 15%估算，“十三五”期间污泥处置市场规模可达 1100 亿元左右；②政策助推有望迎来高增：2017 年 5 月环保部发布《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南（试行）》，伴随规范落地未来水泥窑固废处置有望实现高增；2) 除尘市场容量有望高增：我国水泥工业颗粒物（PM）排放占全国排放量的 15%-20%，属于污染控制的重点行业，公司曾粗略统计 2015 年国内水泥工业除尘市场规模为 20 多亿，未来 5-10 年将是中国大气

污染治理的重点时期，随着国家大气污染防治标准越来越严格，市场容量将保持高增幅。

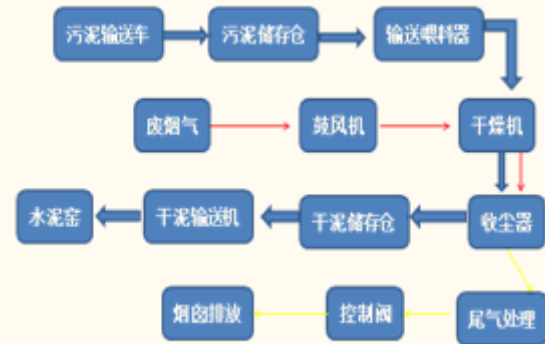
- **固废处理技术先进，投产解决实际生活垃圾问题：**1) 相较于传统卫生填埋、堆肥和焚烧发电等垃圾处理方式，利用新型干法水泥预分解窑系统内部高温、高浓度、高活性、具有强烈吸附能力的碱性环境有效地遏制各类有毒有害成分产生，能够彻底处置垃圾且没有二次污染排放；2) 公司拥有多项处理技术，目前已设计、建造了多个水泥窑协同处置废弃物项目，投资运营了“溧阳市利用水泥窑协同处置 450t/d 生活垃圾示范线项目”，较好地解决了溧阳市城市生活垃圾问题。

图表 30：水泥窑协同处置工业和危险废弃物工艺技术



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 31：水泥窑协同处置城市污泥



来源：公司官网、国金证券研究所

- **水泥除尘行业领先，拓展外行业大气污染防治：**公司在我国水泥行业烟气除尘领域富有竞争力，具备 4 万吨的设备年生产能力，据公司披露 2015 年该项业务收入近 6 亿元，主要销售设备单机、技术改造、系统方案服务等，公司在致力发展水泥烟气之成套技术设备的同时，也在积极向电力、冶金等外行业的大气污染治理装备业务领域拓展，实现行业产品向专业产品的转型发展。

3.2 “一站式”节能环保综合服务平台+研发实力超群，业绩持续爆发完成对赌希望较大

- **公司积极开拓工业节能、环境治理新业务，行业空间广阔：**1) 工业节能服务产业是为企业和项目在节能减排等方面提供服务和支持的产业，我国节能服务产业发展较快，2016 年底节能服务产业总值 3567.4 亿元，根据《“十三五”节能环保产业发展规划》，到 2020 年，节能服务业总产值达到 6000 亿；2) 环境污染治理包括水治理、大气治理、土壤治理等领域，十二五期间我国环境治理投资达 4.5 万亿，预计十三五期间环境治理投资有望达到 15 万亿左右，目前公司下属安徽节源等企业在环境治理方面积极开拓市场。
- **安徽节源打造“一站式”节能环保综合服务平台，业务遍布全国：**1) 公司子公司安徽节源主营业务是节能改造、生态环保、信息化三大领域，目前形成了集投资、规划、设计、研发、施工为一体的“一站式”节能环保综合服务平台；2) 公司自成立以来，先后为逾百家高耗能、高污染企业成功实施节能环保改造项目，项目遍布安徽、湖南、江苏、河南、河北、新疆等省份。

图表 32：安徽节源部分业务情况

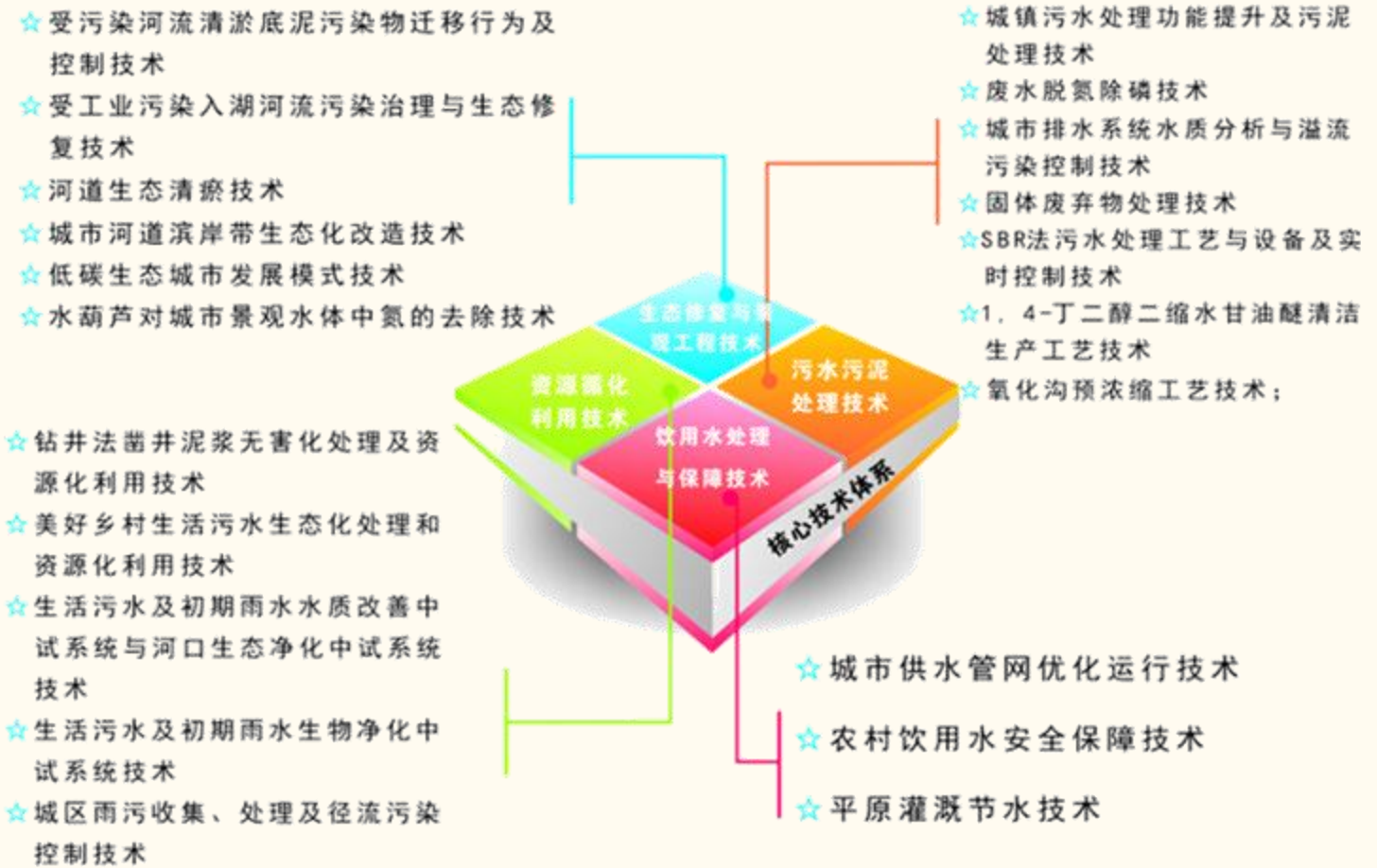
项目省份	项目名称
新疆	新疆圣雄能源股份有限公司电石炉电极节能改造项目
甘肃	瓮福化工有限责任公司磷酸系列蒸汽余热预压利用项目（一期）
四川	瓮福达州化工有限责任公司磷酸浓缩蒸汽余压利用项目
贵州	瓮福（集团）有限责任公司瓮福化工有限公司磷酸浓缩蒸汽余压发电项目（一期）

项目省份	项目名称
湖南	湖南水口山有色金属集团有限公司第八冶炼厂余热发电项目
湖南	五矿铜业（湖南）有限公司磷酸和熔炼循环水冷却系统节能改造项目
湖南	湖南水口山有色集团第八冶炼厂化水处理改造完善工程
江西	中材萍乡水泥有限公司高温风机及尾排风机节能改造项目
安徽	黄山市休宁县路灯照明改造项目
安徽	安徽合力股份有限公司铸造工厂除尘风机电机节能改造项目
安徽	安徽国风塑业股份有限公司注塑机节能改造项目
安徽	安徽安能热电股份有限公司风机电机节能改造项目
安徽	淮南矿业集团锅炉高效燃烧技术节能改造项目
江苏	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司尿素高调水及压缩机间气余热回收项目
江苏	徐州腾达焦化有限公司焦炉自动加热及火落管理节能改造项目
江苏	徐州天安化工有限公司焦炉烟气余热回收改造项目
江苏	徐州天安化工有限公司水泵节能改造项目

来源：公司官网、国金证券研究所

- **安徽最大节能服务公司，技术研发实力强：**1) 安徽节源是国内较早从事节能环保服务的企业之一，现为安徽最大的节能服务公司，立足合同能源管理模式，主要为化工、矿业、水泥、电力等不同行业提供余热余压综合利用开展系列研究、电机节能改造等，累计节约能源折合超过 100 万吨标准煤，减排二氧化碳 220 万吨，经济和社会效益显著；2) 公司注重研发投入，成立了热能利用研究所，重点针对余热利用开展系列研究、成果产业化等工作，同时注重国际合作，自 2012 年起与德国巴顿钢铁工程公司、西门子公司等分别签署合作协议，并与 ABB、施耐德等知名公司合作开展节能项目，引进先进技术，不断消化吸收，促进国内节能环保产业上台阶、上水平。
- **以技术人才和央企平台为依托，重点打造生态环保业务：**1) 根据公司“十三五”战略规划，生态环保业务是公司重点打造的业务板块，重点围绕水环境综合治理、固废处置、智能管理平台、生态修复和生态城市建设等领域，公司将充分发挥央企上市公司的资金、技术及品牌优势，通过合同环境管理、PPP、EPC 等业务模式，将公司打造成全国一流的环境综合服务商；2) 公司以清华大学、同济大学、中国环境科学研究院等的技术和人才为依托，成立环境生态研究院，重点围绕污水处理、河道与水系综合治理、海绵城市、固体废弃物处理、土壤修复等领域开展研发，打造公司核心竞争力。

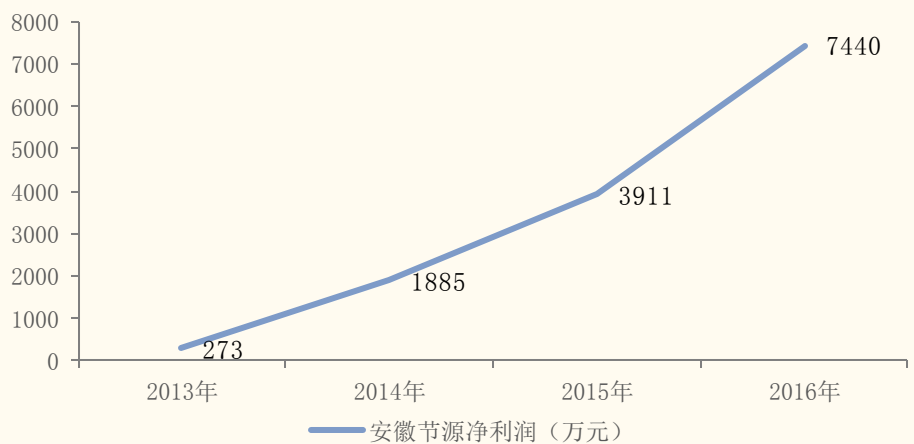
图表 33：生态环保业务核心竞争体系



来源：公司官网、国金证券研究所

- **安徽节源业绩增长迅速有望完成对赌：**1) 安徽节源利润增长迅速，从2013年273万元增长至2016年7440万元，复合增长率达200%；2) 根据《业绩补偿协议》，安徽节源2015至2017年度归母净利润三年累计不低于3亿元，今年作为对赌协议最后一年，归母净利润需达到1.86亿元，安徽节源订单状况良好，有望完成对赌协议，显著提高公司业绩。

图表 34：子公司安徽节源业绩爆发增长



来源：公司公告、国金证券研究所

4. “新时代”变化 4：历史包袱解除，未来业绩反应公司真实基本面

- **历史包袱解除，未来业绩反应公司真实基本面：**1) 截止目前，东方贸易仅有 2 项诉讼未计提资产减值损失，标的金额共计 932 万元，公司历史包袱解除未来业绩反应公司真实基本面；2) 2016 年 12 月，东方贸易收回苏州隆湖置业 1.78 亿元，并冲回相应资产减值损失；2017 年 10 月，公司公告东方贸易与宝投实业集团有限公司及其五家关联公司合同纠纷根据评估将转回资产减值损失 1676 万元，未来若收回更多诉讼金额，有望进一步增厚公司净利。

图表 35：子公司东方贸易诉讼明细

序号	诉讼事项	涉及金额 (亿元)	是否计提资产减值损失
1	与宝投实业集团有限公司及其五家关联公司合同纠纷	4.77	已计提
2	与中远供应链合同纠纷	2.15	已计提
3	与北京中储合同纠纷	0.20	已计提
4	与中钢集团广东有限公司买卖合同纠纷	1.05	已计提
5	与上海步潮贸易有限公司、章步潮买卖合同纠纷	0.06	未计提
6	与上海光照万木物资有限公司、上海叶茂实业有限公司、叶茂买卖合同纠纷	0.03	未计提
7	与上海鼎企商贸有限公司、上海华际钢铁物资有限公司、上海鑫贸实业发展有限公司、担保人林钦华、福建省锦霖实业有限公司、上海众唐实业有限公司、福建邦盛集团有限公司、许清庄、李守龙、吴周国、林丽珍合同纠纷	1.07	已计提
8	与上海福缘、汤和水等合同纠纷	0.33	已计提
9	与上海鑫矿、上海名储等合同纠纷	0.27	已计提
10	与杭州湾实业的合同纠纷	0.21	已计提
11	与公司实际控制人中国中材集团有限公司的附属公司苏州隆湖置业有限公司发生民事诉讼纠纷	0.93	已计提
12	与北京银行股份有限公司双榆树支行诉东方贸易借款合同纠纷	0.91	已计提
13	与招商银行股份有限公司北京西三环支行诉东方贸易金融借款合同纠纷	0.57	已计提
14	与华夏银行股份有限公司北京奥运村支行诉东方贸易借款合同纠纷	0.38	已计提

来源：公司公告、国金证券研究所

三、盈利预测与估值

1.四大理由支撑公司 2017 年业绩爆发

- 公司前三季度业绩高增，归母净利润 7.2 亿，同比增长 48.4%（目前万得一致预期，2017 全年业绩增长 34%为 6.85 亿）。根据公司公告，公司三季报业绩高增原因主要系：①通过推行精细化管理、优化资源配置等举措，主营业务成本、质量、进度控制得到加强，公司整体盈利能力有所提高；②天津公司、中材建设个别毛利率较高项目进入收尾结算，成都院重大在建项目进入执行高峰。
- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之一，子公司大项目 Q4 进入结转高峰期：**1) 全资子公司成都建筑材料工业设计研究院有限公司于 2016 年 6 月与阿拉伯埃及共和国国防部装备局于开罗签订了《六条日产 6000 吨熟料水泥生产工厂的设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同》，合同金额为 10.53 亿欧元，按 2017 年 11 月 2 日欧元兑人民币汇率 7.6884 计算，该合同折合人民币约 81 亿元，合同工期为新建生产线于 2017 年 12 月开始试生产，之后 3 个月达到合同规定的产量，考虑合同包含 GOEARISH 二期 2 条日产 5775 吨水泥生产线以及本次签署的 BeniSuef6 条水泥生产线的 3 年运营和维护，假设该合同的运营和维护订单为 10 亿元，则工程总承包金额约 71 亿元；2) 根据公司公告，子公司成都院 2016 年下半年及 2017 年上半年累计完成营收约 36 亿，即便假设在该期间成都院除上述大订单其他项目总计结转 6 亿营收，则该合同 2017 年下半年预计结转营收达 41 亿元，若 Q3 和 Q4 结转金额相同，则 Q4 仅该项目就可以为公司贡献约 20 亿元

的营业收入，考虑到该项目毛利率较高，假设该项目净利率 5%，则仅该项目在 Q4 可为公司贡献净利润约 1 亿元。

图表 36：成都建筑材料设计研究院营收净利情况（单位：亿元）

2015 年 H1		2015 年		2016 年 H1		2016 年		2017 年 H1	
营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
6.20	0.04	19.54	0.45	3.80	0.25	20.59	0.66	18.76	1.28

来源：历年年报，国金证券研究所

- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之二，安徽节源业绩对赌进入冲刺阶段：**若安徽节源完成三年业绩对赌共计 3 亿元净利润，安徽节源 2015、2016 年累计完成业绩约 1.14 亿元，预计 2017 需完成 1.86 亿元净利润，安徽节源 2017 年 H1 完成业绩 2787 万元，即意味着 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元，预计仅 Q4 单季度安徽节源需完成净利体量或超 1 亿元。

图表 37：若完成对赌协议，安徽节源 2017 年 H2 需完成业绩达 1.58 亿元（单位：亿元）

2015 年		2016 年 H1		2016 年		2017 年 H1	
营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
NA	0.39	0.44	0.06	0.89	0.74	1.12	0.28

来源：历年年报，国金证券研究所

- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之三，资产减值损失转回 0.17 亿元：**2017 年 10 月，公司公告将冲回减值损失 1676.3 万元，这将进一步增厚公司 Q4 业绩。
- **2017 年 Q4 业绩预计高增原因之四，大额汇兑损失可能性较低：**根据国金宏观观点，人民币 Q4 存在贬值压力，公司资产及负债表中主要为美元和欧元余额，9 月 29 日美元/欧元兑人民币为 6.6369 元/7.8233 元，10 月 31 日美元兑人民币为 6.6397 元/7.7333 元，公司汇兑损失可简单的按照期初汇率和期末汇率之差乘以公司账上外币现金来计算，我们判断 Q4 产生大额汇兑损失的可能性较小。
- 由此，根据上述四点分析，叠加公司还存在其他高毛利率大项目 Q4 进入结转高峰期，我们判断公司 Q4 单季度净利润将达到近 3 亿元，全年净利润将有望约 10 亿元。

2.传统业务稳健毛利率提升趋势显著+新业务高增，2018/2019 年业绩稳健增长

- **工程业务毛利率提升趋势明显，订单足营收稳步增长：**1) 公司“深耕细作”成效显著，建设业务毛利率提升明显，我们认为在管理成功升级之后，高盈利能力有望维持；2) 同时公司订单在手充足（2017 年三季度新签合同 81 亿同比+59%，2017 前三季度一共新签合同 188 亿同比-3%，根据中报在手未完工合同额 406 亿为 2016 年营收 2.1 倍），因中报建设业务营收略减少 5%，我们假设未来三年工程业务营收增速分别为 0%/6%/5%，毛利率分别为 15.3%/15.2%/16%。

图表 38：工程建设业务毛利率提升

	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
营收(亿)	157.1	-19.19%	71.5	-5.24%	157.1	0	166.5	6%	174.9	5%
毛利率	9.73%	+1.95PCT	13.62%	+3.1PCT	15.3%	+3.1PCT	15.2%	-0.1PCT	16%	+0.8PCT

来源：wind、国金证券研究所

- **基数较小，装备和运营业务将稳步发展：**公司装备制造和业务运营业务与主业工程建设相关度高，受益于公司主业的强大实力发展势头良好，今年 1-9 月装备和运营订单分别为 25.8 亿和 33.9 亿，分别同比增长 8%和 135%，考虑这两项业务基数较小，我们判断装备和运营业务将稳步发展。

图表 39：装备制造和生产运营业务将稳步发展

业务	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
----	------	----	--------	----	-------	----	-------	----	-------	----

业务	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
装备制造	26.5	-30.28%	14.9	18.50%	28.6	8%	28.6	0%	28.6	0%
毛利率	19.42%	3.02	20.11%	1.1pct	17%	-2.4pct	17%	0	17%	0
生产运营	8	180.73%	2.03	-23.87%	8	0%	11	38%	14	27%
毛利率	16.11%	-16.14	24.17%	6.72	22.9%	+6.79pct	24.17%	+1.27pct	24.17%	0

来源: wind、国金证券研究所

- **公司兼具资金、资源、技术三大优势，环保业务高增可期：**2013-2016 年间，安徽节能业绩呈指数型增长，考虑对赌协议，预计 2017 年安徽节源将完成净利润达 1.86 亿元，参考 2016 年安徽节源净利润占比环保业务总营收/毛利的 13.3%/74.7%的比例，预计 2017 年环保业务营收/毛利达 14/2.5 亿元，预计 2018/2019 年环保业务营收同比达 75%/50%，预计环保业务营收达 24/35 亿元。

图表 40：环保业务高增可期

	2016	增速	2017H1	增速	2017E	增速	2018E	增速	2019E	增速
营收(亿)	5.6	11.31%	3.5	44.70%	13.98	150%	24.47	75%	34.60	50%
毛利率	17.73%	-3.75PCT	15.56%	2.27PCT	17.80%	+0.07pct	22%	4.2pct	21%	-1pct

来源: wind、国金证券研究所

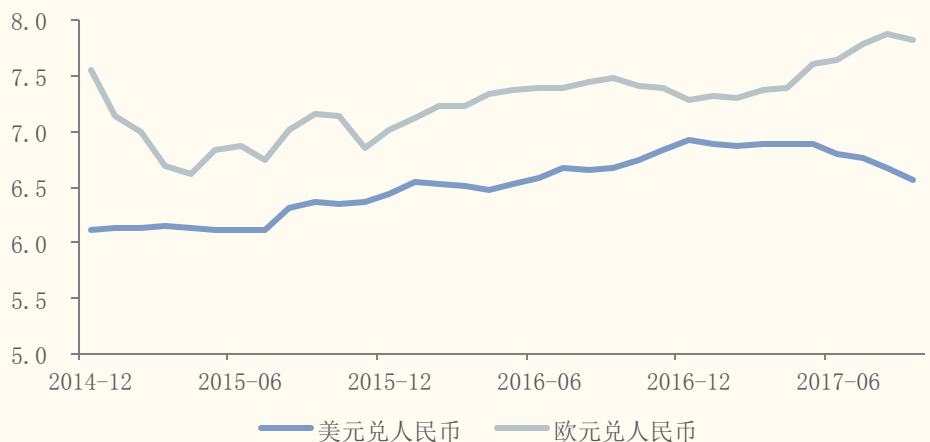
- **人民币贬值通道下，汇兑损失预计将大幅减少，带来财务费用大幅下降：**
1) 公司 2014 和 2017 年上半年存在汇兑损失为 0.41 亿/1.5 亿，占净利润的比重为 27.7%/33.71%，汇兑损失对公司存在一定的影响；2) 根据历史数据显示，公司历年汇兑损失在-1.6 亿到 1.5 亿之间波动，2017 年上半年汇兑损失已达 1.5 亿，对公司 2017 年业绩影响较大；3) 根据国金宏观团队观点，人民币长期存在贬值压力，我们预计公司 2018 年汇兑损失将会大幅下降。

图表 41：2014-2017H1 汇兑损失与企业净利润

	2014	2015	2016	2017H1
汇兑损失(单位:亿人民币)	0.41	-1.03	-1.53	1.5
净利润(单位:亿人民币)	1.48	6.64	5.11	4.45
汇兑损失绝对值/净利润	27.70%	15.51%	29.94%	33.71%

来源: 公司中报、年报, 国金证券研究所

图表 42：2014 年末-2017 三季度美元/欧元兑人民币汇率走势



来源: wind, 国金证券研究所

- **2017 年业绩有望翻倍将达 10 亿，2018/2019 年呈稳步增长：**综上，并且考虑到公司其他业务（基数小影响不大），我们预计公司 2017/2018/2019

年营收为 205/229/254 亿，传统主营工程业务毛利率提升，新兴业务环保高速成长，叠加去年因偶然因素基数较低，今年公司业绩有望爆发增长，而明后两年继续稳步成长。

图表 43：公司未来三年盈利预测

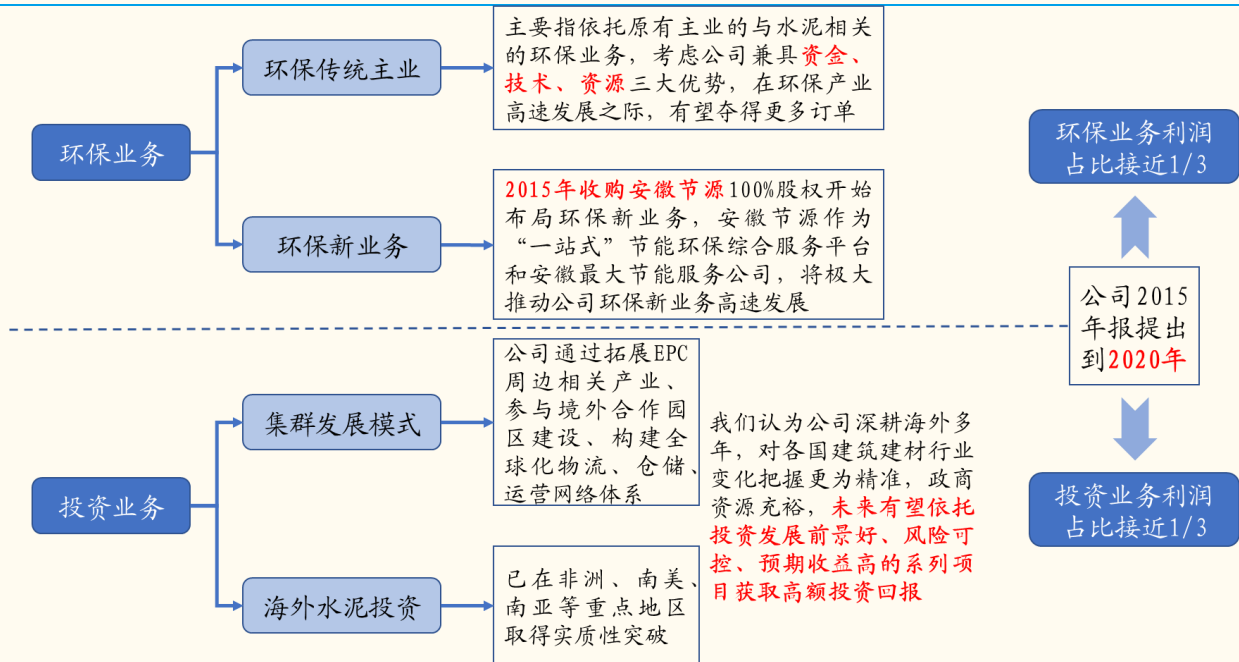
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收 (亿元)	226	190	205.17	229.03	253.59
毛利率	10.8%	12.2%	16.48%	17.11%	17.78%
营业税金及附加 (万元)	-84	-70	-76	-85	-94
营业费用 (万元)	-282	-280	-308	-344	-380
管理费用 (万元)	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648
财务费用 (万元)	65	125	-320	-20	-27
资产减值损失 (万元)	-56	-160	-41	-51	-51
所得税 (万元)	-170	-146	-283	-420	-515
归母净利润 (亿元)	6.6	5.1	10	14.89	18.26
EPS	0.57	0.29	0.570	0.849	1.041
业绩增速	347.8%	-23.0%	96%	49%	23%

来源：wind、国金证券研究所

3. 长期来讲，环保/投资业务未来发展逻辑通畅

- **公司环保/投资业务未来发展逻辑通畅**：1) 公司依托原有的与水泥相关的业务发展环保传统主业，并于 2015 年收购安徽节源开始高速发展环保新业务；2) 公司投资业务以海外水泥投资为主，**现已在非洲、南美、南亚等重点地区取得实质性突破**，公司深耕海外多年，对各国建筑建材行业变化把握更为精准，政商资源充裕，公司有望依托投资发展前景好、风险可控、预期收益高的系列项目获取高额投资回报；3) **环保/投资业务发展目标明确**：2015 年报提出到 2020 年，环保/投资业务利润占比均将接近 1/3。

图表 44：环保/投资业务未来长期发展逻辑通畅

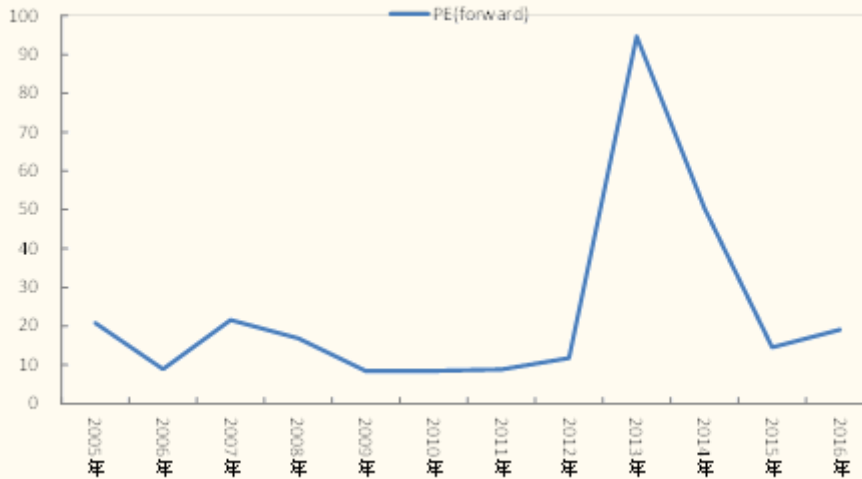


来源：历年年报、国金证券研究所

4. 估值低安全边际高，给予 2018 年 20 倍估值，目标价 17 元

- **纵向来看公司目前估值处于历史低位，安全边际高：**根据我们的盈利预测，公司今年业绩将达到 10 亿，而当下市值 154 亿，对应 2017PE 仅 15.4 倍。而公司历史上最低 PE (Forward) 估值为约 8 倍，对应大盘指数不到 1700 点，当前大盘指数约 3372 点，我们认为 15.4 倍的预期 PE 估值相对偏低，公司股价或具有安全边际。

图表 50：公司历史最低预期 PE 估值为 8 倍，对应大盘指数不到 1700 点



来源：wind，国金证券研究所

- **给予公司 2017 年 PE20 倍，对应目标价 17 元：**公司所属行业为国际工程，选取可比公司为中工国际、中钢国际、北方国际三家公司进行对比，另外三家国际工程公司 2017/2018 年 PE 为 16/13 倍，考虑公司业绩超预期高速增长+国改预期强烈，给予一定估值溢价。根据 PE 估值法给予公司 2017 年 PE 估值 20 倍，对应目标价格为 17 元。

图表 45：根据 PE 估值法给予 2017 年估值 20 倍

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	
		2016A	2017E	2018E	2017E	2018E
中钢国际	91	5.12	6.85	8.44	13	11
中工国际	228	12.80	15.31	17.98	15	13
北方国际	116	4.61	6.27	8.22	19	14
			平均		16	13
中材国际	154	5.09	10.02	14.89		20

来源：wind、国金证券研究所

四、风险提示

- **宏观经济波动风险：**公司所属的建筑工程行业的发展取决于新增固定资产的投资规模，新增固定资产投资规模与国家宏观经济形式及相关政策具有较强的关联性，如果国内宏观经济形势及相关政策出现较大波动将对公司的市场需求造成一定影响。
- **海外市场拓展不达预期的风险：**公司作为世界水泥工程龙头，提高海外市占率，扩张海外版图对公司具有重大战略意义，但是海外市场的扩张受国家政策及国际形势影响较大。如果政策及国际形势发生重大变化，将对公司的战略发展产生一定影响。
- **股权激励/国企改革不达预期的风险。**
- **公司二股东中天投资于 8 月 10 日公告减持计划，自公告日起 15 个交易日后三个月内计划减持不超过总股本 1% 的股份。**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	22,865	22,596	19,007	20,517	22,903	25,359	货币资金	6,574	8,920	10,122	10,750	13,267	16,111	
增长率		-1.2%	-15.9%	7.9%	11.6%	10.7%	应收款项	4,431	4,668	4,805	5,056	5,661	6,226	
主营业务成本	-20,443	-20,158	-16,681	-17,214	-19,064	-20,875	存货	4,939	5,653	4,170	4,617	5,113	5,599	
%销售收入	89.4%	89.2%	87.8%	83.9%	83.2%	82.3%	其他流动资产	5,465	4,019	2,906	3,788	4,066	4,338	
毛利	2,422	2,438	2,326	3,303	3,839	4,483	流动资产	21,409	23,260	22,003	24,211	28,107	32,274	
%销售收入	10.6%	10.8%	12.2%	16.1%	16.8%	17.7%	%总资产	85.3%	81.5%	79.1%	80.1%	82.0%	83.7%	
营业税金及附加	-111	-84	-70	-76	-85	-94	长期投资	875	521	1,470	1,571	1,670	1,770	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,841	2,254	2,031	2,133	2,202	2,239	
营业费用	-202	-282	-280	-308	-344	-380	%总资产	7.3%	7.9%	7.3%	7.1%	6.4%	5.8%	
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	767	2,181	1,953	1,964	1,947	1,930	
管理费用	-1,294	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648	非流动资产	3,693	5,275	5,797	6,028	6,179	6,299	
%销售收入	5.7%	5.9%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	14.7%	18.5%	20.9%	19.9%	18.0%	16.3%	
息税前利润 (EBIT)	815	741	606	1,585	1,922	2,361	资产总计	25,102	28,535	27,800	30,240	34,287	38,573	
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	7.7%	8.4%	9.3%	短期借款	1,426	1,866	670	0	0	0	
财务费用	-115	65	125	-320	-20	-27	应付款项	14,310	16,073	16,917	18,669	20,776	22,904	
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.7%	1.6%	0.1%	0.1%	其他流动负债	3,103	2,072	1,002	1,019	1,072	1,204	
资产减值损失	-525	-56	-160	-41	-51	-51	流动负债	18,839	20,011	18,589	19,688	21,848	24,108	
公允价值变动收益	-23	0	4	0	0	0	长期贷款	920	643	976	1,366	1,866	2,166	
投资收益	6	15	-18	10	10	10	其他长期负债	846	1,088	1,015	1,021	1,092	1,166	
%税前利润	2.4%	1.9%	n.a	0.8%	0.5%	0.4%	负债	20,605	21,741	20,580	22,074	24,806	27,440	
营业利润	156	765	557	1,235	1,861	2,293	普通股股东权益	4,443	6,446	6,854	7,797	9,111	10,761	
%营业利润率	0.7%	3.4%	2.9%	6.0%	8.1%	9.0%	少数股东权益	55	348	366	368	370	372	
营业外收支	77	55	99	50	50	50	负债股东权益合计	25,102	28,535	27,800	30,240	34,287	38,573	
税前利润	234	819	656	1,285	1,911	2,343	比率分析		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	1.0%	3.6%	3.5%	6.3%	8.3%	9.2%	每股指标							
所得税	-178	-170	-146	-283	-420	-515	每股收益	0.136	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041	
所得税率	76.1%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	每股净资产	4.063	5.512	3.907	4.445	5.193	6.134	
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828	每股经营现金净流	1.247	1.649	1.323	1.162	1.530	1.846	
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100	
归属于母公司的净利润	148	664	511	1,000	1,489	1,826	回报率							
净利率	0.6%	2.9%	2.7%	4.9%	6.5%	7.2%	净资产收益率	3.34%	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%	
				95.6%			总资产收益率	0.59%	2.33%	1.84%	3.31%	4.34%	4.73%	
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	2.82%	6.21%	5.23%	12.80%	13.06%	13.71%	
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	增长率							
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828	主营业务收入增长率	10.29%	-1.17%	-15.88%	7.94%	11.63%	10.72%	
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2	EBIT 增长率	-28.33%	-9.00%	-18.24%	161.62%	21.21%	22.85%	
非现金支出	764	325	500	297	339	372	净利润增长率	66.02%	347.82%	-23.02%	95.57%	48.86%	22.63%	
非经营收益	64	23	49	23	52	80	总资产增长率	6.03%	13.68%	-2.58%	8.78%	13.38%	12.50%	
营运资金变动	480	931	1,263	717	802	960	资产管理能力							
经营活动现金净流	1,363	1,928	2,321	2,038	2,684	3,238	应收账款周转天数	53.0	55.9	68.5	65.0	66.0	66.0	
资本开支	-145	-179	-138	-319	-289	-290	存货周转天数	87.3	95.9	107.5	98.0	98.0	98.0	
投资	-436	-230	15	-101	-100	-100	应付账款周转天数	98.4	107.6	140.0	130.0	130.0	130.0	
其他	6	-16	-21	10	10	10	固定资产周转天数	28.9	33.3	36.9	35.5	32.4	29.3	
投资活动现金净流	-576	-425	-144	-410	-379	-380	偿债能力							
股权募资	0	421	15	0	0	0	净负债/股东权益	-94.02%	-94.64%	-117.48%	-114.98%	-120.31%	-125.30%	
债权募资	448	19	-840	-846	500	300	EBIT 利息保障倍数	7.1	-11.4	-4.8	5.0	98.5	88.8	
其他	316	-7	-113	-155	-287	-315	资产负债率	82.08%	76.19%	74.03%	73.00%	72.35%	71.14%	
筹资活动现金净流	764	432	-938	-1,001	213	-15								
现金净流量	1,552	1,935	1,239	627	2,518	2,843								

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	5	7
增持	1	2	2	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.67	1.67	1.50	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH