

中材国际 (600970)

推荐

行业：国际工程承包

收入持续回暖，业绩下滑幅度减缓

事件 公司公布14年三季报，前三季度共实现营收159.6亿元(+21.75%)，归母净利润4.94亿元(-21.1%)，归母净利润扣非后为4.74亿元(-17.9%)，EPS 0.45元。单三季度营业收入50.6亿元(+10.5%)，归母净利润1.80亿元(-12.4%)，EPS 0.16元。

投资要点：

✧ **在手订单保障公司收入平稳增长。**公司前三季度均实现收入增长，表明12年订单下滑以及13年订单执行偏慢的影响基本过去。虽然上半年新签订单略不理想，但三季度订单下滑趋势已经缓解。我们预计今年全年新签订单难以比肩去年的高位，但200亿元以上仍可保持。从公司执行订单两到三年的周期估算，有去年丰厚在手订单作为保障，公司明年收入或呈持续回升趋势。

✧ **毛利率仍处低谷拖累今年业绩。**公司单二季度毛利率下滑至历史低点的9.8%，三季度仍未见明显好转，10.5%的单季毛利率处在近三年较低水平。我们认为12年订单条件偏差，同时13年新签订单执行仍处于中前期阶段毛利率偏低是主要原因，因此今年主业绩难以明显增长。但随着13年较好订单条件的合同顺利执行，毛利率将在明年得到一定程度改善。

✧ **现金流有所向好。**公司单三季度经营活动现金流5.66亿元，前三季度共计净流入6.01亿元，较去年同期的-2.45亿元净流出有大幅改善。直观体现变是公司今年收入规模增长，但应收账款、预付账款和存货则未同比例增长，而是基本平稳，同时预收账款较中报增长7.3%至81.4亿元，资产质量保持稳健。

✧ **公司未来期待主要有三方面：1.环保工程新业务拓展。**目前溧阳水泥窑垃圾处理项目示范作用明显，相关业务及工程推广有望在环保趋严的大政策背景下加速推进，如果和政府的合作模式确定，不排除获得超预期发展的可能。**2.工程多元化尝试。**对Hazemag并购已完成第一期股权交割，其优势的矿山工程领域将给公司主业带来协同效应和新成长空间。**3.国企改革预期。**公司8月底刚进行完董事会换届，同时控股股东承诺三年内实施股权激励，若股权激励受限也将完善薪酬激励制度。我们认为公司的举措也在顺应近年来国企改革大背景，后续新管理层也有动力将公司进一步做强。

✧ **维持公司“推荐”投资评级。**维持公司2014-2016年EPS为0.70、0.81、0.86元，目前股价对应PE11.2、9.7、9.1。我们认为未来两到三年公司水泥工程主业还看海外，预计仍将以平稳的恢复增长为主，钢贸黑天鹅事件利空影响完全消化，目前安全边际较高；同时公司仍存环保新业务转型、矿山工程多元化拓展等预期，加之国企改革浪潮公司也有望逐步提升企业运营效率和管理层动力，综合来看仍然维持推荐评级，目标价8.8元。

✧ **风险提示：**新签订单执行慢于预期、新业务发展低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20732	22380	23585	22505
收入同比(%)	-2%	8%	5%	-5%
归属母公司净利润	89	765	885	941
净利润同比(%)	-88%	756%	16%	6%
毛利率(%)	13.1%	12.7%	13.0%	13.3%
ROE(%)	2.1%	15.2%	15.1%	13.9%
每股收益(元)	0.08	0.70	0.81	0.86
P/E	95.81	11.19	9.67	9.10
P/B	2.00	1.70	1.46	1.26
EV/EBITDA	11	5	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：王博

S0960514090001

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价： 8.8

当前股价： 7.84

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,093
流通股本(百万股)	1,093
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	86
成交量(百万股)	10.26
成交额(百万元)	81.03

股价表现



相关报告

《中材国际-14年中报点评：收入稳健增长，利润率下行拖累业绩》2014-08-13

《中材国际-主业谷底复苏迹象趋明，中期紧密跟踪环保新业务》2014-04-27

《中材国际-钢贸落地，业绩将重现增长，后续关注新业务转型进展》2014-03-24

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	20434	21181	21430	21020
现金	5067	5000	5400	6195
应收账款	3442	3811	3789	3424
其它应收款	660	762	701	678
预付账款	5574	5859	5744	5464
存货	4839	4820	4866	4438
其他	854	929	930	821
非流动资产	3240	3313	3349	3373
长期投资	63	65	65	65
固定资产	1769	1837	1854	1835
无形资产	672	766	866	971
其他	737	645	565	502
资产总计	23675	24495	24779	24392
流动负债	17878	17839	17076	15582
短期借款	1149	1918	500	530
应付账款	5412	5273	5334	4879
其他	11317	10648	11242	10173
非流动负债	1376	1517	1686	1854
长期借款	579	733	896	1065
其他	797	785	790	788
负债合计	19254	19357	18762	17436
少数股东权益	148	158	169	181
股本	1093	1093	1093	1093
资本公积	136	136	136	136
留存收益	3075	3812	4697	5638
归属母公司股东权益	4273	5025	5860	6790
负债和股东权益	23675	24540	24792	24407

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-183	-659	1963	846
净利润	71	775	896	952
折旧摊销	235	258	276	296
财务费用	66	-27	-45	-109
投资损失	-10	-10	-10	-10
营运资金变动	-2125	-1325	802	-145
其它	1580	-330	44	-139
投资活动现金流	-676	-351	-355	-360
资本支出	425	200	200	200
长期投资	54	-4	0	0
其他	-196	-155	-155	-160
筹资活动现金流	702	943	-1208	308
短期借款	675	769	-1418	30
长期借款	379	153	163	170
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-226	0	0	0
其他	-127	21	47	108
现金净增加额	-176	-67	400	794

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20732	22380	23585	22505
营业成本	18020	19530	20514	19514
营业税金及附加	106	90	118	113
营业费用	187	184	200	191
管理费用	1281	1477	1557	1485
财务费用	66	-27	-45	-109
资产减值损失	891	200	200	200
公允价值变动收益	17	-45	-13	-14
投资净收益	10	10	10	10
营业利润	206	891	1039	1106
营业外收入	123	91	95	98
营业外支出	16	13	13	14
利润总额	313	968	1120	1191
所得税	241	194	224	238
净利润	71	775	896	952
少数股东损益	-18	10	11	12
归属母公司净利润	89	765	885	941
EBITDA	507	1123	1270	1294
EPS (元)	0.08	0.70	0.81	0.86

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-2.4%	8.0%	5.4%	-4.6%
营业利润	-79.0%	331.4	16.7%	6.5%
归属于母公司净利润	-88.1%	756.2	15.7%	6.3%
获利能力				
毛利率	13.1%	12.7%	13.0%	13.3%
净利率	0.4%	3.4%	3.8%	4.2%
ROE	2.1%	15.2%	15.1%	13.9%
ROIC	5.1%	24.1%	38.9%	34.2%
偿债能力				
资产负债率	81.3%	78.9%	75.7%	71.4%
净负债比率	10.03	14.73	8.51%	10.30
流动比率	1.14	1.19	1.26	1.35
速动比率	0.87	0.91	0.97	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.93	0.96	0.92
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.49	3.66	3.87	3.82
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.70	0.81	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	-0.60	1.80	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.60	5.36	6.21
估值比率				
P/E	95.81	11.19	9.67	9.10
P/B	2.00	1.70	1.46	1.26
EV/EBITDA	11	5	4	4

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。

王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434