

中材国际(600970)/专业工程
全球水泥工程服务龙头迈向崭新阶段
评级：买入(首次)
分析师：杨涛
执业证书编号：S0740516080005

电话：021-20315167

Email: yangtao@r.qlzq.com.cn

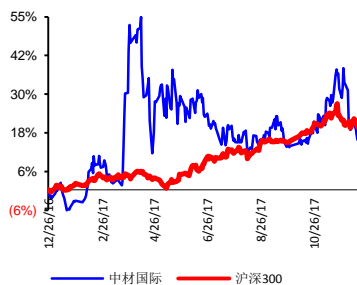
分析师：程龙戈
执业证书编号：S0740517080006

电话：021-20315167

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,754
流通股本(百万股)	1,683
市价(元)	8.43
市值(百万元)	14,788
流通市值(百万元)	14,189

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,596.2	19,006.9	20,448.4	22,094.3	24,112.1
增长率 yoy%	-1.2%	-15.9%	7.6%	8.0%	9.1%
净利润	664.3	511.4	984.8	1,392.6	1,730.2
增长率 yoy%	347.8%	-23.0%	92.6%	41.4%	24.2%
每股收益(元)	0.38	0.29	0.56	0.79	0.99
每股现金流量	1.68	1.37	0.99	0.42	2.79
净资产收益率	10.3%	7.5%	13.0%	16.4%	17.8%
P/E	22.3	28.9	15.0	10.6	8.5
PEG	0.8	0.6	0.1	0.4	0.2
P/B	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5

备注：

投资要点

- 全球水泥工程服务龙头，钢贸案后轻装上阵。**公司是国内外水泥工程服务的领军企业，一带一路走出去排头兵，水泥工程项目业绩连续9年保持全球第一，市场占有率超过45%。在2012-2016年钢贸等业务减值损失影响基本结束后，公司轻装上阵进入全新发展阶段。今年前三季度营业收入132.87亿元，同比增长5.2%；归母净利润7.18亿元，同比增长48.4%。业绩的大幅增长主要得益于精细化管理带来项目毛利率显著提升。
- 多方面出现积极变化，公司发展渐入佳境。**公司工程控制管理水平不断提高，前三季度公司毛利率达17.29%的历史新高。此外，公司多元化工程(非水泥国际工程)、环保等业务进展顺利，占比不断提高，形成新增长点。客户服务业务订单大幅增长，对毛利率及业绩稳定性带来积极影响，对标FLSmidth仍有极大空间。前期收购的矿业机械子公司Hazemag今年经营大幅改善，内部协同正在加强。安徽节源订单趋势极佳，业绩有望快速增长。前三季度人民币兑美元大幅升值，造成公司产生较大汇兑损失对业绩形成拖累，预计明年汇兑负面影响有望显著减少。
- 有望全方位受益于“两材”合并，公司成长迎全新动力。**“两材”集团层面合并已完成工商登记，港股上市平台中国建材吸收合并中材股份也已获股东大会与国资委批准，公司有望深度受益。具体来看：1、原中建材集团旗下水泥产能为中材集团的4倍，合并后中建材集团旗下水泥工程、绿色技改、客户服务市场有望向公司完全打开，为公司带来国内业务全新增长点。2、原中建材集团水泥窑资源更丰富，且地理分布更合理，公司在水泥窑协同处理固废方面技术储备扎实，有望借助合并契机获得更多窑资源，加速产业化推广。3、新集团公司提出海外发展“六个一战略”，公司作为集团内海外工程经验最丰富的企业，有望成为新集团一带一路海外投资的对外工程平台和先锋。4、公司作为独立上市工程平台，存在整合新集团内其他工程业务可能性。原中建材工程业务毛利率显著高于公司，如整合顺利将给公司业务带来盈利能力的提升。
- 股权激励完成增添新动力。**公司12月7日完成向489名激励对象授予1742.45万份股票期权，占总股本的约1%，行权价格9.27元/股，划定2016-2020年业绩复合增长18%的目标，有望充分绑定核心技术与管理人员利益，激发公司活力，为公司持续稳健发展注入新动能。
- 投资建议：**我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为9.85/13.93/17.3亿元，对应EPS分别为0.56/0.79/0.99元，当前股价对应PE分别为15/11/9倍，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汇兑损失风险，多元化业务进展不达预期风险，集团资产整合进度不达预期风险，海外经营风险等。

内容目录

1.投资聚焦.....	- 3 -
2.公司简介：全球领先的水泥工程服务商.....	- 3 -
3.钢贸案后轻装上阵，迈入崭新发展阶段.....	- 6 -
3.1.钢贸案影响基本消除，未来可以轻装上阵.....	- 6 -
3.2.精细化管理促毛利率大幅提升，业绩持续改善.....	- 6 -
3.3.多元化业务开展顺利，环保业务成转型新动能.....	- 8 -
3.4.运营服务业务潜力大，有望大幅提升盈利能力及业绩稳定性.....	- 11 -
3.5.德国 Hazemag 子公司经营改善，商誉减值风险大幅降低.....	- 11 -
3.6.安徽节源与上市公司协同效应良好，业绩高速增长.....	- 12 -
3.7.汇兑损失明年影响有望大幅减少.....	- 13 -
4.有望全方位受益于“两材”合并，公司成长迎全新动力.....	- 13 -
4.1.水泥技改及客户服务有望打开更广阔市场.....	- 13 -
4.2.借助集团优质水泥窑资源，协同固废处置业务有望加速发展.....	- 14 -
4.3.“六个一”战略提出，公司有望成为集团一带一路先锋.....	- 14 -
4.4.存整合新集团旗下其他工程资产潜力.....	- 15 -
5.股权激励充分激发内部动力.....	- 16 -
6.盈利预测、估值及投资建议.....	- 17 -
7.风险提示.....	- 18 -

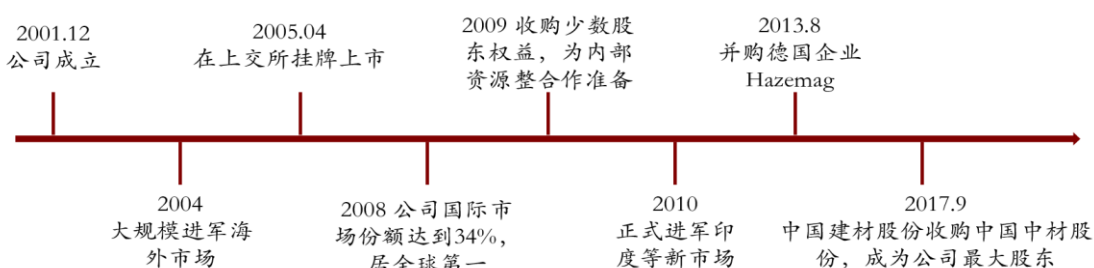
1. 投资聚焦

- 公司是全球水泥工程市占率第一的龙头企业, 2015 年后钢贸案影响基本消除, 轻装上阵迈入崭新发展阶段, 目前多方面发生积极变化。今年前三季度归母净利润 7.18 亿元, 同比增长 48.4%。业绩的大幅增长主要系精细化管理带来项目毛利率显著提升, 前三季度达 17.29% 的历史新高。此外公司多元化业务、水泥投资、客户服务等进展顺利, 有望形成新的利润贡献。今年德国 Hazemag 经营大幅改善, 与公司协同加强, 商誉减值风险大幅降低。今年汇兑损失对业绩形成拖累。预计明年人民币兑美元单边大幅升值概率较低, 汇兑负面影响预计将显著减少。
- 公司有望深度受益于两材合并, 具体来看: 1、原中建材集团旗下水泥产能为中材集团的 4 倍, 合并后两者互相打开国内外水泥工程、绿色改造、客户服务等市场, 公司有望顺利获得新的增量业务。2、原中建材集团水泥窑资源更丰富, 且地理分布更合理, 公司在水泥窑协同处理固废方面技术储备扎实, 有望借助合并契机加速产业化推广。3、新集团公司提出海外发展“六个一战略”, 公司作为集团内海外工程经验最丰富的企业, 有望得到集团更大支持, 成为对外工程的平台和先锋。4、公司作为独立上市工程平台存在整合新集团内其他工程业务潜力。
- 股权激励完成增添新动力。公司 12 月 7 日完成向 489 名激励对象授予 1742.45 万份股票期权, 占总股本的 1%, 行权价格 9.27 元/股, 划定 2016-2020 年业绩复合增长 18% 的目标, 有望充分绑定核心技术与管理人员利益, 为公司持续稳健发展注入新动能。
- 当前公司基本面出现明显拐点, 未来“两材”合并及公司自身新业务开拓带来全新增长动力。我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.85/13.93/17.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56/0.79/0.99 元, 当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍, 给予买入评级。

2. 公司简介：全球领先的水泥工程服务商

- 公司是我国在水泥技术装备工程市场唯一具有完整产业链的大型国际化企业, 同时也是全球大型新型干法水泥工程建设的龙头, 是国资委“走出去”的排头兵。公司自 2002 年起大规模实施“国际化”战略, 截止到 2017 年上半年, 累计在 70 余个国家承接了 206 条生产线, 55 个粉磨站, 合同总金额逾 320 亿美元。水泥工程项目业绩连续 9 年保持全球第一, 连续三年荣获“中国建材服务业 100 强”称号。

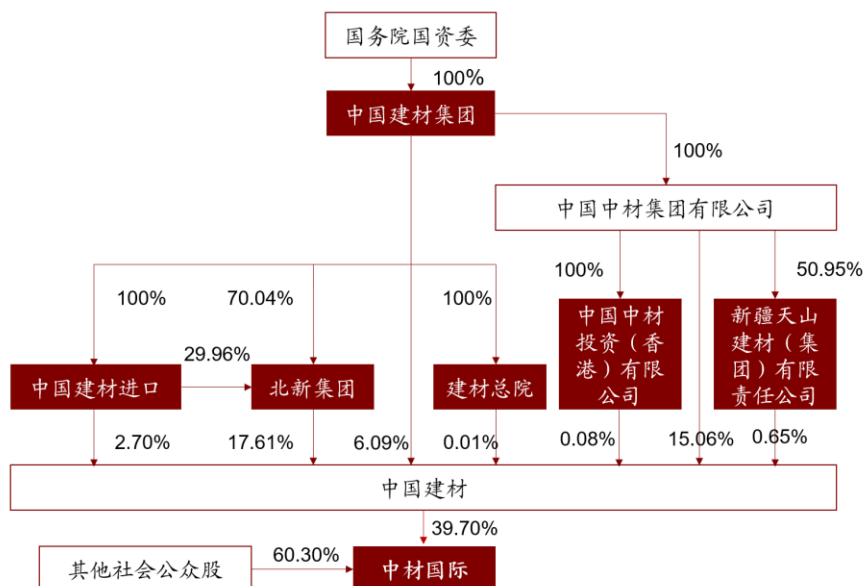
图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司实际控制人为国务院国资委，今年9月份，中国建材股份公告拟吸收合并中国中材股份，合并后中国建材将成为公司最大股东，持股公司39.70%股份。

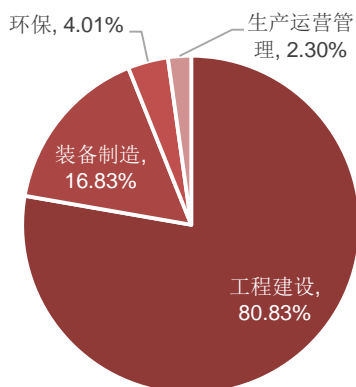
图表 2：预计两材合并后公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

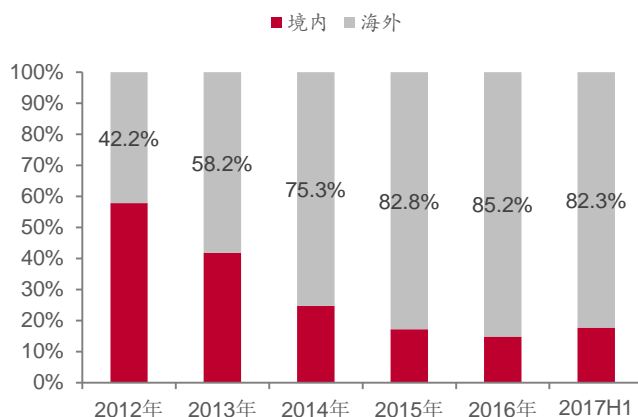
- **工程建设是公司核心业务，环保、生产运营等业务为将来发力点。**公司主营业务主要包括水泥生产线的工程设计、土建工程、设备制造与供货、机电设备安装、生产线调试、备品备件与生产运营管理，此外，公司在大气污染治理和固废处理等传统环保业务领域之外，广泛参与工业节能服务、城市和区域环保综合治理等业务。2017 年上半年工程建设/装备制造/环保业务/生产运营管理业务占比分别为 80.83%/16.83%/4.01%/2.30%。目前水泥工程与装备制造占比较高，规模稳定，环保业务、生产运营管理业务订单快速增长，有望成为未来增长发力点。
- **践行“走出去”战略，扎根海外市场。**公司海外业务占比超过 80%，公司凭借品牌、成本、工期、综合服务能力等优势，在水泥技术装备及工程服务主业海外市场占有率连续多年保持世界第一，市占率超过 45%。

图表 3：公司 2017 上半年各业务占比



来源：Wind，中泰证券研究所

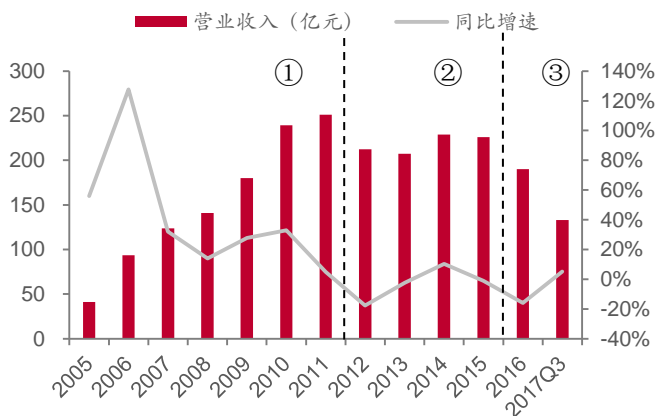
图表 4：公司历年境内外业务占比



来源：Wind，中泰证券研究所

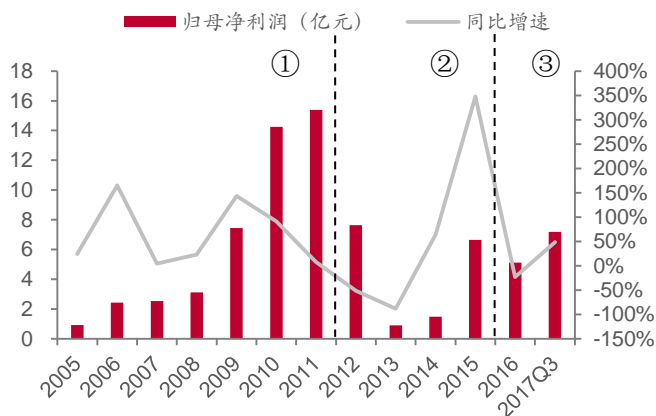
- 公司自上市以来，发展轨迹大致可以分为三个阶段。第一阶段（2011 年前）公司受益国内水泥产能扩张，同时积极走出去开拓国外市场，营收、新签订单和归母净利润三者齐头并进高速增长，三者 05-11 年 CAGR 分别高达 35.2%/17.8%/59.9%；第二阶段（2012-2016 年）公司营收和订单基本保持每年平稳，但受到钢贸案及海外并购产生的资产减值影响，归母净利润出现大幅下滑；第三阶段（2017 年至今）公司逐步摆脱钢贸案影响，不断提升精细化管理水平，尝试业务多元化，积极切入环保领域，同时集团层面两大建材集团合并，公司发展迈入全新发展阶段。

图表 5：公司历史营收情况



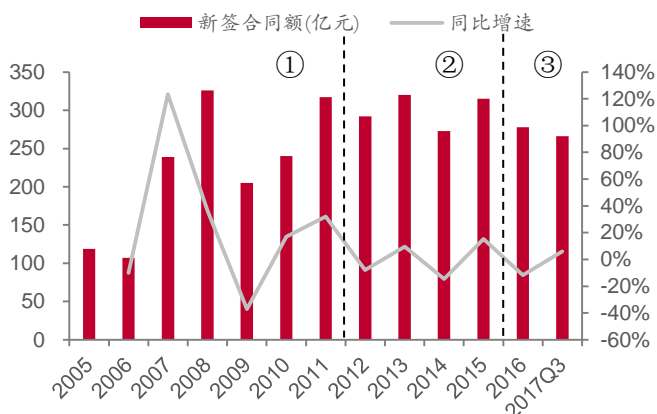
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：公司历史业绩情况



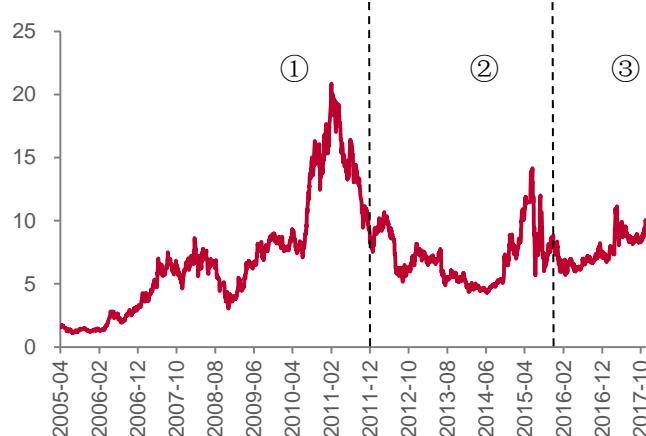
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7: 公司历史新签合同情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司历史股价 (前复权) 情况



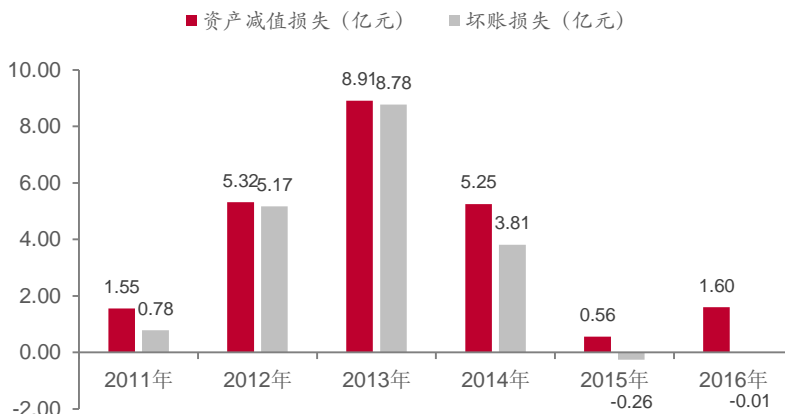
来源: Wind, 中泰证券研究所

3. 钢贸案后轻装上阵, 迈入崭新发展阶段

3.1. 钢贸案影响基本消除, 未来可以轻装上阵

- 截止至 2015 年公司已经对钢贸事件的坏账损失进行了充分计提。2016 年资产减值损失中已经几乎没有相关坏账损失, 并已出现转回之前计提坏账准备的情况, 钢贸事件对公司的影响已经基本消除, 后续可以轻装上阵。

图表 9: 公司资产减值损失和其中的坏账损失情况

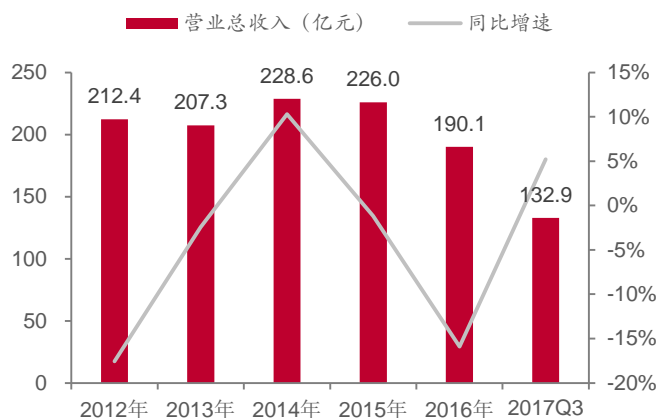


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2. 精细化管理促毛利率大幅提升, 业绩持续改善

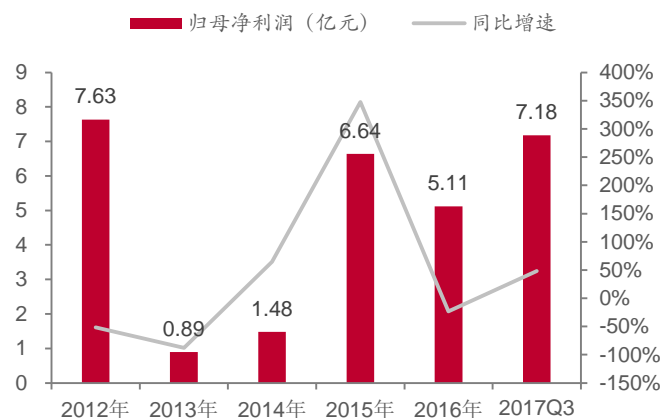
- 毛利率提升促业绩持续改善。公司 2017 前三季度营业收入 132.87 亿元, 同比增长 5.2%; 归母净利润 7.18 亿元, 同比增长 48.4%。分季度看 Q1-Q3 单季收入分别增长-8.53%/14.96%/9.26%, 归母净利润分别增长 15.94%/62.71%/57.67%。业绩的大幅增长主要系公司毛利率显著提升。

图表 10: 公司历年营收及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

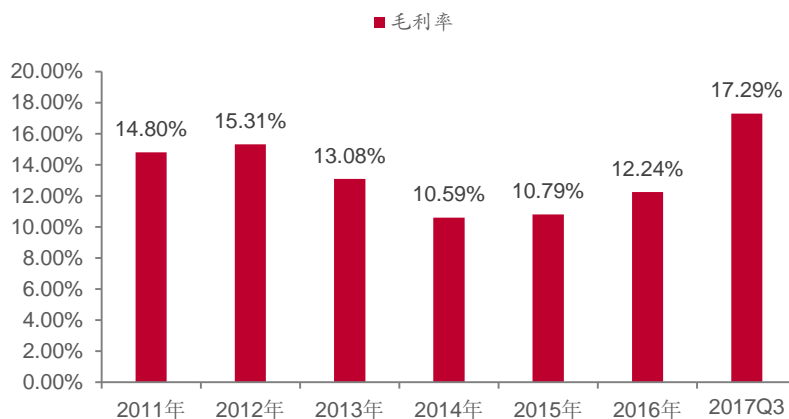
图表 11: 公司历年归母净利润及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

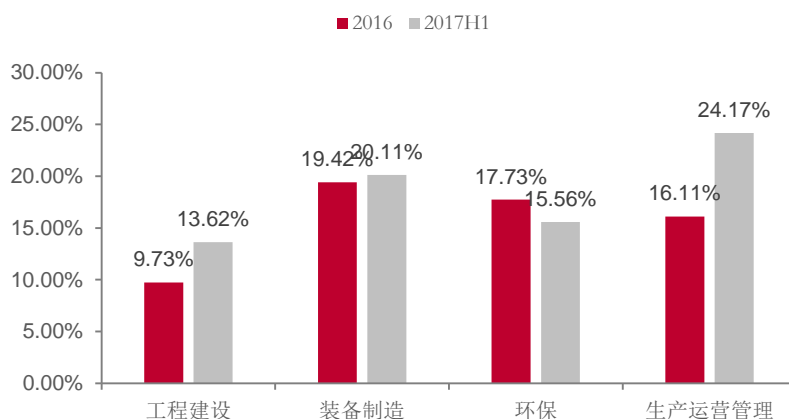
- 聚焦主业稳增长, 深度推进精细化管理, 促毛利率明显提升。**近年来公司坚持加强“精细运营”和做“精品工程”, 通过优化拓展工程项目对标体系、完善工程项目预算总成本管理机制、积极开展 EPC 业务运行模式优化和水泥工程设计标准规范建设, 持续加强海外项目风险防范机制。截至上半年, 公司在执行项目 115 个, 去年全年和今年上半年分别获 PAC 证书 30/14 个, 获 FAC 证书 6/5 个。在项目整体质量提升, 毛利率也得到了显著提升。
- 公司毛利率自 2014 年触及最低点, 全年毛利率仅 10.59%, 此后开始逐步回升, 17 年前三季度公司毛利率达到 17.29%, 创出历史新高, 较去年同期提升了 3.1 个 pct, 精细化管理取得显著成效。**

图表 12: 公司历年毛利率变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 毛利率主要由工程建设业务拉动。**公司毛利率主要由工程建设业务直接拉动, 工程建设是公司第一大业务, 2017 年上半年工程建设毛利率 13.62%, 较去年年末提升 3.89 个 pct。其余业务中装备制造和生产运营管理业务的毛利率也有明显提升, 环保业务虽然毛利率略有下滑, 但业务占比低, 影响较小。

图表 13: 分业务毛利率变动


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3. 多元化业务开展顺利, 环保业务成转型新动能

- 多元化布局有望打开成长空间。**公司在保持水泥工程及装备业务世界第一的基础上, 以现有水泥工程客户为基础, 积极向“一带一路”沿线国家电力、能源、交通、民用建筑等多元领域拓展, 已取得显著成效。成功获取电力、能源、道路、基础建设等多领域工程项目 9 个, 2017 年上半年新签合同 24.65 亿元, 同比增长 130.56 倍。

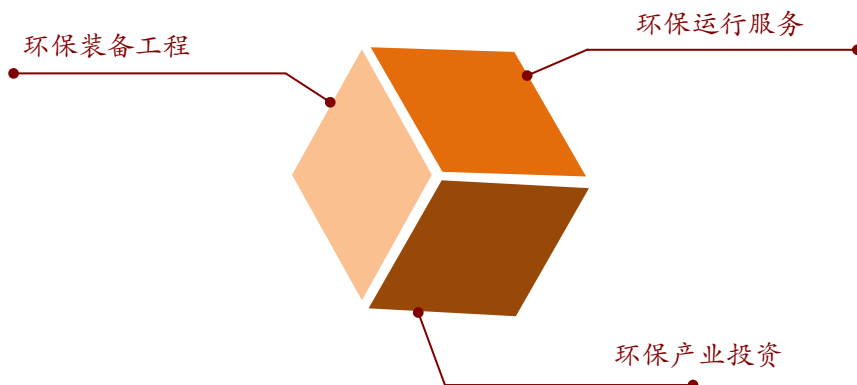
图表 14: 公司多元化业务方向

业务领域	传统业务	多元化方向
工程建设	水泥技术工程服务	电力、能源、交通、民用建筑等
装备制造	水泥工程技术装备	钢铁、冶金、矿山、电力、煤炭、化工等

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 环保业务已形成集环保装备工程、环保运行服务、环保产业投资“三位一体”的布局。**依靠优质客户资源和丰富基数储备, 公司不断加大在能源管理、大气污染处理、固废危废处置、污水污泥处置、城市双修、土壤修复、节能信息化、工业企业综合治理、区域流域环境综合治理服务等领域的开拓力度, 目前, 环保业务主要采用装备销售、技术服务、工程承包、投资运营、EMC、F+EPC 等方式开展业务, 逐渐形成集环保装备工程、环保运行服务、环保产业投资“三位一体”的布局。

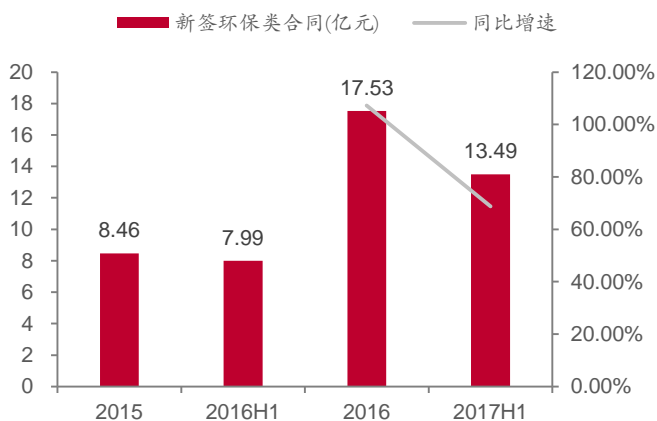
图表 15: 公司环保业务“三位一体”布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

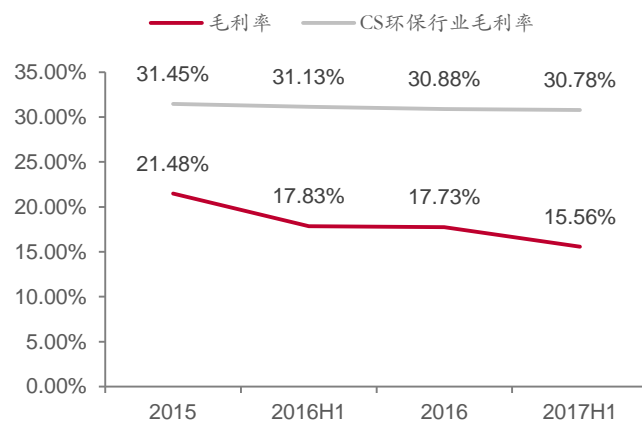
- 环保类业务订单收入快速增长, 成为转型升级新动能。公司 2016 年、2017 年上半年环保业务新签订单额为 17.53/13.49 亿元, 同比增长 107.26%/68.71%。上半年环保类业务收入 3.55 亿元, 同比增长 44.73%, 占营业总收入比例为 4.02%, 较去年同期提升 1.16 个 pct。逐步成为公司转型升级新动能。

图表 16: 公司新签环保类合同额

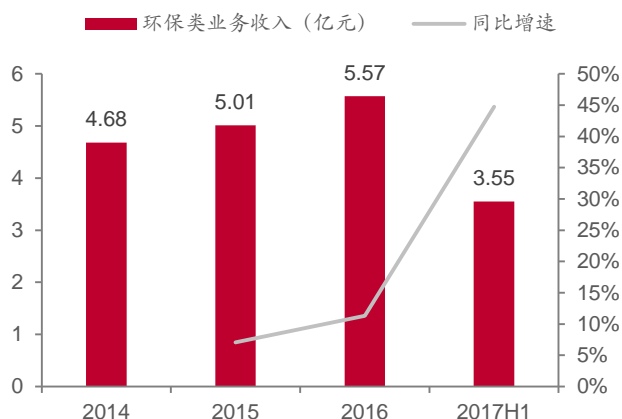


来源: Wind, 中泰证券研究所

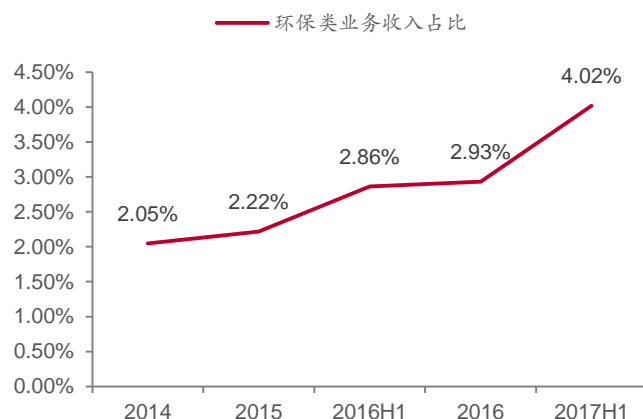
图表 17: 公司环保类业务毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 公司环保类业务收入


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 公司环保类业务收入占总收入的比例


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **水泥窑处置固废先行者之一，技术储备丰富，未来依靠丰富客户资源加速发展可期。**公司自上世纪末期起就已在固废资源综合利用、生活垃圾协同处置、危险废物协同处置等绿色、资源、环保业务方面开展大量工作，已在该领域积累了多年技术经验，综合实力较强。进入本世纪后，为了在更大范围内发挥水泥工业在循环经济中的链接作用，中材国际又开展了利用水泥窑协同处置城市生活垃圾、城市污泥、危险废物的技术研究和应用拓展工作。目前中材国际已承担完成 6 条水泥窑协同处置生活垃圾生产线的设计与建设工作，十多条在设计 and 建设中，已建成的有江苏溧阳、湖北老河口、安徽巢湖、河北邯郸、湖北松滋、湖北宣城等项目，日处理能力在 200~500t/d 之间，配套的水泥熟料生产线单线能力均为 5000t/d。安徽盘景、广西华宏、山西威顿、黔桂三合、淮南舜岳等多个项目，已分层次的进入环评、设计、建设的各个阶段之中。未来随着政府相应补贴到位，以及投资规模扩大，水泥窑无害化协同处置有望成为公司环保业务的一大亮点。

图表 20: 公司水泥窑处置生活垃圾示范化工程

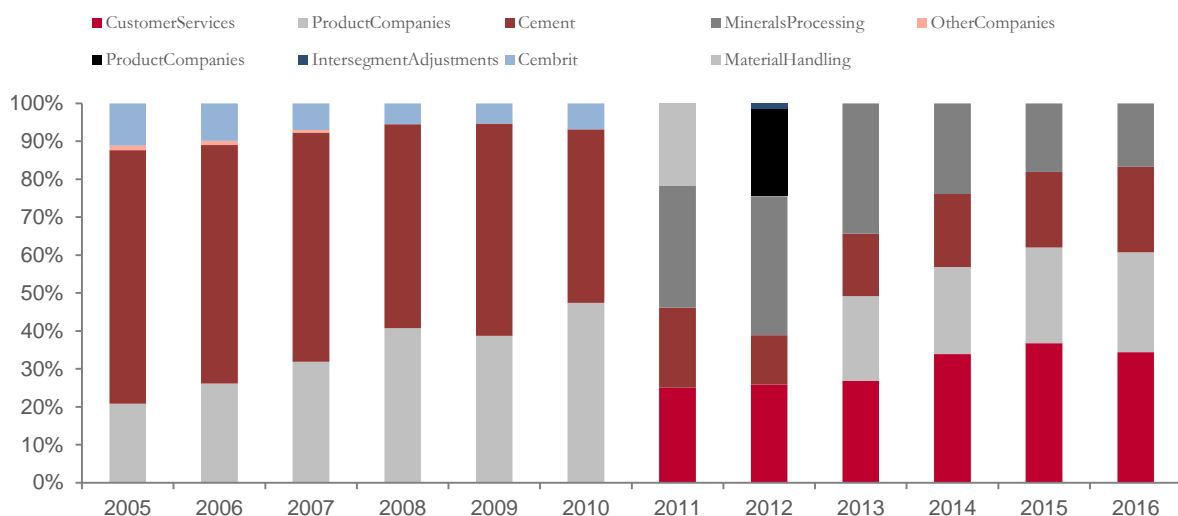
项目名称	江苏溧阳市示范化项目	湖北老河口示范化项目	安徽巢湖示范化项目	河北邯郸金隅项目	湖北松滋垃圾处理项目	湖北宣城垃圾处理项目
项目所在地	江苏省溧阳市上兴镇	湖北省老河口市洪山嘴镇	安徽省巢湖市散兵镇	河北省邯郸市峰峰矿区	湖北省松滋市刘家场镇	湖北省宣城市板桥店镇
协同处置企业	江苏天山水泥溧阳分公司	葛洲坝老河口水泥有限公司	中材安徽水泥有限公司	邯郸金隅水泥有限公司	葛洲坝松滋水泥有限公司	葛洲坝宣城水泥有限公司
总投资 (亿元)	1.05	1.10(不含垃圾渗滤液处理系统)	1.20	1.00	1.00	0.70
投产时间	2013.05	2015.10	2017.05	2017.07	2017.11	2017.11
水泥线熟料规模 t/d	5000	5000	5000	5000×2	5000	5000
垃圾处理设计能力 t/d	450	500	500	500	500	200
技术来源及工程设计方	中国中材国际工程股份有限公司 (南京)					

来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

3.4.运营服务业务潜力大，有望大幅提升盈利能力及业绩稳定性

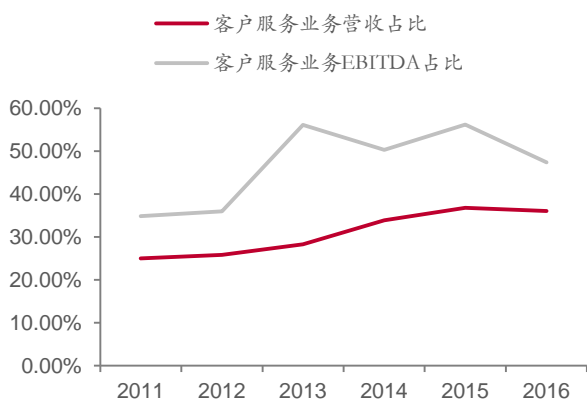
- 运营服务业务主要是为水泥生产企业提供生产线的运营和维护支持服务，具有毛利率高、波动小、现金流情况好的优点。公司近年来逐步发力客户服务业务，前三季度新签合同 33.9 亿元，同比大幅增长 135%，上半年该业务毛利率为 24.17%，显著高于工程建设 13.62%的水平，收入占比仅为 5.4%，相较于国际对标企业 FLSimidth 客户服务业务 36%的收入占比，仍有较大提升潜力。随着客户服务业务占比的增加，公司整体毛利率有望逐步提高，业务抵抗周期性风险能力也将增强。

图表 21: FLSmidth 历年营收结构



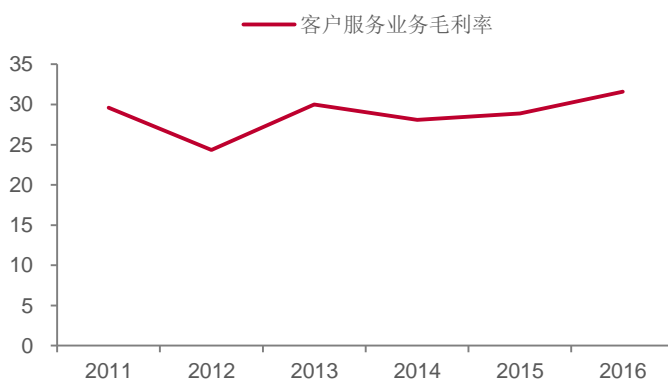
来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 22: FLSmidth 客服服务业务占比



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 23: FLSmidth 客服服务业务毛利率



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

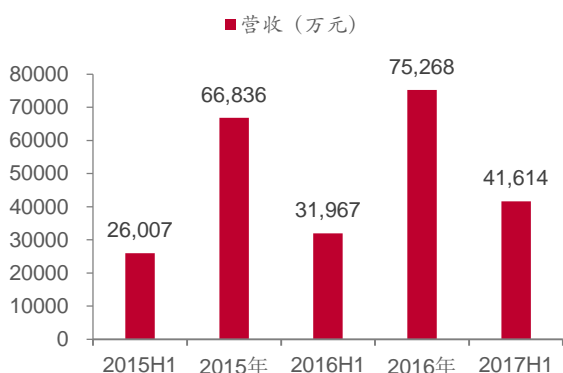
3.5.德国 Hazemag 子公司经营改善，商誉减值风险大幅降低

- 收购 Hazemag 切入矿山机械行业。公司于 2013 年 8 月 30 日收购德国

Hazemag & EPR GmbH (Hazemag) 59.09%的股权，总交易对价为 1.04 亿欧元。Hazemag 是矿山机械领域的领先企业，拥有较强的破碎铁矿、金矿和 CR 矿等硬质物料的研发能力及技术、产品与全球营销渠道，在国际矿山机械领域具有很高的影响力。

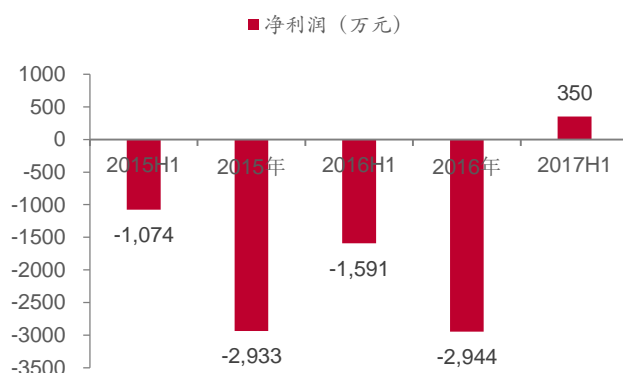
- **2017 年 Hazemag 经营改善，与公司协同效应增强，商誉减值风险大幅降低。**由于国际矿业形势在 2013 年后发生较大变化，受世界经济复苏乏力，需求不振影响，全球矿业市场资本性支出大幅下降，投资需求减弱，德国 Hazemag 在收购后业绩不达预期，出现亏损。公司在 2016 年计提商誉减值 1.24 亿元，从而拖累去年业绩。今年 Hazemag 经营大幅改善，上半年盈利 350 万元，今年继续计提商誉减值的风险大幅降低。

图表 24: Hazemag 营业收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25: Hazemag 净利润

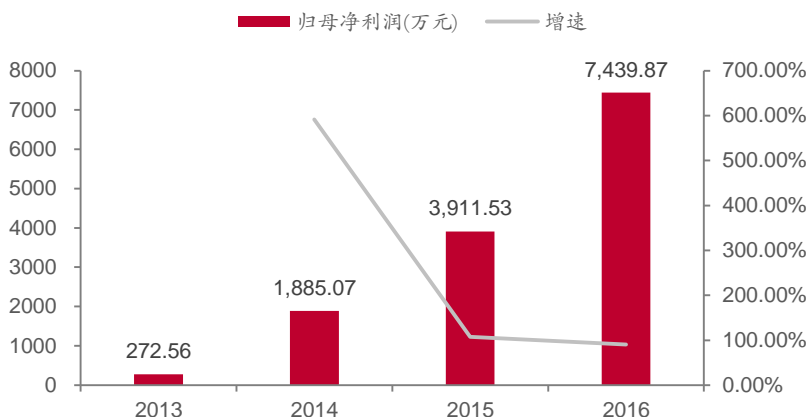


来源：公司公告，中泰证券研究所

3.6. 安徽节源与上市公司协同效应良好，业绩高速增长

- **2015 年定增收购安徽节源加速拓展环保业务。**2015 年公司收购安徽节源 100% 股权，外延方式加速切入环保领域。安徽节源是国内较早从事节能环保服务的企业之一，一直致力于节能技术的研发、设计和推广，具有较强的市场化服务意识和优秀的项目运营管理能力。主营业务涵盖节能改造、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。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。
- **安徽节源依托上市公司平台高速发展，趋势强劲。**安徽节源被收购后依托上市公司平台业绩出现爆发式增长，协同效应明显。2016 年归母净利润为 7439.87 万元，同比增长 90.2%。目前 2015 年度和 2016 年度累计实际净利润 1.14 亿元。根据公告安徽节源承诺 2015-2017 年累计归属于母公司的净利润应不低于 3 亿元，2017 年完成业绩承诺还需实现 1.86 亿元利润。

图表 26：安徽节源近年业绩情况



来源：Wind，中泰证券研究所

3.7. 汇兑损失明年影响有望大幅减少

- 今年前三季度人民币兑美元大幅升值，造成公司产生较大汇兑损失，前三季财务费用为 2.72 亿元，而去年同期为 -0.40 亿元，前后相比增加 3.12 亿元，对业绩造成较大拖累。预计明年人民币兑美元单边大幅升值概率较低，汇兑负面影响预计将显著减少。

图表 27：美元兑人民币中间价



来源：Wind，中泰证券研究所

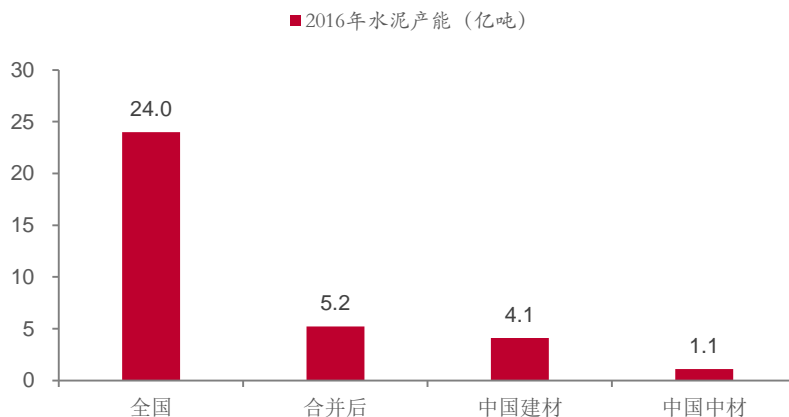
4. 有望全方位受益于“两材”合并，公司成长迎全新动力

4.1. 水泥技改及客户服务有望打开更广阔市场

- “两材”合并后集团水泥产能达 5.2 亿吨，中材国际将进入更广阔市场。中国建材旗下拥有 4.1 亿吨水泥产能，中国中材旗下为 1.1 亿吨，仅为中国建材的约 1/4。此前中材国际承接中国建材集团下属公司业务存在较大壁垒，“两材”合并后，原中国建材集团下属企业的大量工程需求，

如绿色升级改造、客户服务等市场有望向中材国际充分打开，公司将获得更广阔的增量市场。

图表 28：2016 年全国及“两材”水泥产能情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2. 借助集团优质水泥窑资源，协同固废处置业务有望加速发展

- 原中国建材集团水泥产能大幅高于中材集团，水泥窑资源更加丰富，此外中国建材集团水泥产能主要集中在华东、在华中、西南等地区也有较多分布，水泥窑地域分布更加合理，相比而言中材集团产能主要分布在西北。水泥窑协同固废处置业务因为垃圾运输成本及补贴政策的限制对水泥厂所处地域要求较高。两集团合并后，中材国际凭借着丰富的技术储备，有望充分利用新集团下的优质水泥窑资源，加速水泥窑协同固废处置业务的发展。

4.3. “六个一”战略提出，公司有望成为集团一带一路先锋

- 集团提出海外“六个一”发展目标，显示海外扩张的战略决心。根据集团官网信息披露，中国建材集团提出了“六个一”的发展目标，即到 2020 年，建设 10 个迷你工业园、建 10 个海外区域检测认证中心、建立 10 个海外仓、做 100 个 EPC 项目、做 100 家工厂的智慧工业管理、建设 100 家建材连锁分销中心，显示出集团对海外业务发展的高度重视和坚定决心。
- 中材国际是“两材”旗下的海外市场专家，有望成为新集团走出去过程中的对外工程平台和先锋。中材国际自 2002 年起就开始践行“走出去”，大规模实施国际化战略，截止到 2017 年上半年，累计在 70 余个国家承接了 206 条生产线，55 个粉磨站，合同总金额逾 320 亿美元，海外业务经验丰富，有望在合并后得到集团内部充分重视，打造对外工程的平台和先锋，充分受益于集团提出的“六个一”战略。

图表 29：中国建材集团“六个一”的发展目标

方向	介绍
建设 10 个迷你工业园	针对当地资金不够、又需要建设的地方，建 10 个迷你工业园，现在已建好 4-5 个产业园，效益较好。
建 10 个海外区域检测认证中心	针对一个国家或国际区域，建立国际综合性检验认证机构，帮助当地企业提高技术水平，制定相应标准。
建立 10 个海外仓	在全球建立 10 个大型中国建材产品的集散地，把中国好的建筑材料放在那里，再分销到各地去。
做 100 个 EPC 项目	未来三年要做 100 个水泥、玻璃厂的工程总承包项目。
做 100 家工厂的智慧工业管理	管理一个大型水泥厂，如果一年能有 2000-3000 万元的利润，那么管理 100 个工厂就能有 20-30 亿的效益。
建设 100 家建材连锁分销中心	中国建材在“一带一路”沿线国家已经建了二十多家建材超市，国内建材超市的规模都较大，一般有两三万平米，而在非洲则可控制在 3000-5000 平米较为合适。

来源：公司官网、公开资料整理、中泰证券研究所

4.4. 存整合新集团旗下其他工程资产潜力

- 根据中国建材集团官网信息，董事长宋志平在两材合并大会上表示，目前两集团业务构成和产能布局具有一定的重合度，新集团将按照优化资源配置、整合同类业务资源的基本方法，以优势企业为主体，以打造大上市公司为目标，以避免同业竞争、规范关联交易为原则，实施专业化重组，重点打造产业平台、国际产能合作平台、新材料、新能源、新型房屋平台、国家材料研究院平台、国家材料资源开发平台、产融运营平台等六大业务平台。公司作为集团内独立上市的工程服务平台，存整合新集团内其他工程业务资源的潜力。

图表 30：中国建材旗下部分工程服务公司

公司名称	主营业务
南京凯盛国际工程有限公司	专业从事水泥工厂工程设计及工程总承包、纯低温余热发电开发设计及工程总承包、低 NOx 燃烧及 SNCR 烟气脱硝工程、水泥窑协同处置工业和生活垃圾、机械设备制造、机电设备安装等业务。截至目前，已完成近 200 个新型干法水泥生产线项目，其中，5000t/d 以上生产线占 70%，总承包工程 30 余项。
深圳市凯盛科技工程有限公司	主要承担建材企业工业废气、废水、废渣防治工程的技术研发、环境影响评价、设计和总承包以及与工业的环保节能工程有关的技术咨询服务、玻璃工厂原料系统工程的设计、技术研发和工程总包以及玻璃工厂余热发电工程的设计和总包，拥有进出口经营权。
北京凯盛建材工程有限公司	公司及其前身，作为我国水泥预分解技术的提出人、我国水泥预分解技术试验室试验、工业试验的率先完成人、我国首条烧油和烧煤水泥预分解生产线的设计开发人在水泥预分解生产技术和装备的研究和开发上有着独到的技术和环境优势。迄今为止，北京凯盛在海内外承接的 1000t/d~5000t/d 水泥生产线或其他水泥项目 100 余项。
蚌埠凯盛工程技术有限公司	亚洲最大的玻璃装备制造集成商，公司技术力量雄厚，依靠一批经验丰富的人才和机电设备的加工能力，将设计、科研、生产、服务紧密地结合起来，消化吸收，独立开发，产品不断推陈出新。2012 年以来获得国家科技进步二等奖 2 项，省部级科技成果奖 4 项，获得授权专利 100 多件，发明专利 15 件，国家版权局授权软件著作权 10 项。
上海凯盛节能工程技术有限公司	节能专门从事低温烟气余热回收发电和高能效的立磨粉碎系统的设计、开发及销售等业务。公司产品为 TVR 型系列辊式立磨，产品可广泛用于水泥、电力、冶金、化工、煤炭等行业。

江苏中建材环保研究院有限公司 集研发、咨询、工程、装备为一体的多元化、科技型、创新型、综合性的气体排放控制技术研究院，专业从事烟气脱硫脱硝除尘、废水、固废等污染防治工程的设计、总承包、技术与装备研发、环境污染治理设施运营、环境影响评价、联合高校培养研究生等服务。

来源：公司网站，中泰证券研究所

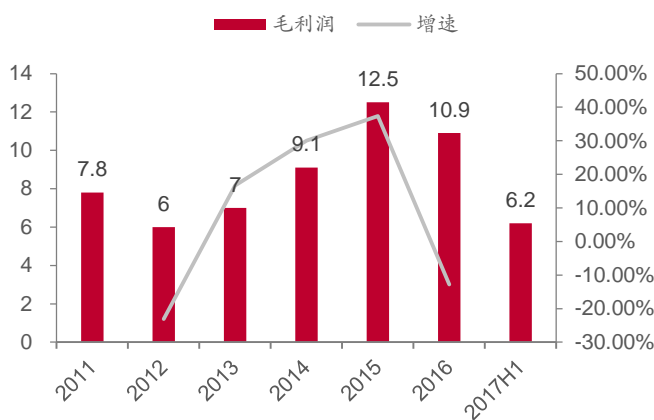
- **内部对标，公司工程业务盈利能力仍有大幅提升空间。**中材国际 2015、2016 年营业收入分别为 226/190 亿元人民币，毛利率分别为 10.79%/12.24%。而中国建材集团旗下的工程服务板块 2015、2016 年营业收入分别为 80.68/80.97 亿元人民币，毛利率分别为 23.4%、26.1%。集团内部对标，公司工程业务盈利能力仍有大幅提升空间。

图表 31：中国建材旗下工程业务收入（亿元）



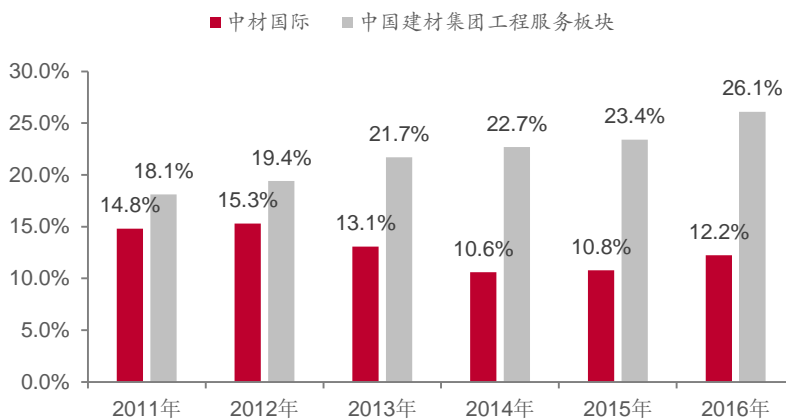
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32：中国建材旗下工程业务毛利润（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 33：公司和中国建材集团工程服务板块毛利率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

5.股权激励充分激发内部动力

- 公司于 2017 年 6 月份推出限制性股权激励计划，于 9 月份获国务院国资委批复，并于 10 月份再次进行修订，12 月 7 日完成授权。本次股权激励计划向激励对象授予 1742.45 万份股票期权，约占公司总股本的 1%，行权价格为 9.27 元，激励对象不超过 489 人，包括：公司董事（不含

独立董事)、高级管理人员、核心技术和管理人员等人员。公司划定 2017-2020 年净利润复合增速均较 2016 年不低于 18%，净资产收益率分别不低于 8.9%/9.6%/10.3%，彰显公司在新历史阶段的发展信心，有望充分激发公司内在动力。

图表 34：股权激励计划行权条件

行权安排	行权时间	解锁比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	2018 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2018 年净资产收益率不低于 8.9%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2018 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。
第二个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	2019 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2019 年净资产收益率不低于 9.6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2019 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。
第三个行权期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	2020 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%；2020 年净资产收益率不低于 10.3%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2020 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。

来源：公司公告，中泰证券研究所

6. 盈利预测、估值及投资建议

- 主要假设：**根据我们对各项业务的增长预测，我们预计 2017-2019 年公司总营业收入增速分别为 7.6%/8.1%/9.1%。此外由于公司精细化管理效果逐渐显现，工程建设毛利率预计仍有逐步提高空间，同时高毛利率生产运营业务有望大幅增长，带动整体毛利率提升，我们预计公司 2017-2019 年整体毛利率逐步提升，分别为 15.7%/16.4%/17.1%。预计管理费用、销售费用率未来保持平稳。财务费用方面，2017 年因汇兑损失原因大幅增长，预计 2018 年整体人民币对美元汇率单边大幅升值概率较低，汇兑损失有望明显减少。
- 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.85/13.93/17.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.79/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍，给予买入评级。

图表 35：公司营业收入预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	22811.59	22518.13	18941.91	20378.50	22018.68	24029.58
增速		-1.29%	-15.88%	7.58%	8.05%	9.13%
工程建设	20095.67	19441.21	15710.86	16496.40	17321.22	18187.28
增速		-3.26%	-19.19%	5.00%	5.00%	5.00%
设备	3559.02	3800.32	2649.74	2914.71	3060.45	3213.47
增速		6.78%	-30.28%	10.00%	5.00%	5.00%
环保	467.88	500.66	557.30	780.22	1014.29	1318.58
增速		7.01%	11.31%	40.00%	30.00%	30.00%

生产运营	133.35	285.54	801.62	1042.11	1563.16	2344.74
增速		114.14%	180.73%	30.00%	50.00%	50.00%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 公司毛利率预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	10.46%	10.60%	12.08%	15.70%	16.36%	17.07%
工程建设	8.34%	7.77%	9.73%	13.50%	14.00%	14.50%
设备	14.97%	16.39%	19.42%	19.00%	19.00%	19.00%
环保	21.92%	21.48%	17.73%	17.00%	17.50%	18.00%
生产运营	16.92%	32.25%	16.11%	25.00%	25.00%	25.00%

来源: Wind, 中泰证券研究所

7.风险提示

- **汇兑损失风险:** 今年人民币兑美元大幅升值, 造成公司产生较大汇兑损失拖累业绩。如后续人民币继续兑美元大幅升值, 将会对业绩造成明显负面影响。
- **多元化业务进展不达预期风险:** 公司在水泥工程外, 积极拓展电力、能源、交通、民用建筑等, 已经取得明显成效, 新签订单大幅增长。如公司在多元化领域人才、技术、经验等储备不足, 可能造成多元化项目进度不达预期情况。
- **集团资产整合进度不达预期风险:** 两材合并后有望对旗下资产进行重组, 可以消除同业竞争, 发挥协同效应。但两集团业务多元, 股权结构复杂, 整合面对的困难较多, 可能存在整合进度不达预期的情况, 影响公司相关业务的推进。
- **海外经营风险:** 公司海外收入占比在 80% 以上, 海外业务经营面临众多政治、经济、文化、法律等风险, 如处理不当, 将对公司项目盈利情况造成不利影响。
- **资产减值损失影响:** 公司商誉、应收账款等可能存在减值风险, 如数额较大, 业绩将受到明显冲击。

图表 37: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,596.2	19,006.9	20,448.4	22,094.3	24,112.1	成长性					
减: 营业成本	20,157.9	16,680.7	17,237.8	18,478.9	19,995.7	营业收入增长率	-1.2%	-15.9%	7.6%	8.0%	9.1%
营业税费	83.8	69.9	75.7	81.6	89.0	营业利润增长率	388.7%	-27.1%	108.7%	47.4%	24.3%
销售费用	281.9	279.6	306.7	310.7	337.6	净利润增长率	347.8%	-23.0%	92.6%	41.4%	24.2%
管理费用	1,331.4	1,370.8	1,410.9	1,480.3	1,567.3	EBITDA增长率	89.7%	-20.3%	136.1%	13.6%	21.0%
财务费用	-64.9	-125.2	269.9	-48.6	-77.9	EBIT增长率	157.3%	-38.3%	231.7%	16.3%	23.2%
资产减值损失	56.5	160.0	-10.0	80.0	60.0	NOPLAT增长率	754.5%	-39.5%	233.1%	16.3%	23.2%
加: 公允价值变动收益	-0.4	3.8	4.5	3.6	-3.9	投资资本增长率	-29.5%	447.7%	-16.9%	-23.2%	146.0%
投资和汇兑收益	15.2	-17.9	1.0	-0.6	-5.8	净资产增长率	51.1%	6.3%	10.3%	11.2%	13.9%
营业利润	764.5	557.2	1,162.8	1,714.3	2,130.8	利润率					
加: 营业外净收支	54.6	98.7	102.3	74.7	91.9	毛利率	10.8%	12.2%	15.7%	16.4%	17.1%
利润总额	819.1	655.9	1,265.1	1,789.0	2,222.6	营业利润率	3.4%	2.9%	5.7%	7.8%	8.8%
减: 所得税	169.7	146.4	278.3	393.6	489.0	净利润率	2.9%	2.7%	4.8%	6.3%	7.2%
净利润	664.3	511.4	984.8	1,392.6	1,730.2	EBITDA/营业收入	4.3%	4.1%	8.9%	9.4%	10.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	3.1%	2.3%	7.0%	7.5%	8.5%
货币资金	8,920.1	10,122.5	11,038.1	11,359.2	15,306.0	运营效率					
交易性金融资产	18.4	5.3	7.9	10.5	7.9	固定资产周转天数	31	38	34	29	24
应收账款	4,265.1	3,998.5	3,385.7	5,052.0	4,414.2	流动营业资本周转天数	-51	-95	-103	-82	-90
应收票据	402.9	806.3	467.7	849.0	642.1	流动资产周转天数	356	429	400	408	423
预付账款	3,546.5	2,462.8	3,666.2	3,373.9	3,936.5	应收账款周转天数	63	78	65	69	71
存货	5,652.9	4,169.7	4,449.2	5,494.5	5,349.7	存货周转天数	84	93	76	81	81
其他流动资产	454.3	437.5	431.0	440.9	436.5	总资产周转天数	427	534	496	488	495
可供出售金融资产	97.1	108.6	233.3	146.3	162.7	投资资本周转天数	-11	-36	-53	-39	-54
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32.4	30.4	30.4	30.4	30.4	ROE	10.3%	7.5%	13.0%	16.4%	17.8%
投资性房地产	168.7	161.1	161.1	161.1	161.1	ROA	2.3%	1.8%	3.5%	4.4%	5.0%
固定资产	2,063.9	1,920.9	1,890.3	1,645.7	1,595.3	ROIC	-65.7%	-56.4%	-34.3%	-48.0%	-77.0%
在建工程	190.5	110.0	110.0	110.0	110.0	费用率					
无形资产	860.0	794.1	735.3	676.6	617.8	销售费用率	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	1,862.2	2,672.1	1,935.4	2,022.9	2,164.1	管理费用率	5.9%	7.2%	6.9%	6.7%	6.5%
资产总额	28,535.1	27,799.7	28,541.6	31,373.1	34,934.4	财务费用率	-0.3%	-0.7%	1.3%	-0.2%	-0.3%
短期债务	967.0	570.6	500.0	500.0	500.0	三费/营业收入	6.9%	8.0%	9.7%	7.9%	7.6%
应付账款	6,822.7	7,095.2	5,288.1	8,200.3	7,014.4	偿债能力					
应付票据	725.4	686.5	616.5	864.1	737.9	资产负债率	76.2%	74.0%	72.1%	71.8%	71.1%
其他流动负债	11,495.7	10,236.5	12,391.7	11,129.3	14,794.4	负债权益比	320.0%	285.0%	258.5%	254.5%	246.6%
长期借款	642.6	975.8	800.0	800.0	800.0	流动比率	1.16	1.18	1.25	1.28	1.31
其他非流动负债	1,087.6	1,015.1	982.8	1,028.5	1,008.8	速动比率	0.88	0.96	1.01	1.02	1.07
负债总额	21,740.9	20,579.7	20,579.1	22,522.2	24,855.4	利息保障倍数	-10.78	-3.45	5.31	-34.29	-26.34
少数股东权益	348.4	366.2	368.1	370.8	374.2	分红指标					
股本	1,169.5	1,754.3	1,754.3	1,754.3	1,754.3	DPS(元)	0.11	0.09	0.17	0.24	0.30
留存收益	5,296.2	5,027.8	5,840.2	6,725.9	7,950.4	分红比率	30.1%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
股东权益	6,794.2	7,220.1	7,962.5	8,851.0	10,078.9	股息收益率	1.3%	1.0%	2.0%	2.8%	3.5%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	649.4	509.5	984.8	1,392.6	1,730.2	EPS(元)	0.38	0.29	0.56	0.79	0.99
加: 折旧和摊销	305.5	418.5	389.3	403.3	451.1	BVPS(元)	3.67	3.91	4.33	4.83	5.53
资产减值准备	56.5	160.0	-	-	-	PE(X)	22.6	29.4	15.2	10.8	8.7
公允价值变动损失	0.4	-3.8	4.5	3.6	-3.9	PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.5
财务费用	113.6	128.2	269.9	-48.6	-77.9	P/FCF	26.0	6.5	31.7	17.9	3.2
投资收益	-15.2	17.9	-1.0	0.6	5.8	P/S	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
少数股东损益	-14.8	-1.9	2.0	2.8	3.5	EV/EBITDA	7.2	3.0	2.6	2.2	0.1
营运资金的变动	385.5	-831.7	93.4	-1,018.5	2,787.2	CAGR(%)	29.0%	50.4%	160.6%	29.0%	50.4%
经营活动产生现金	1,965.2	2,399.9	1,743.0	735.7	4,896.1	PEG	0.8	0.6	0.1	0.4	0.2
投资活动产生现金	-425.3	-144.5	-353.9	-31.4	-375.7	ROIC/WACC	-6.5	-5.6	-3.4	-4.8	-7.6
融资活动产生现金	266.7	-1,146.8	-473.5	-383.2	-573.6	REP	1.8	0.1	0.5	0.5	0.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。