

中材国际 (600970)

证券研究报告

2018年01月24日

四季度订单高速增长，环保订单成为亮点

公司近日公告 2017 年四季度订单数据，四季度新签订单金额 92.91 亿，单季同比增长 226%；2017 年全年新签订单金额 358.84 亿，同增 29%。我们的点评如下：

四季度订单高速增长，多元化工程增长较为亮眼

公司 2017 年四季度新签合同额约 92.91 亿元，约为 2016 年同期的两倍，其中工程建设新签合同额为 71.13 亿，增长近 3 倍，此外环保业务为 8.24 亿，而 16 年同期该值仅为 1.36 亿。2017 年全年公司累计新签合同金额为 358.83 亿，同增 29%，累计新签合同金额为 16 年营收的 1.89 倍，叠加环保及其他多元化工程订单增速同样处于高位，对未来业绩具有较好保障。此外，公司 17 年前三季度海外订单总额已经接近 16 年全年海外订单总额，在两材合并后集团对于公司作为水泥国际工程平台定位的支持下，预计海外订单增速趋于稳健，将成为公司订单增量的稳定来源。

两材合并后公司迎来新发展机遇，环保业务或将成为又一业绩支柱

两材合并后，公司的新定位值得期待，有望成为走出去的重要窗口：中国建材集团海外业务较少，中国中材的海外业务主要由公司贡献，合并后集团目标“从大到伟大”，公司将成为重要的海外窗口。基于中国建材旗下部分子公司与公司在工程业务领域面临的同业竞争问题，中国建材于 17 年 12 月作出承诺，将在 3 年内通过委托管理、资产重组等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。

公司在水泥窑协同处置方面的技术优势将助推其环保业务快速发展，17 年公司环保业务订单增长 41%。由公司管理运营的溧阳市水泥窑协同处置生活垃圾示范线项目年处理垃圾 15 万吨，该项目每年可节约填埋用地 25 亩，减少 CO2 排放约 28000 吨，各项环保指标达到国家环保标准要求，具备较好经济效益。此外，两材合并后共有水泥产能超过 5 亿吨，使得公司在水泥窑绿色技改以及垃圾协同处置将具有较大想象空间。在政府许可的条件下，公司水泥窑协同处置方面的技术优势将助推公司环保业务稳健提升。

资产减值计提充分，轻装上阵后利润有望快速增长

公司在 12-15 年间已经计提了大量与钢贸事件相关的资产减值损失，目前已充分计提，并且未来的潜在债权收回将对利润产生正向影响。同时公司于 2015 年收购的德国 HAZEMAG 公司商誉同样计提充分。叠加 2017 年公司订单增速显著提升，预计公司在轻装上阵后利润将迈入快速增长期。

投资建议

公司 17 年四季度订单增速处于高位，超出预期，全年新签订单额处于高位保障未来业绩增长；两材合并后公司的新定位值得期待，技术优势下环保业务或取得快速拓展；公司轻装上阵后利润有望快速增长。维持 17-19 年盈利预测不变，预计公司 17-19 年的 EPS 为 0.52、0.78、1.02 元，对应 EPS 为 19、13、10 倍，维持“买入”评级，并维持目标价 12.5 元/股。

风险提示：环保业务发展不及预期，两材合并后公司管理结构或出现潜在变动

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,596.23	19,006.93	20,565.18	24,391.48	28,168.56
增长率(%)	(1.17)	(15.88)	8.20	18.61	15.49
EBITDA(百万元)	968.18	771.77	1,178.04	1,764.86	2,184.36
净利润(百万元)	664.28	511.38	908.08	1,368.02	1,797.45
增长率(%)	347.82	(23.02)	77.57	50.65	31.39
EPS(元/股)	0.38	0.29	0.52	0.78	1.02
市盈率(P/E)	26.12	33.93	19.11	12.68	9.65
市净率(P/B)	2.69	2.53	2.26	1.92	1.60
市销率(P/S)	0.77	0.91	0.84	0.71	0.62
EV/EBITDA	7.16	3.01	11.07	1.02	3.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.89 元
目标价格	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,754.26
流通 A 股股本(百万股)	1,683.21
A 股总市值(百万元)	17,349.61
流通 A 股市值(百万元)	16,646.95
每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	74.22
一年内最高/最低(元)	11.55/6.92

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势

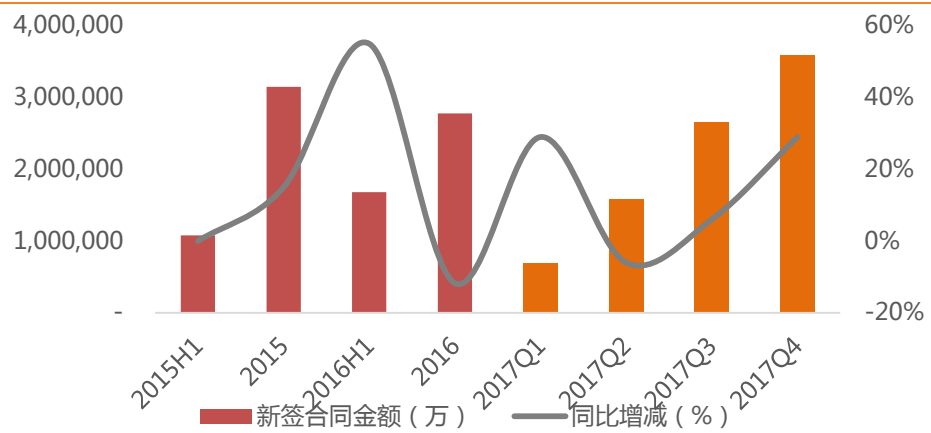


资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中材国际-公司研究简报:经营进入快车道，两材合并后公司定位值得期待》2017-12-04
- 《中材国际-半年报点评:净利润增速较快，股权激励促业绩持续增长》2017-08-08

图 1: 2015-2017 年公司新签合同金额累计值及同比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 2017 年各季度订单累计情况

累计数据		2017Q1	2017H1	2017Q1-Q3	2017
工程建设	新签项目数量(个)	18	40	75	121
	新签合同金额(万)	506,390.34	1,070,259.25	1,883,440.67	2,594,703.12
	同比增减(%)	5.00%	-25.00%	-3.00%	23.00%
装备制造	新签项目数量(个)				
	新签合同金额(万)	50,170.13	149,343.44	257,587.02	371,416.92
	同比增减(%)	32.00%	1.00%	8.00%	16.00%
环保	新签项目数量(个)				
	新签合同金额(万)	74,875.81	134,853.12	163,969.94	246,391.03
	同比增减(%)	591.00%	69.00%	1.00%	41.00%
生产经营管理	新签项目数量(个)				5.00
	新签合同金额(万)	53,986.58	213,351.38	339,019.89	354,056.04
	同比增减(%)		1687.00%	135.00%	122.00%
其他	新签项目数量(个)				
	新签合同金额(万)	3,232.56	8,109.15	15,215.20	21,784.36
	同比增减(%)	57.00%	-41.00%	-4.00%	14.00%
合计	新签项目数量(个)				
	新签合同金额(万)	688,655.42	1,575,916.35	2,659,232.73	3,588,351.47
	同比增减(%)	29.00%	-6.00%	6.00%	29.00%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,920.14	10,122.49	4,344.84	15,021.61	7,987.79
应收账款	4,265.06	3,998.46	4,942.52	5,662.00	6,584.66
预付账款	3,546.49	2,462.80	5,439.74	3,263.47	6,552.79
存货	5,652.88	4,169.71	6,505.75	6,062.80	8,341.15
其他	875.67	1,249.10	913.85	1,430.07	1,207.69
流动资产合计	23,260.23	22,002.55	22,146.71	31,439.95	30,674.07
长期股权投资	32.38	30.39	30.39	30.39	30.39
固定资产	2,063.90	1,920.87	1,842.13	1,748.53	1,715.25
在建工程	190.53	110.02	66.01	99.61	119.76
无形资产	860.01	794.09	735.34	676.58	617.83
其他	2,128.07	2,941.80	2,205.08	2,292.64	2,433.80
非流动资产合计	5,274.90	5,797.17	4,878.94	4,847.74	4,917.03
资产总计	28,535.13	27,799.72	27,025.65	36,287.70	35,591.11
短期借款	967.03	570.60	300.00	200.00	200.00
应付账款	6,822.71	7,095.23	7,744.53	9,808.38	10,374.37
其他	12,221.06	10,922.95	9,768.86	16,077.84	13,401.76
流动负债合计	20,010.80	18,588.78	17,813.38	26,086.22	23,976.13
长期借款	642.57	975.80	500.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,087.57	1,015.08	982.80	1,028.48	1,008.79
非流动负债合计	1,730.14	1,990.88	1,482.80	1,328.48	1,308.79
负债合计	21,740.94	20,579.66	19,296.18	27,414.71	25,284.91
少数股东权益	348.36	366.22	39.36	(185.14)	(549.39)
股本	1,169.51	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26
资本公积	1,493.41	1,031.93	1,031.93	1,031.93	1,031.93
留存收益	5,296.17	5,027.78	5,935.85	7,303.88	9,101.32
其他	(1,513.26)	(960.12)	(1,031.93)	(1,031.93)	(1,031.93)
股东权益合计	6,794.19	7,220.06	7,729.47	8,872.99	10,306.19
负债和股东权益总	28,535.13	27,799.72	27,025.65	36,287.70	35,591.11

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	649.43	509.47	908.08	1,368.02	1,797.45
折旧摊销	305.49	418.50	381.50	418.76	471.88
财务费用	113.65	128.17	146.97	(21.83)	(32.05)
投资损失	(15.21)	17.89	(10.00)	(20.00)	(23.00)
营运资金变动	385.49	(831.75)	(6,083.70)	9,653.53	(8,377.75)
其它	526.37	2,157.58	(322.35)	(220.94)	(368.12)
经营活动现金流	1,965.22	2,399.86	(4,979.50)	11,177.53	(6,531.59)
资本支出	1,762.46	10.48	232.28	254.31	419.70
长期投资	11.75	(1.99)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,199.52)	(152.98)	(352.39)	(552.10)	(808.13)
投资活动现金流	(425.31)	(144.50)	(120.11)	(297.79)	(388.44)
债权融资	2,508.51	1,645.43	1,183.31	960.42	814.25
股权融资	1,485.82	376.33	(179.73)	58.97	69.50
其他	(3,727.65)	(3,168.57)	(1,681.61)	(1,222.36)	(997.55)
筹资活动现金流	266.67	(1,146.82)	(678.03)	(202.97)	(113.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,806.58	1,108.55	(5,777.65)	10,676.77	(7,033.83)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,596.23	19,006.93	20,565.18	24,391.48	28,168.56
营业成本	20,157.93	16,680.66	18,129.00	21,343.84	24,460.70
营业税金及附加	83.79	69.87	75.59	89.66	103.54
营业费用	281.87	279.55	257.06	243.91	281.69
管理费用	1,331.38	1,370.83	1,291.49	1,341.53	1,549.27
财务费用	(64.87)	(125.23)	146.97	(21.83)	(32.05)
资产减值损失	56.45	160.02	30.00	50.00	80.00
公允价值变动收益	(0.38)	3.85	4.51	3.56	(3.88)
投资净收益	15.21	(17.89)	10.00	20.00	23.00
其他	(29.65)	28.08	(29.01)	(47.12)	(38.25)
营业利润	764.50	557.19	649.56	1,367.93	1,744.53
营业外收入	81.04	124.48	124.48	130.00	126.32
营业外支出	26.45	25.80	25.80	25.80	25.80
利润总额	819.10	655.87	748.24	1,472.13	1,845.05
所得税	169.68	146.40	167.02	328.61	411.85
净利润	649.43	509.47	581.22	1,143.52	1,433.20
少数股东损益	(14.85)	(1.92)	(326.85)	(224.51)	(364.25)
归属于母公司净利润	664.28	511.38	908.08	1,368.02	1,797.45
每股收益(元)	0.38	0.29	0.52	0.78	1.02

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-1.17%	-15.88%	8.20%	18.61%	15.49%
营业利润	388.71%	-27.12%	16.58%	110.59%	27.53%
归属于母公司净利润	347.82%	-23.02%	77.57%	50.65%	31.39%
获利能力					
毛利率	10.79%	12.24%	11.85%	12.49%	13.16%
净利率	2.94%	2.69%	4.42%	5.61%	6.38%
ROE	10.31%	7.46%	11.81%	15.10%	16.56%
ROIC	-65.74%	-56.40%	-18.99%	30.97%	-20.52%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	76.19%	74.03%	71.40%	75.55%	71.04%
净负债率	171.98%	142.83%	114.00%	155.17%	110.93%
流动比率	1.16	1.18	1.24	1.21	1.28
速动比率	0.88	0.96	0.88	0.97	0.93
营运能力					
应收账款周转率	5.72	4.60	4.60	4.60	4.60
存货周转率	4.27	3.87	3.85	3.88	3.91
总资产周转率	0.84	0.67	0.75	0.77	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.29	0.52	0.78	1.02
每股经营现金流	1.12	1.37	-2.84	6.37	-3.72
每股净资产	3.67	3.91	4.38	5.16	6.19
估值比率					
市盈率	26.12	33.93	19.11	12.68	9.65
市净率	2.69	2.53	2.26	1.92	1.60
EV/EBITDA	7.16	3.01	11.07	1.02	3.74
EV/EBIT	9.91	5.38	16.37	1.34	4.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com