

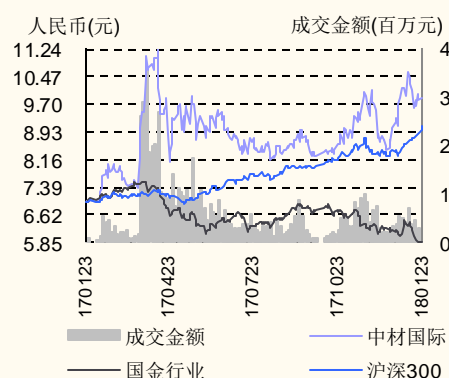
中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.89 元
 目标价格 (人民币): 17.00-18.00 元

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)	17,349.61
年内股价最高最低(元)	11.26/6.98
沪深 300 指数	4382.61
上证指数	3546.50



Q4 订单爆发全年近历史新高, 拐点确定性增强

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	0.92	1.58	1.91
市盈率(倍)	21.04	24.32	17.35	11.65	9.50
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%	95.55%	48.91%	22.61%
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: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 1月23日公司第四季度主要经营数据公告发布, 2017年Q4公司新签合同92.9亿元, 同增226%, 2017全年新签合同358.8亿元, 同增29%。

经营分析

- Q4 订单爆发式增长订单绝对额接近历史新高, 生产运营管理/环保占比提高提升公司盈利能力。** 1) 2017年公司新签订单额达359亿元, 是2016年总营收的1.9倍, 订单同增29%, 接近历史新高; 其中Q1/Q2/Q3/Q4单季度新签订单额分别为69/89/108/93亿元, 同比+29%/-23%/+33%/+226%, 第四季度订单爆发式增长。2) 2017年公司工程建设/装备制造新签订单达259/37亿元, 占总额的72%/10%, 同增23%/16%, 传统业务稳步增长, 生产运营管理/环保新签订单达23/35亿元, 占总额的7%/10%, 同增41%/122%, 新业务爆发式增长。3) 近年来, 公司大力发展新业务生产运营管理和环保, 其中生产运营管理订单占比从2015年的2%提升至2017年的10%, 环保订单占比从2015年的3%提升至2017年的7%, 参考2017年H1, 新业务(生产运营管理(24%)、环保(16%))毛利率略高于传统业务(装备制造(20%)、工程建设(14%)), 盈利能力有望显著提升。
- 长期发展逻辑通畅, 业绩爆发确定性强。** 1) 自上而下看, 两材合并之后公司长期发展战略发生巨大变化, 公司“靠山更大”且将获更多支持, 未来在国改/国际工程与投资/水泥窑协同处置危废等看点众多。2) 自下而上看, 2017年公司进入第三个发展阶段, 历史遗留问题解决, 工程+环保+投资三维发展, 预计未来稳定可持续盈利能力强的新业务占比持续提升, 增强长期业绩增长稳定性。2017年前三季度实现归母净利润7.2亿元, 伴随开罗等大项目结转、安徽节源业绩高增、资产减值损失转回(0.6亿元), 预计全年净利润有望达10亿元。2018年传统业务稳增、新业务爆发式增长, 伴随盈利能力增长、汇兑损失边际下滑, 预计2018年实现净利润15亿元。

投资建议

- 预计公司2017/2018年可达净利10/15亿元, 考虑到公司存国改预期且环保、投资等多元化业务发展, 给予2018年20倍PE, 对应目标价17元。

风险提示

- 宏观经济波动、人民币汇率上升、海外市场拓展/国企改革不达预期。

相关报告

- 《发展拐点研判系列二: 水泥窑协同处置危废前景广阔-中材国际公司...》, 2017.12.28
- 《发展拐点研判系列一: 生产运营管理业务提供长期稳定增长来源-中...》, 2017.12.5
- 《正式进入“新时代”, 蛰伏5年战略转型还看今朝-中材国际公司深...》, 2017.11.6

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

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	10,880	12,956	15,993
增长率		-1.2%	-15.9%	7.9%	11.6%	10.7%	应收款项	4,431	4,668	4,805	5,055	5,677	6,249
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	24,341	27,812	32,180
%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%	76.9%	78.8%	80.9%
营业税金及附加	-111	-84	-70	-76	-85	-94	长期投资	875	521	1,470	2,861	2,960	3,060
%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%	6.7%	6.2%	5.6%
%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	7,318	7,469	7,589
%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%	23.1%	21.2%	19.1%
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	31,659	35,282	39,768
%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	510	85	85
财务费用	-115	65	125	-299	-39	-23	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%	1.5%	0.2%	0.1%	其他流动负债	3,103	2,072	1,002	519	572	704
资产减值损失	-525	-56	-160	-42	-34	-45	流动负债	18,839	20,011	18,589	19,698	21,433	23,693
公允价值变动收益	-23	0	4	0	0	0	长期贷款	920	643	976	2,776	3,276	3,776
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	23,494	25,801	28,635
营业利润	156	765	557	1,255	1,859	2,303	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%	6.1%	8.1%	9.1%	少数股东权益	55	348	366	368	370	372
营业外收支	77	55	99	30	53	40	负债股东权益合计	25,102	28,535	27,800	31,659	35,282	39,768
税前利润	234	819	656	1,285	1,912	2,343	比率分析						
利润率	1.0%	3.6%	3.5%	6.3%	8.3%	9.2%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-178	-170	-146	-283	-421	-516	每股指标						
所得税率	76.1%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.136	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828	每股净资产	4.063	5.512	3.907	4.445	5.194	6.134
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2	每股经营现金净流	1.247	1.649	1.323	0.921	1.579	1.905
归属于母公司的净利润	148	664	511	1,000	1,489	1,826	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
净利率	0.6%	2.9%	2.7%	4.9%	6.5%	7.2%	回报率						
							净资产收益率	3.34%	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
							总资产收益率	0.59%	2.33%	1.84%	3.16%	4.22%	4.59%
							投入资本收益率	2.82%	6.21%	5.23%	10.68%	11.55%	12.18%
							增长率						
							主营业务收入增长率	10.29%	-1.17%	-15.88%	7.94%	11.63%	10.72%
							EBIT增长率	-28.33%	-9.00%	-18.24%	161.62%	21.21%	22.85%
							净利润增长率	66.02%	347.82%	-23.02%	95.55%	48.91%	22.61%
							总资产增长率	6.03%	13.68%	-2.58%	13.88%	11.44%	12.72%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	53.0	55.9	68.5	65.0	66.0	66.0
							存货周转天数	87.3	95.9	107.5	98.0	98.0	98.0
							应付账款周转天数	98.4	107.6	140.0	130.0	130.0	130.0
							固定资产周转天数	28.9	33.3	36.9	35.5	32.4	29.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-94.02%	-94.64%	-117.48%	-93.07%	-101.26%	-109.02%
							EBIT利息保障倍数	7.1	-11.4	-4.8	5.3	48.9	104.3
							资产负债率	82.08%	76.19%	74.03%	74.21%	73.13%	72.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	0	5	11	14	18
	0	0	2	5	8
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	1.00	1.15	1.26	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-06	买入	8.79	17.00~17.00
2	2017-12-05	买入	9.57	17.00~17.00
3	2017-12-28	买入	9.10	17.00~17.00

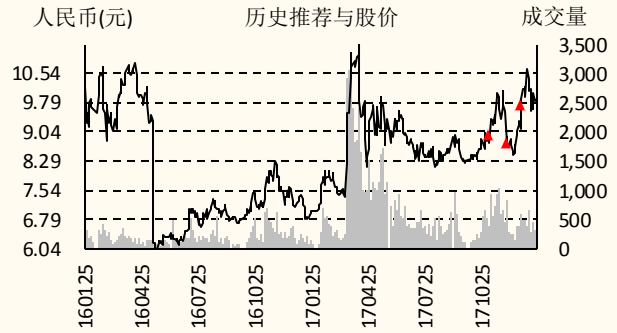
来源：国金证券研究所

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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