中材国际(600970)/专业工程　　业绩大幅预增 80%-100%，强势复苏迎全新机遇

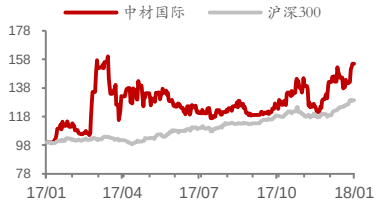
评级：买入(维持)

分析师：何亚轩
执业证书编号：S0740517100002
电话：021-20315820
Email：heyx@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)	9.89
市值(百万元)	18,900
流通市值(百万元)	18,200

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 中材国际：Q4 工程建设与环保发力驱动订单加速增长

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	28.5	37.0	19.2	13.6	10.9
PEG	1.0	0.7	0.1	0.5	0.2
P/B	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0

备注：

投资要点

- **2017 年业绩大幅预增 80%-100%符合预期。**公司公告 2017 年业绩预告，预计 2017 年归母净利润同比增长 80%-100%，扣非后预计同比增长 110%-160%，符合预期。业绩大幅增长主要因 1）主营业务层面，本期公司推行精细化管理等措施综合毛利率提升明显；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。2）非经常性损益方面，各项事由共计影响归母净利润约 2.71 亿元，其中子公司东方贸易实现部分债权回收，导致减值准备转回，影响 6460 万元；全资子公司装备集团处置控股子公司股权确认投资收益，影响 4555 万元；公司对安徽节源业绩承诺与业绩实现差额确认或有对价影响 1.03 亿元；其他事项影响 5765 万元。

- **工程建设与环保业务发力，四季度新签订单大幅加速。**公司 2017 年第四季度新签合同额 92.91 亿元，同比大幅增长 226%，一至三季度单季增速分别为 29%/-23%/33%，四季度订单实现大幅加速。其中工程建设/装备制造/环保/生产运营管理业务四季度单季分别新签 71.13/11.38/8.24/1.50 亿元，同比增长 317%/37%/507%/2%，工程建设业务是四季度订单加速的主要驱动力。全年来看，1-12 月新签合同额 358.84 亿元，同比增长 29%。新签订单总额创近六年来新高，得益于多元化工程及环保、生产运营等新业务开拓成效显著。其中工程建设/装备制造/环保/生产运营管理业务分别新签 259/37/25/35 亿元，同比增长 23%/16%/41%/122%。环保业务和生产运营管理业务大幅增长，占比继续提升，有望成为未来新的增长点。

- **多方面发生积极变化，有望全方位受益于“两材”合并，公司成长迎全新动力。**公司工程控制管理水平不断提高，毛利率持续提升；多元化工程（非水泥国际工程）、环保、客户服务等业务进展顺利，占比不断提高，形成新增长点。并购的安徽节源等子公司与公司协同效应增强。股权激励授予完成，为公司持续稳健发展注入新动能。此外“两材”集团合并，公司有望深度受益，具体来看：1、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。2、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。3、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（已公告中国建材承诺 3 年内尽快解决同业竞争问题）。

- **水泥窑协同处置危废业务前景广阔。**公司作为国内水泥窑处置固废先行者之一，在处置危废领域技术储备丰富，已参与多个示范项目的设计、建设工作。此外，原中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，地域分布更加合理，适合危废改造的窑资源数量更多。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，加速水泥窑协同危废处置业务产业化发展。预计公司将通过 EPC 或联合集团内水泥企业共同投资运营的方式来拓展相关业务，短期有望分享工程利润，长期看有望获得稳定运营利润，前景广阔。

- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.85/13.93/17.30 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 19/14/11 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。**

图表 1：公司 17 年各季度累计新签订单额（单位：亿元）

累计	2017 年 1-3 月		2017 年 1-6 月		2017 年 1-9 月		2017 年 1-12 月	
	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减
工程建设	50.64	5%	107.03	-25%	188.34	-3%	259.47	23%
装备制造	5.02	32%	14.93	1%	25.76	8%	37.14	16%
环保	7.49	591%	13.49	69%	16.40	1%	24.64	41%
生产运营管理	5.40	-	21.34	1687%	33.90	135%	35.41	122%
其他	0.32	57%	0.81	-41%	1.52	-4%	2.18	14%
合计	68.87	29%	157.59	-6%	265.92	6%	358.84	29%

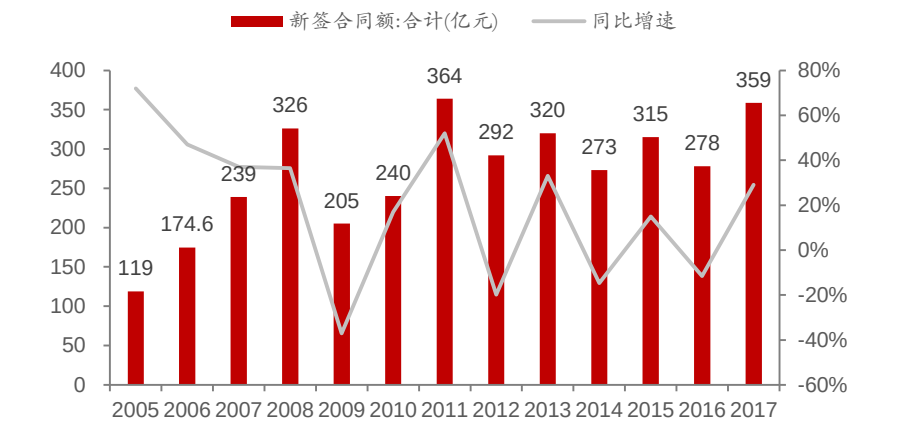
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司 17 年各季度单季新签订单额（单位：亿元）

单季	2017 年 1-3 月		2017 年 4-6 月		2017 年 7-9 月		2017 年 10-12 月	
	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减	新签合同金额	同比增减
工程建设	50.64	5%	56.39	-40%	81.32	59%	71.13	317%
装备制造	5.02	32%	9.92	-10%	10.82	21%	11.38	37%
环保	7.49	591%	6.00	-13%	2.91	-64%	8.24	507%
生产运营管理	5.40	-	15.94	1235%	12.57	-5%	1.50	2%
其他	0.32	57%	0.49	-58%	0.71	252%	0.66	99%
合计	68.87	29%	88.73	-23%	108.33	33%	92.91	226%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司历年新签合同额及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表4：公司财务报表预测（单位：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
应收帐款	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
预付帐款	3,546.5	2,462.8	3,666.2	3,373.9	3,936.5	应收帐款周转天数	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%
应付帐款	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	1.1%	0.8%	1.6%	2.2%	2.8%
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)	28.5	37.0	19.2	13.6	10.9
公允价值变动损失	0.4	-3.8	4.5	3.6	-3.9	PB(X)	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0
财务费用	113.6	128.2	269.9	-48.6	-77.9	P/FCF	32.8	8.2	40.0	22.5	4.1
投资收益	-15.2	17.9	-1.0	0.6	5.8	P/S	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
少数股东损益	-14.8	-1.9	2.0	2.8	3.5	EV/EBITDA	7.2	3.0	4.7	4.0	1.6
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%
经营活动产生现金流量	**1,965.2**	**2,399.9**	**1,743.0**	**735.7**	**4,896.1**	PEG	1.0	0.7	0.1	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	**-425.3**	**-144.5**	**-353.9**	**-31.4**	**-375.7**	ROIC/WACC	-6.5	-5.6	-3.4	-4.7	-7.6
融资活动产生现金流量	**266.7**	**-1,146.8**	**-473.5**	**-383.2**	**-573.6**	REP	1.8	0.1	0.9	0.9	0.1

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。