

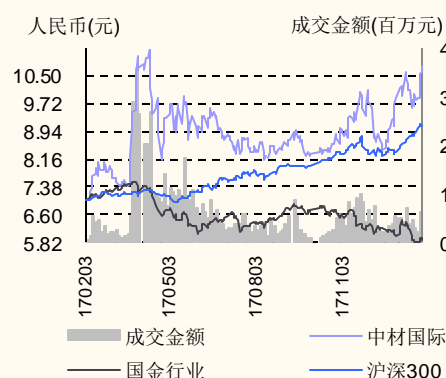
中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.79 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)	18,928.44
年内股价最高最低(元)	11.26/6.99
沪深 300 指数	4381.30
上证指数	3558.13



相关报告

- 1.《Q4 订单爆发全年近历史新高, 拐点确定性增强-中材国际公司点评》, 2018.1.24
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

业绩高增兑现, 历史发展拐点确立

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	18.93	12.71	10.37
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28日公司发布2017年年度业绩预增公告, 2017年业绩预增80%-100%, 归母扣非预增110%-160%, 基本符合我们的预期。

经营分析

- 业绩翻倍增长, 盈利能力大幅提升。1) 公司预计2017年业绩为9.2-10.2亿元, 同增80%-100%, 业绩翻倍增长, 其中2017年Q1/Q2/Q3/Q4归母净利同增16%/63%/58%/628%-996%, 四季度实现爆发式增长。2) 归母扣非净利为6.1-7.6亿元, 同增110%-160%, 凸显公司内生增长。3) 公司2017年ROE约12.3%-13.7%, 较2016年提升5-6pct, 盈利能力大幅提高。4) 公司2017年业绩高增系精细化管理提升毛利率, 天津公司、中材建设个别毛利率较高项目进入收尾结算, 成都院重大项目进入执行高峰。5) 2017年公司预计业绩基本符合我们此前的预期(10亿元), 偏差在-8%-2%, 我们判断公司2017年业绩包括可能超3个亿的汇兑损失, 不考虑汇兑损失2017年公司业绩或已达13亿, 接近公司历史最优水平。
- 增长逻辑发现变化扭转预期, 长期逻辑通畅短期业绩高增有保障。1) 我们认为公司业绩高增长为以转型为主的新增长逻辑(业务多样化结构变化, 新管理模式以及新的行业空间), 相较于原有增长逻辑下的业绩高增长兑现具有更大的边际改善程度, 对公司转型成功且拓展到更大业务空间具有更强的逻辑支撑。2) 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。3) 自下而上看, 2017年公司进入第三个发展阶段, 2017年业绩翻倍增长, 2017年新签订单额接近历史新高, 是2016年总营收的1.9倍, 其中毛利率更高的新业务生产运营管理/环保订单占比从2015年的2%/3%提升至10%/7%, 盈利能力显著提升。预计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, 业绩有望达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。

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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	22,865	22,596	19,007	20,517	22,903	25,359
增长率		-1.2%	-15.9%	7.9%	11.6%	10.7%
主营业务成本	-20,443	-20,158	-16,681	-17,214	-19,064	-20,875
%销售收入	89.4%	89.2%	87.8%	83.9%	83.2%	82.3%
毛利	2,422	2,438	2,326	3,303	3,839	4,483
%销售收入	10.6%	10.8%	12.2%	16.1%	16.8%	17.7%
营业税金及附加	-111	-84	-70	-76	-85	-94
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-202	-282	-280	-308	-344	-380
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-1,294	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648
%销售收入	5.7%	5.9%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	815	741	606	1,585	1,922	2,361
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	7.7%	8.4%	9.3%
财务费用	-115	65	125	-299	-39	-23
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.7%	1.5%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-525	-56	-160	-42	-34	-45
公允价值变动收益	-23	0	4	0	0	0
投资收益	6	15	-18	10	10	10
%税前利润	2.4%	1.9%	n.a	0.8%	0.5%	0.4%
营业利润	156	765	557	1,255	1,859	2,303
营业利润率	0.7%	3.4%	2.9%	6.1%	8.1%	9.1%
营业外收支	77	55	99	30	53	40
税前利润	234	819	656	1,285	1,912	2,343
利润率	1.0%	3.6%	3.5%	6.3%	8.3%	9.2%
所得税	-178	-170	-146	-283	-421	-516
所得税率	76.1%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
归属于母公司的净利润	148	664	511	1,000	1,489	1,826
净利率	0.6%	2.9%	2.7%	4.9%	6.5%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
非现金支出	764	325	500	298	322	365
非经营收益	64	23	49	99	155	190
营运资金变动	480	931	1,263	217	802	960
经营活动现金净流	1,363	1,928	2,321	1,616	2,770	3,342
资本开支	-145	-179	-138	-339	-286	-300
投资	-436	-230	15	-1,391	-100	-100
其他	6	-16	-21	10	10	10
投资活动现金净流	-576	-425	-144	-1,720	-376	-390
股权募资	0	421	15	0	0	0
债权募资	448	19	-840	1,073	75	500
其他	316	-7	-113	-211	-393	-415
筹资活动现金净流	764	432	-938	862	-318	85
现金净流量	1,552	1,935	1,239	758	2,076	3,037

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,574	8,920	10,122	10,880	12,956	15,993
应收款项	4,431	4,668	4,805	5,055	5,677	6,249
存货	4,939	5,653	4,170	4,617	5,113	5,599
其他流动资产	5,465	4,019	2,906	3,788	4,066	4,338
流动资产	21,409	23,260	22,003	24,341	27,812	32,180
%总资产	85.3%	81.5%	79.1%	76.9%	78.8%	80.9%
长期投资	875	521	1,470	2,861	2,960	3,060
固定资产	1,841	2,254	2,031	2,133	2,202	2,239
%总资产	7.3%	7.9%	7.3%	6.7%	6.2%	5.6%
无形资产	767	2,181	1,953	1,964	1,947	1,930
非流动资产	3,693	5,275	5,797	7,318	7,469	7,589
%总资产	14.7%	18.5%	20.9%	23.1%	21.2%	19.1%
资产总计	25,102	28,535	27,800	31,659	35,282	39,768
短期借款	1,426	1,866	670	510	85	85
应付款项	14,310	16,073	16,917	18,669	20,776	22,904
其他流动负债	3,103	2,072	1,002	519	572	704
流动负债	18,839	20,011	18,589	19,698	21,433	23,693
长期贷款	920	643	976	2,776	3,276	3,776
其他长期负债	846	1,088	1,015	1,021	1,092	1,166
负债	20,605	21,741	20,580	23,494	25,801	28,635
普通股股东权益	4,443	6,446	6,854	7,797	9,111	10,761
少数股东权益	55	348	366	368	370	372
负债股东权益合计	25,102	28,535	27,800	31,659	35,282	39,768

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.136	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产	4.063	5.512	3.907	4.445	5.194	6.134
每股经营现金净流	1.247	1.649	1.323	0.921	1.579	1.905
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
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%

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
	5	9	16	19	23
	3	3	5	7	11
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1.38	1.25	1.24	1.27	1.32

来源：朝阳永续

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

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
4	2018-01-24	买入	9.89	17.00~18.00

来源：国金证券研究所



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