



中材国际 (600970)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-03-26

股价走势:



研究员: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

转型升级成效显, 盈利能力大幅提升

——2017 年年报点评

事件: 公司 2017 年实现营收 195.54 亿元, 同比增长 2.88%; 归母净利润 9.77 亿元, 同比增长 91.04%; EPS 为 0.56 元/股, 同比增长 93.10%。公司拟以分红派息股权登记日总股本为基数, 每 10 股派现金 1.68 元 (含税)。

主要观点:

□ 增利显著, 工程业务毛利率提升

2017 年公司业务转型成效初现, 新业务营收贡献大幅增长, 带动公司盈利能力显著提升, 归母净利润同比增幅达 91.04%。2017 年公司营收结构进一步改善, 新业务营收同比增 68%, 占总营收 18%, 其中多元化 EPC、节能环保及生产运营管理收入分别为 15.62 亿、11.98 亿及 8.16 亿元, 增速分别为 115%、103% 及 1.78%。2017 年公司录得毛利率 16.68%, 较去年同期大幅提升 4.60pct, 主要是受益于多元 EPC 带动下工程业务毛利率的提升 (同比提升 4.91pct 至 14.64%)、装备制造业务毛利率的改善 (同比提升 2.77pct 至 22.19%) 和以及高毛利水平的环保业务比重的增加 (同比提升 1.17pct 至 18.90)。2017 年公司三费支出占营收比为 11.29%, 较 16 年提升 3.9pct, 主要是 17 年公司汇兑损失、职工薪酬及研发支出增加, 导致财务费用 (同比提升 2.14pct 至 1.48%) 及管理费用 (同比提升 0.71pct 至 7.92%) 占比提升。

□ 工程业务转型更进一步, 毛利率望持续上升

2017 年公司对工程业务的新布局迎来收获, 业务结构改善的同时, 订单进一步复苏, 未来盈利能力有望持续改善。2017 年公司新签工程类订单 259.47 亿元, 同比增幅 23%, 其中新签生产运营管理订单 35.41 亿元, 同比增幅 122%, 新签全年新签多元化工程合同 52 亿元, 同比增长 2.7 倍。我们认为, 公司在多元化工程和生产运营管理上的积极拓展, 一方面有利于提振公司在工程领域的营收增速, 另一方面也可以凭借新生业务的高毛利水平 (多元化工程毛利率一般在 15%-20%), 推动工程业务整体盈利能力的持续改善。

□ 收并购拓展生态工程, 水泥窑危废处置潜力确认

公司近年来积极向节能生态领域进军, 随着生态建设、危废处置等市场相继打开, 生态环保业务有望成为公司业绩成长的新动力。2015 年至今公司通过股权投资方式, 相继控股安徽节源和中材鼎原生态肥业等企业, 布局生态工程和土壤修复领域。2017 年, 公司新签节能环保合同 24.64 亿元, 同比增长 41%, 其中安徽节源新签合同 18 亿元, 同比增长 42%。此外,

公司前期深度布局的水泥窑危废处置业务，受益于生态政策春风，市场潜力获确认，有望进入高速发展期。目前国内已投入运营的 70 多条水泥窑协同处置项目，公司参与了其中 4-5 成的前期设计或建设，在水泥窑协同处置上的投建及运营上经验十足，未来相关订单的承接有望加速。

□ 两材合并，公司有望深度受益

2017 年中建材、中材正式完成合并，两材合并为公司带来了重要机会，主要可分为两条途径，即带动原中建材集团旗下工程业务及其他产能“出海”，以及参与新中建材集团旗下水泥生产线的改造升级。中材国际作为国内最早走向海外的国际工程公司，海外投资经验丰富，新生的中建材集团有借力中材国际平台，整合相关资源，开拓海外业务的可能。此外，中建材集团也在积极部署水泥窑协同处置的相关工作。目前，集团层面拥有水泥窑生产线约 300 条，未来有条件参与改建升级水泥窑危废处理的生产线可能在 100 条左右。从市场规模来看，集团未来水泥窑协同处置危废的投建规模在 60 亿左右，项目运营规模可达 150 亿元。我们判断，中建材旗下水泥窑改建工程由中材国际广泛承接，并参与协同处置运营的可能性较大。

□ 盈利预测与估值

公司作为水泥工业国际龙头，主营稳健，工程业务向多元 EPC 及生产运营服务拓展，2017 年订单复苏，工程业务的盈利能力有望持续改善。公司还积极布局生态环保领域，借力收并购进军生态工程、土壤修复等生态建设领域，前期布局的水泥窑危废处置市场迎来风口，有望形成新的业绩增长点。公司目前已步入发展新阶段，业绩有望实现高增长，未来发展潜力十足，我们预测，公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76 元/股、0.95 元/股、1.14 元/股，对应的 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19554	22487	24735	27209
收入同比(%)	3%	15%	10%	10%
归属母公司净利润	977	1352	1686	2030
净利润同比(%)	91%	38%	25%	20%
毛利率(%)	16.8%	17.3%	17.7%	18.2%
ROE(%)	12.3%	15.2%	16.7%	17.2%
每股收益(元)	0.56	0.76	0.95	1.14
P/E	15.55	11.37	9.12	7.57
P/B	2.01	1.75	1.54	1.31
EV/EBITDA	5	8	6	5

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	22,354	27,696	31,072	34,428	营业收入	19,554	22,487	24,735	27,209
现金	9,678	12,937	14,343	15,932	营业成本	16,267	18,601	20,347	22,251
应收账款	3,659	4,394	4,889	5,262	营业税金及附加	74	101	116	118
其他应收款	761	705	839	945	销售费用	306	371	386	433
预付账款	3,397	4,428	5,360	6,223	管理费用	1,548	1,693	1,868	2,086
存货	3,651	4,753	4,985	5,377	财务费用	289	400	445	421
其他流动资产	1,208	478	656	688	资产减值损失	155	69	(12)	(11)
非流动资产	7,360	7,420	7,297	7,301	公允价值变动收	3	6	(4)	1
长期投资	50	38	40	43	投资净收益	47	15	15	25
固定资产	1,924	1,802	1,680	1,558	营业利润	1,016	1,272	1,595	1,936
无形资产	744	694	648	605	营业外收入	197	134	152	161
其他非流动	4,642	4,887	4,930	5,096	营业外支出	7	20	17	15
资产总计	29,715	35,116	38,369	41,729	利润总额	1,207	1,387	1,729	2,083
流动负债	18,997	23,164	25,122	26,806	所得税	226	0	0	0
短期借款	801	791	780	765	净利润	980	1,387	1,729	2,083
应付账款	6,089	6,673	7,621	8,215	少数股东损益	3	35	43	52
其他流动负	12,107	15,700	16,721	17,826	归属母公司净利	977	1,352	1,686	2,030
非流动负债	2,773	2,855	2,898	2,841	EBITDA	1,545	1,843	2,207	2,522
长期借款	1,831	1,831	1,831	1,831	EPS (元)	0.56	0.76	0.95	1.14
其他非流动	942	1,024	1,067	1,010					
负债合计	21,770	26,019	28,020	29,647					
少数股东权益	383	418	461	513					
股本	1,754	1,775	1,775	1,775					
资本公积	1,035	1,044	1,044	1,041					
留存收益	4,817	5,860	7,069	8,753					
归属母公司股东	7,562	8,679	9,888	11,569					
负债和股东权	29,715	35,116	38,369	41,729					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(1,960)	3,774	2,450	2,303
净利润	980	1,352	1,686	2,030
折旧摊销	359	171	168	165
财务费用	152	400	445	421
投资损失	(47)	(15)	(15)	(25)
营运资金变动	(4,679)	1,757	139	(330)
其他经营现	1,275	109	27	42
投资活动现金	(48)	466	(80)	(62)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(20)	13	(2)	(3)
其他投资现	(28)	453	(78)	(59)
筹资活动现金	913	(957)	(1,021)	(638)
短期借款	230	(10)	(11)	(15)
长期借款	855	0	0	0
普通股增加	0	21	0	0
资本公积增	3	9	0	(3)
其他筹资现	(175)	(977)	(1,010)	(620)
现金净增加额	(1,095)	3,283	1,349	1,604

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	2.88%	15.00%	10.00%	10.00%
营业利润	82.33%	25.21%	25.36%	21.40%
归属于母公司净	91.04%	38.40%	24.71%	20.42%
获利能力				
毛利率(%)	16.81%	17.28%	17.74%	18.22%
净利率(%)	2.20%	5.00%	6.01%	6.82%
ROE(%)	12.34%	15.24%	16.71%	17.24%
ROIC(%)	-42.94%	-86.33%	30.45%	32.04%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.26%	74.10%	73.03%	71.05%
净负债比率(%)	116.50%	58.28%	81.38%	73.94%
流动比率	1.18	1.20	1.24	1.28
速动比率	0.98	0.99	1.04	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.69	0.67	0.68
应收账款周转率	6.21	6.83	6.39	6.50
应付账款周转率	3.10	3.52	3.46	3.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.76	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.12)	2.15	1.40	1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.95	5.64	6.59
估值比率				
P/E	15.6	11.4	9.1	7.6
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.99	7.50	6.02	5.10

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。