

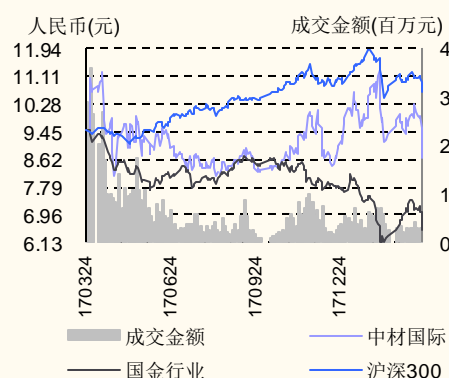
中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.66 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)	15,191.87
年内股价最高最低(元)	11.32/8.12
沪深 300 指数	3904.94
上证指数	3152.76



盈利能力大幅提振, 资产优质护航可持续发展

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.292	0.557	0.854	1.026	1.230
每股净资产(元)	3.91	4.31	5.11	6.13	7.36
每股经营性现金流(元)	1.32	-1.15	1.88	1.67	1.61
市盈率(倍)	24.32	17.76	10.14	8.44	7.04
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	-23.02%	91.04%	53.40%	20.13%	19.84%
净资产收益率(%)	7.46%	12.92%	16.72%	16.73%	16.70%
总股本(百万股)	1,754.26	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

公司 2017 年营收/净利润为 195.5/9.77 亿元, 分别同增 2.88%/91.04%, 基本符合我们此前预期。公司拟每股派发红利 0.168 元, 分红率约 30%。

经营分析

- **毛利率提升至近 17%创历史新高。**1) 公司 2017 年营收增速较低但净利润增速较快主要来自于毛利率的提升, 2017 年公司毛利率达 16.81%创历史最高水平, 较 2016 年提升 4.57 个百分点, 原因在于公司精细化管理(属地化经营)及业务结构多元化所致; 期间费用率高达 10.97%, 主要因汇兑损失达 3.86 亿元创历史新高导致财务费用率上升幅度较高(预计 2018 年人民币兑美元升值幅度较低汇兑损失将大幅下降); 2) 受毛利率提升影响, 公司 ROE 水平大幅提升至 12.92%创 5 年来新高, 净利率约 5%创 6 年新高; 3) 公司 2017 年资产负债率为 73.26%, 剔除预收账款后的资产负债率为 61.09%, 为上市以来最低水平, 毛利率提升使得公司去杠杆作用显著。
- **应收账款客户优良减值风险小, 预收账款维持高位缓解资金压力。**1) 2017 年, 公司广义应收账款达 62.58 亿元同比增 21%, 主要系埃及 GOE 项目支付方式致长期应收款快速高增, 考虑 GOE 项目业主为埃及国防部, 长期应收款质量优质; 公司应收账款约 29 亿元同比降约 15%, 业主为各国大型水泥投资企业, 坏账风险较小, 不考虑东方贸易坏账损失转回, 公司坏账损失仅 0.42 亿元。2) 2017 年公司账上现金约 97 亿元, 预收账款达 93 亿元, 预收账款维持高位降低公司自身资金压力, 彰显公司竞争优势。
- **经营现金流流出、付现比提升系埃及项目支付方式所致。**公司 2017 年收现比为 1.02 创近 5 年新高, 付现比为 1.14 为 2005 年之后的最高水平, 公司 2017 年经营性现金流流出 19.6 亿而 2016 年为流入 24 亿, 主要系埃及 GOE 项目垫资施工导致, GOE 项目总投资额 78 亿元, 截止 2017 年累计确认收入 45.5 亿元, 除 15%预付款外, 施工期资金均为公司垫付, 此外 GOE 项目大概率部分处已完成未审核, 存货积压亦对现金流产生较大压力。

投资建议

- 我们维持盈利预测, 2018/2019 年归母净利 15/18 亿, 考虑到公司存国改预期且环保、投资等多元化业务发展, 维持 17 元目标价 (20*2018PE)。

风险提示: 宏观经济波动, 人民币汇率上升, 原材料价格继续上升, 海外市场拓展、水泥窑协同处置危废、国企改革不达预期。

相关报告

1. 《业绩高增兑现, 历史发展拐点确立-中材国际公司点评》, 2018.1.28
2. 《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
3. 《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
4. 《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
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

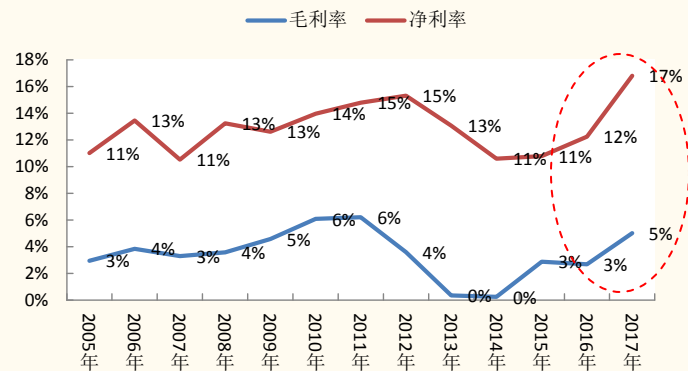
黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

一、盈利能力持续提升致使净利润同比大幅增长，2018 年盈利能力具提升可能

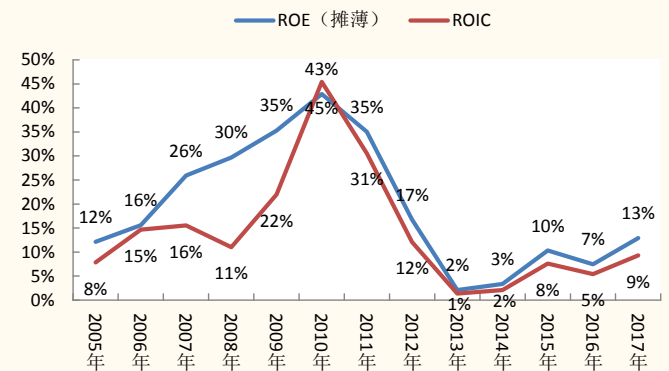
1.1. 精细化管理+业务结构多元化令公司 2017 年盈利能力大幅提升

- 公司 2017 年毛利率达 17%，较 2016 年提升 4.57 个百分点，创历史新高。毛利率从 2014 年以来处于持续提升趋势。受此影响，公司 2017 年净利率提升至 5%，ROE 提升至 13%，ROIC 提升至 9%，盈利能力持续提升是公司近年来重要特征之一。

图表 1：公司 2017 年毛利率创历史新高



图表 2：近 5 年来公司 ROE/ROIC 处持续提升状态

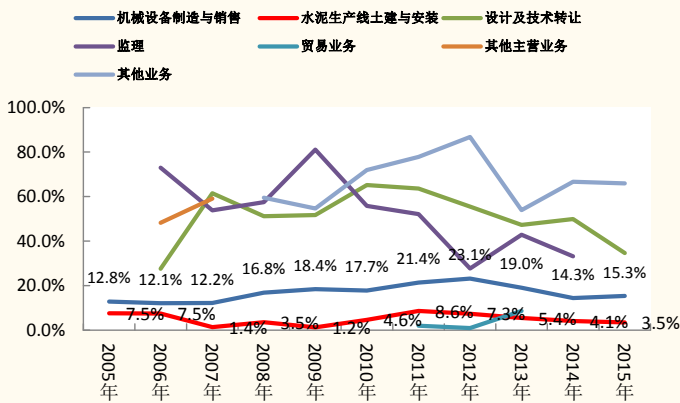


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

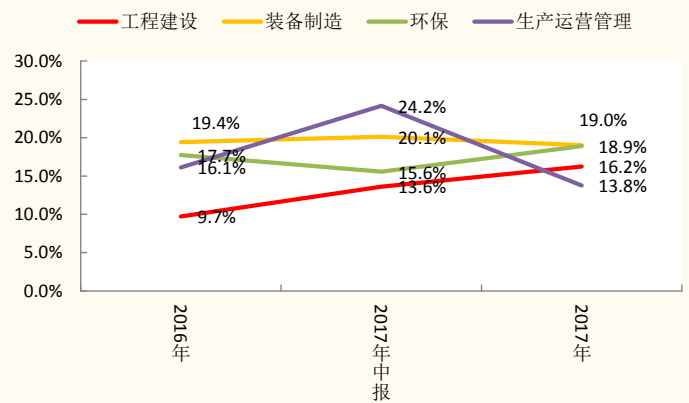
- 分细分行业来看，由于 2015 年之前和 2015 年之后公司定期报告划分细分行业的方式不一样，当前行业划分和历史具有可比性的分别为“工程建设”和“装备制造”，分别对应 2015 年之前的“水泥生产线土建与安装”和“机械设备制造与销售”，而当前“环保”和“生产运营管理”两个细分行业在 2015 年之前不存在。公司今年来毛利率提升的原因我们分析如下：
 - 公司传统的装备制造和工程建设毛利率大幅提升：公司装备制造毛利率自 2012 年达到最高的 23% 之后持续下滑，2014 年毛利率下滑至 14.3% 左右，原因系下游水泥等行业景气度下降，国内水泥装备工程市场持续低迷，而自 2016 年之后公司充分发挥总包优势，利用工程承包带动装备销售，并加大市场开拓力度，差异化参与市场竞争，使得装备制造毛利率始终维持在 20% 左右且处于历史高位。公司工程建设毛利率 2017 年达到创记录的 16.2% 且 2016 年以来持续提升，但该业务历史最高毛利率 2012 年仅 8.6%。
 - 公司高毛利率业务占比逐渐提升。公司 2015 年并购安徽节源大力进入环保行业，且 2015 年以来在水泥厂生产运营管理订单获取上逐渐加大力度。这两个新业务毛利率均较高，其中环保业务毛利率 2017 年达到 18.9%，生产运营管理业务毛利率虽然在 2017 年下滑至 13.8%，但我们认为该业务毛利率维持在 20% 左右是大概率事件。

图表 3：公司历史上工程建设毛利率最低仅为 1.2%



来源：公司公告，国金证券研究所（注：公司贸易业务目前已终止，2015 年之前公司分行业划分营收和当前划分行业不一致）

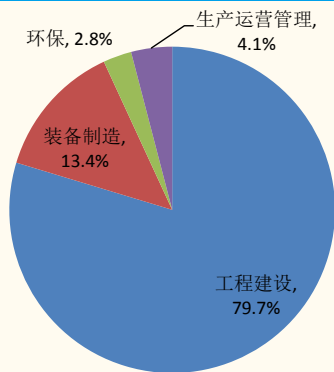
图表 4：2017 年工程建设毛利率提升至创纪录的 16.2%



来源：公司公告，国金证券研究所（注：上图行业划分和 2015 年之前不一致）

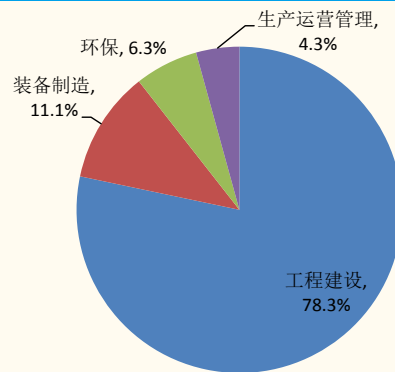
- 多元化效果显著且仍将是公司未来重要发展战略，公司毛利率具备持续提升可能，2017 年营收结构在持续变化。比较公司 2017 年和 2016 年的分行业营收占比可以发现，公司生产运营管理和环保业务营收占比均有所提升，其中环保营收占比从 2016 年的 2.8% 提升至 2017 年的 6.3%，生产运营管理营收占比则提升 0.2 个百分点。

图表 5：2016 年公司生产运营管理和环保合计营收占比仅为 6.9%



来源：wind，国金证券研究所

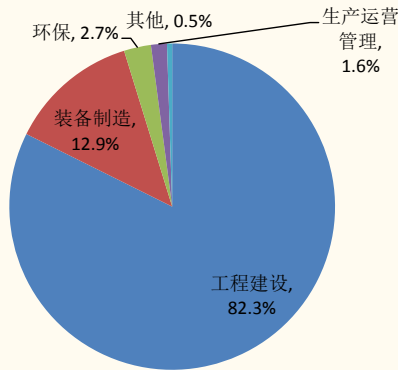
图表 6：2017 年生产运营管理和环保合计营收占比提升至 10.6%



来源：wind，国金证券研究所

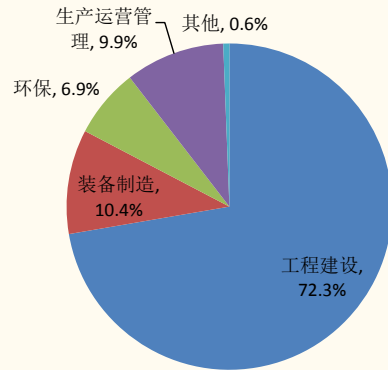
- 从订单看多元化趋势更明显，2017 年生产运营管理和环保业务订单合计占比 16.8%，较 2015 年的 4.3% 提升非常明显。其中 2017 年公司生产运营管理新签订单 24.64 亿元，同比增长 41%，生产运营管理业务新签订单 35.41 亿元，同比增长 122%。受到多元化战略的成功影响，公司 2017 年新签订单 359 亿元，为上市以来第二高新签订单水平，同比增速则达到 29%，我们认为公司 2018 年订单将有望创历史新高。

图表 7: 2015 年生产运营管理和环保订单合计占比仅 4.3%



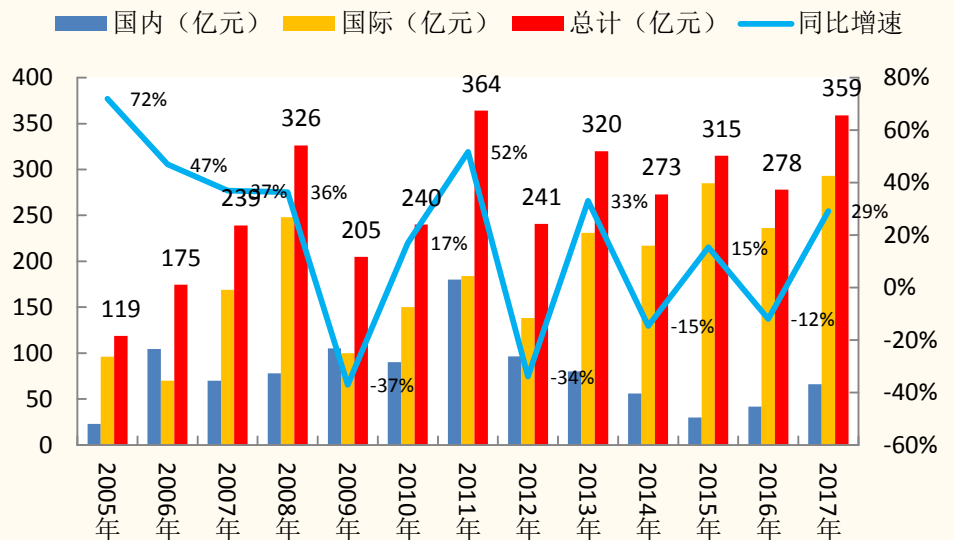
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 2017 年生产运营管理和环保订单合计占比提升至 16.8%



来源: wind, 国金证券研究所

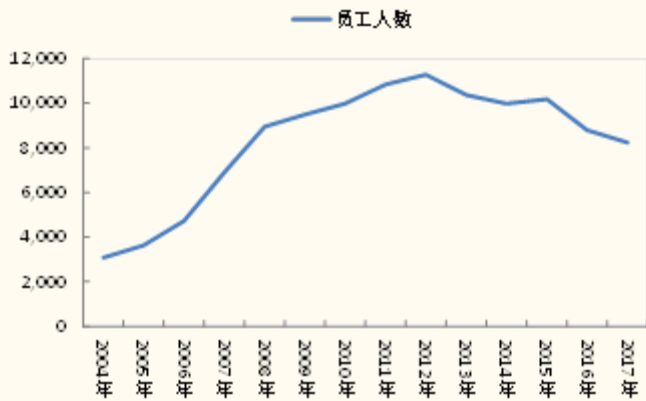
图表 9: 2017 年新签订单 359 亿元为历史第二高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

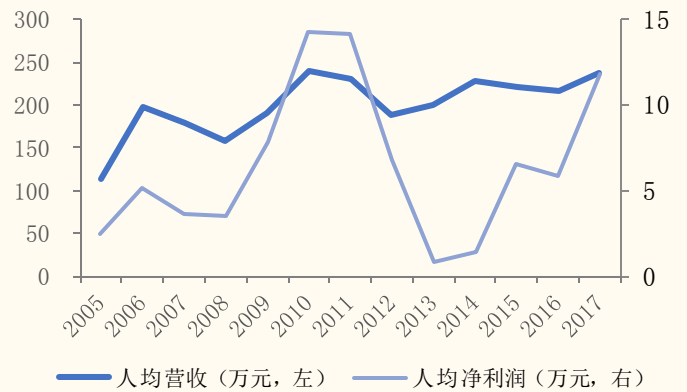
- 精细化管理+深入推进项目属地化、采购全球化、雇员本土化, 助力毛利率提升。**
 - 1) 公司自 2016 年提出精细化管理, 现已通过优化拓展工程项目对标体系、完善工程项目预算总成本管理机制、推动 KPI 考核机制, 公司传统业务毛利率得显著提升。
 - 2) 公司扎根本土化发展, 深耕属地市场, 不断推进三化 (项目属地公司化、采购全球化、雇员本土化), 现目前公司有效降低海外项目人力成本和项目运行风险, 越南、印尼等多地项目当地用工占比超过 50%, 公司瘦身效果明显, 员工人数自 2012 年以来持续下降, 2017 年员工人数仅 8240 人, 人均营收和人均净利润分别达 237.3/11.9 万元, 同比+9.8%/103.9%, 实现大幅增长, 彰显公司管理精进。

图表 10: 公司员工人数自 2012 年以来持续下降



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 人均营收和人均净利润持续上升



来源: wind, 国金证券研究所

- 原材料价格上涨无碍毛利率创新高, 未来毛利率提升空间大。更为重要的是, 公司 2017 年毛利率创历史新高是在原材料价格上升明显的背景下获得的, 2018 年原材料价格上升幅度预计较 2017 年减少, 为公司 2018 年毛利率持续提升提供可能。分析公司的成本项发现, 公司 2017 年材料成本约 33 亿元, 设备成本约 57 亿元, 两者合计高达 90 亿元, 较 2016 年约 70 亿元增加近 20 亿元, 公司年报也清晰的描述了原材料价格上涨对于公司的影响“本集团以市场价格采购材料, 因此受到此等原材料价格波动的影响, 原材料尤其以钢材、混凝土价格波动影响最为显著”。2017 年受到国内供给侧改革影响, 水泥及钢材价格大幅上升, 由此导致公司材料和设备成本大幅增长。我们认为, 2018 年水泥和钢材价格同比持续大幅上升的可能性较弱, 公司 2018 年毛利率有持续提升空间。

图表 12: 2017 年因原材料价格上升, 公司材料和设备成本大幅增长

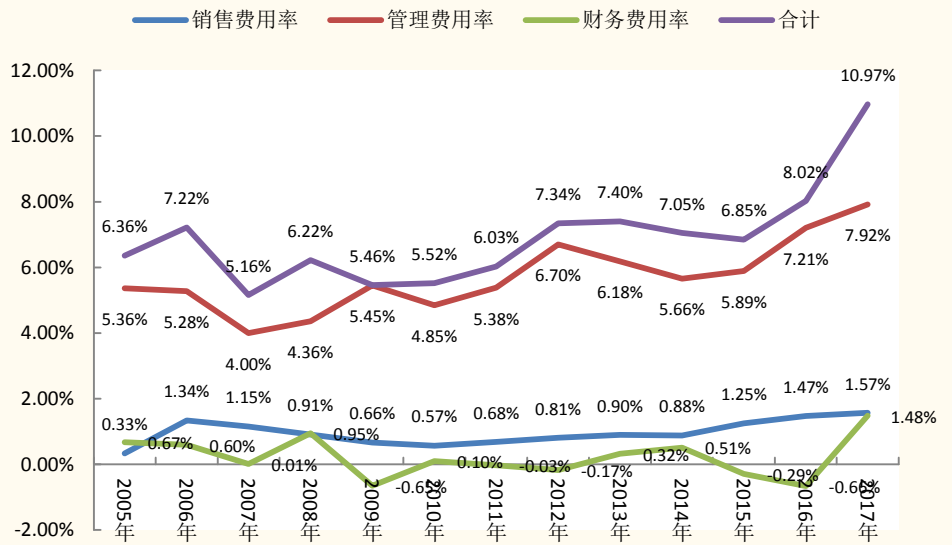
成本构成项目	2015 年	2016 年	2017 年	2016 年同比增速	2017 年同比增速
人工成本	11.40	10.55	11.33	-8%	7.5%
材料成本	29.13	24.08	32.72	-17%	35.9%
设备成本	56.70	46.04	56.69	-19%	23.1%
分包 (外协) 成本	84.09	67.61	42.81	-20%	-36.7%
间接费用	7.56	6.84	6.99	-10%	2.2%
其他成本	12.43	11.44	11.92	-8%	4.2%
合计	201.31	166.55	162.46	-17%	-2.5%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2. 期间费用率 2017 年高达 10.97%, 主要因汇兑损失导致财务费用率上升幅度较高

- 2017 年“三费”均有所提升, 整体期间费用率从 2016 年的 8.02% 提升至 2017 年的 10.97%, 创历史新高, 且自 2015 年以来处于持续提升的状态。三费当中具体分析如下:
 - 管理费用率: 公司管理费用率从 2014 年以来持续提升, 2017 年达到了创历史新高的 7.92%, 主要原因系公司研发支出费用提升幅度较大, 2017 年公司研发费用 4.96 亿元, 较 2016 年的 3.83 亿元同比增长约 30%。
 - 销售费用率: 公司销售费用率 2017 年为 1.57% 创历史新高, 自 2014 年销售费用率稳步提升, 我们认为和公司加大销售营销力度相关。
 - 财务费用率: 公司 2017 年财务费用率达 1.48% 创历史新高, 主要原因系 2017 年汇兑损失大幅提升所致。

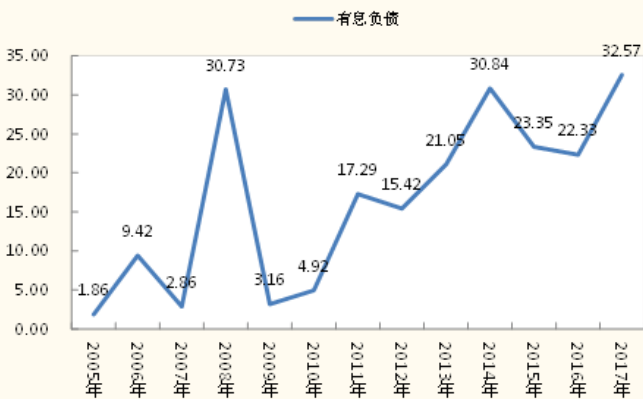
图表 13: 2017 年期间费用率创历史新高, 主要系财务及管理费用升幅较大



来源: wind, 国金证券研究所

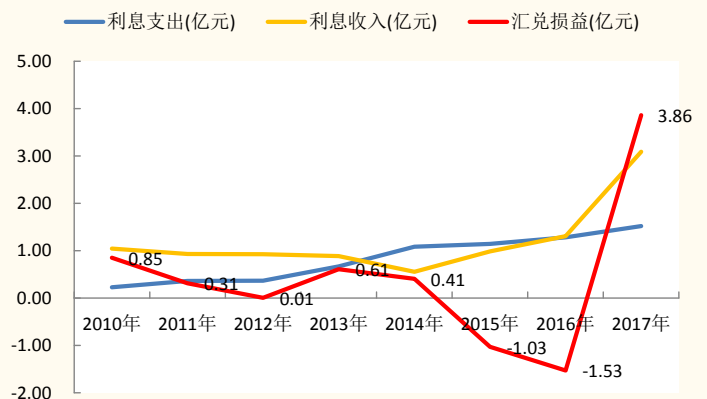
- 公司历史上的财务费用波动主要来自汇兑损益的波动, 公司 2017 年汇兑损失高达 3.86 亿元创历史新高, 较 2016 年的-1.53 亿增长 5.39 亿元, 导致 2017 年财务费用率上升明显。
- 利息支出较少系有息负债规模较低, 根据我们测算, 公司 2017 年有息负债 (包括短期借款、长期借款、应付票据、应付债券) 合计约 32.57 亿元, 假设 5% 的融资利率, 公司每年的利息支付仅 1.63 亿元。而由于公司融资类项目产生融资收益以及公司账上现金金额较大, 公司利息收入常年高于利息支出。其中, 公司 2017 年利息收入为 3.09 亿元, 较上年增加较大, 主要为子公司埃及 GOE Beni Suef 分期收款项目本期确认 1.22 亿元人民币的未实现融资收益导致。

图表 14: 公司 2017 年有息负债 33 亿同比增速较大



来源: wind, 国金证券研究所 (注: 上图有息负债包括短期借款、长期借款、应付票据、应付债券)

图表 15: 汇兑损失为 2017 年财务费用上升最重要原因



来源: wind, 国金证券研究所

- 2018 年公司仍面临较大汇兑损失压力, 但预计较 2017 年会有所下降。公司的汇兑损失可以根据账上外币资产负债的金额大小和人民币兑美元和欧元的升贬值程度, 并结合公司在外汇远期合约上的操作进行简单预测。截至 2017 年末, 公司外币资产负债表当中仍旧以美元为主, 其中货币资金中美元约 7.74 亿元, 欧元约 0.68 亿元, 英镑约 938 万元, 而 2016 年底外币资金中, 美元约 6.08 亿元, 欧元约 0.81 亿元, 英镑则为 0。因此 2018 年若美元持续贬值, 人民币升值, 则 2018 年公司仍旧面临产生较大汇兑损失压力。

图表 16: 公司 2017 年年底外币资产分布, 美元资产仍占据多数

项目	2017年12月31日 年末外币余额	2016年12月31日 年末外币余额
货币资金-美元	773,745,327.61	607,701,280.77
货币资金-欧元	67,689,814.05	81,098,702.98
货币资金-英镑	9,384,777.94	
应收账款-美元	68,872,477.29	43,907,725.14
应收账款-欧元	1,771,742.81	40,315,762.44
应收账款-英镑	41,756,473.41	
其他应收款-美元	7,105.82	5,384,252.79
其他应收款-欧元		1,794,125.54
其他应收款-英镑	5,344,795.60	
长期应收款-美元	42,180,973.25	
长期应收款-欧元	333,636,980.03	
应付账款-美元	9,155,127.29	6,120,952.47
应付账款-欧元	24,727,004.82	20,650,822.13
应付账款-英镑	409,313,360.17	
其他应付款-美元		4,839,651.66
其他应付款-欧元		1,373,133.57
其他应付款-英镑	4,979,604.34	
短期借款-欧元	50,705,901.63	4,292,031.53
短期借款-英镑	323,786,375.48	
长期借款-欧元	200,029,606.65	25,001,791.25

来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 2018 年至今人民币兑美元升值 3.17%，预计 2018 年人民币兑美元升值幅度将大幅低于 2017 年，因此 2018 年汇兑损失预计将大幅下降。

图表 17: 2017 年人民币兑美元升值幅度达 5.81% 致使汇兑损失大幅增长

	美元兑人民币	欧元兑人民币	美元兑人民币 升值幅度	欧元兑人民币 升值幅度
2015 年底	6.4936	7.0952		
2016 年底	6.9370	7.3068	6.83%	2.98%
2017 年底	6.5342	7.8023	-5.81%	6.78%
当前最新汇率 (2018 年 3 月 25 日)	6.3272	7.7975	-3.17%	-0.06%

来源: wind, 国金证券研究所

1.3. 2018 年公司净利润增长更多来自经营的改善, 非经常性损益影响较小

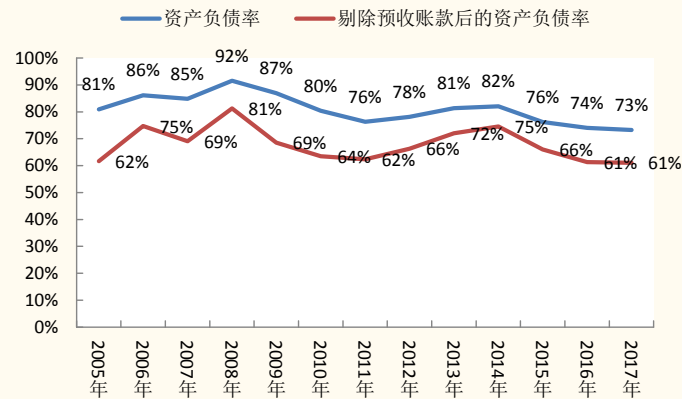
- 公司年报显示, 2017 年公司扣除非经常性损益后的净利润为 6.62 亿元, 同比增长约 128%, 这意味着公司非经常性损益大约 3.15 亿元。
- 公司 2017 年非经常性损益分别为: 1) 公司二级公司装备集团出售其所持有的溧阳中材重型机器有限公司产生约 8549 万元收益; 2) 政府补助约 3963 万元; 3) 安徽节源公司业绩补偿形成 1.46 亿元的营业外收入; 4) 公司之二级公司东方贸易公司的资产减值损失转回约 6391 万元。
- 上述 4 项中, 政府补助公司往年都有, 2016 年政府补助为 4952 万元, 2015 年则为 3557 万元, 可以视为“可持续的非经常性损益”; 第 3 项安徽节源业绩补偿形成的 1.46 亿元的营业外收入, 但公司的资产损失项中产生了 1.41 亿元的安徽节源的资产减值损失, 两者合并实际上互相抵消。因此上述 4 项非经常性损益, 第 1 项和第 4 项的延续性难以预测, 两者合计约 1.5 亿元, 且东方贸易的资产减值损失仍有可能在 2018 年持续转回。因此我们认为公司 2017 年的扣非净利润实际为 8.27 亿元, 同比增长超 185%。

二、公司杠杆率下降至历史最低水平, 应收账款虽有增长但质量优良

2.1. 公司 2017 年杠杆率下降至历史最低的 73%, 毛利率提升是重要原因

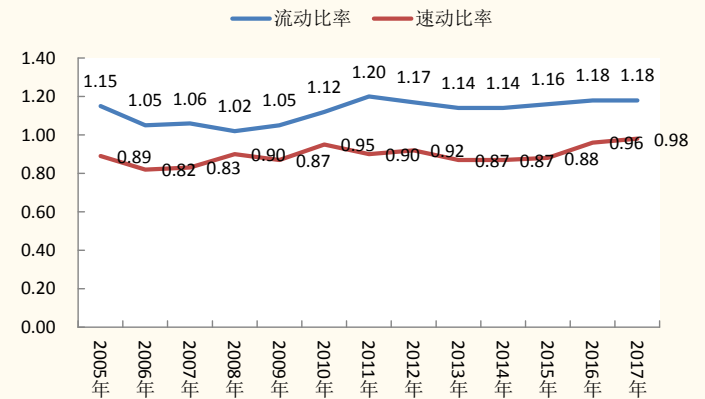
- 2017 年公司资产负债率为 73%，创历史新低水平，剔除预收账款后的资产负债率为 61%，和 2016 年保持相等水平，同样创历史最低记录，公司杠杆率控制较好。根据我们 2017 年 9 月 15 日《央企降杠杆：建筑巨无霸的长期机会 | 建筑行业杠杆分析系列报告之一》报告中研究结果，“我们对建筑行业的毛利率与资产负债率进行了回归分析，资产负债率=-0.8*毛利率+77，其中毛利率通过了 99% 的显著性检验”，建筑企业杠杆率与毛利率有显著负相关关系，因此毛利率持续提升是公司杠杆率持续下降重要原因。
- 公司 2017 年流动比率和速动比率分别 1.18 和 0.98，从历史来看基本保持稳定水平，显示公司短期资金压力并不大，资金状况较为健康。

图表 18：公司杠杆率下降至上市以来最低水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：公司流动比率/速动比率稳定

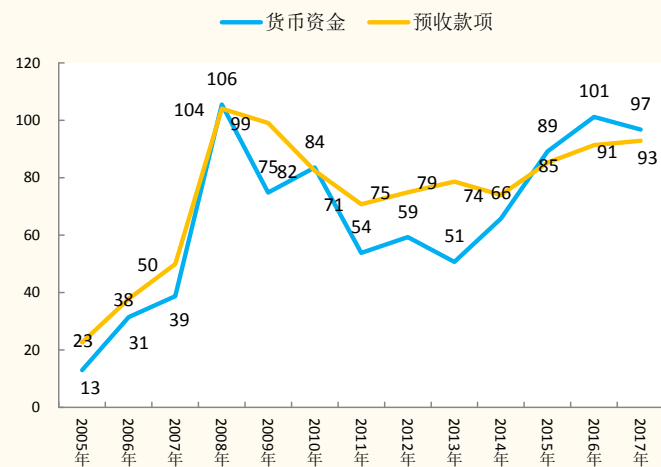


来源：wind，国金证券研究所

2.2. 公司预收账款条件较好，降低公司自身资金压力，彰显公司竞争优势

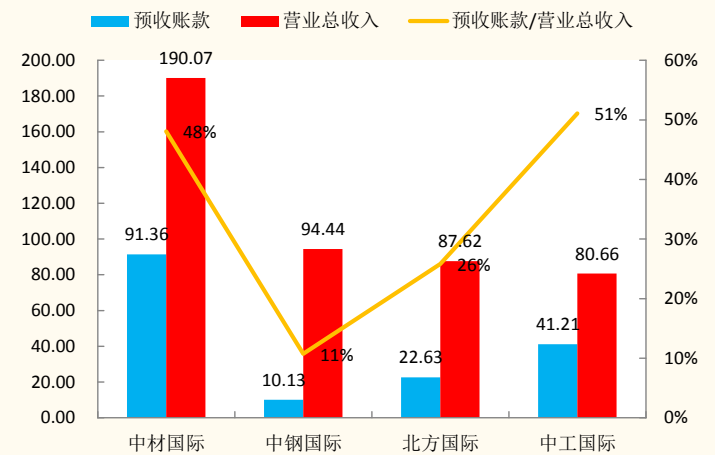
- 2017 年公司账上现金约 97 亿元，预收账款则达 93 亿元，这意味着公司账上现金基本为预收账款，从历史来看，公司账上现金与预收账款有明显相关关系。我们认为预收账款的程度和行业竞争程度以及公司竞争优势有明显关系，从 2016 年“四大国际”数据对比来看，中工国际/中材国际的预收账款占营业总收入比重较大，分别为 51% 和 48%，而北方国际和中钢国际的预收账款占营业总收入比重较小，分别为 26% 和 11%，这意味着公司在所在细分行业中竞争优势明显。

图表 20：公司账上现金基本为预收账款（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 21：公司预收账款收取比率位列“四大国际”高位（亿元）

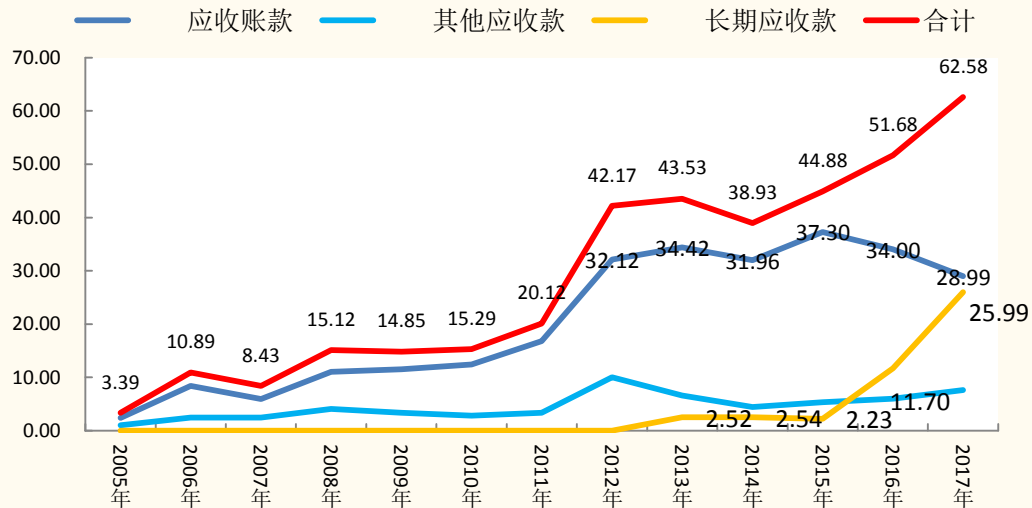


来源：wind，国金证券研究所（注，上述数据时点为 2016 年年报）

2.3. 公司广义应收账款 2017 年达 62.58 亿元同比增 21%但质量优质

- 2017 年公司广义应收账款（包括应收账款、其他应收款、长期应收款）约 62.58 亿元，同比增长 21%，主要原因系公司长期应收款增长过快导致，而长期应收款增长过快系公司埃及 GOE 项目施工进入旺季所致（后文详述），GOE 项目业主为埃及国防部，因此长期应收款质量优质。而公司应收账款 2017 年约 29 亿元，较 2016 年的 34 亿元下降 15% 左右，当前公司应收账款几乎都是工程应收账款，业主普遍是各个国家的大型水泥投资企业，我们认为公司目前的应收账款产生坏账的风险较小。公司 2017 年坏账损失仅为 -0.22，考虑公司之二级公司东方贸易公司的资产减值损失转回约 0.64 亿元冲抵坏账损失，不考虑东方贸易转回，公司实际坏账损失仅 0.42 亿元，应收账款质量较佳。

图表 22：2017 年长期应收款增幅较大而应收账款稳步下降



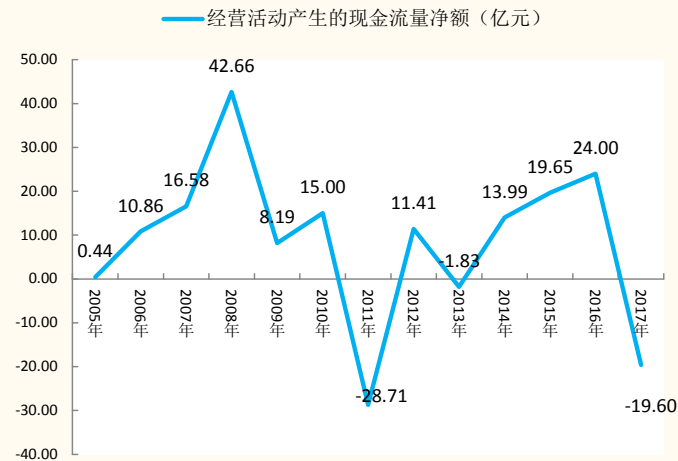
来源：wind，国金证券研究所

三、2017 年经营现金流大幅流出主要系 GOE 项目所致，2018 年现金流大幅流入可期

3.1. 埃及 GOE 项目致使 2017 年现金流大幅流出

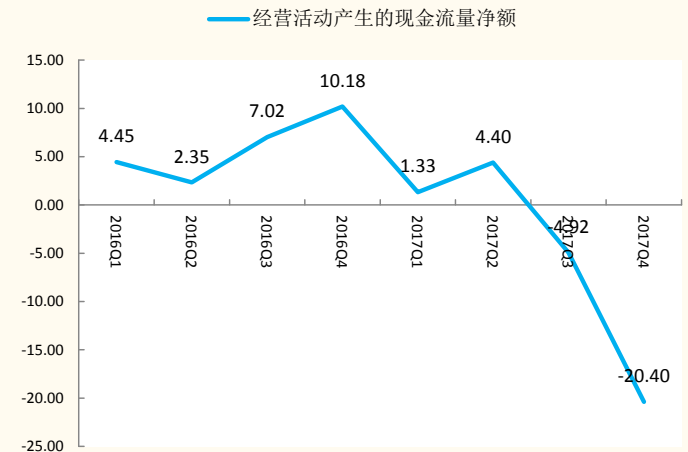
- 公司自上市以来经营现金流量净额绝大多数时间为正数，仅有 2011 年和 2017 年为负值，其中 2011 年为负的 24 亿左右，2017 年则为负的 20 亿左右。相比较 2016 年正的 24 亿的经营性现金流入，2017 年现金流同比大幅流出。从季度来看，公司自 2016 年 Q4 以来单季度经营现金流量净额呈现逐渐下滑的趋势，2017 年 Q3 和 2017 年 Q4 两个单季度分别流出 4 亿元和 20.4 亿元。

图表 23: 公司 2017 年经营现金流大幅流出 19.6 亿元



来源: wind, 国金证券研究所

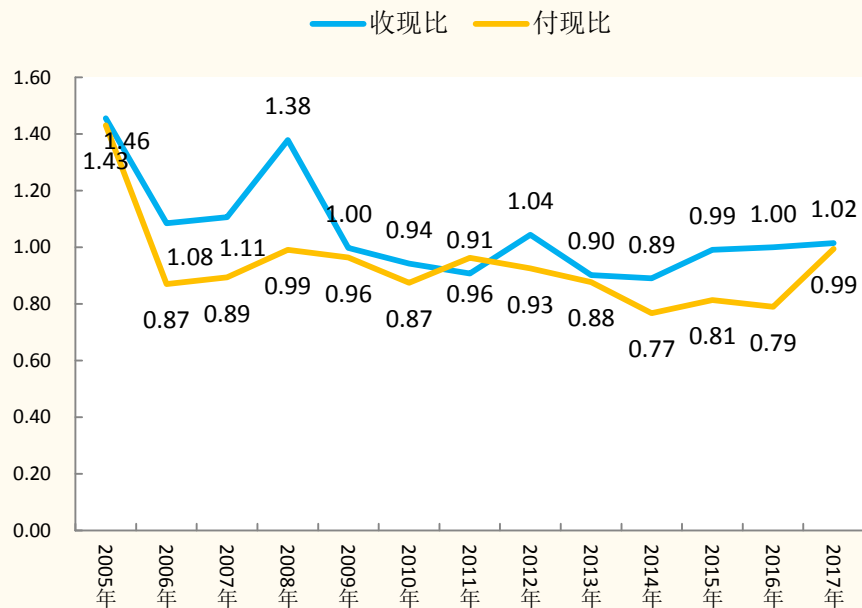
图表 24: 2016 年 Q4 之后公司季度经营现金流呈现下滑趋势, 2017 年 Q4 单季度流出 20.4 亿



来源: wind, 国金证券研究所

- 从收付现比来看, 公司 2017 年收现比 1.02, 付现比 0.99, 收现比数据较为正常, 收现比为近 5 年最高数值。但付现比 0.99 为 2008 年之后的最高数值, 较 2016 年的 0.79 提升较大, 由此导致经营性现金流出较大。

图表 25: 2017 年公司收现比正常但付现比提升幅度较大



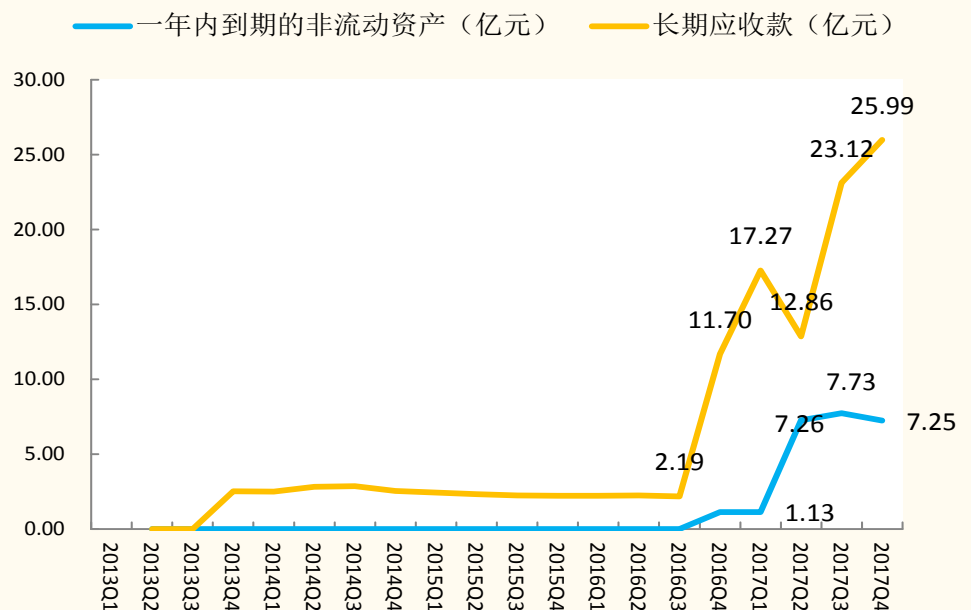
来源: wind, 国金证券研究所

- 根据公司年报描述, 公司经营性现金流出的原因系“埃及 GOE Beni Suef 分期收款项目付款相对集中, 并且部分公司保函保证金等受限资金增加”。埃及 GOE 项目是公司全资子公司与阿拉伯埃及共和国国防部装备局于 2016 年 6 月 13 日签订的《六条日产 6000 吨熟料水泥生产工厂的设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同》, 合同金额为 10.53 亿欧元 (含业主分期支付进度款对应的财务费用)。合同支付条件为: “项目合同金额 (不含财务费用) 的 15% 为工程预付款, 合同金额的其余部分 (含财务费用) 根据成都院提供的信息将以银行开具不可撤销 11 年有效期逐年增额的信用证分期支付, 由埃及国防部提供付款保证函。项目工期为 “2017 年 12 月开始试生产。自开始生产水泥之日起 3 个月内达到合同规定的产量”。而根据中国人民大学重阳金融研究院高级研究员张燕玲在《“一带一路”项目考察见闻及思考之三: 水泥装备工程最大 EPC》一文, 埃及 GOE 项目宽

限期至 2018 年 1 月 31 日。这意味着埃及 GOE 项目在 2017 年是施工密集期，且由于该项目支付方式导致现金流出较大。

- 公司年报显示，埃及 GOE 项目按人民币计总金额 78.45 亿元，截至 2017 年年底，该项目完工百分比 65%，2017 年确认收入 34.16 亿元，累计确认收入 45.5 亿元。由于该项目在支付了 15% 的预付账款之后，后续项目资金的支付分 11 年有效期逐渐支付，因此施工期间几乎全是公司进行“垫资”施工。
- 从公司的长期应收款及一年内到期的非流动资产的趋势来看更加明显，公司 2016 年 Q3 之前长期应收款及一年内到期的非流动资产一直处于较为稳定的水平，但 2016 年 6 月 GOE 项目签订后迅速提升。截至 2017 年年底，公司长期应收款约 26 亿，一年以内到期的非流动资产则为 7.25 亿，两者合计达 33.25 亿。而且考虑到截至 2017 年年底 GOE 项目仅结转 65% 营收，则大概率 GOE 项目存在大量已完工但未经审核的工程产品，这部分工程产品以存货表现在资产负债表内，对现金流出亦产生较大压力。

图表 26: GOE 项目产生的应收账款及一年内到期的非流动资产大幅增加



来源: wind, 国金证券研究所

- 此外，公司 2017 年现金流出较大还有一个重要原因系货币资金受限数值较 2016 年大幅提升，2016 年公司货币资金中受限 9.8 亿元，而该数值在 2017 年为 19.5 亿元，增加约 10 亿元。受限资金较上年增加较大的原因为履约保函保证金增加 7.84 亿元以及成都院公司贷款保证金增加 1.17 亿元。

四、风险提示

- **宏观经济波动风险:** 公司所属的建筑工程行业的发展取决于新增固定资产的投资规模，新增固定资产投资规模与国家宏观经济形式及相关政策具有较强的关联性，如果国内宏观经济形势及相关政策出现较大波动将对公司的市场需求造成一定影响。
- **人民币升值风险:** 公司持有大量海外订单、现金、应收账款，若人民币升值可能会导致订单结转营收边际下滑、毛利率下滑及财务费用增加，致使公司业绩不及预期。
- **原材料价格继续上升:** 原材料价格继续上升可能致毛利率提升不及预期。

- **海外市场拓展不及预期：**公司 80%以上合同额的业务在海外，遍布多个国家和地区，一方面各个国家和地区的政治、经济、法律、财税政策存在较大差异，政策因素或导致海外市场拓展不及预期。
- **水泥窑协同处置危废不及预期：**环保监管力度不及预期，导致危废刚需需求暴露不足。
- **国企改革推行落地不及预期。**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	22,596	19,007	19,554	22,879	25,334	27,867
增长率		-15.9%	2.9%	17.0%	10.7%	10.0%
主营业务成本	-20,158	-16,681	-16,267	-18,921	-20,824	-22,767
%销售收入	89.2%	87.8%	83.2%	82.7%	82.2%	81.7%
毛利	2,438	2,326	3,286	3,958	4,509	5,100
%销售收入	10.8%	12.2%	16.8%	17.3%	17.8%	18.3%
营业税金及附加	-84	-70	-74	-87	-96	-106
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-282	-280	-306	-366	-431	-446
%销售收入	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
管理费用	-1,331	-1,371	-1,548	-1,704	-1,925	-2,118
%销售收入	5.9%	7.2%	7.9%	7.5%	7.6%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	741	606	1,358	1,801	2,057	2,430
%销售收入	3.3%	3.2%	6.9%	7.9%	8.1%	8.7%
财务费用	65	125	-289	-23	64	102
%销售收入	-0.3%	-0.7%	1.5%	0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-56	-160	-155	-69	-75	-87
公允价值变动收益	0	4	3	0	0	0
投资收益	15	-18	47	80	100	120
%税前利润	1.9%	n.a	3.9%	4.4%	4.6%	4.6%
营业利润	765	557	1,016	1,789	2,145	2,565
营业利润率	3.4%	2.9%	5.2%	7.8%	8.5%	9.2%
营业外收支	55	99	191	50	50	50
税前利润	819	656	1,207	1,839	2,195	2,615
利润率	3.6%	3.5%	6.2%	8.0%	8.7%	9.4%
所得税	-170	-146	-226	-340	-395	-458
所得税率	20.7%	22.3%	18.8%	18.5%	18.0%	17.5%
净利润	649	509	980	1,499	1,800	2,158
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	664	511	977	1,499	1,800	2,158
净利率	2.9%	2.7%	5.0%	6.6%	7.1%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	649	509	980	1,499	1,800	2,158
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0
非现金支出	325	500	448	365	415	476
非经营收益	23	49	38	44	39	61
营运资金变动	931	1,263	-3,492	1,385	672	130
经营活动现金净流	1,928	2,321	-2,026	3,293	2,926	2,824
资本开支	-179	-138	-101	-292	-346	-399
投资	-230	15	46	-75	-100	-150
其他	-16	-21	8	80	100	120
投资活动现金净流	-425	-144	-48	-287	-346	-429
股权募资	421	15	0	0	0	0
债权募资	19	-840	1,803	-699	600	600
其他	-7	-113	-1,206	-291	-189	-231
筹资活动现金净流	432	-938	596	-990	411	369
现金净流量	1,935	1,239	-1,478	2,016	2,991	2,764

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,920	10,122	9,678	11,694	14,685	17,449
应收款项	4,668	4,805	4,571	5,463	5,823	6,646
存货	5,653	4,170	3,651	4,406	4,678	4,990
其他流动资产	4,019	2,906	4,454	5,219	6,054	6,976
流动资产	23,260	22,003	22,354	26,782	31,241	36,061
%总资产	81.5%	79.1%	75.2%	78.2%	80.4%	82.1%
长期投资	521	1,470	3,054	3,129	3,229	3,379
固定资产	2,254	2,031	2,185	2,216	2,254	2,293
%总资产	7.9%	7.3%	7.4%	6.5%	5.8%	5.2%
无形资产	2,181	1,953	1,768	1,784	1,802	1,823
非流动资产	5,275	5,797	7,360	7,482	7,638	7,848
%总资产	18.5%	20.9%	24.8%	21.8%	19.6%	17.9%
资产总计	28,535	27,800	29,715	34,264	38,879	43,909
短期借款	1,866	670	1,701	900	900	900
应付款项	16,073	16,917	16,648	19,730	21,792	23,906
其他流动负债	2,072	1,002	648	741	816	893
流动负债	20,011	18,589	18,997	21,372	23,508	25,700
长期贷款	643	976	1,831	2,431	3,031	3,631
其他长期负债	1,088	1,015	942	1,116	1,195	1,276
负债	21,741	20,580	21,770	24,919	27,734	30,607
普通股股东权益	6,446	6,854	7,562	8,962	10,762	12,919
少数股东权益	348	366	383	383	383	383
负债股东权益合计	28,535	27,800	29,715	34,264	38,879	43,909

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.568	0.292	0.557	0.854	1.026	1.230
每股净资产	5.512	3.907	4.311	5.108	6.135	7.365
每股经营现金净流	1.649	1.323	-1.155	1.877	1.668	1.610
每股股利	0.038	0.152	0.152	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.31%	7.46%	12.92%	16.72%	16.73%	16.70%
总资产收益率	2.33%	1.84%	3.29%	4.37%	4.63%	4.91%
投入资本收益率	6.21%	5.23%	9.51%	11.47%	11.10%	11.17%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.17%	-15.88%	2.88%	17.00%	10.73%	10.00%
EBIT增长率	-9.00%	-18.24%	124.06%	32.60%	14.25%	18.13%
净利润增长率	347.82%	-23.02%	91.04%	53.40%	20.13%	19.84%
总资产增长率	13.68%	-2.58%	6.89%	15.31%	13.47%	12.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.9	68.5	58.8	55.0	52.0	55.0
存货周转天数	95.9	107.5	87.7	85.0	82.0	80.0
应付账款周转天数	107.6	140.0	141.4	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	33.3	36.9	35.9	31.2	28.7	26.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-94.64%	-117.48%	-77.48%	-89.59%	-96.57%	-97.18%
EBIT利息保障倍数	-11.4	-4.8	4.7	79.1	-32.3	-23.9
资产负债率	76.19%	74.03%	73.26%	72.73%	71.33%	69.70%

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
买入	0	0	13	18	27
增持	0	0	4	4	9
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.26	1.30

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
5	2018-01-28	买入	10.79	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