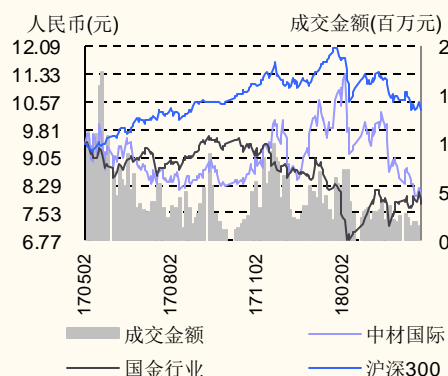


中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.02 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)	14,069.15
年内股价最高最低 (元)	11.32/7.99
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



相关报告

- 《订单下滑无碍基本面，低估值高增长想象空间大-中材国际公司点评》，2018.4.17
- 《盈利能力大幅提振，资产优质护航可持续发展-中材国际公司点评》，2018.3.25
- 《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
- 《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
- 《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

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

毛利率再创新高，汇兑损失拖累业绩

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

- 2018Q1 公司营收/归母净利为 45/1.8 亿元，同比增长 15%/18%，基本符合我们预期。

经营分析

- 毛利率升至 18% 继续创新高，高额汇兑损失拖累业绩。1) 2018 年 Q1 公司实现营收/归母净利润为 45/1.8 亿元，同比增长 15%/18%，基本符合我们预期。2) 2018Q1 公司毛利率/净利率为 18.3%/4%，同增 3.5/0.2pct，毛利率再创新高。期间费用率 13.5%，同增 3.2pct，销售/管理/财务费用率同增-0.3/-0.5/+4pct。财务费用率大幅提升的主要原因是一季度公司汇兑损失增加至财务费用同增 432% 至 2.3 亿元，我们若扣除汇兑损失公司 Q1 净利率有望达到近 8% 同样将创历史新高，随着人民币汇率趋于稳定公司 Q2 净利率预计将大幅攀升；3) 公司应收账款/存货周转天数为 58/96 天，同减 18/15 天，营运能力提升，资产减值损失同减 73% 至 -0.2 亿元，主要是子公司收回单项计提坏账的应收款项转回坏账准备所致；4) 公司 2018Q1 经营活动现金流量净额 -10.3 亿元，同比减少 870%，主要由于埃及 GOE Beni Suef 项目分期收款、收尾项目对分包商质保金集中支付以及一季度支付履约保证金增加，GOE 项目 1 季度完工后现金流有望大幅改善。
- 建筑 2018 年自下而上变化最大标的之一，国改/危废/精细化管理正改造公司发展轨迹。① 根据我们预测公司 2018 年业绩将达 15 亿元，其中环保业绩 3 亿，传统主业达 12 亿，若环保给予 15 倍 PE 估值，则 12 亿传统主业仅估值 101 亿元，对应 PE 仅 8.4 倍；② 根据中国建材官网，“两材”重组完成后集团需完成 6 大业务整合，公司作为唯一国际工程业务平台国改想象空间大；③ 公司水泥窑协同处置危废技术自上世纪 90 年代开始研究，经验丰富，合并之后的中国建材集团旗下产能 4000t/d 以上水泥线超百条，公司协同处置危废业务存潜力；④ 2015 年之后公司传统业务精细化管理+有限多元化经营打开了盈利能力和业务范围的天花板，2017 年新签订单近历史新高，2018 年 Q1 毛利率超 18% 创历史新高且预计仍具有较大提升空间。

投资建议

- 我们预测 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:

- 人民币汇率上升，水泥窑协同处置危废、国企改革不达预期。

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

来源：公司年报、国金证券研究所

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%

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	1	2	9	12	35
增持	0	0	3	3	11
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.38	1.31	1.31

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
6	2018-03-25	买入	8.66	17.00~18.00
7	2018-04-17	买入	8.33	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