

水泥工程龙头海外进收获期, 多元化环保等转型渐入佳境

——中材国际(600970)深度报告

报告摘要:

中材国际是全球水泥工程建设和系统集成服务领军企业, 拥有完整的水泥技术装备工程技术和产业链, 国际市场占比 50%, 连续 10 年世界第一。在主业国内需求空间萎缩后积极转型, 拓展海外市场, 多元化、环保、生产运营服务和投资并进培育新的增长点, 财务数据显示转型效果逐渐显现, 2018 年继续进入转型后的业绩释放和发展期。

- ◆ **海外项目主业和多元化乘一带一路春风进入收获期。** 公司在国内主业萎缩情况下成功拓展海外市场, 依靠全产业链技术和优势多年保持国际水泥工程龙头地位和竞争力。成为新兴市场和发展中国家旺盛水泥建设需求的最大受益者。同时多元化业务逐步模式成熟可复制, 进入快速增长期。市场布局和一带一路契合度大, 未来成为潜在的受益者。公司海外业务进入收获期。
- ◆ **布局环保全产业链, 带来新利润增长点。** 环保是 2018 年国家三大任务之一, 并购安徽节源打造节能环保综合服务产业链, 提升综合竞争力, 进入到大气、固废、土壤、工业节能、环境综合治理等节能环保领域。紧抓环保政策机遇, 节能环保爆发式增长, 为公司业绩增长带来广阔空间。
- ◆ **转型综合服务商, 并购、投资和股权激励注入发展新动力。** 公司通过 EPC+M、EPC+F 和总包模式从工程商向服务商转变, 效果显著。并购和投资快速完善产业链, 提升综合竞争力, 通过股权激励发挥管理层和员工主动性。公司资产快速增长, 收益率提升, 转型艰难期度过进入高速增长和收获阶段。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。** 预计 2018 年到 2020 年每股收益为 0.90 元、1.22 元和 1.43 元, 考虑到公司成功由国内转海外、一元转多元和打造环保全产业链, 轻装上阵, 转型逐步进入收获和快速发展期, 估值低, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 一带一路政策推进、多元化和美元波动不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	19,006.9	19,553.6	22,545.4	25,363.5	28,153.57
增长率(%)	-15.88%	2.88%	15.30%	12.50%	11.00%
净利润(百万元)	511.38	976.92	1,582.03	2,134.33	2,511.24
增长率(%)	-23.02%	91.04%	61.94%	34.91%	17.66%
净资产收益率	7%	13%	17%	19%	18%
每股收益(元)	0.29	0.56	0.90	1.22	1.43
PE	29	15	9	7	6
PB	2.12	1.92	1.58	1.28	1.05

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2018 年 05 月 30 日

强烈推荐/维持

中材国际

深度报告

赵军胜

010-66554088

执业证书编号:

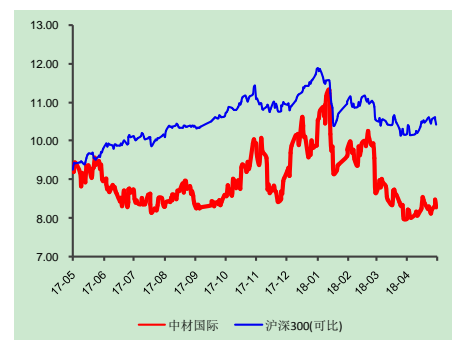
zhaojs@dxzq.net.cn

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间(元)	7.15-11.36
总市值(亿元)	126.31
流通市值(亿元)	121.19
总股本/流通 A 股(万股)	17.54/16.83
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.05

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

《中材国际(600970)2017年财报点评: 沐政策春风, 多元化和环保拓出新天地》 20180326

目 录

1. 国际业务拓宽，环保业务拓新	4
1.1 国际水泥工程龙头转型中	4
1.2 中材国际的实际控制人和组织架构	5
2. 传统主业国内发展受限，拓展海外及多元化进收获期	6
2.1 传统主业水泥工程国内发展空间受限	6
2.2 海外水泥工程项目空间大，龙头企业受益最大	7
2.3 转型综合性工程服务商，多元化进入高增期	8
2.4 市场区域和技术实力引领公司未来受益“一带一路”大	10
2.5 海外发展趋势向好，逐步进入收获期	13
3. 环保领域开拓国内发展新空间	14
3.1 国内环保政策机遇利好，环保业务增长快	14
3.2 收购安徽节源节能环保产业链完善，综合竞争力提升	15
4. 服务化、投资并购和股权激励推业绩进稳增阶段	16
4.1 工程商向服务转型，充分挖掘存量资源	16
4.2 并购和投资完善产业链提升综合优势	17
4.3 股权激励激发动力和资产处置轻装上阵	18
5. 财务数据显现公司拓展转型和发展步入正轨	18
5.1 上市以来公司资产规模平稳增长	18
5.2 市场议价能力提升，产业链条地位开始稳定	19
5.3 盈利能力改善明显，转型步入正轨	19
5.4 转型拓展艰难期逐渐度过，进入新的高增阶段	20
5.5 环保、生产运营和多元化等成为公司新的利润增长点	20
6. 公司盈利预测估值和风险提示	21
6.1 公司盈利预测	21
6.2 公司估值判断	21
6.3 风险提示	23

图表目录

图表 1：中材国际 2017 年各项业务收入占比	4
图表 2：中材国际 2017 年各项业务毛利占比	4
图表 3：中材国际的实际控制人	5
图表 4：中材国际业务和组织架构	5
图表 5：2010 年以来全国每年水泥熟料生产线总数及变化	6
图表 6：2010 年以来全国每年水泥熟料生产线总数及变化	6

图表 7: 固定资产投资完成额:建筑安装工程 (亿元)	6
图表 8: 固定资产投资完成额:设备工器具购置 (亿元)	6
图表 9: 2007-2017 年全球水泥产量变动.....	7
图表 10: 近 3 年公司签订的主要合同.....	8
图表 11: 公司有限相关多元化战略	9
图表 12: 公司利用全球资源实现多方面的国际化.....	9
图表 13: 中国企业对“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同情况 (亿美元) 及占同期总额比例	10
图表 14: 中国企业对“一带一路”沿线国家对外承包工程完成营业额情况 (亿美元) 及占同期总额比例.....	10
图表 15: 2017 年新签订单个数区域占比.....	11
图表 16: 2017 年新签订单额区域占比	11
图表 17: 2017 年“一带一路”沿线国家人均 GDP 和中美两国经济发展水平匹配.....	11
图表 18: 中材国际对外承包工程新签合同额 (万美元) 及全国排名	13
图表 19: 中材国际对外承包工程完成营业额 (万美元) 及全国排名	13
图表 20: 2013 年以来公司境内外营业收入情况 (亿元)	14
图表 21: 2013 年以来公司境内外营业收入占比情况.....	14
图表 22: 2007 年以来全国环境污染治理投资总额 (亿元)	14
图表 23: 近几年工业固体废物生产量 (万吨)	14
图表 24: 安徽节源业务分布情况.....	15
图表 25: 中国煤炭、钢铁和水泥价格指数: 全国综合.....	16
图表 26: 近三年新签客户服务类合同构成 (亿元)	17
图表 27: 近三年生产运营管理新签合同及营业收入 (亿元)	17
图表 28: 中材国际上市以来历年资产 (亿元) 及资产负债率变化.....	18
图表 29: 上市以来应收账款、存货、预付账款在资产中的占比变化情况.....	19
图表 30: 2010 年以来公司毛利率变化	19
图表 31: 净资产收益率底部企稳总体向上.....	19
图表 32: 2008 年以来公司历年营业总收入 (亿元) 及同比变化.....	20
图表 33: 2008 年以来公司历年归属母公司净利润 (亿元) 及同比变化.....	20
图表 34: 近三年公司各主营业务收入变化.....	20
图表 35: 近三年公司各主营业务毛利变化.....	20
图表 36: 中材国际 TTMPE 历史变化	22
图表 37: 中材国际 TTMPB 历史变化.....	22
图表 38: 行业内公司估值比较.....	22
图表 39: 中材国际每股价值敏感性分析	23
图表 40: 公司盈利预测表.....	24

1. 国际业务拓宽，环保业务拓新

1.1 国际水泥工程龙头转型中

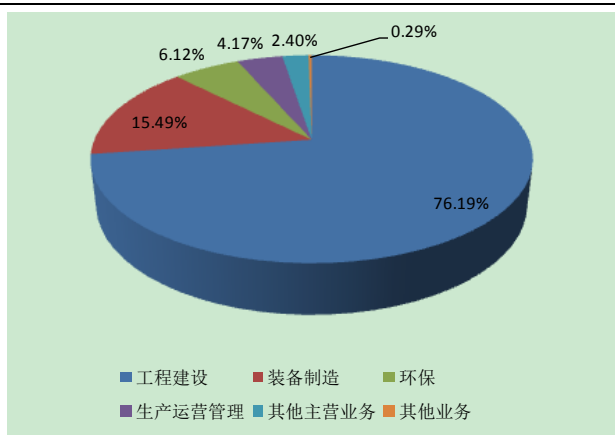
中材国际是全球水泥工程业务的龙头企业，2011 年由中国中材股份有限公司、中国建筑材料工业地质勘查中心、南京彤天科技实业有限责任公司、北京华恒创业投资有限公司、北京联天科技发展有限公司以发起方式设立，于 2005 年 4 月在上交所挂牌交易。

公司是国际水泥技术装备工程市场唯一具有完整产业链的大型国际化业务体、国内 30 多亿吨水泥熟料产能的技术支持者，拥有从水泥工程技术研发设计、装备制造安装、生产线调试和运营等资源的完整产业链。

工程业务积极拓展新领域多元化开辟新空间。中材国际的主要业务是工程建设和装备制造，具备从研发设计、施工制造到生产线运营服务的完善产业链及配套的系统解决方案，全球市场占有率连续 10 年保持世界第一。近年来，公司实施有限相关多元化战略：一方面，公司的工程建设领域从单一的水泥工程行业不断向工业工程、建设工程、民用工程、公用工程等工程领域转型拓展，打造综合性工程服务商；另一方面，公司坚持以客户为中心，在原有工程项目领域上，大力推动备品备件、生产运维等客户服务，不断丰富业务领域。未来工程多元化和存量业务将成为公司发展新空间。利用投资打开新的市场空间。

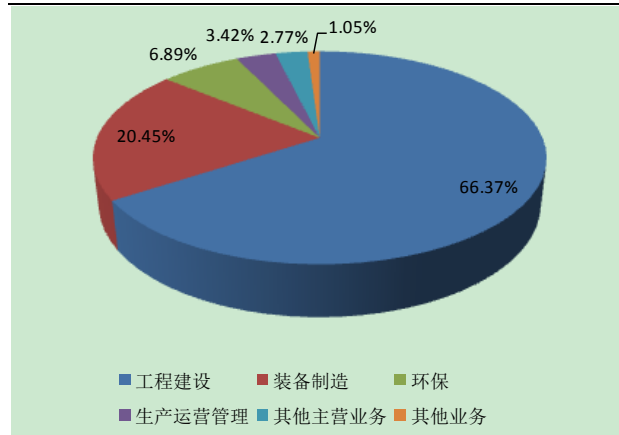
节能环保领域培育新的利润增长点。公司依托传统主业在节能降耗方面有一定的技术、规模和影响力，同时通过投资并购等方式开展新的节能环保业务，培育出公司新的利润增长点。

图表 1：中材国际 2017 年各项业务收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 2：中材国际 2017 年各项业务毛利占比

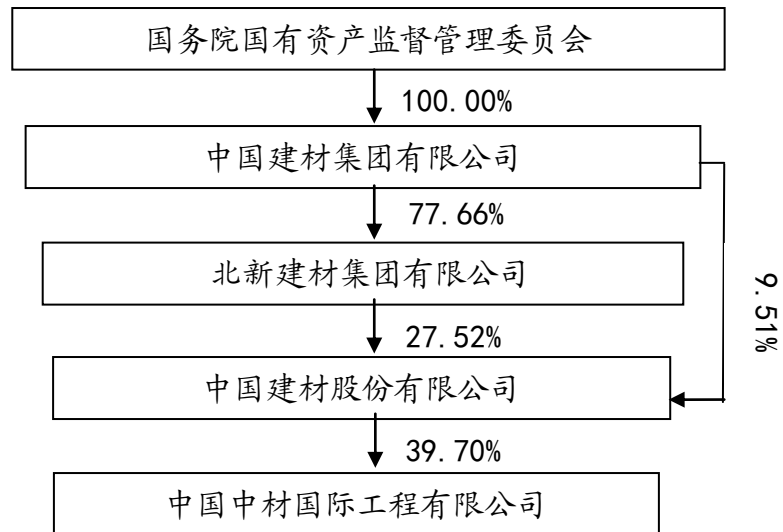


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

工程建设和装备制造仍是主业。从 2017 年公司收入来看，工程建设营收占比为 76.19%，装备制造占比 15.49%，生产运营管理和环保业务比例尚不突出。从 2017 年公司毛利来看，工程建设毛利占比达到 66.37%，装备制造占比达到 20.45%，环保占比 6.89% 生产运营管理占比 3.42%。

1.2 中材国际的实际控制人和组织架构

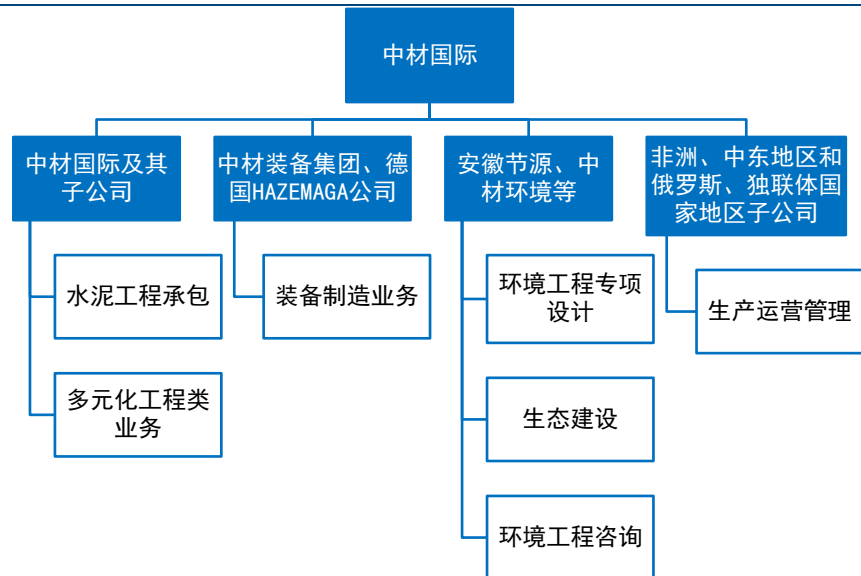
图表 3：中材国际的实际控制人



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

中材国际的实际控制人是中国建材集团有限公司，最终控制人是国资委，中材股份是公司原先的直接控股股东，在 2018 年 5 月和中国建材股份有限公司合并后，公司直接控股股东变为中国建材股份有限公司，持有公司 39.70% 的股份。

图表 4：中材国际业务和组织架构



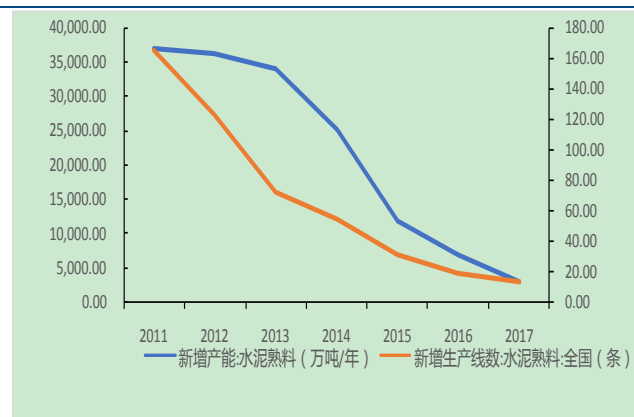
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 传统主业国内发展受限，拓展海外及多元化进收获期

2.1 传统主业水泥工程国内发展空间受限

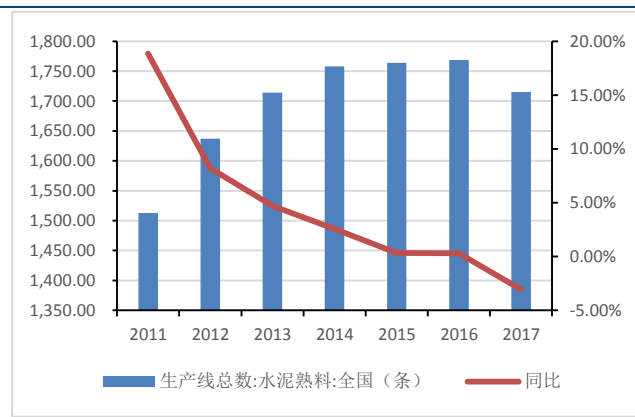
2009 年以来，国家“四万亿”投资使得国内固定资产投资增速达到高峰，水泥行业进入高景气阶段，带来生产线建设的高峰。但随着国内固定资产投资增速总体处于下滑态势，特别是 2011 年下半年以来随着新建产能的投产，国内水泥产能过剩明显。2013 年国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》提出严禁建设新增水泥产能项目，淘汰落后产能。在国家严控产能的情况下，新增水泥产能连续十年呈递减趋势。2016 年《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》要求 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目。

图表 5：2010 年以来全国每年水泥熟料生产线总数及变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

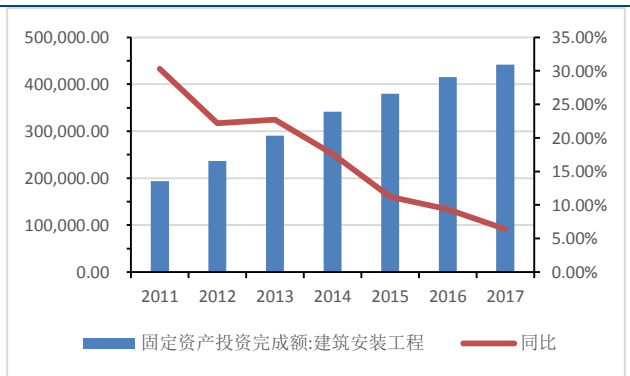
图表 6：2010 年以来全国每年水泥熟料生产线总数及变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

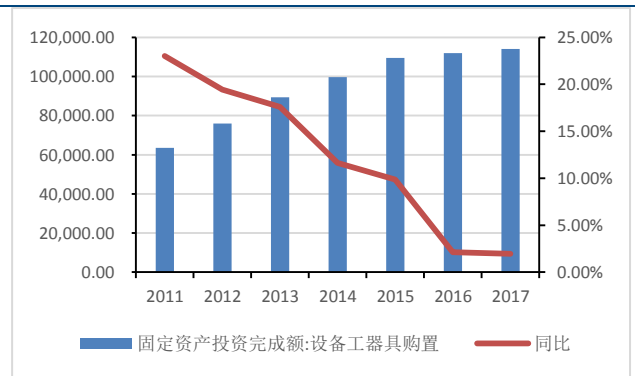
国内水泥行业产能过剩，发展空间受限。公司业务主要是水泥工程设计（E）、设备安装、工程建设（C）等服务，装备制造主要是依托传统主业水泥工程项目，中材装备是公司装备制造的主力，其产品在全球水泥工程技术装备领域占有主导地位，并进入钢铁、冶金、矿山等行业。但是由于国内产能过剩，工程业务和装备业务均受到影响，国内发展空间受限。

图表 7：固定资产投资完成额:建筑安装工程（亿元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 8：固定资产投资完成额:设备工器具购置（亿元）

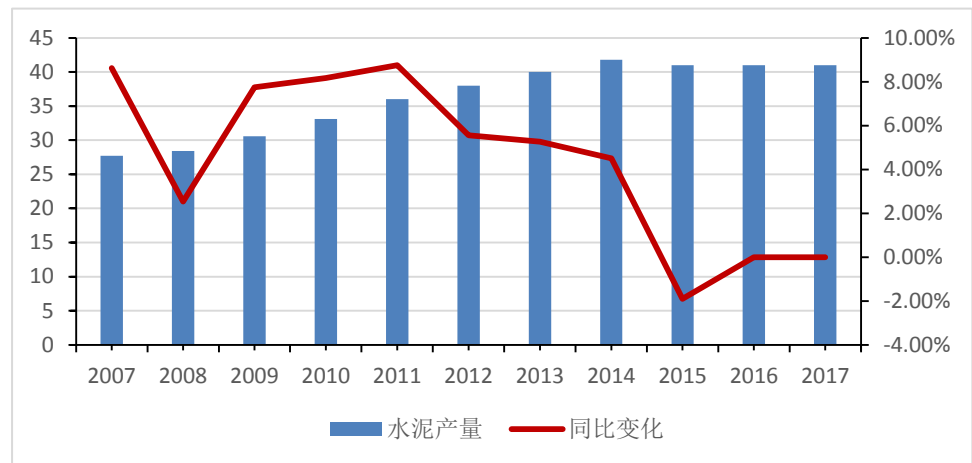


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 海外水泥工程项目空间大，龙头企业受益最大

随着国内水泥产能建设的严控，公司也逐步将业务重心向海外转移。2013 年开始中材国际的海外业务收入占比超过国内，改变了以前以国内业务为主的业务格局。经过 5 年来的发展，海外业务更加成熟。水泥工程业务持续保持全球行业龙头地位稳固且不断提升。

图表 9： 2007-2017 年全球水泥产量变动



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

全球水泥产量平稳，新兴市场和发展中国家需求活跃。2012 年至 2017 年间，全球水泥产量分别为 36 亿吨、38 亿吨、40 亿吨、41.8 亿吨、41 亿吨和 41 吨。从国际形势上看，欧美国家经济发展稳定，水泥市场供需饱和，需求处于收缩态势。但一些新兴国家和发展中国家，如印度、俄罗斯、巴西，以及北非、中东、南美、东南亚等地区，基于国内基础设施建设的需要，部分地区水泥需求仍比较活跃。根据测算全球水泥产能建设需求为 4000-6000 万吨/年，水泥工程的市场空间将达到 280 亿-360 亿元/年，并且需求主要集中在新兴市场和发展中国家，而且还随着新兴和发展中国家建设高峰期的到来，未来建设需求空间更大。

全球市占率 50% 的水泥工程龙头企业，受益于全球水泥建设需求的旺盛。公司作为水泥工程建设和装备行业的全球领军企业，全球市场占有率连续 10 年保持世界第一。全球市占率达到 50%，如果考虑到中国建材旗下兄弟公司凯盛集团和合肥院的 15% 的市占率，中国建材的水泥工程和装备市占率将达到 65%，对于集团的溢价能力和综合竞争力提升将起到重要的支撑。截至 2017 年底，中材国际累计在 73 个国家承接了 214 条生产线，56 个粉磨站。公司作为水泥生产线工程建设和装备行业的全球龙头企业全球综合竞争力越来越强，在全球新兴市场和发展中国家水泥建设需求释放期受益最大。

图表 10：近 3 年公司签订的主要合同

时间	项目名称	签订国家	金额	工期
2017/7	《L' Amali Line 2 - 5,800tpd 水泥生产线 EPC 项目工程总承包合同》	阿根廷	18.77 亿人民币	开工后 29 个月取得工业运营证书，31 个月取得移交证书
2016/7	《Okpella 日产 6000 吨熟料水泥生产线项目工程总承包合同》、《Onne 年产 150 万吨矿渣粉磨站项目工程总承包合同》	尼日利亚	3.70 亿美元	分别是 30 个月和 20 个月完成性能测试
2016/6	《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》	阿拉伯埃及共和国	10.53 亿欧元	2017 年 12 月开始试生产，3 个月内完成临时验收
2016/5	《阿尔及利亚 ZAHANA 日产 4500 吨熟料的水泥生产线总承包合同》	阿尔及利亚	15.28 亿人民币及 38.76 亿阿尔及利亚第纳尔	31 个月完成临时验收
2015/10	《日产 6000 吨熟料水泥生产线及自备电站的总承包合同》	尼日利亚	3.86 亿美元	30 个月完成临时验收
2015/8	签订了 9 个新建水泥工程项目的总承包合同	尼日利亚	14.87 亿美元	项目分别是合同生效后 20 个月或者 30 个月进行临时验收
2015/6	《阿尔及利亚 BISKRIA 两条日产 6000 吨熟料的水泥生产线总承包合同》	阿尔及利亚	2.67 亿美元	分别是 30 个月和 34 个月完成临时验收

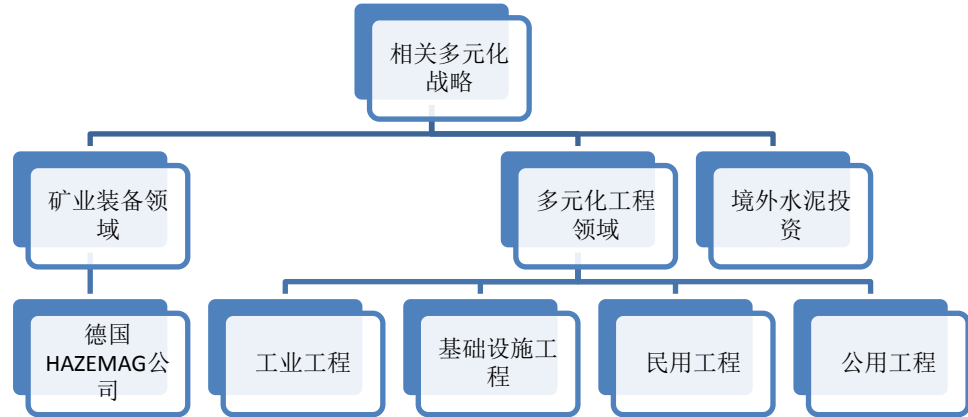
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3 转型综合性工程服务商，多元化进入高增期

拓空间积极发展多元化工程业务。公司利用几年来的海外市场布局基础，最大化提升资源的利用效率，又一次进行转型，逐步实现从国内—国外，又转变为从一元—多元的业务发展模式。受益于一带一路政策的春风，中材国际的多元化业务模式逐步进入业务释放期。

公司作为水泥工程建设的全球龙头公司一直排名第一，积累了丰富的工程经验、客户、营销网络、人员储备和品牌优势资源，在这个基础上充分发挥资源的有效性，公司多元化业务获得快速的发展，从水泥工程项目向矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，以 EPC 工程总承包为主，并积极探索 EPC+F 的发展模式。经过几年来的努力转型，多元化模式也日渐成熟。

图表 11：公司有限相关多元化战略



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

多元化模式逐渐成熟，可复制性走上快轨。公司凭借多年的水泥工程建设的海外市场经验，多元化推广较快。包括公司项目化提升独立经营能力，达到后续资源的利用和延续性。子公司本土化，像越南、印尼等地本地雇员占比超过 50%，利用当地劳动力不但可以大大降低公司成本，还能够很好地融入到当地的政治、文化和法律当中。加大国际第三方采购和当地采购，有效降低成本。同时利用海外业务推动国产备品备件出口，在海外部分地区（如尼日利亚）建设零配件仓储物流网络，建立海外销售网络体系。挖掘和整合原有客户需求，这些客户很多是当地的产业巨头和财团，不但有水泥工程建设需要也有更多其他方向的业务需求，公司通过多元化业务的推进，充分利用老客户资源，在巩固自身水泥工程建设龙头地位的同时，迅速进入到工业、电力、能源、矿业、基础设施、民用和公用工程等领域，利用总包模式实现业务多元化方向转型。总包-分包为主的模式使公司快速向综合性工程服务商转型，积累的资源得到有效的利用和释放。这些经营管理经验和积累的可复制性使得公司的多元化业务逐渐成熟，走上快轨。

图表 12：公司利用全球资源实现多方面的国际化

组织	人员	采购	装备
<ul style="list-style-type: none"> 市场开拓能力 独立经营能力 	<ul style="list-style-type: none"> 使用当地劳动力 	<ul style="list-style-type: none"> 第三方采购 采购当地化 	<ul style="list-style-type: none"> 带动备品备件的销售

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

多元化业务进入高速增长期。公司多元化业务已经全面铺开，成为公司业绩增长新亮点。2013 年公司拓展到钢厂、超细粉煤灰、机制骨料、玻璃生产线、变电站、光伏电站等领域；2014 年拓展至电力、矿业、建材等工业工程领域及基建工程领域，水泥工程配套电厂及电力工程业务取得一定突破；2015 年开拓物流、矿业、电力、基础设施、民用建筑等领域；2016 年获取 Dangote 集团炼油厂项目、伊拉克重油电站项目、东帝汶教堂、公路项目等。2017 年获取俄罗斯哈弗汽车厂、阿联酋房建、印尼煤电厂、印尼洗煤厂等项目。2016 年和 2017 年公司新签多元化工程合同 14.26 亿元和 52 亿元，同比增速分别达到 104% 和 2.7 倍，业务实现爆发式增长。2016 年和 2017 年实现多元化工程服务业务收入 7.68 亿和 16.52 亿元，连续两年翻倍式增长。

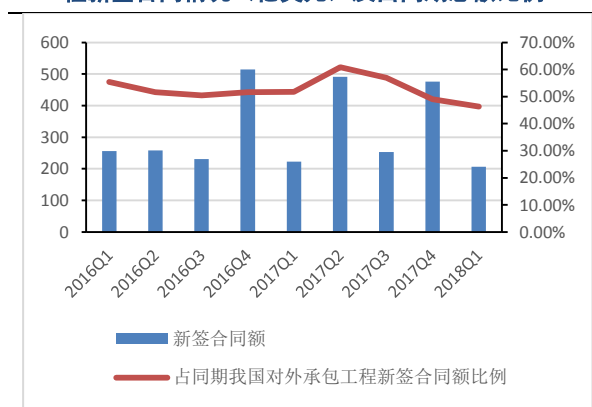
2.4 市场区域和技术实力引领公司未来受益“一带一路”大

一带一路是国家长期战略，虽然受到经济政治等因素的制约，阶段性进展会出现放缓，但是总体趋势向上将会不变。

2015 年到 2018 年 1 季度我国对外承包工程新签合同额和完成营业额中，“一带一路”相关国家对外承包工程项目新签合同额和完成营业额均占比在 50% 左右，“一带一路”的沿线存在巨大基础设施建设市场，且完成情况较好 2017 年到 2018 年 1 季度营业额占比在 55% 左右，“一带一路”在中国企业的国际市场开拓中发挥重要作用。

中材国际作为中国建材国际化公司平台，承担着中建材国际化的任务和国际化的排头兵，在中建材背后大股东的支持下公司将最大受益于中国一带一路的国家战略。

图表 13：中国企业对“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同情况（亿美元）及占同期总额比例



资料来源：商务部合作司、东兴证券研究所

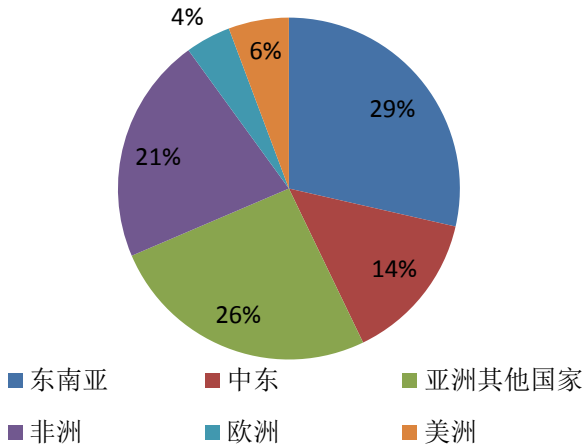
图表 14：中国企业对“一带一路”沿线国家对外承包工程完成营业额情况（亿美元）及占同期总额比例



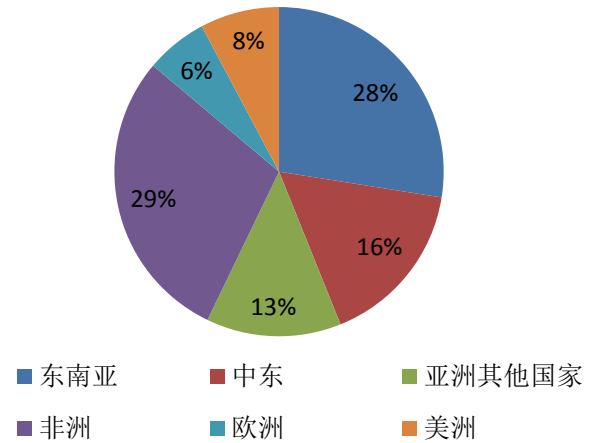
资料来源：商务部合作司、东兴证券研究所

公司境外市场区域和一带一路契合，是一带一路的天然受益者。公司近十年累计签订境外合同总金额约 2,300 亿元，2014 年-2017 年公司海外新签订单占比分别为 79%、91%、85% 和 81.61%，均在 79% 以上，主要分布于非洲、东南亚、中东、南美等地区。公司新签订的海外项目呈现项目规模大、老客户新项目多、市场分布区域相对集中、项目生效情况好等特点。从 2017 年公司新签海外订单来看，金额达 293 亿元，海外订单主要分布在非洲、东南亚、中东等地区，其中非洲、东南亚和中东地区占比达到

72.84%。也就是公司的市场分布在一带一路的区域占比大，未来成为一带一路政策的天然受益者。

图表 15：2017 年新签订单个数区域占比


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 16：2017 年新签订单额区域占比


资料来源：Wind、东兴证券研究所

“一带一路”沿线国家水泥建设市场潜力大。从中国水泥产量的增长来看，2014 年以前中国水泥产量处于持续的增长态势当中，2011 年以前处于高速增长阶段。经统计 2017 年“一带一路”沿线国家中有 34 个国家在经济发展阶段在中国的 2014 年以前的阶段，28 个国家处于 2011 年前的中国发展阶段，水泥需求处于高峰期。随着新兴市场和发展中国家基础设施建设进入高峰期，水泥生产线建设有巨大的潜在空间。

2018 年全球经济进入复苏周期，一带一路国家进入基建高峰期以及我国“一带一路”政策的实施，未来几年全球水泥产能将保持稳定增长态势，特别是新兴、发展中国家以及一带一路沿线国家的水泥生产线建设需求。

图表 17：2017 年“一带一路”沿线国家人均 GDP 和中美两国经济发展水平匹配

国家	人均 GDP (2017)	较接近于美国之年份	较接近于中国之年份
1 卡塔尔	60804.26	>2017	>2017
2 新加坡	57713.34	2016	>2017
3 阿联酋	37225.75	200	>2017
4 以色列	40258.36	2003	>2017
5 文莱	29711.86	1996	>2017
6 科威特	27318.52	1994	>2017
7 巴林	24028.73	1991	>2017
8 斯洛文尼亚	23654.41	1990	>2017
9 沙特	21120.48	1988	>2017
10 捷克	20152.41	1987	>2017
11 爱沙尼亚	19840.14	1987	>2017
12 斯洛伐克	17664.30	1984	>201

13	阿曼	17972.92	1985	>2017
14	立陶宛	16730.23	1984	>2017
15	拉脱维亚	15547.24	1983	>2017
16	匈牙利	13305.95	1981	>2017
17	波兰	13822.62	1981	>2017
18	克罗地亚	13138.29	1981	>2017
19	黎巴嫩	11408.83	1979	>2017
20	土耳其	10512.00	1978	>2017
21	马尔代夫	12527.15	198	>2017
22	罗马尼亚	10757.00	1978	>2017
23	马来西亚	9812.80	1977	>2017
24	俄罗斯	10608.16	1978	>2017
25	哈萨克斯坦	8840.88	1976	>2017
26	保加利亚	8064.03	1975	2016
27	黑山	7647.00	1975	2016
28	土库曼斯坦	6642.52	1973	2014
29	泰国	6590.64	1973	2014
30	约旦	5677.62	1971	2012
31	塞尔维亚	5899.04	1972	2012
32	马其顿	5474.42	1971	2012
33	白俄罗斯	5760.09	1971	2012
34	伊朗	5304.66	1970	2011
35	伊拉克	5087.77	1969	2011
36	波黑	5148.97	1970	2011
37	阿尔巴尼亚	4582.90	1968	2010
38	阿塞拜疆	4140.65	1966	2010
39	斯里兰卡	4084.63	1966	2009
40	格鲁吉亚	4098.62	1966	2009
41	埃及	2500.77	<1960	2006
42	蒙古	3639.89	1964	2009
43	印度尼西亚	3875.77	1965	2009
44	亚美尼亚	3860.99	1965	2009
45	菲律宾	2976.31	<1960	2007
46	不丹	2903.23	<1960	2007
47	乌克兰	2582.84	<1960	2006
48	越南	2353.69	<1960	2006
49	乌兹别克斯坦	1490.74	<1960	2002
50	东帝汶	2104.46	<1960	2005
51	老挝	2542.45	<1960	2006

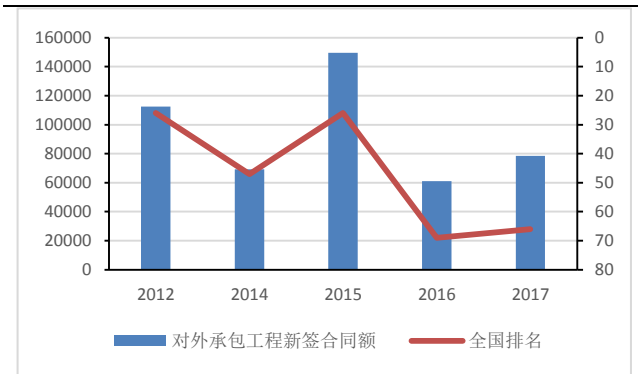
52	摩尔多瓦	2279.65	<1960	2006
53	印度	1982.70	<1960	2005
54	巴基斯坦	1541.08	<1960	2003
55	孟加拉国	1601.69	<1960	200
56	缅甸	1263.89	<1960	2001
57	柬埔寨	1389.63	<1960	2002
58	吉尔吉斯斯坦	1143.71	<1960	2000
59	也门	550.80	<1960	1994
60	塔吉克斯坦	823.75	<1960	1996
61	尼泊尔	834.17	<1960	1996
62	阿富汗	587.92	<1960	1994

资料来源：东兴证券研究所

2.5 海外发展趋势向好，逐步进入收获期

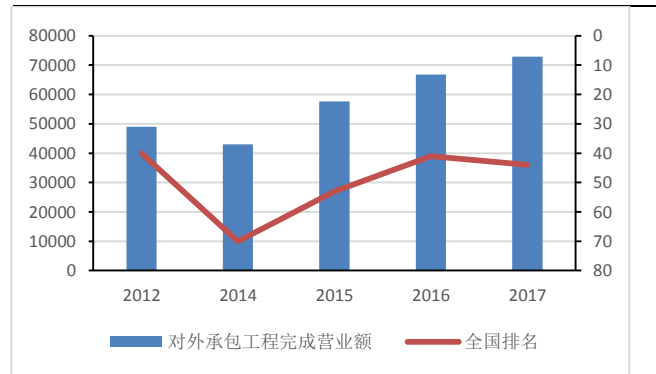
对外承包工程全国排名名列前茅，并持续向好。从全国排名来看，商务部数据显示，2011 年以来中材国际对外承包工程新签合同额和完成营业额均在全国企业中排名前 70。从总量来看，中材国际对外承包工程新签合同额呈现波动上升的趋势，对外承包工程完成营业额呈现平稳上升态势，合同订单持续落地。未来几年公司以主业为基础加快多元化步伐，乘“一带一路”春风公司将进入收获期。

图表 18：中材国际对外承包工程新签合同额（万美元）及全国排名



资料来源：商务部合作司、东兴证券研究所

图表 19：中材国际对外承包工程完成营业额（万美元）及全国排名



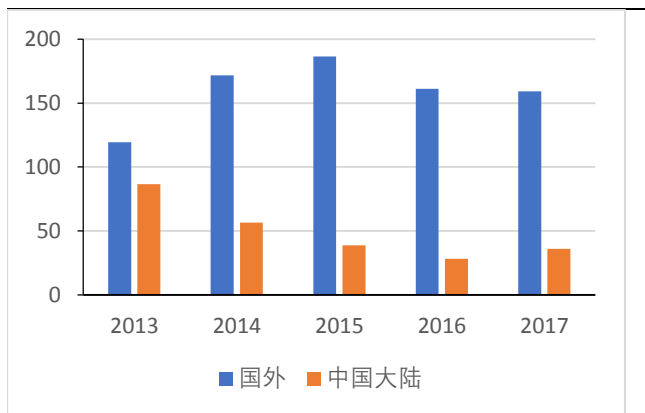
资料来源：商务部合作司、东兴证券研究所

境外拓展布局进入收获期，国际化蓝海空间广阔。公司作为水泥工程建设的全球龙头企业具备中国自己的全产业链条的专利技术，对国外依赖小，成为中国工程能够走出去的重要力量。

公司自 20 世纪 90 年代进入国际市场，已承建 170 余个海外 EP 和 EPC 项目，累计在 73 个国家和地区承接了 214 条生产线，56 个粉磨站，新签海外订单占总订单比例超过 80% 以上，并从传统的主业水泥工程建设逐步过渡到其他领域，项目覆盖水泥工程、节能环保、矿业和电力等多个领域。

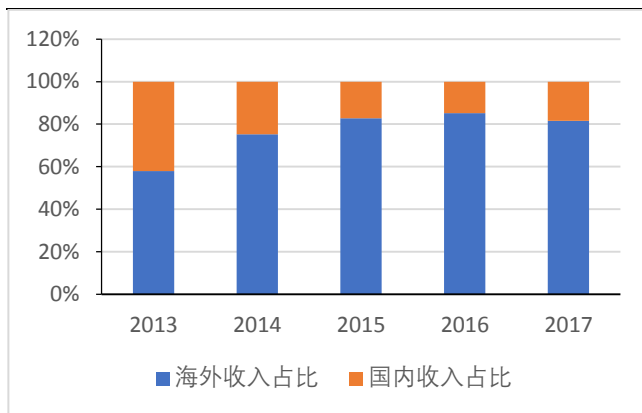
营业收入主要来源于海外。公司经过国内到国外的艰难转型后，从 2012 年公司海外营业收入占比呈现稳定上升的趋势，近三年公司海外营业收入占比均在 75% 以上，公司已经从一个国内的水泥生产线建设服务商逐步转变为国际水泥生产线建设的服务商。从一个国际水泥生产线建设服务商正在向多元化工程建设的服务商转变。公司多年来的海外转型和布局已经趋渐成熟和完善，海外业务成为公司业绩增长的主要方向。公司发展已经突破前期的发展瓶颈进入国际化市场的蓝海之中。

图表 20：2013 年以来公司境内外营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 21：2013 年以来公司境内外营业收入占比情况



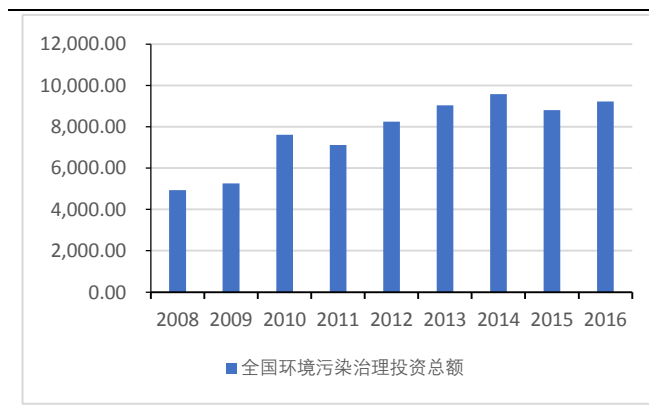
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 环保领域开拓国内发展新空间

3.1 国内环保政策机遇利好，环保业务增长快

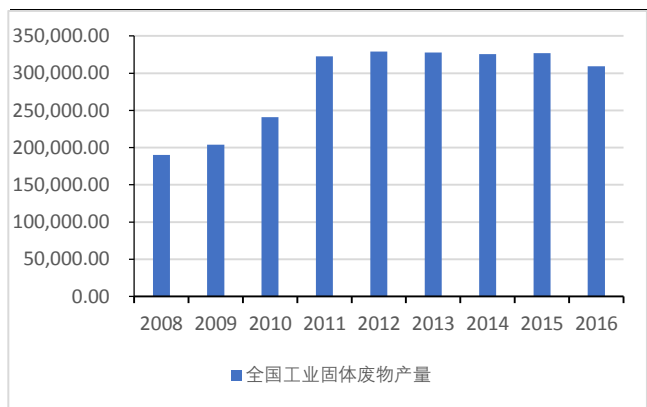
节能环保领域环境好。我国节能环保产业处于快速发展阶段，2007 年至 2016 年以来我国环境污染治理投资总额整体呈现快速上升趋势。但行业内企业众多，市场集中度较低，尚未形成某一领域绝对垄断的优势企业，公司在节能环保行业有很大的发展空间。

图表 22：2007 年以来全国环境污染治理投资总额（亿元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 23：近几年工业固体废物生产量（万吨）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

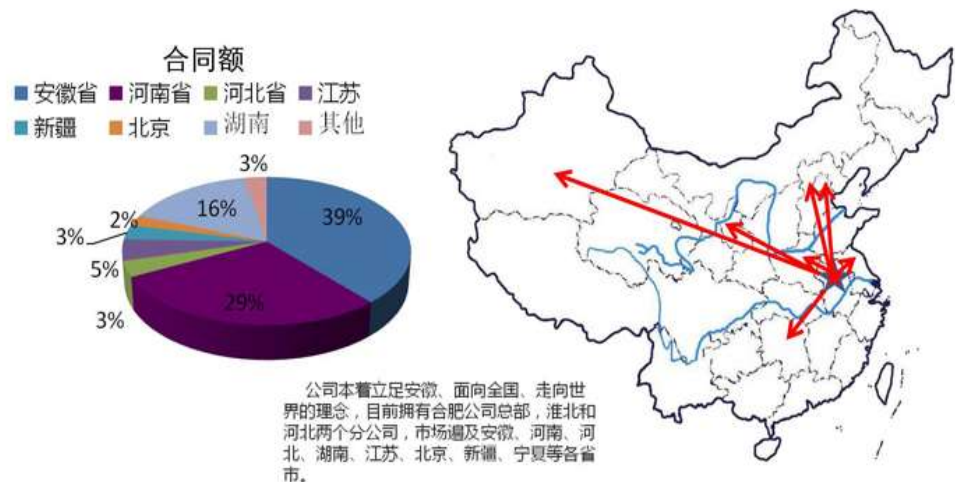
2016年11月，国务院印发了《“十三五”生态环保规划》，要推进水泥行业治污减排，达到水泥窑全部实施烟气脱硝，对水泥窑及窑磨一体机进行高效除尘改造，引导和规范水泥窑协同处置危险废物。在环保要求严厉的情况下，公司利用国内的存量客户资源，以及原有的节能环保业务包括除尘/脱硫脱硝、水泥窑协同处置固废、节能环保热工窑炉，结合“十三五”生态环保规划的政策机遇，技术储备和实力将得到充分发挥。

环保业务进入快速增长。近年来，公司通过研发和并购等方式，全面拓展大气、固废、土壤、工业节能、环境综合治理等节能环保业务。以安徽节源和中材环境等子公司为主的环保板块进入快速发展期。2017年，公司新签节能环保类合同24.64亿元，较去年同期增长41%。2014至2017年，公司环保类业务收入分别实现4.68亿元、5.01亿元、5.57亿元和11.98亿元，2017年开始呈现出高速增长的态势。

3.2 收购安徽节源节能环保产业链完善，综合竞争力提升

收购安徽节源，完善节能环保业务布局和产业链条。2015年公司收购安徽节源，安徽节源环保科技有限公司成立于2006年，主要业务为节能环保综合服务包括节能改造、节能环保系统工程、设备销售、信息化建设以及能源审计和咨询等，客户涉及合成氨和焦化行业的余热回收，能源管理中心建设，企业智能配用电等自主知识产权，有互联网+区域综合节能管控服务平台等。安徽节源的服务市场覆盖了安徽、江苏、河南、河北、新疆等省份，服务企业超过百家，覆盖煤矿、电力、化工、建材、有色金属和机械制造等行业，在业内的综合竞争力强。

图表 24：安徽节源业务分布情况

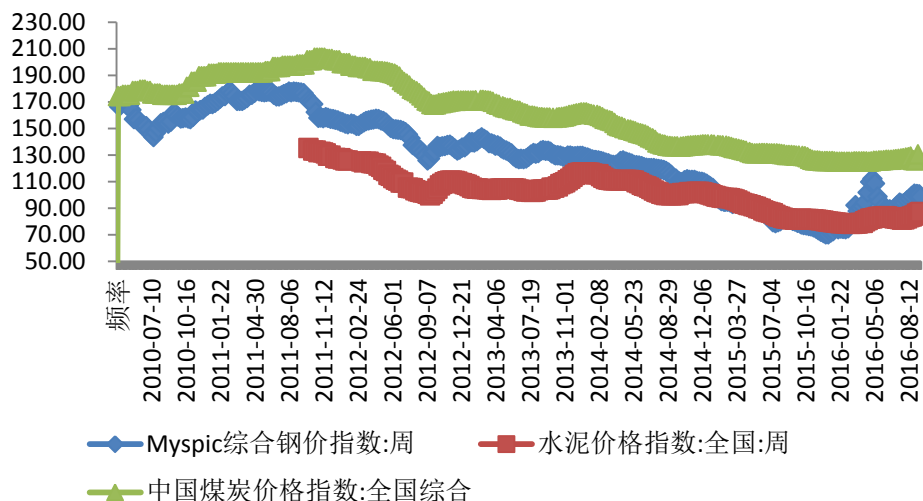


资料来源：安徽节源公司网站、东兴证券研究所

安徽节源受益环保政策和周期行业底部改善，2018年将进入业绩快速增长期。2015到2017年安徽节源的净利润分别实现3911.53万元、7439.87万元和1.43亿元，3年实际业绩之和略低于承诺业绩，主要原因是2015和2016年需要节能环保的周期性行业像钢铁、水泥等企业低迷，加上去产能，安徽节源的EMC盈利水平较低。

随着水泥、钢铁等周期行业景气度的提升，安徽节源将进入业绩高增期。2017 年公司安徽节源新签节能环保合同额为 18 亿元，同比增长 42%，占总节能环保合同额的 73.06%，2018 年这个比例将继续提升。

图表 25：中国煤炭、钢铁和水泥价格指数：全国综合



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

环保领域拓宽，多模式保证业绩增长。收购前公司节能环保业务主要是水泥工厂大气污染治理和利用水泥窑处理固体废弃物；节能领域主要在水泥生产的装备能耗降低及节能技改。收购后公司节能环保业务将拓展到煤矿、电力、化工、煤气焦化等业务领域。同时公司为安徽节源提供更全面的销售网络和渠道，有利于发展海外环保业务。

安徽节源的节能环保业务模式包括合同能源管理模式、合同环境服务、节能 PPP 模式，节能 BOT 模式，节能 BT 模式等；一般均是在项目建成后的 3-6 年时间里获得节能效益收益，客户稳定，收益稳定。

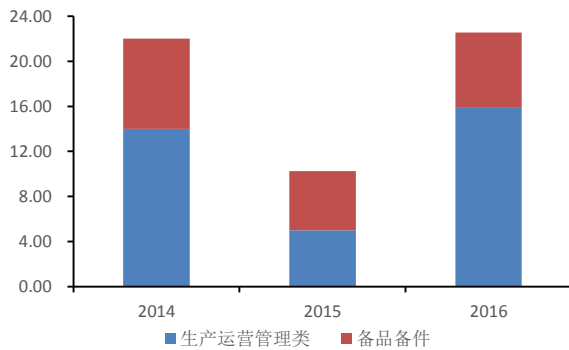
渠道技术互补，协同优势明显。安徽节源技术储备多，弥补了中材国际在节能领域的不足，增厚研发设计以及项目管理上的优势。通过中材国际，安徽节源也可以将节能环保业务拓宽领域，还可以利用自身在建材行业市场影响力，带动安徽节源在建材领域得到快速的拓展，并利用自身的海外业务布局，将国际市场和国际项目带给安徽节源，推动安徽节源走向国际市场。

4. 服务化、投资并购和股权激励推业绩进稳增长阶段

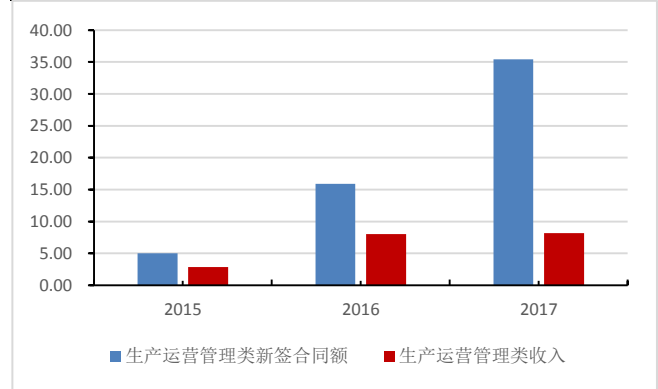
4.1 工程商向服务转型，充分挖掘存量资源

工程和装备制造向服务型延伸。公司以现有水泥工程项目的客户基础和资源整合能力，积极开展水泥生产线的技术改造、备品备件、生产运维等服务。在减少工程建设的后续问题、降低风险的同时，还可以创造新业务收入、保持客户关系、拓展新业务需求。所以，新项目签约时，公司大力开展“EPC+M”的业务模式，生产运营管理

业务发展迅速。2014年至2016年每年新签客户服务类合同额分别为22亿元、10.20亿元、22.56亿元和35.41亿元。2016年公司实现客户服务收入10.35亿元，较去年同比增长94%，其中生产运营管理收入8.02亿元，备品备件收入2.34亿元。2017年新签生产运营类合同35.41亿元，同比增长122%，其中备品备件约7.7亿元，同比增长129%。考虑到运营周期的影响，客户服务类合同一般周期较长，充足的订单会在后续几年中持续转化为收入，此类订单将在未来2-3年内持续转化为收入。

图表 26：近三年新签客户服务类合同构成（亿元）


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 27：近三年生产运营管理新签合同及营业收入（亿元）


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4.2 并购和投资完善产业链提升综合优势

公司通过收购安徽节源完善了节能环保领域的业务链条，形成较好的协同优势，使得公司节能环保业务得到快速的发展，逐步成为公司的主要业务之一。

公司收购德国注明矿山机械公司 Hazemag 成为实际控制人。德国 Hazemag 成为公司海外装备制造的经营主体。德国 Hazemag 主要业务是制造和销售矿业破碎、分选、掘进等装备，在国际矿山机械领域具有很高的影响力。与公司拥有的水泥工程 EPC 项目管理资源优势互补，发挥内部协同效应，有利于公司快速开拓矿业工程装备领域，提升现有装备制造水平，提升全球知名度。以 HAZEMAG 为主体的全球矿业装备销售业务已经初具雏形海外收购印度 LNVT 提升印度市场和全球矿业装备领域的市场影响力和话语权；印度 LNVT 公司已经可以独立运营，公司并购带来的渠道、品牌、研发等多方面协同效应显现正在逐步显现。

依托主业投资境外水泥项目，提升利润拓展客户渠道和网络。公司依托水泥工程业务充足可靠的信息，甄别投资回报率高的项目，联合其他有实力的社会资本和当地水泥生产商，采用项目投资、股权收购或 BT/BOT/BOOT 等模式开展海外水泥投资业务。这样既既有新的盈利点又可以带动公司水泥技术和装备业务的销售。

公司计划 2020 年，水泥投资业务可提供 1/3 的利润。截至目前，公司境外水泥投资业务已经在非洲、东南亚、中东、南美等优势地区取得实质性进展，有望成为国际化的水泥投资商。公司的 EPC+参股的模式推动业务全面发展。

4.3 股权激励激发动力和资产处置轻装上阵

公司积极推进股权激励计划，2017年12月7日公司股票期权激励授予489人，共计1742.45万份。公司高管和核心技术和管理人员获得相应的份额。这种股权激励也是国企改革的内容之一。第一个行权期在授予日后的24个月后至36个月内的最后一个交易日止第二和第三个行权期是授予日后的第3年到第4年，以及第4年到第5年，行权价格为9.27元。三个行权期对于净资产收益率的要求分别是2018年不低于8.9%，2019年不低于9.6%，2020年不低于10.3%，这些都是落实国企改革的体现，有利改变国企僵硬的激励机制，激发管理层的动力。

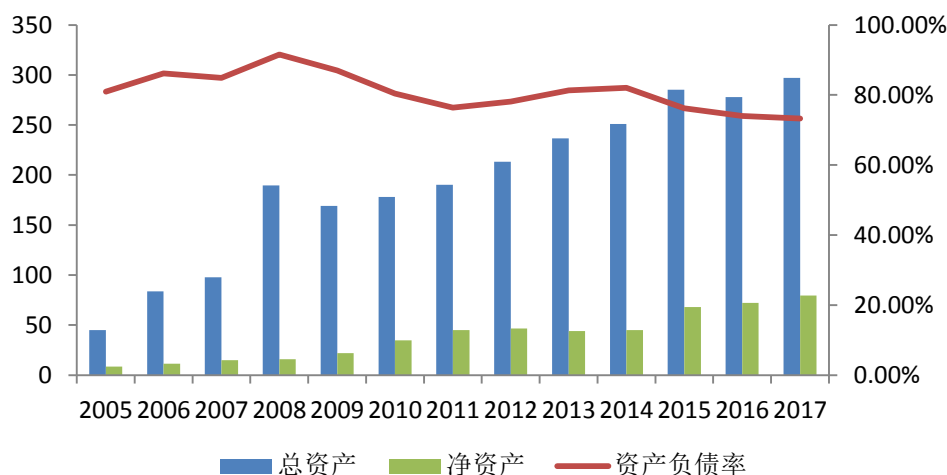
处置低效资产资源，提升资产收益率。2016年公司通过资产重组、退出等方式提高资产质量，处置光伏公司、扬州中材等9家公司，资产总额共计3.8亿元，这些资产的调整使得公司逐步开始走出原先的束缚开始进入新的发展阶段。集中精力和资源发展优势业务。同时对于安徽节源、德国Hazemag子公司也都计提了上亿的商誉资产减值等，为以后轻装上阵打下基础。

5. 财务数据显现公司拓展转型和发展步入正轨

5.1 上市以来公司资产规模平稳增长

公司2005年上市后稳健成长，2018年1季度净资产资产规模扩大到9.08倍。公司总资产规模在2018年1季度末达到315亿元，净资产达到81亿元。2015年以来加大股权投资，对外股权投资额同比增长241.9%至14.96亿元，比上年增长10.58亿元。2008年以来，公司资产负债率整体呈现下降趋势，负债水平不断降低，偿债能力增强，公司发展进入良性轨道。

图表 28：中材国际上市以来历年资产（亿元）及资产负债率变化

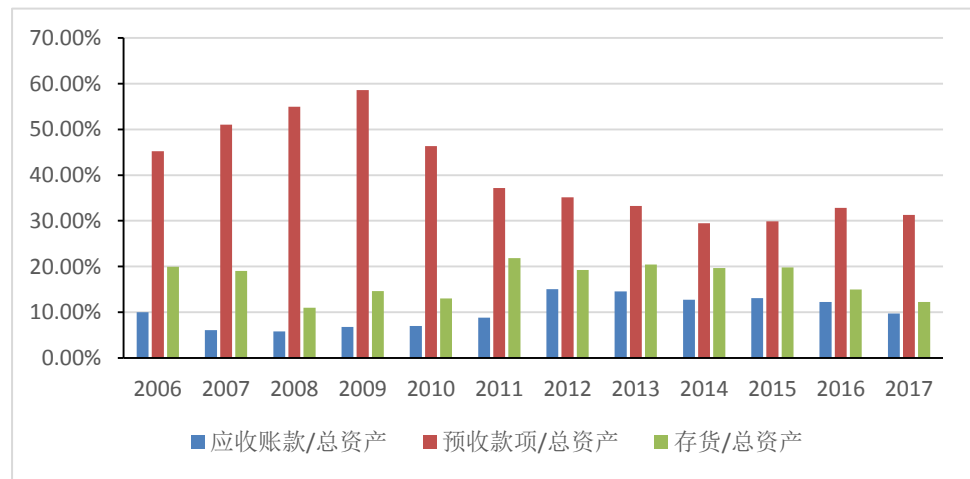


资料来源：Wind、东兴证券研究所

5.2 市场议价能力提升, 产业链条地位开始稳定

公司“两金”(库存商品占用资金和应收账款占用资金)规模管理加强, 2017年公司应收账款 28.97 亿元, 同比下降 14.74%, 存货同比下降 12.44%; 从占比来看, 2013 年以来应收账款和存货占总资产的比重整体呈现下降趋势。2014 年至 2017 年, 预收账款占总资产的比重逐步开始平稳, 企业运用资金的能力不断加强。

图表 29: 上市以来应收账款、存货、预付账款在资产中的占比变化情况

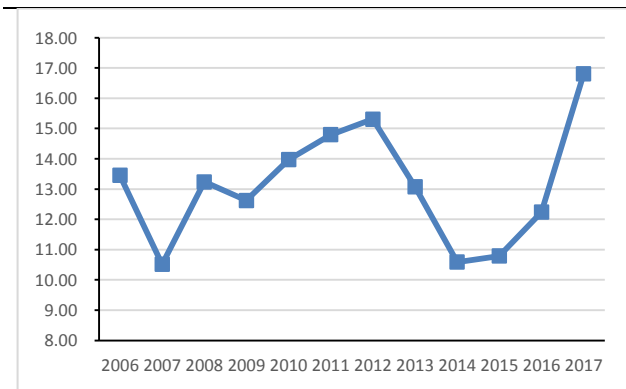


资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.3 盈利能力改善明显, 转型步入正轨

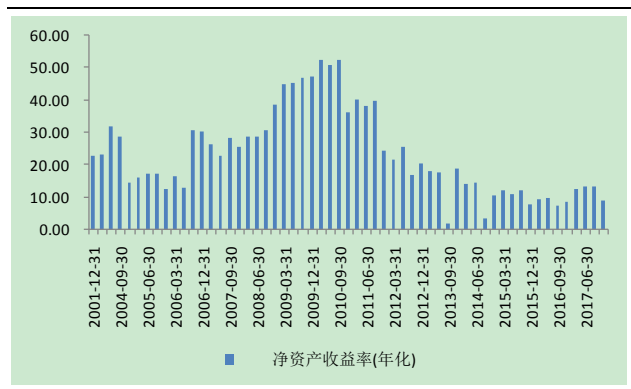
2014 年以来公司“精细运营”, 做“精品工程”, 毛利率逐年呈现平稳上升。近两年来, 公司加强成本管控、对 EPC 业务运行模式和水泥工程设计的管理更规范、积极预测海外在建工程风险。同时加上公司的环保、存量服务和多元化的步入正轨, 2012 年以来毛利率持续下滑的趋势得以终止, 2014 年开始好转。2018 年 1 季度公司综合毛利率为 18.30%, 同比提高 3.45 个百分点。2015 年公司净资产收益率也逐步开始走上改善的趋势当中, 2018 年公司净资产收益率为 9.25%, 同比提高 1.59 个百分点。

图表 30: 2010 年以来公司毛利率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图表 31: 净资产收益率底部企稳总体向上



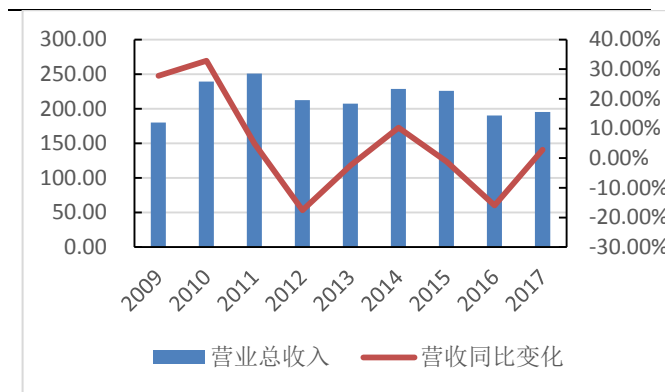
资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司经过业务的调整和转型，企业效率逐步改善，员工人均创收和人均创造的净利润均处于明显的改善态势当中。新签订单转化率逐步提升，公司进入新的发展阶段。

5.4 转型拓展艰难期逐渐度过，进入新的高增阶段

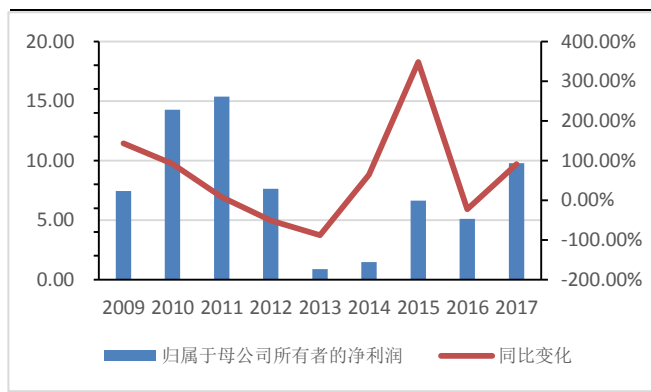
2012 年以来，由于国内水泥产能过剩，生产线建设需求大幅缩减，公司发展进入瓶颈期。所以，2012 年以来公司营业收入出现了年度下降，包括 2012 年（-17.56%）、2013 年（-2.44%）和 2016 年（-19.93%）。随着公司逐步由国内拓展到海外，由一元转向多元，公司营业收入开始恢复，2017 年和 2018 年均进入扩张期。说明公司业务调整已经开始见效，转型的艰难期已经过去，利润也进入稳定增长期。

图表 32：2008 年以来公司历年营业总收入（亿元）及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 33：2008 年以来公司历年归属母公司净利润（亿元）及同比变化

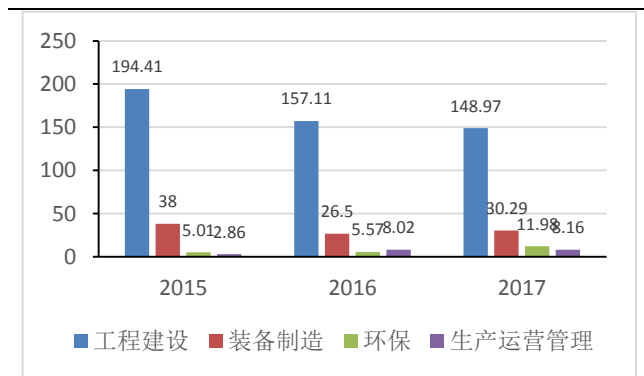


资料来源：Wind、东兴证券研究所

5.5 环保、生产运营和多元化等成为公司新的利润增长点

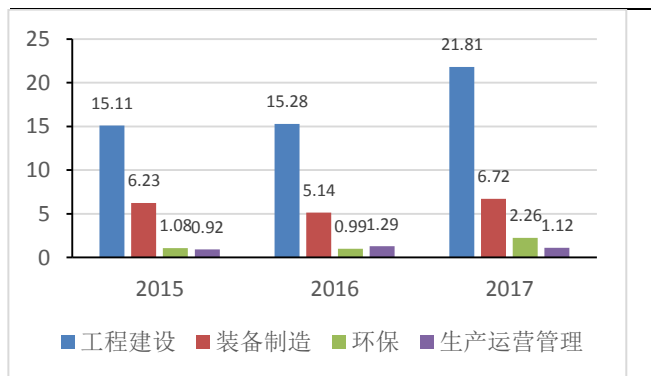
分业务来看，2017 年公司工程建设营业收入有所萎缩；但公司环保和生产运营管理业务快速增长，有望成为新的利润增长点。从毛利来看，环保业务、装备制造和生产运营管理 2017 年毛利分别为 2.26 亿元、6.72 亿元和 1.12 亿元，三项业务毛利接近工程业务毛利的 46%，公司环保业务、装备制造和生产运营管理的毛利贡献接近 1/3。随着多元化业务步入正轨，公司工程建设毛利水平也开始提升。

图表 34：近三年公司各主营业务收入变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 35：近三年公司各主营业务毛利变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

6. 公司盈利预测估值和风险提示

6.1 公司盈利预测

公司 2016 年将主营业务重新分类，由水泥技术装备工程、节能环保业务变换为工程建设、装备制造、环保、生产运营管理及其他。其中工程建设包括水泥工程承包和多元化工程业务，在国内水泥生产线建设投资下滑情况下境内主要是备品备件和技术改造。国外业务以主业为基础发展多元化和生产运营服务。装备制造方面，主要是生产与水泥相关的装备，同时向钢铁、电力、化工等方面进行延伸，国外业务主要依托德国 Hazemag 公司进行业务拓展。环保方面，在投资收购安徽节源后，公司未来将在环保装备工程服务、环保运行服务、环保产业投资三方面进行布局，努力开展环保综合服务；同时依托传统主业优势，积极开展境外水泥投资和产业投资，未来几年将快速成为公司另一个利润点。

2017 年公司新签合同订单为 359 亿元，同比增长 29%，其中环保和生产运营新签合同为订单为 24.64 亿元和 35.41 亿元，同比增长 41% 和 122%，生产运营和环保等新业务保持持续的高增长。考虑到在 2018 年，公司 2017 年新签订单进入业绩释放期，2018 年在国际经济环境总体复苏的情况下，预计 2018 年新签订单将保持相对稳定的态势。

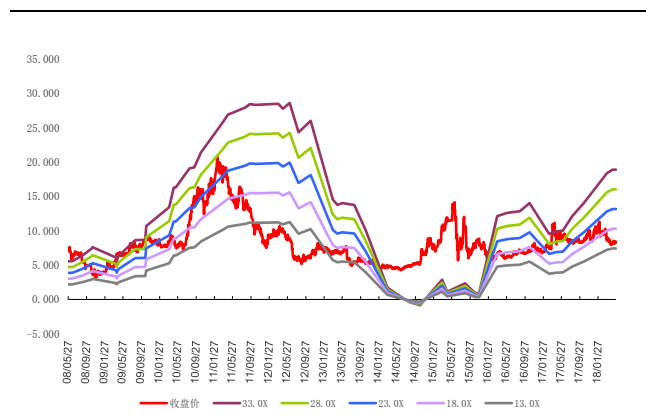
公司多元化发展将逐步进入业绩释放期，以及环保和生产运营业务的高速增长，公司新签订单的转化速度将加快，工程开工和施工进度将会加快。随着公司多元化、环保、装备在制造和生产运营等高毛利业务的比重提升，公司综合毛利率近保持向上改善保持在 19% 左右的水平。加上公司的精细化管理，期间费用率将保持略有改善的态势。未来 2 年依靠内生增长，预计 2019 年和 2020 年营业收入增速保持在 12.5% 和 11% 的水平。预计公司 2018 年到 2020 年的每股收益为 0.90 元、1.22 元和 1.43 元，以收盘价 8.34 元计算，对应的动态 PE 为 9 倍、7 倍和 6 倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

6.2 公司估值判断

相对估值判断。从公司 TTMPE 来看，公司 PE 估值中枢水平一直处于 18 倍，除了 2011 年 9 月到 2013 年 3 月一直处于 13 倍之上，当前 PE 水平处于 13 倍，处于 10 年中的较低水平。

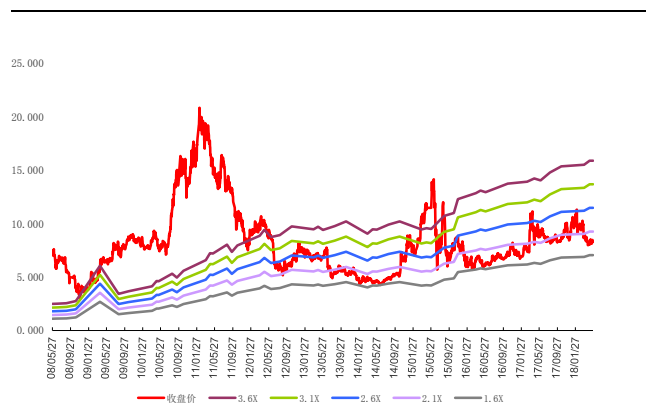
从 TTMPB 看，公司的估值水平最低为 1.6 倍，主要在 2014 年 3 月和 2016 年 3 月，经济探底时的底部位置。考虑到公司经过转型后业绩进入释放期，当前的估值水平不高，处于底部位置。

图表 36：中材国际 TTMPE 历史变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表 37：中材国际 TTMPB 历史变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

从同属性公司的 PE 值来看 2017 年公司处于中间水平,对于 2018 年来看 2018 年估值水平处于最低水平。如果给予公司行业的 PE 中位值 12 倍,公司股价的目标价为 10.8 元/股,较当前的股价水平仍有 30%的空间。如果考虑到历史估值水平,公司给予估值中枢 18 倍 PE,对应的目标股价是 16.2 元。

图表 38：行业内公司估值比较

简称	EPS (元)			PE			PB	海外收入占比	海外毛利占比
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E			
中材国际	0.56	0.90	1.22	15	9	7	1.92	81.33%	75.29%
中工国际	1.33	1.57	1.80	12	10	9	2.05	94.87%	95.44%
北方国际	0.97	1.20	1.45	16	13	10	2.10	67.20%	73.70%
中钢国际	0.33	0.41	0.55	16	13	9	1.46	66.33%	68.05%
中国中冶	0.29	0.33	0.38	13	12	10	0.95	64.92%	35.81%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

公司绝对估值判断。我们运用 DCF 估值,假设公司第二阶段增长率为 7%,永续增长率为 1.1%,贝塔值为 1.65,无风险收益率为 3.6%所得税率为 20%,通过 DCF 模型得到公司的每股价值为 16.21 元。

综上所述我们认为公司估值水平处于历史低位,具有一定的安全边际,按照绝对和相对估值来看,公司的合理的每股价值在 16.2 元,考虑到当前的安全边际,给予第一目标价位 10.8 元,第二目标价为 16.2 元,相对于当前的股价,还有很大的空间。

图表 39：中材国际每股价值敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
	WACC	-0.77%	-0.27%	0.23%	0.73%	1.23%	1.73%	2.23%	2.73%
8.22%	18.86	19.25	19.68	20.18	20.74	21.39	22.15	23.05	24.13
8.72%	18.00	18.33	18.70	19.11	19.58	20.11	20.73	21.45	22.30
9.22%	17.24	17.52	17.83	18.18	18.57	19.01	19.52	20.10	20.79
9.72%	16.55	16.79	17.05	17.35	17.68	18.05	18.47	18.95	19.51
10.22%	15.93	16.13	16.36	16.61	16.89	17.21	17.56	17.96	18.42
10.72%	15.36	15.54	15.74	15.96	16.20	16.46	16.76	17.09	17.47
11.22%	14.85	15.01	15.18	15.37	15.57	15.80	16.05	16.33	16.65
11.72%	14.39	14.52	14.67	14.83	15.01	15.21	15.42	15.66	15.93
12.22%	13.96	14.08	14.21	14.35	14.51	14.67	14.86	15.06	15.29
12.72%	13.57	13.67	13.79	13.91	14.05	14.19	14.35	14.53	14.72
13.22%	13.21	13.30	13.40	13.51	13.63	13.75	13.89	14.04	14.21

资料来源：Wind、东兴证券研究所

6.3 风险提示

1. 一带一路政策推进速度低于预期。中国一带一路政策的推进速度受到国内外政治和经济环境的影响，会出现阶段性的变缓等，如果一带一路政策推进阶段性低于预期将对公司的海外发展产生影响。
2. 公司多元化发展受到的外部制约因素超出预期。随着公司多元化的铺开，在原有资源基础上需要拓展新的资源，如果外部制约因素太多，会影响公司新资源的开拓和发展，影响公司多元化业务的发展。
3. 美元波动贬值超出市场预期。

图表 40: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	22002.55	22354.48	24946.93	28533.88	32274.33	营业收入	19006.93	19553.69	22545.40	25363.58	28153.57
货币资金	10122.49	9678.49	11047.25	12428.15	13795.25	营业成本	16680.66	16267.47	18374.50	20366.95	22579.16
应收账款	3399.91	2898.70	2964.87	3335.48	3702.39	营业税金及附加	69.87	74.03	83.42	93.85	104.17
其他应收款	598.55	760.64	877.02	986.65	1095.18	营业费用	279.55	306.23	338.18	380.45	422.30
预付款项	2462.80	3397.40	4463.12	5644.40	6953.99	管理费用	1370.83	1548.11	1690.91	1775.45	1829.98
存货	4169.71	3650.93	3775.58	4184.99	4639.55	财务费用	(125.23)	289.00	189.25	198.68	205.11
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	160.02	155.14	123.87	146.35	141.79
非流动资产合计	5797.17	7360.30	7341.93	7336.75	7343.66	公允价值变动收益	3.85	3.31	3.31	3.31	3.31
长期股权投资	30.39	50.45	51.00	51.00	51.00	投资净收益	(17.89)	47.01	47.00	47.00	47.00
固定资产	1920.87	1923.56	2165.03	2271.60	2371.58	营业利润	557.19	1015.91	1795.58	2452.16	2921.37
无形资产	794.09	743.81	669.43	595.05	520.67	营业外收入	124.48	197.46	198.00	198.00	198.00
其他非流动资产	41.30	41.39	41.30	41.30	41.30	营业外支出	25.80	6.71	6.70	6.70	6.70
资产总计	27799.72	29714.78	32288.85	35870.63	39617.99	利润总额	655.87	1206.66	1986.88	2643.46	3112.67
流动负债合计	18588.78	18996.63	19900.36	20992.99	21875.84	所得税	146.40	226.38	397.38	528.69	622.53
短期借款	570.60	800.77	685.77	756.67	505.16	净利润	509.47	980.28	1589.51	2114.77	2490.13
应付账款	6514.90	6088.96	6896.73	7644.58	8474.92	少数股东损益	(1.92)	3.35	5.40	7.19	8.47
预收款项	9135.72	9294.04	9474.40	9677.31	9902.54	归属母公司净利润	511.38	976.92	1584.10	2107.58	2481.67
一年内到期的非	99.03	899.97	900.00	900.00	900.00	EBITDA	771.77	1597.30	2217.00	2894.95	3384.78
非流动负债合计	1990.88	2773.13	2807.79	3107.79	3407.79	EPS (元)	0.29	0.56	0.90	1.20	1.41
长期借款	975.80	1830.79	2130.79	2430.79	2730.79	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	20579.66	21769.76	22708.15	24100.78	25283.63	成长能力					
少数股东权益	366.22	383.25	388.65	395.84	404.31	营业收入增长	-15.88%	2.88%	15.30%	12.50%	11.00%
实收资本(或股	1754.26	1754.26	1754.26	1754.26	1754.26	营业利润增长	-27.12%	82.33%	76.75%	36.57%	19.13%
资本公积	1031.93	1034.69	1034.69	1034.69	1034.69	归属于母公司净利润	-23.02%	91.04%	62.15%	33.05%	17.75%
未分配利润	3644.13	4418.37	5925.65	7931.01	10292.31	获利能力					
归属母公司股东	6853.84	7561.77	9190.45	11298.03	13779.70	毛利率(%)	12.24%	16.81%	18.50%	19.70%	19.80%
负债和所有者权益	27799.72	29714.78	32288.85	35870.63	39617.99	净利率(%)	2.69%	5.00%	7.03%	8.31%	8.81%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.30%	1.83%	3.30%	4.92%	5.91%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.46%	12.92%	17.24%	18.65%	18.01%
经营活动现金流	3053.55	824.69	1561.61	1469.27	1806.03	偿债能力					
净利润	509.47	980.28	1589.51	2114.77	2490.13	资产负债率(%)	74.03%	73.26%	70.33%	67.33%	64.06%
折旧摊销	339.82	292.39	7.44	244.11	258.31	流动比率	1.18	1.18	1.25	1.36	1.48
财务费用	125.23	(289.00)	(189.25)	(198.68)	(205.11)	速动比率	0.96	0.98	1.06	1.16	1.26
应收账款减少	238.19	(425.94)	807.77	747.85	830.34	营运能力					
预收账款增加	610.97	158.32	180.36	202.91	225.23	总资产周转率	0.67	0.68	0.73	0.74	0.75
投资活动现金流	(962.18)	(2458.04)	(331.70)	(260.59)	(282.31)	应收账款周转率	5.33	6.21	7.69	8.05	8.00
公允价值变动收	3.85	3.31	3.31	3.31	3.31	应付账款周转率	2.61	2.58	2.83	2.80	2.80
长期股权投资减	(1.99)	20.06	0.55	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	(17.89)	47.01	47.00	47.00	47.00	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.56	0.90	1.20	1.41
筹资活动现金流	(601.56)	1189.36	138.85	172.22	(156.62)	每股净现金流(最新	0.63	(0.62)	0.78	0.79	0.78
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	3.91	4.31	5.24	6.44	7.86
长期借款增加	333.24	854.99	300.00	300.00	300.00	估值比率					
普通股增加	584.75	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	27.07	14.02	8.69	6.53	5.55
资本公积增加	(461.49)	2.77	0.00	0.00	0.00	P/B	2.01	1.82	1.50	1.22	1.00
现金净增加额	1489.80	(444.00)	1368.76	1380.91	1367.10	EV/EBITDA	6.86	4.77	2.90	1.88	1.21

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。