

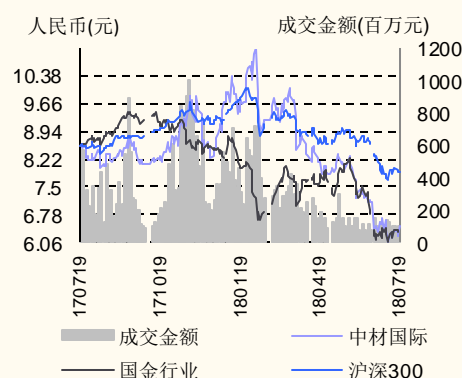
## 中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 6.47 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)	11,350.05
年内股价最高最低 (元)	11.08/6.06
沪深 300 指数	3428.34
上证指数	2772.55



## 相关报告

- 1.《毛利率再创新高，汇兑损失拖累业绩-中材国际公司点评》，2018.4.30
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

## 被低估的优质世界水泥工程龙头

## 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	0.846	1.091	1.266
每股净资产 (元)	3.91	4.31	4.84	5.60	6.49
每股经营性现金流 (元)	1.32	-1.15	1.80	1.72	1.92
市盈率 (倍)	24.32	17.76	7.64	5.93	5.11
净利润增长率 (%)	-23.02%	91.04%	52.00%	28.94%	15.98%
净资产收益率 (%)	7.46%	12.92%	17.49%	19.48%	19.51%
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

- 公司发布业绩预增公告称，公司预计上半年归母净利润同比增长 35%-55%，归属于母公司扣非业绩同比增长 40%-60%。

## 经营分析

- 世界水泥工业龙头企业，财务报表夯实在路上：1) 公司 Q1 业绩同比增速 18%，Q2 业绩同比增速达到 44%-74%，增速逐季递增；2) 资产优质：① 公司是我国少数在细分领域具备世界竞争力的国际工程企业，其订单承接基本依赖于市场竞争；② 公司自 2015 年以来大幅提升经营质量夯实财务报表，资产状况不断优化（减值损失大幅下降），盈利能力不断提升（Q1 毛利率达 18%创历史新高），ROE 有望在今年接近 20%水平；③ 历史绝大多数年份经营现金流为正，预收账款占比为国际工程之最，对外部融资依赖程度较低；④ 上市以来分红稳定在约 30%左右；3) 具备巨大成长潜力：① 国际业务依赖横纵向多元化打开行业天花板，多元化工程近年来增长迅速，2017 年新签订单接近历史最高值；② 国内水泥窑协同处置危废技术“始祖”，合并后的中国建材集团旗下众多的水泥生产线为公司水泥窑协同处置危废发展提供巨大发展空间；③ “两材”合并后公司为国际工程唯一上市公司平台，预计将获得集团足够的支持和重视。
- 五维度低估：1) 公司历史最低 PE 估值为 8 倍，根据我们盈利预测目前公司 2018 年 PE 仅 7.6 倍；2) 目前可比公司中工国际/北方国际 2018 年 PE 估值分别为 9.7/10 倍；3) 公司目前 PB 估值 1.47 倍，在四大国际中略高于中钢国际 (1.43 倍)，远低于中工国际 (2) /北方国际 (1.67)。但 ROE 今年有望成为四大国际之首；4) 按照历史股利支付率 (30%) 计算，公司 2018 年股息率有望达到 3.9%；5) 公司目前 PEG 仅 0.15 倍。

## 投资建议

- 我们维持盈利预测，2018/2019 年归母净利 15/19 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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
<b>主营业务收入</b>	<b>22,596</b>	<b>19,007</b>	<b>19,554</b>	<b>22,415</b>	<b>24,579</b>	<b>28,396</b>	货币资金	8,920	10,122	9,678	11,071	13,508	16,064	
增长率		-15.9%	2.9%	14.6%	9.7%	15.5%	应收款项	4,668	4,805	4,571	5,352	5,650	6,772	
<b>主营业务成本</b>	<b>-20,158</b>	<b>-16,681</b>	<b>-16,267</b>	<b>-18,265</b>	<b>-19,790</b>	<b>-22,873</b>	存货	5,653	4,170	3,651	4,253	4,446	5,013	
%销售收入	89.2%	87.8%	83.2%	81.5%	80.5%	80.6%	其他流动资产	4,019	2,906	4,454	5,075	5,806	7,004	
<b>毛利</b>	<b>2,438</b>	<b>2,326</b>	<b>3,286</b>	<b>4,150</b>	<b>4,789</b>	<b>5,523</b>	流动资产	23,260	22,003	22,354	25,751	29,410	34,853	
%销售收入	10.8%	12.2%	16.8%	18.5%	19.5%	19.4%	%总资产	81.5%	79.1%	75.2%	77.5%	79.4%	81.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-84</b>	<b>-70</b>	<b>-74</b>	<b>-85</b>	<b>-93</b>	<b>-108</b>	长期投资	521	1,470	3,054	3,129	3,229	3,379	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,254	2,031	2,185	2,216	2,254	2,293	
<b>营业费用</b>	<b>-282</b>	<b>-280</b>	<b>-306</b>	<b>-359</b>	<b>-418</b>	<b>-454</b>	%总资产	7.9%	7.3%	7.4%	6.7%	6.1%	5.4%	
%销售收入	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	无形资产	2,181	1,953	1,768	1,784	1,802	1,823	
<b>管理费用</b>	<b>-1,331</b>	<b>-1,371</b>	<b>-1,548</b>	<b>-1,670</b>	<b>-1,868</b>	<b>-2,158</b>	非流动资产	5,275	5,797	7,360	7,482	7,638	7,848	
%销售收入	5.9%	7.2%	7.9%	7.5%	7.6%	7.6%	%总资产	18.5%	20.9%	24.8%	22.5%	20.6%	18.4%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>741</b>	<b>606</b>	<b>1,358</b>	<b>2,036</b>	<b>2,410</b>	<b>2,802</b>	<b>资产总计</b>	<b>28,535</b>	<b>27,800</b>	<b>29,715</b>	<b>33,233</b>	<b>37,048</b>	<b>42,701</b>	
%销售收入	3.3%	3.2%	6.9%	9.1%	9.8%	9.9%	短期借款	1,866	670	1,701	900	900	900	
<b>财务费用</b>	<b>65</b>	<b>125</b>	<b>-289</b>	<b>-237</b>	<b>-78</b>	<b>-73</b>	应付款项	16,073	16,917	16,648	19,206	20,953	24,210	
%销售收入	-0.3%	-0.7%	1.5%	1.1%	0.3%	0.3%	其他流动负债	2,072	1,002	648	720	783	902	
<b>资产减值损失</b>	<b>-56</b>	<b>-160</b>	<b>-155</b>	<b>-68</b>	<b>-73</b>	<b>-95</b>	流动负债	20,011	18,589	18,997	20,826	22,635	26,012	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	643	976	1,831	2,431	3,031	3,631	
<b>投资收益</b>	<b>15</b>	<b>-18</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	其他长期负债	1,088	1,015	942	1,102	1,171	1,293	
%税前利润	1.9%	n.a	3.9%	2.2%	1.7%	1.5%	<b>负债</b>	<b>21,741</b>	<b>20,580</b>	<b>21,770</b>	<b>24,358</b>	<b>26,837</b>	<b>30,936</b>	
<b>营业利润</b>	<b>765</b>	<b>557</b>	<b>1,016</b>	<b>1,772</b>	<b>2,299</b>	<b>2,675</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,446</b>	<b>6,854</b>	<b>7,562</b>	<b>8,492</b>	<b>9,827</b>	<b>11,381</b>	
%营业利润率	3.4%	2.9%	5.2%	7.9%	9.4%	9.4%	少数股东权益	348	366	383	383	383	383	
<b>营业外收支</b>	<b>55</b>	<b>99</b>	<b>191</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,535</b>	<b>27,800</b>	<b>29,715</b>	<b>33,233</b>	<b>37,048</b>	<b>42,701</b>	
<b>税前利润</b>	<b>819</b>	<b>656</b>	<b>1,207</b>	<b>1,822</b>	<b>2,349</b>	<b>2,725</b>	<b>比率分析</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利润率	3.6%	3.5%	6.2%	8.1%	9.6%	9.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-170</b>	<b>-146</b>	<b>-226</b>	<b>-337</b>	<b>-435</b>	<b>-504</b>	每股收益	0.568	0.292	0.557	0.846	1.091	1.266	
所得税率	20.7%	22.3%	18.8%	18.5%	18.5%	18.5%	每股净资产	5.512	3.907	4.311	4.841	5.602	6.488	
<b>净利润</b>	<b>649</b>	<b>509</b>	<b>980</b>	<b>1,485</b>	<b>1,915</b>	<b>2,221</b>	每股经营现金净流	1.649	1.323	-1.155	1.801	1.716	1.917	
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0	每股股利	0.038	0.152	0.282	0.260	0.330	0.380	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>664</b>	<b>511</b>	<b>977</b>	<b>1,485</b>	<b>1,915</b>	<b>2,221</b>	<b>回报率</b>							
净利率	2.9%	2.7%	5.0%	6.6%	7.8%	7.8%	净资产收益率	10.31%	7.46%	12.92%	17.49%	19.48%	19.51%	
							总资产收益率	2.33%	1.84%	3.29%	4.47%	5.17%	5.20%	
							投入资本收益率	6.21%	5.23%	9.51%	13.47%	13.77%	13.92%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-1.17%	-15.88%	2.88%	14.63%	9.65%	15.53%	
							EBIT增长率	-9.00%	-18.24%	124.06%	49.96%	18.33%	16.31%	
							净利润增长率	347.82%	-23.02%	91.04%	52.00%	28.94%	15.98%	
							总资产增长率	13.68%	-2.58%	6.89%	11.84%	11.48%	15.26%	
							<b>资产管理能力</b>							
							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	31.8	29.6	26.1	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-94.64%	-117.48%	-77.48%	-87.32%	-93.88%	-98.11%	
							EBIT利息保障倍数	-11.4	-4.8	4.7	8.6	31.0	38.6	
							资产负债率	76.19%	74.03%	73.26%	73.29%	72.44%	72.45%	

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	0	0	14
增持	0	0	0	0	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.46

来源：贝格数据

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	8.43	17.00~18.00
8	2018-04-30	买入	8.02	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