

夯实主业兼顾多元布局，水泥工程龙头继往开来

首次覆盖报告

王小勇 (分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌 (联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌 (联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 多领域布局，龙头地位稳固：

中材国际成立于2001年，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。截至2017年末公司累计在全球73个国家和地区承接了214条生产线、56个粉磨站，海外合同及收入规模占比达到公司总规模80%以上，水泥工程主业全球市场占有率连续10年保持世界第一，行业龙头地位稳固。

● “一带一路”带动国际市场，拓展环保加强国内市场：

2017年我国通过大力推进“一带一路”战略，新签对外承包工程项目合同额1,443.2亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的54.4%，同比增长14.5%。2018年7月以来，政策利好频出，基建投资下半年有望触底回升。近年来，国内水泥市场产量、新增产能逐渐下降，价格依然保持高位，在基建预期回暖情势下，国内水泥市场向好。近年，国家对环境治理的要求日趋严格，水泥窑协同处置作为一种新的废弃物处置手段得到了国家政策的大力支持。《建材工业发展规划（2016-2020年）》要求“十三五”时期水泥窑协同处置生产线占比从目前的7%上升到15%，水泥熟料原燃料中废弃物占比要达到20%以上，水泥窑协同处置废弃物市场潜力巨大。

● 转型升级添活力，“两材”合并实力强劲：

2017年公司新签合同额358.84亿元，同比增长28.94%；其中新签境外项目70个，合同额293亿元，同比增长24%。公司通过“属地化经营+区域化管理”，在电力、能源、矿业、工业建筑、民用建筑等领域加快拓展多元化工程业务，促使由水泥工程专业服务商向综合性工程服务商转型；同时，进一步做大做强节能环保市场，大力推进水泥窑协同处置平台、土壤调理剂业加快转型升级。公司持续推进全面对标和管理提升，积极开展项目管理创新成果交流。2017年12月，公司与中国建材股份有限公司合并，中材国际作为中国建材集团旗下工程板块唯一的一家上市公司，未来业务发展有望在多层面上受益。

● **财务预测与估值：**预计公司2018~2020年实现归母净利13.2/16.4/19.8亿元，同比增长34.6%/24.6%/21.0%，对应EPS为0.75/0.94/1.13元。当前股价对应2018~2020年PE为9.4/7.5/6.2倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**固定资产投资下行，海外拓展风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	190.1	195.5	236.9	274.8	315.0
增长率(%)	-15.9	2.9	21.2	16.0	14.6
净利润(亿元)	5.1	9.8	13.2	16.4	19.8
增长率(%)	-23.3	91.8	34.6	24.6	21.0
毛利率(%)	12.2	16.8	16.7	17.2	17.6
净利率(%)	2.7	5.0	5.6	6.0	6.3
ROE(%)	7.4	12.9	15.5	17.0	18.0
EPS(摊薄/元)	0.29	0.56	0.75	0.94	1.13
P/E(倍)	24.18	12.6	9.4	7.5	6.2
P/B(倍)	1.80	1.6	1.5	1.3	1.1

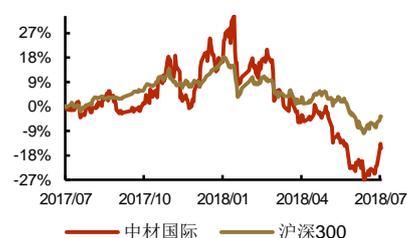
强烈推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2018.07.25

收盘价(元):	7.03
一年最低/最高(元):	5.88/11.36
总股本(亿股):	17.54
总市值(亿元):	123.32
流通股本(亿股):	16.83
流通市值(亿元):	118.33
近3月换手率:	64.04%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.44	-1.47	-11.15
绝对	11.68	-8.28	-15.47

相关报告

目 录

1、 多领域布局，龙头地位稳固	4
1.1、 聚焦主业发展，多领域产业布局	4
1.2、 央企背景实力雄厚，股权激励提质增效	5
1.3、 公司经营业绩回暖，毛利率创历史新高	6
2、 “一带一路”带动国际市场，拓展环保加强国内市场	7
2.1、 推进“一带一路”，带动国内水泥产能出海	7
2.2、 基建投资有望触底回升，国内水泥市场向好	8
2.3、 水泥窑协同处置废物市场潜力巨大	9
3、 转型升级添活力，“两材”合并实力强劲	11
3.1、 订单充足，主业做优	11
3.2、 多层次拓展业务领域，加速转型升级	12
3.3、 精细化管理提升盈利能力，深化改革创新增强活力	14
3.4、 “两材”合并，集团工程板块唯一上市企业	15
4、 估值	16
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

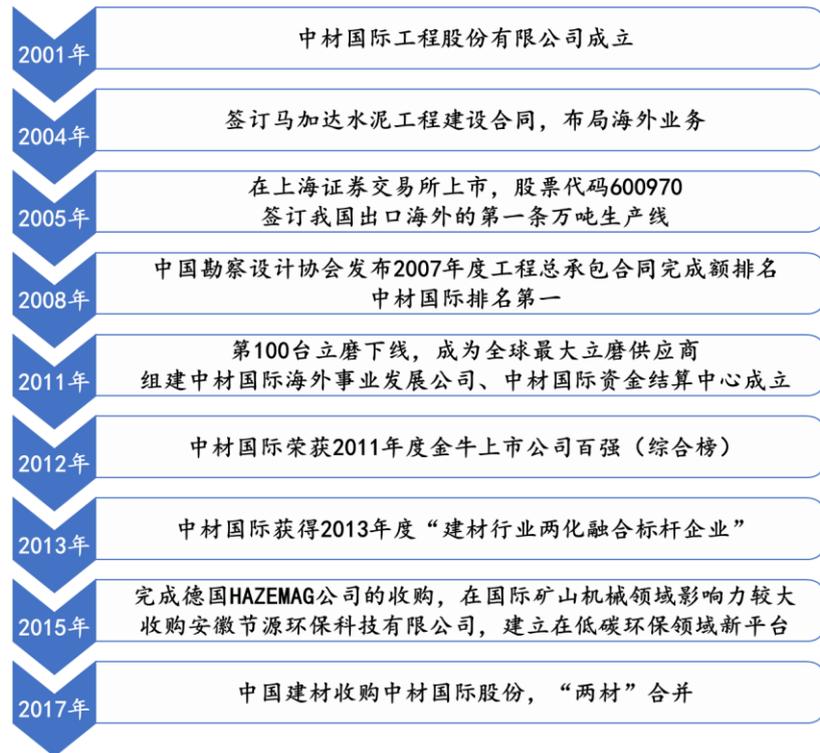
图 1: 公司发展历程	4
图 2: EPC 主要工作流程	4
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 公司营收及同比增速情况（2005-2017）	6
图 5: 公司归母净利润及同比增速情况（2005-2017）	6
图 6: 公司毛利率及净利率变化（2005-2017）	7
图 7: 2017 年中国水泥熟料产能海外投资排行榜-投产	7
图 8: 2017 年中国水泥熟料产能海外投资排行榜-在建	7
图 9: 全国对外承包工程完成营业额（2009-2017）	8
图 10: 全国对外承包工程新签合同金额（2009-2017）	8
图 11: 投资增速对水泥需求的支撑情况（2015-2018）	8
图 12: 水泥产量变化（2015-2018）	9
图 13: 新增水泥设计产能和生产线数（2013-2017）	9
图 14: 全国水泥价格指数变化（2015-2018）	9
图 15: 全国危险废物处置情况（2011-2016）	10
图 16: 水泥窑协同处置技术优点	10
图 17: 2016 年公司分业务新签合同额	11
图 18: 2017 年公司分业务新签合同额	11
图 19: 2016 年公司境外新签合同额业务分布占比情况	12
图 20: 2017 年公司境外新签合同额业务分布占比情况	12
图 21: 公司业务延伸示意图	12
图 22: 2016-2017 年公司主要业务收入情况	13
图 23: 2016-2017 年公司主要业务毛利情况	13
图 24: 节能环保“三位一体”布局	13
图 25: 保加利亚 Devnya 项目全景	14
图 26: 刚果（金）PPC-BARNET 项目全景	15

图 27: 埃及 GEO 项目全景.....	15
图 28: 2017 年中国建材股份主营构成.....	15
图 29: 2017 年中材股份主营构成.....	15
表 1: 公司各版块业务名称及介绍.....	5
表 2: 2016 年以来我国水泥窑协同处置废弃物相关政策.....	10

1、多领域布局，龙头地位稳固

中材国际成立于2001年，2005年在上交所挂牌上市。公司主要从事新型干法水泥生产线的建设业务，包括水泥生产线的研发与设计、装备采购及制造、设备安装等业务，在大中型新型干法水泥生产系统总承包市场占有绝对的市场份额。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。截至2017年末公司累计在全球73个国家和地区承接了214条生产线、56个粉磨站，海外合同及收入规模占比达到公司总规模80%以上，水泥工程主业全球市场占有率连续10年保持世界第一。

图1：公司发展历程

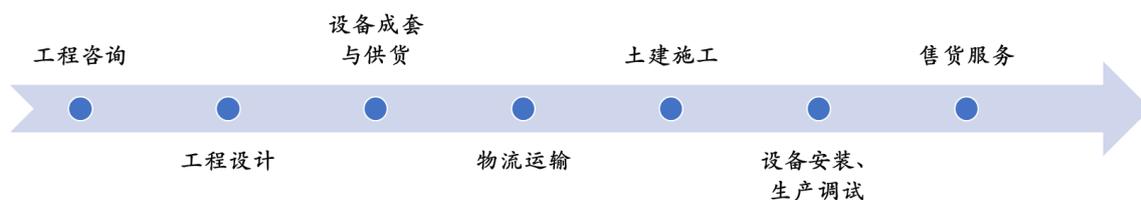


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.1、聚焦主业发展，多领域产业布局

公司目前业务主要分为4大类，分别为工程建设业务（水泥工程业务和多元化工程业务）、装备制造业务、环保业务和生产运营管理业务，其中工程建设业务是公司的核心业务，占到公司70%以上的新签合同及收入份额，主要采用工程总承包（EPC）模式服务；水泥工程业务又是公司核心及传统业务。

图2：EPC主要工作流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司具有境内外众多大中型项目建设经验和相关工程设计、咨询、专业承包和施工总承包等多项资质。截至 2017 年末，公司及所属公司拥有建筑业施工总承包和专业承包资质 20 项，其中，施工总承包资质 9 项、专业承包资质 11 项，为公司工程业务发展提供有力支撑。此外，公司多年在海外市场耕耘，公司及主要所属企业均具有对外承包工程资格。

此外，公司依附水泥装备领域强大的研发和制造能力，依托安徽节源、中材环境等业务主体，依靠多支专业的生产调试、生产运营管理队伍，在装备制造业务、环保业务、生产运营管理业务等领域多点开花，加快公司转型升级。

表1： 公司各版块业务名称及介绍

业务名称	业务介绍
水泥工程业务	依靠完整的水泥工程产业链及国际领先的新型干法水泥生产线工艺技术，具有从水泥项目咨询、工程设计、装备成套与供货、土建施工、设备安装到生产线调试并实现正常稳定运行的全过程系统集成服务能力。
多元化工程业务	利用丰富的海外工程经验和品牌优势，向矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，逐步由水泥工程专业服务商向综合性工程服务商转型。
装备制造业务	拥有水泥装备领域强大的研发和制造能力，是集研发、制造、销售、服务为一体的国内领先、国际先进的专业水泥装备制造服务提供商，产品几乎涵盖了新型干法水泥生产的全部专业设备。
环保业务	依托安徽节源、中材环境等业务主体，重点围绕污水处理、河道与水系综合治理、节能改造、废弃物处理、节能信息化、土壤修复等领域开展业务。
生产运营管理业务	拥有多支专业的生产调试、生产运营管理队伍，受益于水泥工程承包业务的良好客户基础，积极开展全面、系统、优质、高效的水泥生产线调试、工厂生产管理和维护服务。
其他业务	主要是单项设计、咨询、贸易及办公用房租赁等业务，影响较小。

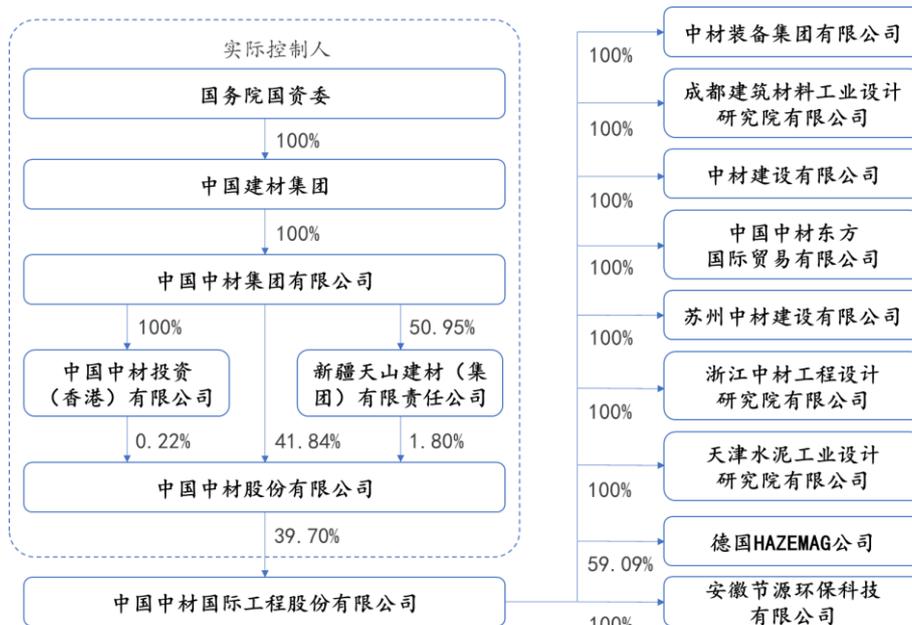
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、央企背景实力雄厚，股权激励提质增效

公司于 2005 年 4 月 12 日在上交所上市，截至 2017 年末，公司控股股东中国中材股份有限公司持有公司 39.7% 的股权，为公司的实际控制人。公司目前拥有中材装备、成都建筑材料工业研究院、中材建设、中材东方国际贸易、苏州中材建设、浙江中材工程设计研究院、天津水泥工业设计研究院、德国 HAZEMAG，安徽节源等 9 家主要控股参股公司。

此外，公司推出了股票期权激励计划，2018 年 1 月 26 日公司完成了向管理层和核心技术人员等 489 名激励对象授予 1742.45 万份股票期权，约占当前公司总股本的 0.99%。此次股权激励对象占员工总数的 5.93%。本次股权激励在 2018-2020 年中分三期解锁，解锁要求为三年中每年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%，净资产收益率分别不低于 8.9%、9.6%、10.3%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；同时，2018-2020 年度经济增加值指标完成情况达到中材股份下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零，充分体现了公司保持业绩增长的决心。

图3: 公司股权结构

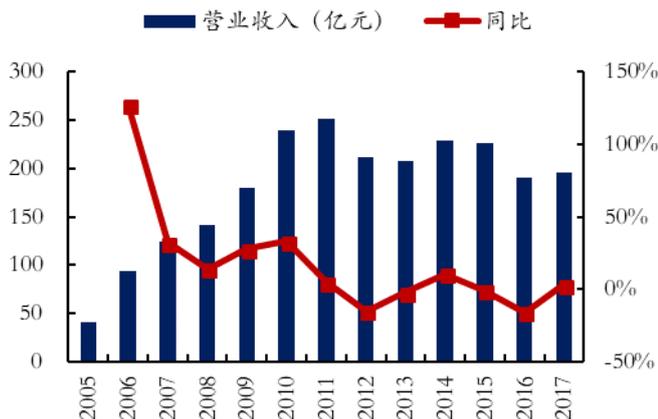


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、公司经营业绩回暖, 毛利率创历史新高

2012年, 由于海外业务出现亏损以及钢贸业务风险出现大幅减值, 公司业绩开始出现下滑, 2013年公司归母净利润达到最低, 仅为0.89亿元。2014年公司受益“一带一路”海外业务收入增加, 钢贸业务减值基本结束, 业绩出现好转, 实现营业收入228.65亿元, 同比增长10.29%, 归母净利润达1.48亿元, 同比增长66.02%。2017年公司国内外订单提升, 业绩步入正轨, 实现营业收入195.54亿元, 同比增长2.88%, 归母净利润为9.77亿元, 同比增长91.04%, 为2012年以来的新高。

图4: 公司营收及同比增速情况 (2005-2017)



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

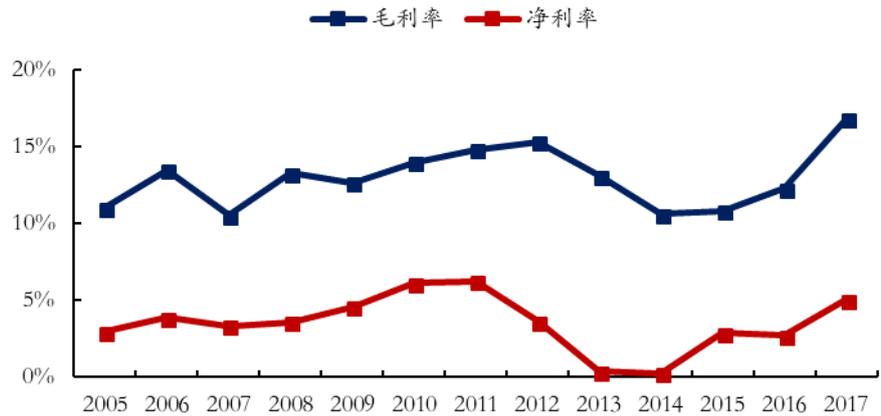
图5: 公司归母净利润及同比增速情况 (2005-2017)



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

公司毛利率一直保持在10%以上的较高水平, 在2013年出现下滑, 这主要受订单质量不佳, 所处工程阶段利润率低等原因所致, 2015年后逐步回升, 2017年公司毛利率达16.81%, 较去年同期增长4.6个百分点, 创历史新高。同时, 公司净利率也在2013~2014年进入低谷, 仅为0.34%、0.24%, 2015年开始回升, 2017年净利率达5.01%

图6： 公司毛利率及净利率变化（2005-2017）



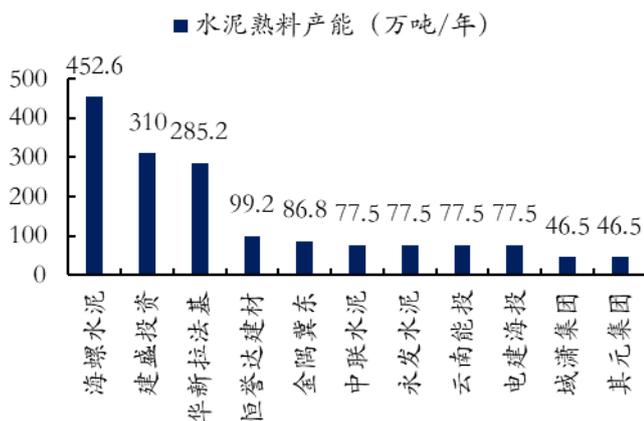
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

2、“一带一路”带动国际市场，拓展环保加强国内市场

2.1、推进“一带一路”，带动国内水泥产能出海

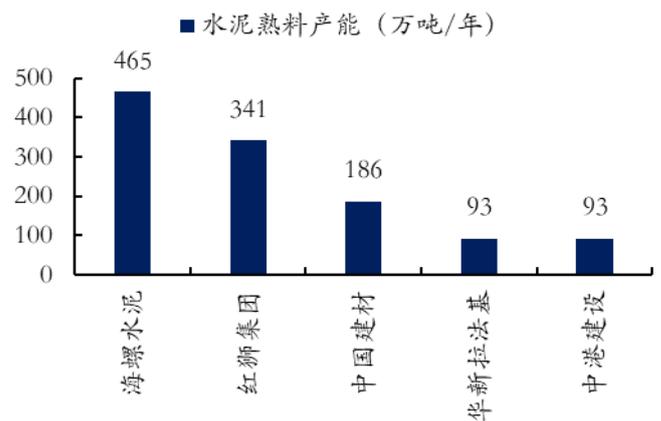
欧美发达国家经济发展持续稳定，水泥供需趋于饱和，仅有少量更新换代需求，相反新兴经济体国家与第三世界国家由于国内基础设施建设需要，部分国家水泥需求仍比较旺盛。2017年中国通过大力推进“一带一路”战略，有效带动了沿线国家的经济发展水平。在“一带一路”的推动下，中国越来越多的水泥企业开始走出去，感受“一带一路”带来的红利。2017年中国水泥熟料产能海外投资-投产中，海螺水泥、建盛投资、华新拉法基分别投产452.6万吨、310万吨、285万吨，位列前三名；此外，在海外在建投资排行榜中，海螺水泥、红狮集团、中国建材分别以465万吨、341万吨、186万吨，位列前三名。

图7： 2017年中国水泥熟料产能海外投资排行榜-投产



资料来源：中国水泥网，新时代证券研究所

图8： 2017年中国水泥熟料产能海外投资排行榜-在建

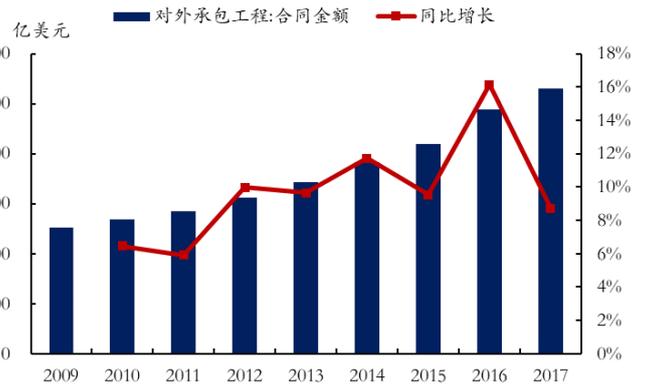


资料来源：中国水泥网，新时代证券研究所

同时，伴随我国不断深入推进“一带一路”倡议、“国际产能合作战略”，带动国内装备、技术、服务、标准和品牌“走出去”。2009-2017年，我国对外承包工程完成额及新签合同总额持续增长。据商务部统计，2017年我国对外承包工程业务完成营业额1686亿美元，同比增长5.77%；新签合同额2652.8亿美元，同比增长8.72%；其中，在“一带一路”沿线的61个国家新签对外承包工程项目合同7217份，新签合同额1,443.2亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的54.4%，同比增长14.5%；完成营业额855.3亿美元，占同期总额的50.7%，同比增长12.6%。

图9： 全国对外承包工程完成营业额（2009-2017）

资料来源：wind，新时代证券研究所

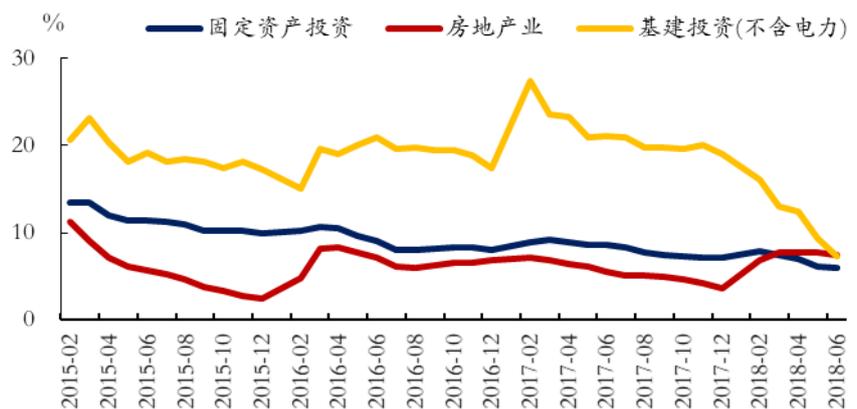
图10： 全国对外承包工程新签合同金额（2009-2017）

资料来源：wind，新时代证券研究所

此外，受新开工项目数量及所在国水泥需求的影响，在非洲、中东、越南、印尼、缅甸等项目多、技术力量薄弱的地区，对水泥生产线运营、维护等技术服务需求较大。

2.2、基建投资有望触底回升，国内水泥市场向好

2015年-2018上半年国内固定资产投资整体增速放缓，2018上半年固定资产投资（不含农户）增速为6%，较2017年同期下降2.6个百分点。自2015年开始对棚户区改造的安置问题兴起了货币化的安置方式，从而推进房地产去库存；至2018年大部分城市已经完成了去库存，转向补库存，使得该年上半年房地产投资增速为7.4%，较2017年同期上升1.9个百分点。2015年至2017年，我国基础设施建设投资（不含电力）增速持续稳定在较高水平，而从今年开始基建投资增速逐月下降，至6月其累计增速已跌破两位数为7.3%，较2017年同期下降13.7个百分点。

图11： 投资增速对水泥需求的支撑情况（2015-2018）

资料来源：wind，新时代证券研究所

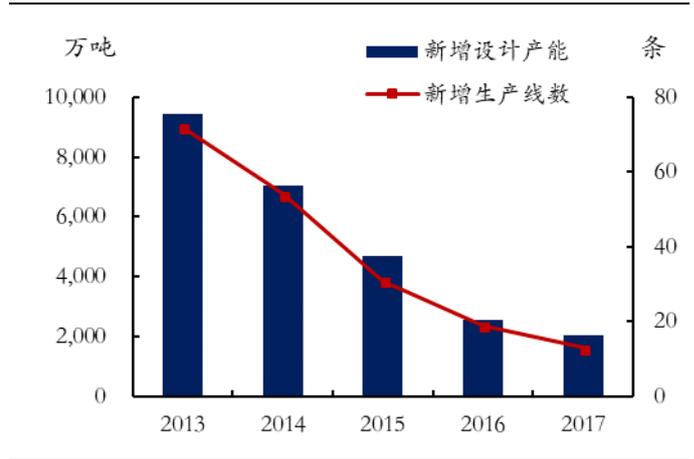
2018年7月20日，资管新规细则落地，监管边际放松，同时提到在过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求。23日，国务院常务委员会提出要加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行的使用进度，在推动在基础设施建设项目上早见成效；有效保障在建项目资金需求，对必要的在建项目避免资金断供、工程烂尾；要对接发展和民生需要，推荐建设和储备一批重大项目。政策利好频繁出台，基建投资下半年有望触底反弹。

图12: 水泥产量变化 (2015-2018)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

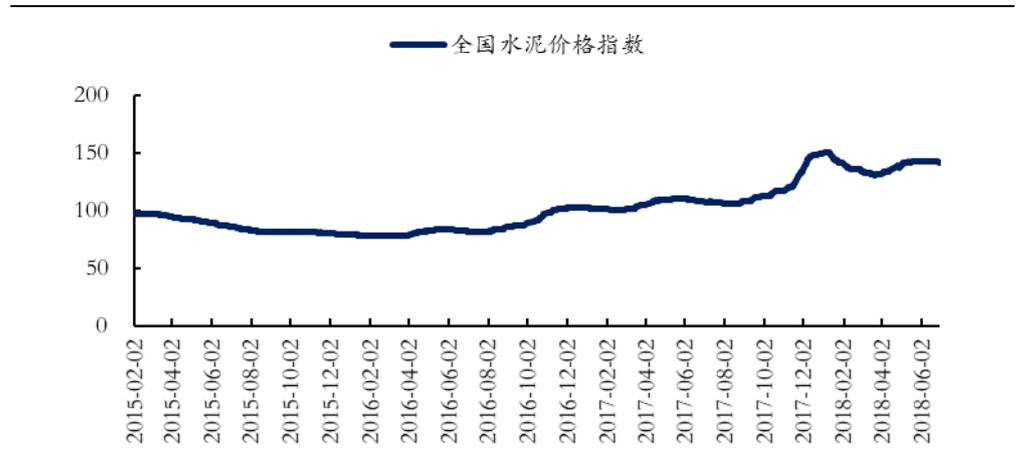
图13: 新增水泥设计产能和生产线数 (2013-2017)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

自2014年实施的产能置换是水泥去产能最重要的措施之一,2018年上半年全国累计水泥产量9.97亿吨,同比下降0.6%,较2017年同期下降1个百分点。据中国水泥协会统计,2015年至2017年全国新增投产水泥熟料生产线分别为31条、19条、13条,合计年度新增熟料产能分别为4712万吨、2558万吨、2046万吨,新增熟料产能已连续7年呈下降趋势。在价格方面,自2016年以来,水泥价格持续走高,2018年1月8日水泥价格指数达到150.90的最高点,之后仍维持较高水平,在基建预期回暖情势之下,国内水泥市场向好。

图14: 全国水泥价格指数变化 (2015-2018)

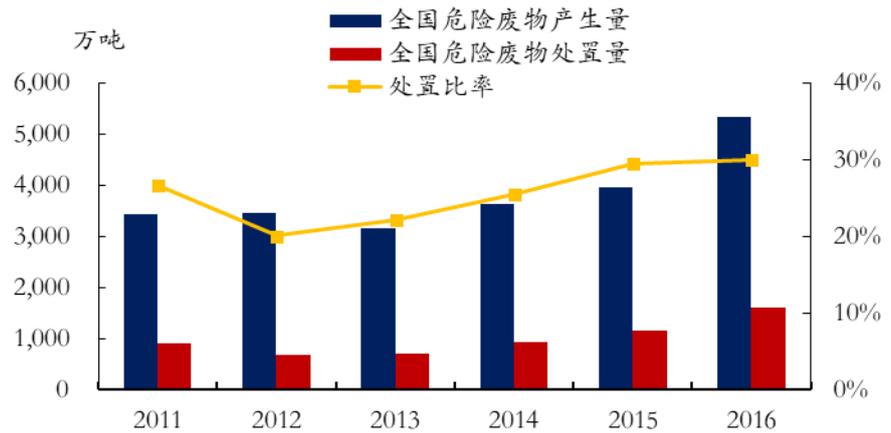


资料来源: wind, 新时代证券研究所

2.3、水泥窑协同处置废物市场潜力巨大

近年来,国家对环境治理、节能减排的要求日趋严格,将环境保护、生态治理作为社会发展的重要内容,其中危险废物的处理在环保行业中起到了举足轻重的作用。2012年以来我国危险废物处理能力明显提高,危废处置比率呈现出上升趋势。2016年我国危险废物产生量5347.3万吨,危险废物处置量1605.8万吨,危废处置比率达30.3%。目前我国工业危废处理行业整体综合利用水平较高,无害化处理水平较低,不同细分行业表现又有所差异。

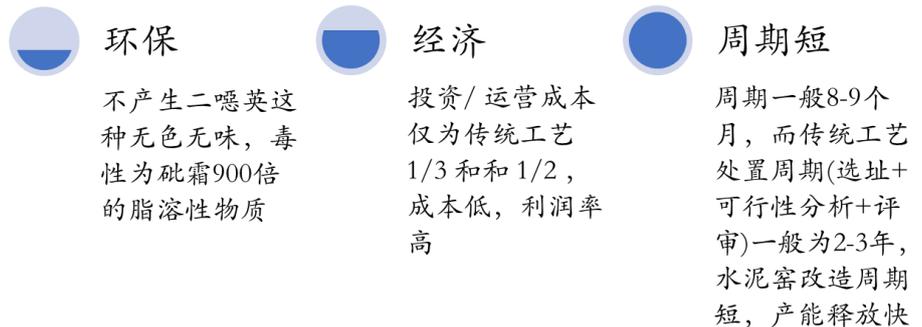
图15: 全国危险废物处置情况 (2011-2016)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

水泥窑协同处置是水泥工业提出的一种新的废弃物处置手段, 它是指将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑, 在进行水泥熟料生产的同时实现对固体废物的无害化处置过程, 可用于处理危险废物、生活垃圾 (包括废塑料、废橡胶、废纸、废轮胎等)、城市和工业污水处理污泥、动植物加工废物、受污染土壤、应急事件废物等固体废物。

图16: 水泥窑协同处置技术优点



资料来源: 中国水泥网, 新时代证券研究所

近年来, 水泥窑协同处置产业领域得到了国家政策的大力支持。2016年工信部发布《建材工业发展规划(2016-2020年)》, 要求“十三五”时期水泥窑协同处置生产线占比从目前的7%上升到15%, 水泥熟料原燃料中废弃物占比要达到20%以上。2016年全国申报产生危废近6000万吨, 而危废综合利用量仅为2050万吨, 无害化处置量仅为1174万吨, 无害化处置缺口巨大; 同时, 国内获得危险废物经营许可证的水泥窑协同处置危险废物生产线共24条, 总核准经营规模为152万吨。

表2: 2016年以来我国水泥窑协同处置废弃物相关政策

序号	政策	政策号
1	公示拟公布的《建材工业鼓励推广应用的技术和产品目录(2018-2019年本)》	工信部
2	工业化信息部 发展改革委 科技部 财政部 环境保护部关于加强长江经济带工业绿色发展的指导意见	工信部联节〔2017〕178号
3	关于发布《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南(试行)》的公告	环保部公告 2017年 第22号
4	工业和信息化部办公厅 国家开发银行办公厅关于推荐2017年工业节能与绿色发展重点信贷项目的通知	工信厅联节函〔2017〕234号

5	国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知	国发〔2016〕74号
6	国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知	国发〔2016〕65号
7	关于发布《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》的公告	环保部公告2016年第72号
8	工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016-2020年）的通知	工信部规〔2016〕315号
9	《绿色制造工程实施指南（2016-2020年）》正式发布	工信部
10	工业和信息化部关于印发工业绿色发展规划（2016-2020年）的通知	工信部规〔2016〕225号
11	国务院关于印发土壤污染防治行动计划的通知	国发〔2016〕31号
12	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	国办发〔2016〕34号
13	工业和信息化部关于印发《绿色制造2016专项行动实施方案》的通知	工信部节〔2016〕113号
14	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	国发〔2016〕8号

资料来源：各大政府网站，新时代证券研究所

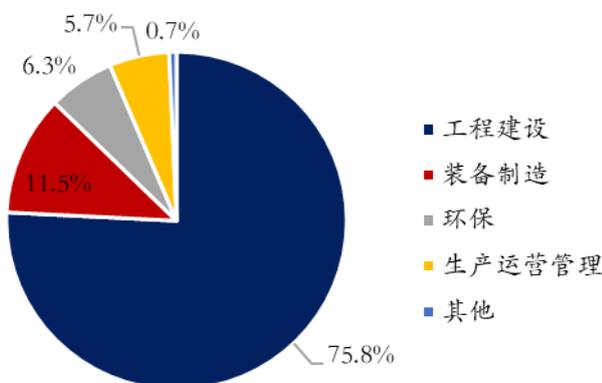
伴随国家对于危废处置监管趋于严格，预期非法处置企业将逐步退出市场，未来较长时间内，危废行业产能供不应求的局面将较难改变，各地政府对当地危险废弃物无害化处置的需求凸显，水泥窑协同处置废弃物市场潜力巨大。

3、转型升级添活力，“两材”合并实力强劲

3.1、订单充足，主业做优

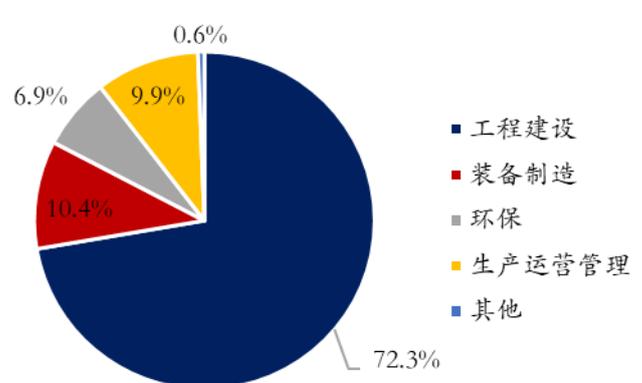
2017年公司新签合同额358.84亿元，同比增长28.94%。其中工程建设业务、装备制造业务、环保业务、生产运营管理业务分别新签合同额259.47亿元、37.14亿元、24.64亿元、35.41亿元，同比增长23%、16%、41%、122%。从新签合同额比例来看，公司传统的工程建设业务和装备制造业务的比例分别下降了3.5%、1.1%，而环保业务和生产运营管理业务分别上涨了0.5%、4.2%，表明公司目前在聚焦主业发展的同时，不断加快结构调整的步伐，进行转型升级。

图17：2016年公司分业务新签合同额



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图18：2017年公司分业务新签合同额



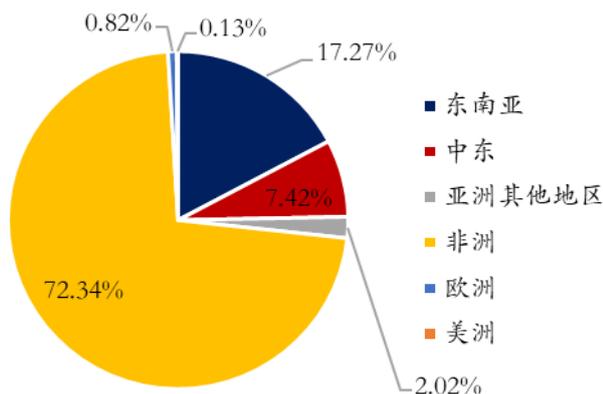
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2017年公司建立了完善国际市场管理运行体系，市场开拓成效显著。在境外公司以“切西瓜”模式建立了以责任区域、责任客户为核心的“责任制”国际市场

管理机制,2017年公司境外项目达70个,新签境外合同额293亿元,同比增长24%.,其中新签境外水泥工程及装备合同206亿元,新签境外水泥生产线20条,粉磨站8个,海外市场占有率连续10年稳居第一。

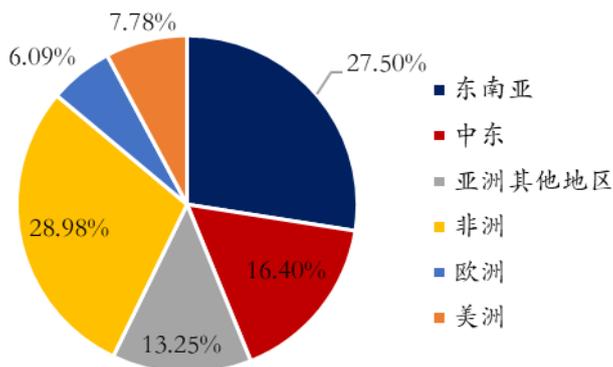
从境外新签项目合同额占比情况来看,公司的境外业务主要集中在亚洲、非洲地区,2017年亚非项目占比达86.14%,同比下降了12.91个百分点,合同金额为209亿与16年基本持平。受益于国家“一带一路”战略,国外水泥需求量仍有一定的空间,公司未来境外业务订单将会有所保障,龙头地位稳固。

图19: 2016年公司境外新签合同额业务分布占比情况



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

图20: 2017年公司境外新签合同额业务分布占比情况



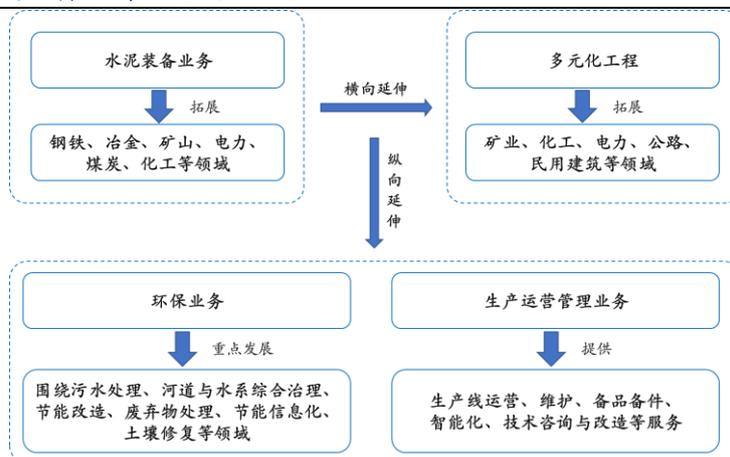
资料来源:公司公告,新时代证券研究所

国内方面,公司强化与集团内外大型水泥企业的协同,新签合同41亿元,其中,新签国内水泥生产线3条;伴随国内技改需求逐步释放,新签技术改造合同逾8亿元。受中美贸易争端影响,中国或将对外大力推进“一带一路”建设、对内大力发展基建,以抵消出口贸易受到的不利影响,水泥需求得到支撑,公司或从中受益。

3.2、多层次拓展业务领域,加速转型升级

2017年,公司新签多元化工程、节能环保、生产运营管理合同累计112亿元,同比增长140%,占总业务规模的31%;新业务实现营业收入35.76亿元,同比增长68%,占全年营业收入的18%,产业结构得到进一步优化,转型升级驶入“快车道”。

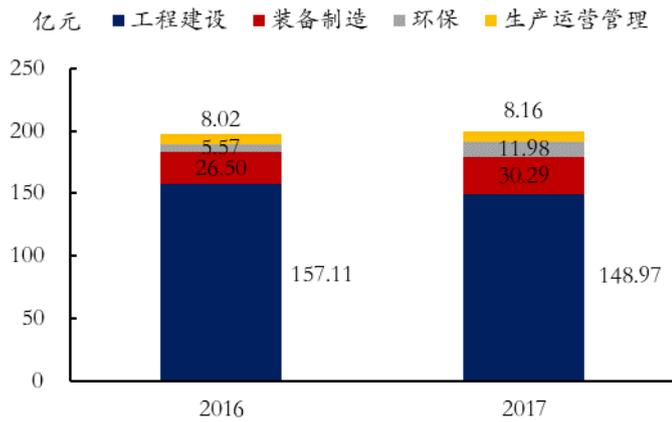
图21: 公司业务延伸示意图



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

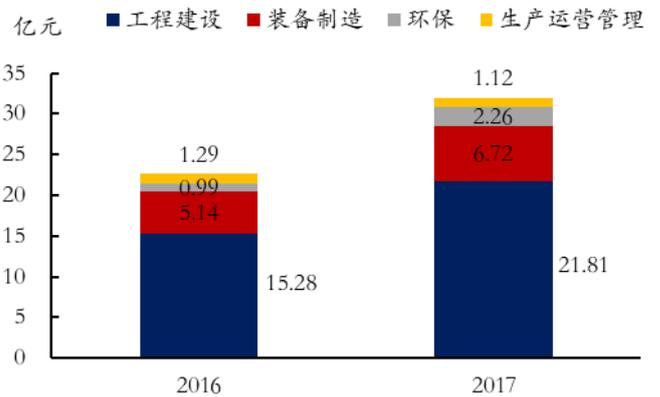
公司积极发挥水泥装备工程业务在海外形成的品牌、经验、市场、人力资源、国际项目管理等优势,通过“属地化经营+区域化管理”,深耕优势区域和重点客户,以所在国家市场需求为根本,在电力工程、能源工程、矿业工程、工业建筑、民用建筑等领域加快拓展多元化工程业务,促使公司由水泥工程专业服务商向综合性工程服务商转型。2017年公司新签多元化工程合同52亿元,同比增长2.7倍,同时获取俄罗斯哈弗汽车厂、阿联酋房建、印尼煤电厂、印尼洗煤厂等项目;实现多元化工程收入15.62亿元,同比增长103%。

图22: 2016-2017年公司主要业务收入情况



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

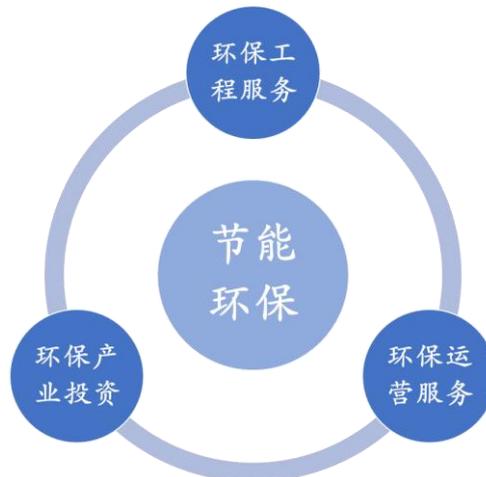
图23: 2016-2017年公司主要业务毛利情况



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

同时,公司进一步做大做强节能环保市场,大力推进水泥窑协同处置平台、土壤调理剂业加快转型升级。突出“技术引领”,灵活运用EMC、EPC+F等多种业务模式,重点围绕污水处理、河道与水系综合治理、节能改造、废弃物处理、节能信息化、土壤修复等领域,通过环保工程服务、环保运营服务、环保产业投资“三位一体”布局,努力成为节能环保领域具有核心竞争力的专业化工程技术服务商和专业化投资运营商。

图24: 节能环保“三位一体”布局



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

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%;实现节能环保收入11.98亿元,同比增长115%,毛利达2.26亿元,同比增长128%;同时,公司所属溧阳中材在利用水泥窑协同处置生活垃圾、危险废物、污染土及一般工业固废方面,2017年年处置量分别达到15.28

万吨、0.88 万吨、7.31 万吨、19.36 万吨。

公司依托既有水泥技术装备工程服务优势、海外工程项目和当地市场需求，大力拓展“EPC+M”、“EMC”等业务模式的应用，以向客户提供生产线运营、维护、备品备件、智能化、技术咨询与改造等服务。2017 年新签生产运营管理合同 35.41 亿元，同比增长 122%，承接运维生产线 14 条；同年公司在手运维生产线 32 条，服务产能逾 6,000 万吨，实现生产运营管理收入 8.16 亿元，同比增长 1.78%，毛利 1.12 亿元，同比下降 15.17%。

3.3、精细化管理提升盈利能力，深化改革创新增强活力

公司持续推进全面对标和管理提升，积极开展项目管理创新成果交流，推动对标体系向 KPI 对标、经营对标、管理对标拓展，扩大对标成果共享。2017 年公司工程建设主业毛利率为 14.64%，较 2016 年同期提升了 4.91 个百分点。

公司积极开展低效无效资产处置及“压减”工作，2017 年减少法人单位 6 户，进一步明确装备板块“去产能”规划并推进实施；建立业务导向的人力资源优化机制，推动传统主业人员向新产业转移，人力资源结构进一步优化。积极开展“两金”专项清理，努力做到“结算及时，回收及时”，通过多种途径清收“两金”存量。2017 年压降初现成效，资产负债率较去年同期下降 0.77 个百分点。

2017 全年，公司共取得 PAC 证书 26 个，FAC 证书 19 个。其中，保加利亚 Devnya 项目荣获中国建设工程鲁班奖（境外工程）；刚果（金）PPC-BARNET 项目获得业主签发的 Taking Over Certificate (TOC) 证书；埃及 GOE 项目是目前全球在同一建设场地、同时开工建设的世界水泥工业史上最大规模水泥生产线总承包项目，其 6 条线已全面点火成功，创造“中国制造和中国速度”的新典范。

图25： 保加利亚 Devnya 项目全景



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2017 全年开展自立科研开发项目 158 项，申请专利 76 项，获得专利授权 62 项，30 余个科研项目获得集团及行业内的科学技术奖项，4 个课题获得科技部“十三五”国家重点研发计划立项，获批国家级项目拨款总经费达 1200 万元。2017 年 3 月，参与由浙江大学牵头建设的垃圾焚烧技术与装备国家工程实验室，这是中国垃圾和危险废物焚烧领域唯一布局的工程实验室，为公司发展水泥窑协同处置技术升级打下坚实基础。

图26: 刚果(金) PPC-BARNET 项目全景



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图27: 埃及 GEO 项目全景



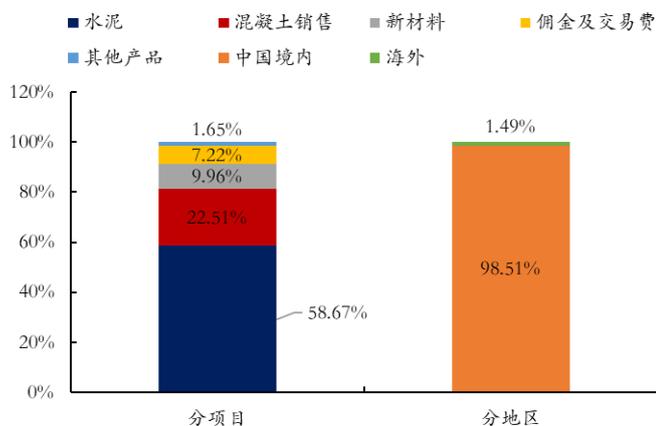
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.4、“两材”合并, 集团工程板块唯一上市企业

2017年12月6日, 中国建材集团有限公司旗下中国建材股份有限公司及中国中材股份有限公司分别召开股东大会并联合公布中国建材股份和中材股份的合并事项, “两材”正式合并。合并后新公司总资产超过4600亿元, 在水泥熟料、商品混凝土、石膏板、玻璃纤维、风电叶片以及国际水泥工程和余热发电工程市场6个领域居世界第一。中材国际作为中国建材集团旗下工程板块唯一的一家上市公司, 有望在“两材”合并后迎来新的发展阶段。

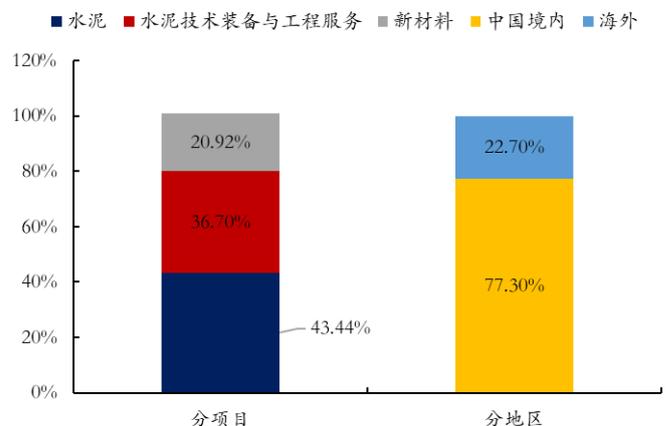
“两材”合并后, 中材国际公司业务多层面受益。海外业务方面, 中国建材集团海外发展战略为到2020年实现“六个一”的发展目标, 即到2020年, 建设10个迷你工业园、10个海外区域检测认证中心、10个海外仓、100家建材连锁分销中心, 做100个EPC项目、100家工厂的智慧工业管理。海外业务是中材国际传统强项, 公司2017年实现营收195.54亿元, 海外业务收入159亿元, 占比高达81.3%, 随着“两材合并”, 公司将以其强大的海外业务实力与经验作支撑, 工程建设和装备制造主业有望在中国建材集团海外业务扩张中持续受益。

图28: 2017年中国建材股份主营构成



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图29: 2017年中材股份主营构成



资料来源: wind, 新时代证券研究所

此外, 环保业务方面, 中国建材集团2017年水泥熟料总产能达3.755亿吨, 位居中国水泥行业第一。面对如此巨大的产能, 中材国际的水泥窑协同处置业务未来发展潜力巨大。

4、估值

根据我们的盈利预测，中材国际在 2018~2020 年预计实现归母净利分别为 13.2/16.4/19.8 亿元，同比增长 34.6%/24.6%/21.0%，对应 EPS 为 0.75/0.94/1.13 元。当前股价对应 2018~2020 年 PE 为 9.4/7.5/6.2 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

固定资产投资下行，海外拓展风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	220	224	264	311	362	营业收入	190	196	237	275	315
现金	101	97	118	142	168	营业成本	167	163	197	228	260
应收账款	34	29	35	41	47	营业税金及附加	1	1	1	1	1
其他应收款	6	8	9	11	12	营业费用	3	3	4	4	5
预付账款	25	34	34	40	45	管理费用	14	15	19	22	25
存货	42	37	44	51	58	财务费用	-1	3	1	1	1
其他流动资产	12	20	24	28	32	资产减值损失	2	2	2	2	2
非流动资产	58	74	72	71	70	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	1	投资净收益	-0	0	0	0	0
固定资产	19	19	21	21	20	营业利润	6	10	14	18	23
无形资产	8	7	7	6	5	营业外收入	1	2	2	2	2
其他非流动资产	31	46	44	43	43	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	278	297	336	382	432	利润总额	7	12	16	20	24
流动负债	186	190	219	252	287	所得税	1	2	3	4	5
短期借款	6	8	10	12	14	净利润	5	10	13	16	20
应付账款	65	61	74	85	97	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他流动负债	115	121	135	155	176	归属母公司净利润	5	10	13	16	20
非流动负债	20	28	29	30	31	EBITDA	7	15	18	22	26
长期借款	10	18	18	18	18	EPS(元)	0.29	0.56	0.75	0.94	1.13
其他非流动负债	10	9	11	12	12						
负债合计	206	218	248	282	318						
少数股东权益	4	4	4	4	4	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	18	18	18	18	18	成长能力					
资本公积	10	10	10	10	10	营业收入(%)	(15.9)	2.9	21.2	16.0	14.6
留存收益	41	48	57	68	82	营业利润(%)	(27.3)	82.9	40.7	28.0	23.2
归属母公司股东权益	69	76	85	96	110	归属于母公司净利润(%)	(23.3)	91.8	34.6	24.6	21.0
负债和股东权益	278	297	336	382	432	获利能力					
						毛利率(%)	12.2	16.8	16.7	17.2	17.6
						净利率(%)	2.7	5.0	5.6	6.0	6.3
						ROE(%)	7.4	12.9	15.5	17.0	18.0
						ROIC(%)	3.8	9.2	10.5	11.9	12.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	74.0	73.3	73.6	73.8	73.6
						净负债比率(%)	5.9	11.9	8.4	7.9	7.5
						流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
						速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	5.3	6.2	7.4	7.2	7.2
						应付账款周转率	2.6	2.6	2.9	2.9	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.56	0.75	0.94	1.13
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	-1.12	1.87	1.63	1.84
						每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.31	4.83	5.49	6.28
						估值比率					
						P/E	24.18	12.61	9.37	7.52	6.21
						P/B	1.80	1.63	1.45	1.28	1.12
						EV/EBITDA	55.80	25.6	21.5	17.7	15.0

现金流量表(亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	24	-20	33	29	32
净利润	0	10	13	16	20
折旧摊销	0	2	3	3	3
财务费用	0	3	1	1	1
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	0	-14	16	8	9
其他经营现金流	24	-20	0	0	0
投资活动现金流	-1	-0	-2	-2	-2
资本支出	0	-4	-2	-2	-2
长期投资	-0	-2	0	0	0
其他投资现金流	-1	-6	-4	-4	-4
筹资活动现金流	-11	9	-10	-3	-4
短期借款	0	0	2	2	2
长期借款	-5	17	-9	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-7	-3	-5	-6
现金净增加额	11	-11	21	24	27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>