

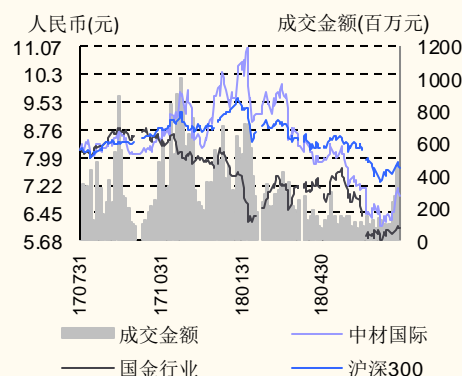
中材国际 600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 6.90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)	12,104.38
年内股价最高最低(元)	11.08/6.06
沪深300指数	3521.23
上证指数	2873.59



订单下滑无碍基本面, 超低估值下具备长期成长空间

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

- 2018年H1公司新签订单121亿元, 同减23%。

经营分析

- 订单饱满助力公司业绩稳健增长。1) 2018年H1公司新签订单121亿元, 同减23%。其中Q1/Q2新签订单54/67亿元, 同减22%/25%。2) 分业务来看, 公司工程建设/装备制造/环保/生产运营管理业务新签订单达86/21/11.5/0.4亿元, 同比-19%/42%/-14%/-98%。3) 分区域来看, 公司境内/境外新签订单34/87亿元, 同增58%/-36%, 国内订单表现靓丽。4) 截止6月末, 公司在手订单达474.5亿元, 同增10%, 订单营收比达2.4倍, 在手订单充裕保障公司未来业绩。4) 市场质疑公司订单增长的可持续性, 我们认为公司自2015年以来大力拓展多元化工程已取得显著成效, 2017年公司多元化工程新签订单达52亿, 同比增长270%, 依靠公司在水泥工程市场细分市场的国际知名度, 公司在多元化工程的开拓将打开公司在水泥工程市场的天花板, 长期来讲公司订单增长具备可持续性; 此外, 公司的长期成长性还来自于公司在环保业务的布局(EMC、流域治理, 水泥窑协同处置危废等)。短期订单的下滑不影响公司长期发展潜力。

- 人民币贬值进一步提升公司业绩。1) 截止2018年7月27日, 年初以来人民币贬值3.98%。2) ①提升毛利率。海外合同多以美元计价, 以人民币为记账单位, 人民币贬值后, 一方面结转营收增加, 一方面部分成本由国内采购, 并不会完全冲抵收入增长, 提振公司毛利率。②人民币贬值招投标报价更低, 国际工程项目更俱吸引力。③人民币汇兑损失边际下降。

- 五维度低估值, 安全边际高: 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8倍; 2) 目前可比公司中工国际/北方国际2018年PE估值分别为9.7/11.4倍; 3) 公司目前PB估值1.56倍, 在四大国际中略高于中钢国际(1.48倍), 远低于中工国际(2)/北方国际(1.9)。但预收账款达315亿元, 占负债的44%; 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3.7%; 5) 公司目前PEG仅0.15倍。

投资建议

- 我们维持盈利预测, 2018/2019年归母净利润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。

相关报告

1. 《被低估的优质世界水泥工程龙头-《2018-07-19公司点评...》, 2018.7.20
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

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
主营业务收入	22,596	19,007	19,554	22,415	24,579	28,396	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
主营业务成本	-20,158	-16,681	-16,267	-18,265	-19,790	-22,873	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
毛利	2,438	2,326	3,286	4,150	4,789	5,523	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%
营业税金及附加	-84	-70	-74	-85	-93	-108	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
营业费用	-282	-280	-306	-359	-418	-454	%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
管理费用	-1,331	-1,371	-1,548	-1,670	-1,868	-2,158	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%
息税前利润 (EBIT)	741	606	1,358	2,036	2,410	2,802	资产总计	28,535	27,800	29,715	33,233	37,048	42,701
%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
财务费用	65	125	-289	-237	-78	-73	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
资产减值损失	-56	-160	-155	-68	-73	-95	流动负债	20,011	18,589	18,997	20,826	22,635	26,012
公允价值变动收益	0	4	3	0	0	0	长期贷款	643	976	1,831	2,431	3,031	3,631
投资收益	15	-18	47	40	40	40	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%	负债	21,741	20,580	21,770	24,358	26,837	30,936
营业利润	765	557	1,016	1,772	2,299	2,675	普通股股东权益	6,446	6,854	7,562	8,492	9,827	11,381
%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
营业外收支	55	99	191	50	50	50	负债股东权益合计	28,535	27,800	29,715	33,233	37,048	42,701
税前利润	819	656	1,207	1,822	2,349	2,725							
利润率	3.6%	3.5%	6.2%	8.1%	9.6%	9.6%	比率分析						
所得税	-170	-146	-226	-337	-435	-504		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	20.7%	22.3%	18.8%	18.5%	18.5%	18.5%	每股指标						
净利润	649	509	980	1,485	1,915	2,221	每股收益	0.568	0.292	0.557	0.846	1.091	1.266
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0	每股净资产	5.512	3.907	4.311	4.841	5.602	6.488
归属于母公司的净利润	664	511	977	1,485	1,915	2,221	每股经营现金净流	1.649	1.323	-1.155	1.801	1.716	1.917
净利率	2.9%	2.7%	5.0%	6.6%	7.8%	7.8%	每股股利	0.038	0.152	0.282	0.260	0.330	0.380
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.31%	7.46%	12.92%	17.49%	19.48%	19.51%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	2.33%	1.84%	3.29%	4.47%	5.17%	5.20%
净利润	649	509	980	1,485	1,915	2,221	投入资本收益率	6.21%	5.23%	9.51%	13.47%	13.77%	13.92%
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0	增长率						
非现金支出	325	500	448	363	412	484	主营业务收入增长率	-1.17%	-15.88%	2.88%	14.63%	9.65%	15.53%
非经营收益	23	49	38	78	99	141	EBIT增长率	-9.00%	-18.24%	124.06%	49.96%	18.33%	16.31%
营运资金变动	931	1,263	-3,492	1,234	585	517	净利润增长率	347.82%	-23.02%	91.04%	52.00%	28.94%	15.98%
经营活动现金净流	1,928	2,321	-2,026	3,160	3,010	3,363	总资产增长率	13.68%	-2.58%	6.89%	11.84%	11.48%	15.26%
资本开支	-179	-138	-101	-292	-346	-399	资产管理能力						
投资	-230	15	46	-75	-100	-150	应收账款周转天数	55.9	68.5	58.8	55.0	52.0	55.0
其他	-16	-21	8	40	40	40	存货周转天数	95.9	107.5	87.7	85.0	82.0	80.0
投资活动现金净流	-425	-144	-48	-327	-406	-509	应付账款周转天数	107.6	140.0	141.4	140.0	140.0	140.0
股权募资	421	15	0	0	0	0	固定资产周转天数	33.3	36.9	35.9	31.8	29.6	26.1
债权募资	19	-840	1,803	-699	600	600	偿债能力						
其他	-7	-113	-1,206	-741	-768	-897	净负债/股东权益	-94.64%	-117.48%	-77.48%	-87.32%	-93.88%	-98.11%
筹资活动现金净流	432	-938	596	-1,440	-168	-297	EBIT利息保障倍数	-11.4	-4.8	4.7	8.6	31.0	38.6
现金净流量	1,935	1,239	-1,478	1,393	2,436	2,556	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	7
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.36

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