

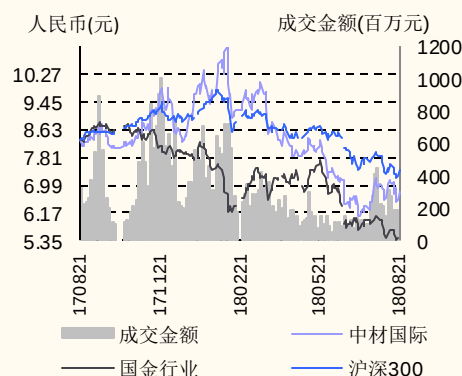
中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.78 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) 11,893.87
年内股价最高最低(元) 11.08/6.06
沪深 300 指数 3326.65
上证指数 2733.83



相关报告

- 1.《订单下滑无碍基本面，超低估值下具备长期成长空间-《2018-...》，2018.7.30
- 2.《被低估的优质世界水泥工程龙头-《2018-07-19 公司点评...》，2018.7.20
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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》，2018.2.25

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

盈利能力再创新高，H2 经营现金流料大幅好转

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	8.01	6.21	5.36
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

- 公司中期营收 101 亿，归母净利润 6.5 亿，分别同比增长 14%、45%，基本符合我们预期。

经营分析

- **盈利能力再创历史新高，汇兑损失仍对业绩影响较大：**报告期公司业绩增长 45%，主要原因系营收稳定增长及毛利率创历史新高所致。H1 毛利率达到 17.81%，同增 2.01pct，创历史新高。期间费用率 9.47%，和上年同期 9.55%基本持平，其中财务费用中汇兑损失 1.51 亿，较上年同期 1.49 亿略增，若不考虑汇兑影响，公司上半年归母净利润约 7.72 亿，同增 36%。单季度来看 Q1/Q2 单季度净利润同比增速分别为 18%/59%，毛利率分别为 18.09%/17.42%维持高水平，我们判断 Q1/Q2 业绩同比增速差异主要系 Q1 汇兑损失较大而 Q2 或有汇兑收益所致。公司上半年产生公允价值变动净损失 3649 万元，主要系公司新增远期外汇合约的公允价值损失所致。
- **经营现金流负数较大无需过虑，下半年有望大幅好转：**报告期公司经营活动产生的现金流净额为-10 亿，H1 公司收付现比分别为 0.9/1.09，上年同期公司收付现比 1.17/1.11，收现比大幅下滑，我们判断主要原因系埃及 GOE 分期付款项目所致，报告期末公司一年内到期的非流动资产和长期应收款合计约 41 亿元，较期初的 33 亿元增长 8 亿元，且随着业务扩大保证金等受限资金报告期末为 22 亿元，较年初的 20 亿元增长 2 亿元。若扣除这两项公司经营性现金流出流入基本持平，目前 GOE 项目已完工，下半年经营性现金流预计将大幅好转。
- **杠杆率低，资产质量优质：**报告期末公司杠杆率 74%，剔除预收账款后 43%较上年同期 42%略有增加，报告期末公司长短期借款合计 45 亿元，较上年同期约增长 15 亿元，增速约 50%，皆因埃及 GOE Beni Suf 项目所致。报告期末公司应收账款/其他应收账款/存货合计 84 亿元，同增 10%，占总资产比例 27%，坏账损失仅 600 万元，应收账款资产质量优良。

盈利预测及投资建议

- 我们维持预测公司 2018/2019EPS 分别为 0.85/1.09 元，归母净利润分别为 15/19 亿元。目前股价对应 2018 年 PE8 倍不到为历史最低估值，考虑到公司经营质量优秀，业绩高增及水泥窑协同处置危废/国改潜力巨大，维持目标价 17-18 元。

风险提示：人民币升值、多元化工程低于预期、应收账款风险等。

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	22,415	24,579	28,396
增长率		-15.9%	2.9%	14.6%	9.7%	15.5%
主营业务成本	-20,158	-16,681	-16,267	-18,265	-19,790	-22,873
%销售收入	89.2%	87.8%	83.2%	81.5%	80.5%	80.6%
毛利	2,438	2,326	3,286	4,150	4,789	5,523
%销售收入	10.8%	12.2%	16.8%	18.5%	19.5%	19.4%
营业税金及附加	-84	-70	-74	-85	-93	-108
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-282	-280	-306	-359	-418	-454
%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	-1,670	-1,868	-2,158
%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	2,036	2,410	2,802
%销售收入	3.3%	3.2%	6.9%	9.1%	9.8%	9.9%
财务费用	65	125	-289	-237	-78	-73
%销售收入	-0.3%	-0.7%	1.5%	1.1%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-56	-160	-155	-68	-73	-95
公允价值变动收益	0	4	3	0	0	0
投资收益	15	-18	47	40	40	40
%税前利润	1.9%	n.a	3.9%	2.2%	1.7%	1.5%
营业利润	765	557	1,016	1,772	2,299	2,675
营业利润率	3.4%	2.9%	5.2%	7.9%	9.4%	9.4%
营业外收支	55	99	191	50	50	50
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%
所得税	-170	-146	-226	-337	-435	-504
所得税率	20.7%	22.3%	18.8%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	649	509	980	1,485	1,915	2,221
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	1,485	1,915	2,221
净利率	2.9%	2.7%	5.0%	6.6%	7.8%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	649	509	980	1,485	1,915	2,221
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0
非现金支出	325	500	448	363	412	484
非经营收益	23	49	38	78	99	141
营运资金变动	931	1,263	-3,492	1,234	585	517
经营活动现金净流	1,928	2,321	-2,026	3,160	3,010	3,363
资本开支	-179	-138	-101	-292	-346	-399
投资	-230	15	46	-75	-100	-150
其他	-16	-21	8	40	40	40
投资活动现金净流	-425	-144	-48	-327	-406	-509
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	-741	-768	-897
筹资活动现金净流	432	-938	596	-1,440	-168	-297
现金净流量	1,935	1,239	-1,478	1,393	2,436	2,556

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	11,071	13,508	16,064
应收款项	4,668	4,805	4,571	5,352	5,650	6,772
存货	5,653	4,170	3,651	4,253	4,446	5,013
其他流动资产	4,019	2,906	4,454	5,075	5,806	7,004
流动资产	23,260	22,003	22,354	25,751	29,410	34,853
%总资产	81.5%	79.1%	75.2%	77.5%	79.4%	81.6%
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%	6.7%	6.1%	5.4%
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%	22.5%	20.6%	18.4%
资产总计	28,535	27,800	29,715	33,233	37,048	42,701
短期借款	1,866	670	1,701	900	900	900
应付款项	16,073	16,917	16,648	19,206	20,953	24,210
其他流动负债	2,072	1,002	648	720	783	902
流动负债	20,011	18,589	18,997	20,826	22,635	26,012
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	1,102	1,171	1,293
负债	21,741	20,580	21,770	24,358	26,837	30,936
普通股股东权益	6,446	6,854	7,562	8,492	9,827	11,381
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	33,233	37,048	42,701

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.568	0.292	0.557	0.846	1.091	1.266
每股净资产	5.512	3.907	4.311	4.841	5.602	6.488
每股经营现金净流	1.649	1.323	-1.155	1.801	1.716	1.917
每股股利	0.038	0.152	0.282	0.260	0.330	0.380
回报率						
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%
增长率						
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%
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	31.8	29.6	26.1
偿债能力						
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%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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

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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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