

中材国际 (600970)

证券研究报告

2018年08月23日

毛利率大幅上升，国内新业务拓展值得期待

国内新签订单高速增长，海外订单减少

2018年上半年公司新签合同120.81亿元，同比下降23%。其中国内新签合同33.51亿元，同比增长58%。主要是因为国内水泥行业经济效益好转，产能置换、技术改造相关项目增多。上半年新签海外合同87.3亿元，同比下降36%。主要是由于全球水泥工程市场竞争激烈，国际热点区域的水泥投资下滑。2018年上半年，公司新签水泥工程及装备合同86.20亿元。新签新业务合同33.37亿，占比近30%。未完成合同额475亿元，较去年增长10%。

营收稳定增长，精细化管理+内部集采致整体毛利率大幅上升

公司2018年上半年营业收入100.8亿元，同增14%。其中，工程建设实现营业收入78.8亿元，同比增长10.22%；非工程类业务实现营业收入25亿元，同比上升14%，各项环保业务均在快速推进中。上半年海外营收82亿，较上年同期上升13.28%，国内营收18亿，较上年同期上升15.9%，在手订单收入比持续提升，收入有望稳定增长。

2018年上半年毛利率17.81%，较上年同期大幅提升2.01个百分点。主要是公司提高了占比较高的工程建设的EPC全流程的精细化管理和内部集中采购力度，该业务毛利率增长了2.98个百分点，未来公司会继续努力保持较高的毛利率水平。

期间费用率小幅下降，人民币贬值下全年汇兑损失有望成为收益

公司18年上半年的期间费用率为9.47%，较上年同期9.55%的期间费用率略有降低，其中销售费用率1.47%，下降0.12个百分点，管理费用率6.81%，下降0.33个百分点，财务费用率1.19%，增加0.29个百分点，其中汇兑损益与去年基本持平。人民币7月以来贬值了2.8%，如果保持这样的汇率，汇兑损失会从上半年的1.51亿元变成汇兑收益。资产减值损失本期没有较大变化。公允价值变动-3679万元，主要因为新增远期外汇合约公允价值下降。综合起来，实现归属于上市公司股东的净利润6.48亿元，同比增长45.38%。

经营现金流恶化，收现比大幅下降

2018年上半年付现比1.0923，比去年同期下降了2个百分点。2018年上半年收现比0.9005，较去年同期下降23个百分点，因为国内工程前期投入较多，以及埃及项目分期收款所致。综合起来，2018年上半年公司经营现金流量净额为-10亿元，同比恶化276%。

投资建议

公司收入稳健增长，国内订单和新业务拓展值得期待，人民币汇率目前水平也对公司利润产生有利影响。维持公司2018~2020年的EPS为0.78、1.00、1.21元/股，对应PE8、7、5倍。维持“买入”评级。3月以来，去杠杆不断深化和投资行为等因素使行业估值下降近25%，我们相应下调公司目标价由12.5至9元，对应18年目标PE12倍。

风险提示：汇率风险、项目推进不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,006.93	19,553.69	22,955.63	28,200.57	34,514.60
增长率(%)	(15.88)	2.88	17.40	22.85	22.39
EBITDA(百万元)	771.77	1,545.41	1,873.15	2,300.23	2,730.95
净利润(百万元)	511.38	976.92	1,368.42	1,746.29	2,129.54
增长率(%)	(23.02)	91.04	40.07	27.61	21.95
EPS(元/股)	0.29	0.56	0.78	1.00	1.21
市盈率(P/E)	22.64	11.85	8.46	6.63	5.44
市净率(P/B)	1.69	1.53	1.29	1.08	0.90
市销率(P/S)	0.61	0.59	0.50	0.41	0.34
EV/EBITDA	3.01	4.79	(1.47)	(1.41)	(2.37)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	6.60元
目标价格	9.0元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,754.26
流通A股股本(百万股)	1,683.21
A股总市值(百万元)	11,893.87
流通A股市值(百万元)	11,412.17
每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	73.79
一年内最高/最低(元)	11.36/5.88

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势

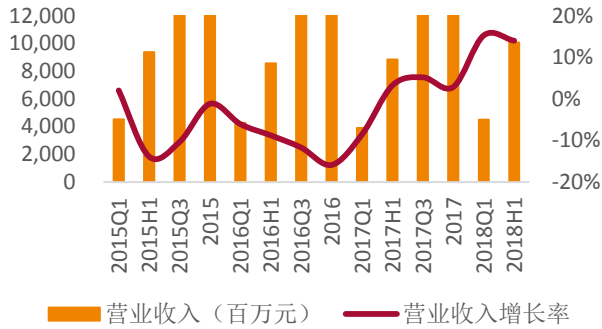


资料来源：贝格数据

相关报告

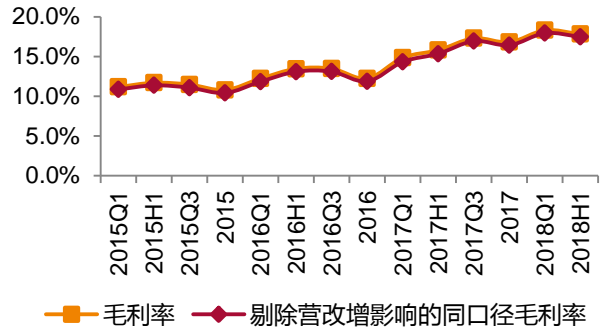
- 《中材国际-年报点评报告:新业务板块营收增长显著，高毛利率下公司归母净利润高速增长》2018-03-25
- 《中材国际-公司点评:四季度订单高速增长，环保订单成为亮点》2018-01-24
- 《中材国际-公司研究简报:经营进入快车道，两材合并后公司定位值得期待》2017-12-04

图 1：营业收入及增速



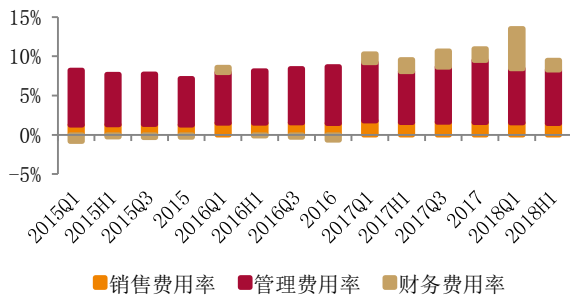
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：毛利率及剔除营改增影响的同口径毛利率



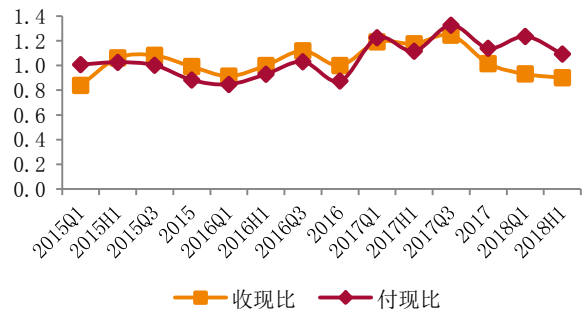
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：三项费用率



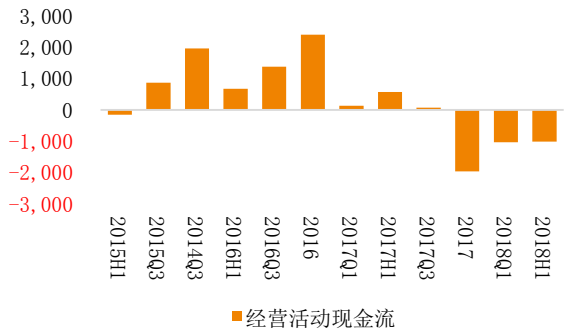
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：收付现比



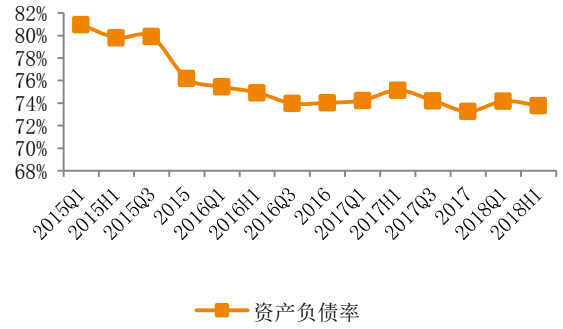
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5 经营性现金流（百万元）



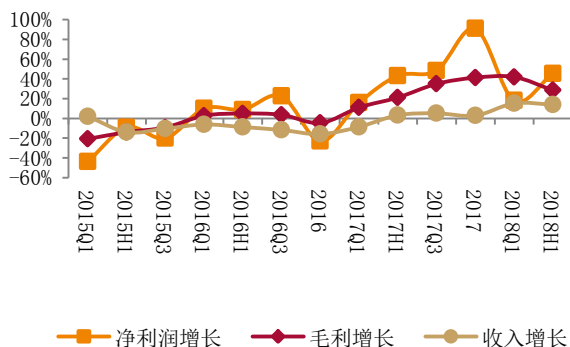
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：资产负债率



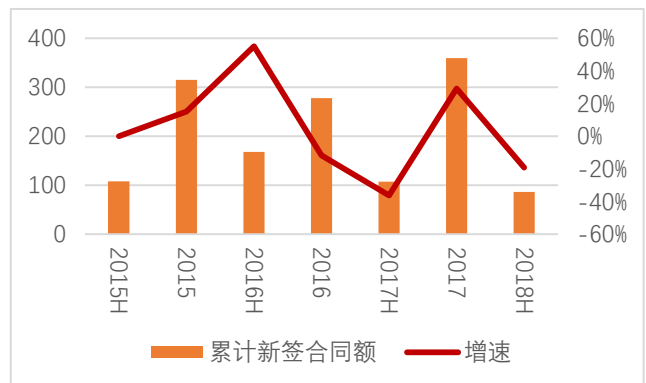
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：利润营收增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：累计新签合同额（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	10,122.49	9,678.49	13,757.76	13,420.13	16,545.13
应收账款	3,998.46	3,659.34	5,350.50	5,956.57	8,315.52
预付账款	2,462.80	3,397.40	3,538.57	5,172.09	5,843.09
存货	4,169.71	3,650.93	5,605.37	6,019.33	8,680.83
其他	1,249.10	1,968.32	1,766.96	2,146.05	2,585.74
流动资产合计	22,002.55	22,354.48	30,019.17	32,714.17	41,970.30
长期股权投资	30.39	50.45	50.45	50.45	50.45
固定资产	1,920.87	1,923.56	1,864.23	1,777.85	1,647.79
在建工程	110.02	261.60	156.96	154.18	152.51
无形资产	794.09	743.81	701.21	657.91	613.92
其他	2,941.80	4,380.87	3,035.28	3,385.22	3,562.32
非流动资产合计	5,797.17	7,360.30	5,808.14	6,025.61	6,026.99
资产总计	27,799.72	29,714.78	35,827.31	38,739.78	47,997.29
短期借款	570.60	800.77	300.00	200.00	200.00
应付账款	7,095.23	6,728.79	9,561.29	10,033.30	13,240.38
其他	10,922.95	11,467.07	15,088.30	16,100.66	20,022.34
流动负债合计	18,588.78	18,996.63	24,949.59	26,333.97	33,462.72
长期借款	975.80	1,830.79	500.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,015.08	942.34	1,015.00	990.81	982.71
非流动负债合计	1,990.88	2,773.13	1,515.00	1,290.81	1,282.71
负债合计	20,579.66	21,769.76	26,464.59	27,624.77	34,745.43
少数股东权益	366.22	383.25	387.94	393.94	401.25
股本	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26
资本公积	1,031.93	1,034.69	1,034.69	1,034.69	1,034.69
留存收益	5,027.78	5,852.09	7,220.52	8,966.81	11,096.35
其他	(960.12)	(1,079.27)	(1,034.69)	(1,034.69)	(1,034.69)
股东权益合计	7,220.06	7,945.02	9,362.72	11,115.01	13,251.86
负债和股东权益总	27,799.72	29,714.78	35,827.31	38,739.78	47,997.29

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	509.47	980.28	1,368.42	1,746.29	2,129.54
折旧摊销	418.50	359.03	316.58	342.46	365.72
财务费用	128.17	152.26	57.10	(75.89)	(96.83)
投资损失	17.89	(47.01)	(10.00)	(15.00)	(17.25)
营运资金变动	(831.75)	(4,484.55)	4,094.38	(1,739.36)	754.47
其它	2,157.58	1,080.47	10.30	1.78	8.26
经营活动现金流	2,399.86	(1,959.52)	5,836.78	260.29	3,143.91
资本支出	10.48	366.38	37.34	234.19	198.09
长期投资	(1.99)	20.06	0.00	0.00	0.00
其他	(152.98)	(434.24)	304.36	(517.21)	(459.40)
投资活动现金流	(144.50)	(47.80)	341.70	(283.02)	(261.30)
债权融资	1,645.43	3,531.53	1,432.64	1,043.88	1,192.16
股权融资	376.33	(384.76)	17.55	103.93	122.15
其他	(3,168.57)	(2,234.05)	(3,549.39)	(1,462.71)	(1,071.91)
筹资活动现金流	(1,146.82)	912.72	(2,099.21)	(314.90)	242.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,108.55	(1,094.60)	4,079.27	(337.63)	3,125.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,006.93	19,553.69	22,955.63	28,200.57	34,514.60
营业成本	16,680.66	16,267.47	19,211.59	23,617.98	28,959.45
营业税金及附加	69.87	74.03	86.90	106.76	130.66
营业费用	279.55	306.23	360.40	414.55	507.36
管理费用	1,370.83	1,548.11	1,675.76	2,033.90	2,489.29
财务费用	(125.23)	289.00	57.10	(75.89)	(96.83)
资产减值损失	160.02	155.14	80.00	80.40	80.80
公允价值变动收益	3.85	3.31	5.60	(4.22)	0.94
投资净收益	(17.89)	47.01	10.00	15.00	17.25
其他	28.08	(152.53)	(31.19)	(21.57)	(36.39)
营业利润	557.19	1,015.91	1,499.47	2,033.66	2,462.06
营业外收入	124.48	197.46	197.46	130.00	174.97
营业外支出	25.80	6.71	6.71	6.71	6.71
利润总额	655.87	1,206.66	1,690.22	2,156.95	2,630.32
所得税	146.40	226.38	317.10	404.66	493.47
净利润	509.47	980.28	1,373.12	1,752.29	2,136.85
少数股东损益	(1.92)	3.35	4.70	6.00	7.31
归属于母公司净利润	511.38	976.92	1,368.42	1,746.29	2,129.54
每股收益(元)	0.29	0.56	0.78	1.00	1.21

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-15.88%	2.88%	17.40%	22.85%	22.39%
营业利润	-27.12%	82.33%	47.60%	35.63%	21.07%
归属于母公司净利润	-23.02%	91.04%	40.07%	27.61%	21.95%
获利能力					
毛利率	12.24%	16.81%	16.31%	16.25%	16.10%
净利率	2.69%	5.00%	5.96%	6.19%	6.17%
ROE	7.46%	12.92%	15.25%	16.29%	16.57%
ROIC	-56.40%	-32.54%	-53.12%	-29.72%	-46.97%
偿债能力					
资产负债率	74.03%	73.26%	73.87%	71.31%	72.39%
净负债率	142.83%	110.91%	91.42%	101.43%	99.31%
流动比率	1.18	1.18	1.20	1.24	1.25
速动比率	0.96	0.98	0.98	1.01	0.99
营运能力					
应收账款周转率	4.60	5.11	5.10	4.99	4.84
存货周转率	3.87	5.00	4.96	4.85	4.70
总资产周转率	0.67	0.68	0.70	0.76	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.56	0.78	1.00	1.21
每股经营现金流	1.37	-1.12	3.33	0.15	1.79
每股净资产	3.91	4.31	5.12	6.11	7.33
估值比率					
市盈率	22.64	11.85	8.46	6.63	5.44
市净率	1.69	1.53	1.29	1.08	0.90
EV/EBITDA	3.01	4.79	-1.47	-1.41	-2.37
EV/EBIT	5.38	5.91	-1.77	-1.65	-2.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com