

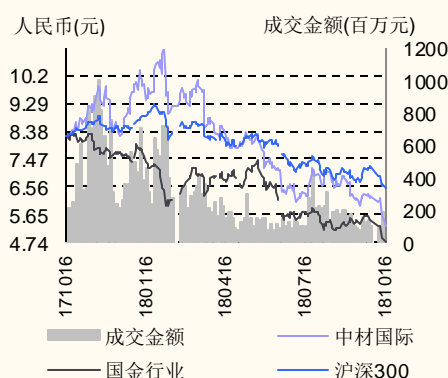
中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.29 元
 目标价格 (人民币): 9.00-10.00 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) 9,202.35
 年内股价最高最低 (元) 11.08/5.29
 沪深 300 指数 3100.97
 上证指数 2546.33



相关报告

1. 《盈利能力再创新高, H2 经营现金流料大幅好转-《2018-08...》, 2018.8.21
2. 《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
3. 《被低估的优质世界水泥工程龙头-《2018-07-19 公司点评...》, 2018.7.20
4. 《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
5. 《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

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

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

业绩延续高增趋势, 高股息率高经营质量
凸显价值

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	0.853	1.094	1.275
每股净资产 (元)	3.91	4.31	4.90	5.66	6.55
每股经营性现金流 (元)	1.37	-1.12	-0.78	1.10	1.10
市盈率 (倍)	24.32	17.76	6.20	4.83	4.15
净利润增长率 (%)	-23.02%	91.04%	51.96%	28.22%	16.55%
净资产收益率 (%)	7.46%	12.92%	17.25%	19.16%	19.31%
总股本 (百万股)	1,754.26	1,754.26	1,739.57	1,739.57	1,739.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月16日公司发布2018年前三季度业绩预增公告, 2018年前三季度归母净利润预增40%-45%, 归母扣非预增50%-60%。

经营分析

- **业绩破十亿关口, 精细化管理威力显。** 1) 公司预计前三季度业绩为10-10.4亿元, 预增40%-45%, 延续了2017年同期业绩高增(+48.4%)的态势, 其中2018年Q1/Q2/Q3归母净利润分别同增18.1%/59.2%/31.2%-44.4%, Q2、Q3归母净利增速维持高区间, 2018年全年业绩存看点。2) 公告称业绩预增系EPC全流程精细化管理下毛利率提升以及执行合同增加带动的营收增长。①公司H1毛利率达17.8%处历史高位, 整体净利率回升至6.5%, 精细化管理效果兑现, 盈利性逐步转好, 我们预计公司ROE水平今年将至少达17%。②从订单来看, 截至2018年二季度末公司在手订单达474.5亿元, 同增10%, 订单营收比达2.4倍, 叠加近一个月内又新签21.5亿元境内PPP项目 (联合体牵头方) 和3.43亿美元 (折合人民币约23.5亿) 境外合同, 订单饱满有效保障公司未来营收。3) 年初至2018年9月末美元/欧元分别累计对人民币升值5.92%/2.34%, 且美国加息环境下预计美元将持续走强, 汇率环境改善带来财务收益将进一步增厚公司净利。
- **迈向多元化道路极具发展潜力, 价值洼地安全边际高。** 1) 当前公司业绩将继续实现高增长的逻辑在于业务结构多样化, 而无论从营收结构和订单结构变化来看公司都已迈上这一道路。多元化趋势至少将为公司带来两点利得: 一是挖掘公司在多元化工程、环保等新领域订单可持续性和长期成长性, 二是为综合毛利率上行提供更大想象空间, 二者目前均已取得显著成效, 公司未来发展潜力值得期待。2) 从估值来看, 按照目前股价计算公司2018年股息率约5% (按历史股利支付率30%计算), PE仅6倍, PB1.1倍, PEG仅0.15倍; 从基本面来看, 预计全年ROE达17%, 资产优质, 负债率较低 (剔除预收账款负债率仅43%); 公司处于价值洼地中。

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。考虑近期市场风险偏好大幅下降我们下调目标价至9.8元 (9*2019EPS)。

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	-210	-114	-108
%销售收入	-0.3%	-0.7%	1.5%	0.9%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-56	-160	-155	-155	-110	-123
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	1,722	2,236	2,622
营业利润率	3.4%	2.9%	5.2%	7.7%	9.1%	9.2%
营业外收支	55	99	191	100	100	100
税前利润	819	656	1,207	1,822	2,336	2,722
利润率	3.6%	3.5%	6.2%	8.1%	9.5%	9.6%
所得税	-170	-146	-226	-337	-432	-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	1,903	2,218
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	1,903	2,218
净利率	2.9%	2.7%	5.0%	6.6%	7.7%	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	1,903	2,218
少数股东损益	-15	-2	3	0	0	0
非现金支出	362	579	514	481	477	537
非经营收益	23	49	38	100	182	209
营运资金变动	931	1,263	-3,492	-3,429	-629	-1,040
经营活动现金净流	1,965	2,400	-1,960	-1,364	1,934	1,924
资本开支	-179	-138	-101	-300	-305	-345
投资	-230	15	46	-22	0	0
其他	-16	-21	8	40	40	40
投资活动现金净流	-425	-144	-48	-282	-265	-305
股权募资	421	15	0	0	0	0
债权募资	19	-840	1,803	1,621	529	238
其他	-7	-113	-1,206	-682	-897	-1,009
筹资活动现金净流	432	-938	596	939	-368	-771
现金净流量	1,972	1,318	-1,411	-707	1,301	848

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	8,972	10,272	11,121
应收款项	4,668	4,805	4,571	5,183	5,841	6,594
存货	5,653	4,170	3,651	4,062	4,616	5,149
其他流动资产	4,019	2,906	4,454	4,346	4,621	5,176
流动资产	23,260	22,003	22,354	22,563	25,350	28,039
%总资产	81.5%	79.1%	75.2%	69.8%	73.4%	76.5%
长期投资	521	1,470	3,054	5,375	4,775	4,175
固定资产	2,254	2,031	2,185	2,284	2,329	2,365
%总资产	7.9%	7.3%	7.4%	7.1%	6.7%	6.4%
无形资产	2,181	1,953	1,768	1,743	1,736	1,731
非流动资产	5,275	5,797	7,360	9,755	9,194	8,624
%总资产	18.5%	20.9%	24.8%	30.2%	26.6%	23.5%
资产总计	28,535	27,800	29,715	32,318	34,543	36,663
短期借款	1,866	670	1,701	1,821	1,850	1,888
应付款项	16,073	16,917	16,648	16,518	16,603	16,762
其他流动负债	2,072	1,002	648	733	1,012	1,170
流动负债	20,011	18,589	18,997	19,073	19,465	19,819
长期贷款	643	976	1,831	3,331	3,831	4,031
其他长期负债	1,088	1,015	942	927	932	939
负债	21,741	20,580	21,770	23,331	24,227	24,789
普通股股东权益	6,446	6,854	7,562	8,604	9,933	11,491
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	32,318	34,543	36,663

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.568	0.292	0.557	0.853	1.094	1.275
每股净资产	5.512	3.907	4.311	4.905	5.662	6.550
每股经营现金净流	1.680	1.368	-1.117	-0.777	1.103	1.097
每股股利	0.171	0.080	0.168	0.252	0.328	0.377
回报率						
净资产收益率	10.31%	7.46%	12.92%	17.25%	19.16%	19.31%
总资产收益率	2.33%	1.84%	3.29%	4.59%	5.51%	6.05%
投入资本收益率	6.21%	5.23%	9.51%	11.64%	12.19%	12.75%
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%	51.96%	28.22%	16.55%
总资产增长率	13.68%	-2.58%	6.89%	8.76%	6.88%	6.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	65.3	54.1	53.0	56.0	54.0
存货周转天数	102.4	91.2	81.9	82.0	86.0	83.0
应付账款周转天数	113.7	142.6	136.6	120.0	112.0	96.0
固定资产周转天数	33.3	36.9	35.9	32.1	30.0	26.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-94.64%	-117.48%	-77.48%	-42.62%	-44.61%	-43.90%
EBIT利息保障倍数	-11.4	-4.8	4.7	9.7	21.2	26.0
资产负债率	76.19%	74.03%	73.26%	72.19%	70.14%	67.61%

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	8	12	17
增持	0	0	0	0	1
中性	0	1	3	4	4
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	3.00	1.75	1.65	1.52

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。

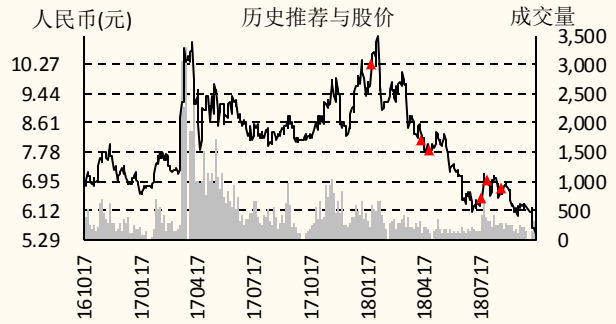
最终评分与平均投资建议对照：

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作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