

中材国际 (600970)

毛利率创历史新高，国内业务或成业绩新增长点

新签订单整体下滑，国内业务或成业绩新增长点

公司 2018 年累计新签合同额 309.86 亿，同比下滑 14%；未完工合同额 443.80 亿，约为同期营收的 2 倍。公司全年新签多元化业务（包括多元化工程、生产运营管理、节能环保）合同共计 96.30 亿，占新签合同总额的 31%，推进业务结构的进一步优化。分地区来看，公司受益国内水泥行业持续向好，与相关企业深入合作，2018 年境内累计新签订单额 88.39 亿，同增 33.92%；境外累计新签订单额 221.47 亿，同比下滑 24.41%，或与国际水泥市场竞争加剧、需求不足，项目投资放缓有关。未来国内业务或将成为订单业绩新的增长点。

各项业务营收均有提升，毛利率创历史新高

2018 年公司收入规模保持较好的增长，实现营收 215.01 亿，同比增长 9.96%；其中环保业务在多领域取得积极进展，实现营收 15.13 亿，增速维持在 26.36% 的高位。分地域来看，国内业务成增长主力，2018 年营收 53.06 亿，同增 47.63%，境外营收 161.06 亿，微增 1.27%。毛利率方面，公司 2018 年综合毛利率达 18.56%，较上年提升 1.75 个百分点，创历史新高。精细化管理与本土化策略助力工程建设与生产运营管理毛利率分别提升 2.83 与 1.85 个百分点；装备制造、环保业务分别下降 1.32 与 2.77 个百分点，或与行业竞争加剧有关。集采、网采持续规范下未来公司毛利率仍有部分提升空间。

汇兑收益致期间费用率下降，归母净利润增长显著

公司期间费用率为 8.96%，较上年同期降低了 2 个百分点。其中销售费用率和管理费用率分别提升了 0.19 和 0.22 个百分点；财务费用率为 -0.93%，同减 2.41 个百分点，主要由于 2018 年人民币大幅贬值下公司汇兑损失转为汇兑收益。公司目前对所持外汇进行了一定的套期保值，预计今年能对冲部分升值风险。公司资产减值损失为 1.92 亿，较上年增加了 0.37 亿，本年度未确认商誉减值。综合起来，公司实现净利润 14.03 亿，已达到股票期权激励计划第一个行权期的考核目标（2018 年较 2016 年净利润复合增长率不低于 18%）；归母净利润为 13.68 亿，同增 39.98%。

收现比有所下降，经营性现金流较上年好转

2018 年公司收现比为 0.89，较上年下降了 13 个百分点；付现比为 1.02，较上年下滑了 12 个百分点，主要是埃及 GOEBeniSuef 项目等按合同约定采用分期收款所致。综合起来，2018 年公司经营性现金净流出 16.20 亿，较上年减少了 3.4 亿。

投资建议

公司业务结构进一步优化，各项业务营收均有提升，助力整体毛利率创历史新高，归母净利润增长显著。近期一带一路大会即将举行，对公司估值提升有一定帮助。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.00、1.21、1.30 元/股的预测，对应 PE 为 8、7、6 倍。维持目标价 9 元，维持“买入”评级。

风险提示：项目推进不及预期；商誉减值风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,553.69	21,501.42	23,968.37	26,152.83	28,048.03
增长率(%)	2.88	9.96	11.47	9.11	7.25
EBITDA(百万元)	1,545.41	2,318.91	2,447.93	2,818.34	3,031.43
净利润(百万元)	976.92	1,367.52	1,737.41	2,096.23	2,266.54
增长率(%)	91.04	39.98	27.05	20.65	8.12
EPS(元/股)	0.56	0.79	1.00	1.21	1.30
市盈率(P/E)	14.49	10.35	8.15	6.76	6.25
市净率(P/B)	1.87	1.63	1.36	1.13	0.96
市销率(P/S)	0.72	0.66	0.59	0.54	0.50
EV/EBITDA	4.79	0.12	0.48	0.27	(0.97)

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	8.14 元
目标价格	9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,739.57
流通 A 股股本(百万股)	1,737.05
A 股总市值(百万元)	14,160.13
流通 A 股市值(百万元)	14,139.62
每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	70.54
一年内最高/最低(元)	10.17/5.23

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

股价走势

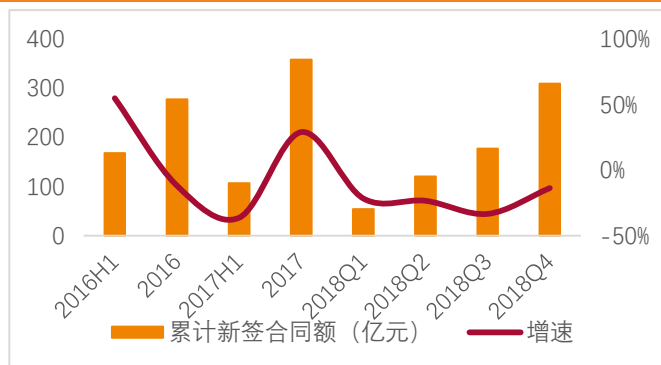


资料来源：贝格数据

相关报告

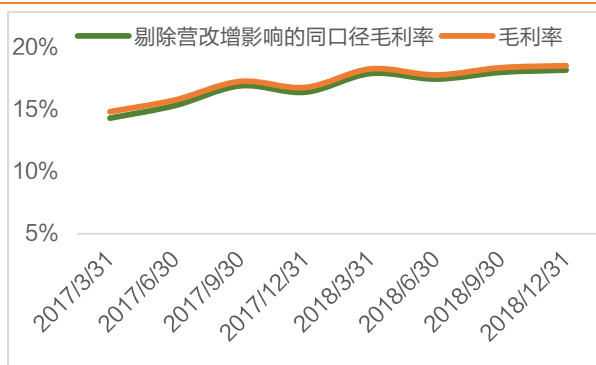
- 《中材国际-半年报点评:毛利率大幅上升，国内新业务拓展值得期待》 2018-08-23
- 《中材国际-年报点评报告:新业务板块营收增长显著，高毛利率下公司归母净利润高速增长》 2018-03-25
- 《中材国际-公司点评:四季度订单高速增长，环保订单成为亮点》 2018-01-24

图 1: 2016-2018 年公司新签合同金额累计值及同比增速



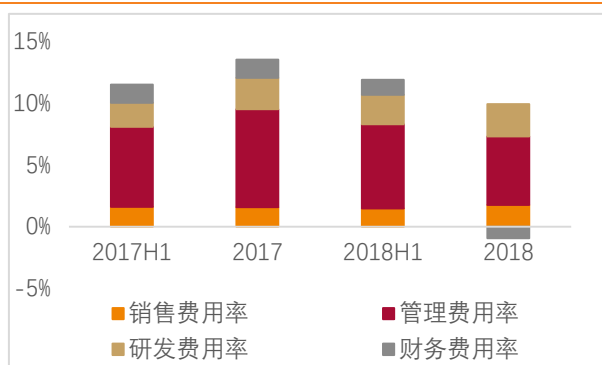
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 毛利率状况



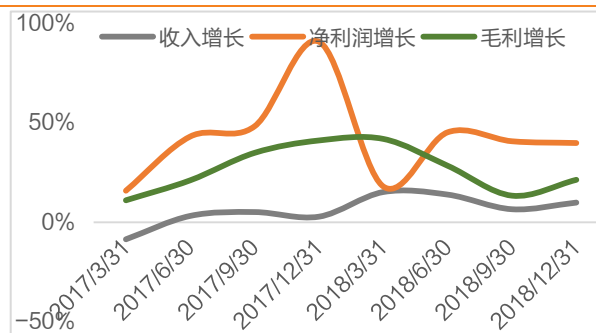
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 期间费用率状况



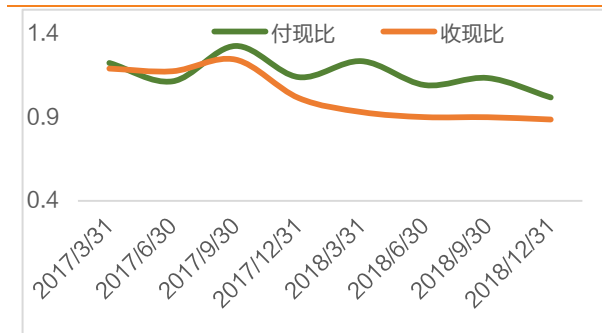
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 成长能力



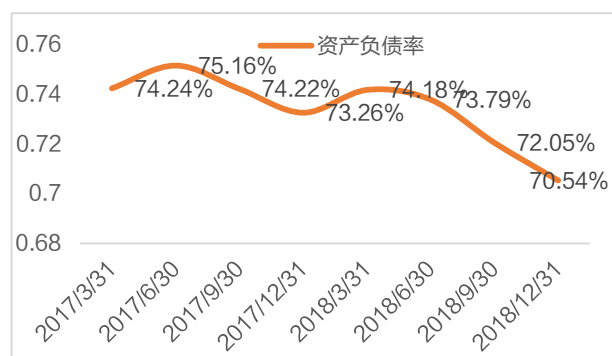
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 收现比/付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 资产负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 经营活动产生现金流量净额 (百万)



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,678.49	7,104.48	10,291.18	9,894.53	13,354.72
应收账款	3,659.34	3,840.82	4,621.49	4,753.11	5,440.75
预付账款	3,397.40	3,882.17	4,292.57	4,746.79	5,081.03
存货	3,650.93	3,394.57	4,517.33	4,231.39	5,280.43
其他	1,968.32	3,074.49	2,700.14	2,882.48	3,172.11
流动资产合计	22,354.48	21,296.52	26,422.72	26,508.30	32,329.04
长期股权投资	50.45	107.69	107.69	107.69	107.69
固定资产	1,923.56	2,009.57	1,997.01	1,939.98	1,829.16
在建工程	261.60	360.34	216.21	189.72	173.83
无形资产	743.81	714.69	674.95	634.53	593.42
其他	4,380.87	6,552.47	4,442.77	4,986.25	5,231.39
非流动资产合计	7,360.30	9,744.76	7,438.63	7,858.18	7,935.50
资产总计	29,714.78	31,041.29	33,861.35	34,366.47	40,264.54
短期借款	800.77	541.82	300.00	200.00	200.00
应付账款	6,728.79	7,193.24	8,065.28	8,299.42	9,004.26
其他	11,467.07	10,196.05	13,195.56	11,653.98	14,545.46
流动负债合计	18,996.63	17,931.11	21,560.84	20,153.40	23,749.72
长期借款	1,830.79	3,115.50	500.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	942.34	849.66	935.69	909.23	898.19
非流动负债合计	2,773.13	3,965.16	1,435.69	1,209.23	1,198.19
负债合计	21,769.76	21,896.28	22,996.53	21,362.64	24,947.91
少数股东权益	383.25	439.58	485.05	527.83	574.09
股本	1,754.26	1,739.57	1,739.57	1,739.57	1,739.57
资本公积	1,034.69	1,018.61	1,018.61	1,018.61	1,018.61
留存收益	5,852.09	6,902.79	8,640.19	10,736.43	13,002.97
其他	(1,079.27)	(955.54)	(1,018.61)	(1,018.61)	(1,018.61)
股东权益合计	7,945.02	9,145.01	10,864.82	13,003.84	15,316.63
负债和股东权益总	29,714.78	31,041.29	33,861.35	34,366.47	40,264.54

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	980.28	1,403.31	1,737.41	2,096.23	2,266.54
折旧摊销	359.03	479.34	306.43	333.94	357.82
财务费用	152.26	200.07	(16.73)	(71.93)	(93.25)
投资损失	(47.01)	123.45	(25.00)	(40.00)	(46.00)
营运资金变动	(4,484.55)	(6,582.79)	3,990.63	(2,364.79)	1,028.75
其它	1,080.47	2,757.01	46.45	42.27	46.27
经营活动现金流	(1,959.52)	(1,619.61)	6,039.19	(4.27)	3,560.13
资本支出	366.38	596.31	23.97	236.46	201.04
长期投资	20.06	57.24	0.00	0.00	0.00
其他	(434.24)	(1,879.66)	171.39	(555.23)	(339.31)
投资活动现金流	(47.80)	(1,226.11)	195.36	(318.77)	(138.27)
债权融资	3,531.53	4,375.39	1,372.35	1,230.13	1,173.52
股权融资	(384.76)	301.99	(20.09)	94.87	117.88
其他	(2,234.05)	(4,802.73)	(4,400.11)	(1,398.60)	(1,253.07)
筹资活动现金流	912.72	(125.35)	(3,047.84)	(73.61)	38.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,094.60)	(2,971.07)	3,186.71	(396.65)	3,460.19

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,553.69	21,501.42	23,968.37	26,152.83	28,048.03
营业成本	16,267.47	17,510.68	19,427.83	21,159.47	22,689.32
营业税金及附加	74.03	75.33	83.97	91.63	98.27
营业费用	306.23	377.38	371.51	405.37	434.74
管理费用	1,548.11	1,186.34	1,869.53	1,961.46	2,103.60
财务费用	289.00	(200.39)	(16.73)	(71.93)	(93.25)
资产减值损失	155.14	191.97	100.00	90.00	94.50
公允价值变动收益	3.31	(0.29)	0.98	(0.51)	0.01
投资净收益	47.01	(123.45)	25.00	40.00	46.00
其他	(152.53)	785.46	(51.96)	(78.98)	(92.03)
营业利润	1,015.91	1,698.40	2,158.23	2,556.33	2,766.85
营业外收入	197.46	53.22	53.22	65.00	65.00
营业外支出	6.71	51.56	51.56	30.00	30.00
利润总额	1,206.66	1,700.06	2,159.89	2,591.33	2,801.85
所得税	226.38	296.74	377.00	452.31	489.06
净利润	980.28	1,403.31	1,782.88	2,139.01	2,312.79
少数股东损益	3.35	35.79	45.47	42.78	46.26
归属于母公司净利润	976.92	1,367.52	1,737.41	2,096.23	2,266.54
每股收益(元)	0.56	0.79	1.00	1.21	1.30

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.88%	9.96%	11.47%	9.11%	7.25%
营业利润	82.33%	67.18%	27.07%	18.45%	8.24%
归属于母公司净利润	91.04%	39.98%	27.05%	20.65%	8.12%
获利能力					
毛利率	16.81%	18.56%	18.94%	19.09%	19.11%
净利率	5.00%	6.36%	7.25%	8.02%	8.08%
ROE	12.92%	15.71%	16.74%	16.80%	15.37%
ROIC	-32.54%	-51.94%	-329.32%	-78.37%	-241.07%
偿债能力					
资产负债率	73.26%	70.54%	67.91%	62.16%	61.96%
净负债率	110.91%	93.60%	95.87%	87.15%	66.84%
流动比率	1.18	1.19	1.23	1.32	1.36
速动比率	0.98	1.00	1.02	1.11	1.14
营运能力					
应收账款周转率	5.11	5.73	5.66	5.58	5.50
存货周转率	5.00	6.10	6.06	5.98	5.90
总资产周转率	0.68	0.71	0.74	0.77	0.75
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.79	1.00	1.21	1.30
每股经营现金流	-1.13	-0.93	3.47	0.00	2.05
每股净资产	4.35	5.00	5.97	7.17	8.47
估值比率					
市盈率	14.49	10.35	8.15	6.76	6.25
市净率	1.87	1.63	1.36	1.13	0.96
EV/EBITDA	4.79	0.12	0.48	0.27	-0.97
EV/EBIT	5.91	0.13	0.54	0.31	-1.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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