

中材国际 (600970)

营收延续高位增长，多元化业务拓展成效渐显

公司近期公布2019年三季度报表，2019年前三季度实现营收169亿元，同比增加19.29%；归母净利润11.53亿元，同比增加14.07%。点评如下：
工程建设主业高速增长，充足在手订单为未来业绩提供支撑

公司2019年前三季度新签订单共225.25亿元，同增27.04%。其中工程建设新签订单174.62亿，同比增长35.37%，单季度同比增速分别为68.82%/12.00%/37.39%；水泥工程主业订单维持高速增长。国内业务新签订单76.37亿，同比增长61%，国内水泥行业的景气带动了水泥厂新建改建的需求。境外业务新签订单148.88亿，同比增长15%。公司2019年第三季度末累计已签约未完工订单额为439.51亿，为2018年营收2.60倍，充足的在手订单为未来业绩高速增长提供支撑。

公司营收延续高位增长，毛利率因成本原因有所下滑

公司2019年前三季度完成营业收入169亿元，同比增加19.29%，单季度同比增速分别为12.04%/12.66%/36.32%，或因水泥工程业务收入稳步提升，以及今年上半年生产运营管理业务的发力。公司毛利率为16.21%，同比降低2.19个百分点，或因公司部分工程项目成本提高，毛利率降低所致。

管理费用率显著降低，归母净利率增速减缓

公司期间费用率为6.91%，同比下降0.72个百分点。其中销售费用率为1.65%，同比下降0.03个百分点；管理费用率为4.22%，同比下降1.05个百分点，或因公司管理效率提高；财务费用率为-1.36%，同比上升0.28个百分点，或因利息收入、汇兑收益减少；研发费用率为2.41%，同比上升0.08个百分点。公司计提资产减值与信用资产减值-0.24亿元，较前值减计0.80亿，或因上期计提的坏账损失较大。公司净利率为6.85%，较去年同期下降了0.3个百分点；实现归母净利润11.53亿元，同比增加14.07%。

埃及项目进入尾声，经营性现金流持续改善

公司收现比为0.9533，同比增长5.33个百分点；同期公司付现比为1.0256，同比下降10.89个百分点，经营活动产生现金净流出3.79亿，较去年同期少流出17.55亿。主要原因系公司埃及项目建设期现金流出阶段已经结束，未来每年将有7亿以上回款，预计2019年公司经营性现金流将转正。公司资产负债率为68.32%，同比降低3.73个百分点，或因报告期内公司归还长期借款较多，且新签分项收款合同增加，长期应收款提高。

投资建议

2019年前三季度公司业绩维持稳健增长，公司在手订单处于高位，此外公司期间费用率显著降低，未来业绩具有较好支撑。作为细分行业龙头，公司业绩增速稳健，财务结构良好，随着公司“水泥工程+”战略的积极落实，多元化业务拓展成效渐显。因毛利率下降略超预期，小幅下调公司2019-2021年EPS至0.94、1.17、1.23元/股（原为1.00、1.21、1.30元/股），对应PE为6、5、5倍。维持“买入”评级。

风险提示：全球水泥工程市场竞争激烈，公司业务回款不达预期

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	28,349.33	31,968.83	35,201.38
增长率(%)	2.88	9.96	31.85	12.77	10.11
EBITDA(百万元)	1,545.41	2,318.91	2,029.69	2,583.90	2,903.37
净利润(百万元)	976.92	1,367.52	1,643.36	2,032.38	2,143.59
增长率(%)	91.04	39.98	20.17	23.67	5.47
EPS(元/股)	0.56	0.79	0.94	1.17	1.23
市盈率(P/E)	10.88	7.77	6.47	5.23	4.96
市净率(P/B)	1.41	1.22	1.09	0.95	0.84
市销率(P/S)	0.54	0.49	0.37	0.33	0.30
EV/EBITDA	4.79	0.12	2.42	2.12	2.77

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	6.12元
目标价格	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)	10,646.19
流通A股市值(百万元)	10,630.77
每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	68.32
一年内最高/最低(元)	9.10/5.39

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 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

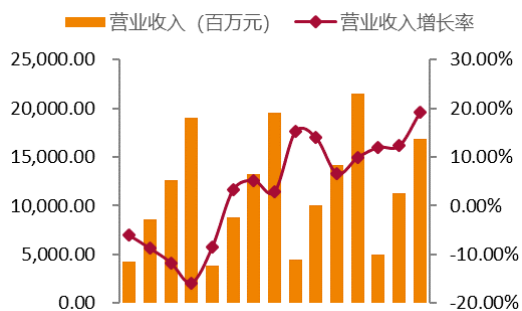


资料来源：贝格数据

相关报告

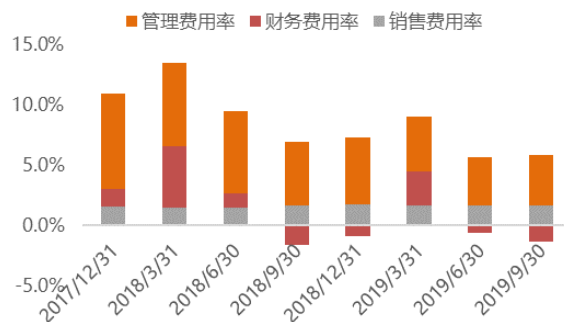
- 《中材国际-年报点评报告:毛利率创历史新高,国内业务或成业绩新增长点》 2019-03-21
- 《中材国际-半年报点评:毛利率大幅上升,国内新业务拓展值得期待》 2018-08-23
- 《中材国际-年报点评报告:新业务板块营收增长显著,高毛利率下公司归母净利润高速增长》 2018-03-25

图 1：营业收入情况



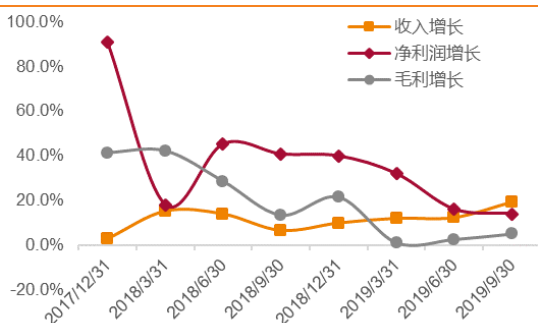
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：期间费用率情况



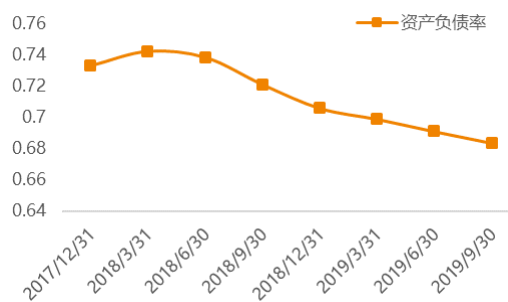
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：成长能力



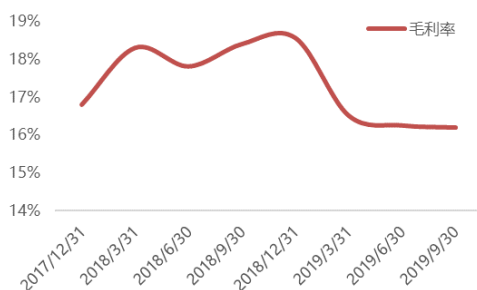
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司资产负债率



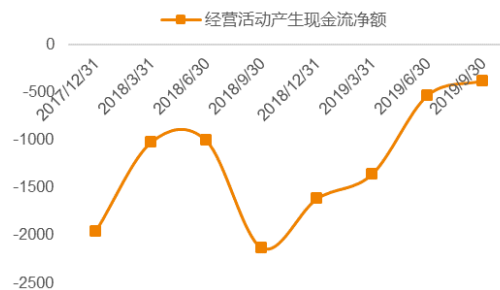
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：毛利率情况



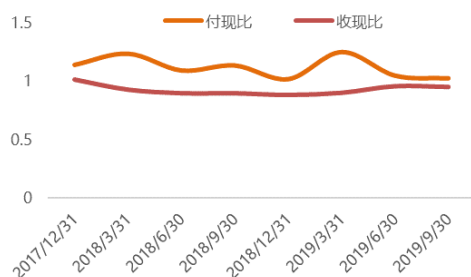
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：经营现金流情况（百万元）



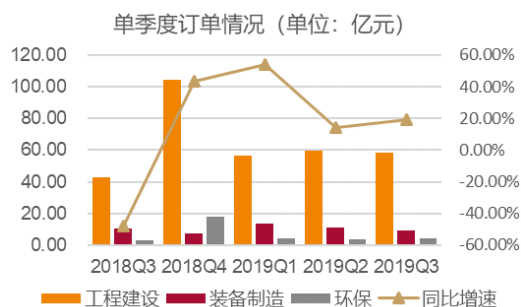
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：收付现比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：单季度订单情况（亿元）



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,678.49	7,104.48	5,669.87	6,393.77	7,040.28
应收票据及应收账款	3,810.44	4,067.29	7,415.07	6,814.61	8,853.91
预付账款	3,397.40	3,882.17	5,048.04	5,182.25	7,630.17
存货	3,650.93	3,394.57	8,174.52	7,470.22	9,242.27
其他	1,092.30	2,008.71	1,871.53	1,735.48	2,326.15
流动资产合计	21,629.56	20,457.21	28,179.03	27,596.33	35,092.77
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	2,073.12	2,094.77	2,078.29
在建工程	261.60	360.34	252.21	199.32	149.59
无形资产	743.81	714.69	665.64	616.59	567.54
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	7,541.43	8,004.63	8,134.50
资产总计	29,714.78	31,041.29	36,279.42	36,308.69	43,929.27
短期借款	800.77	541.82	1,166.74	2,733.32	5,734.51
应付票据及应付账款	6,713.97	6,888.01	8,951.71	8,472.36	10,687.01
其他	11,481.89	10,501.28	13,002.06	10,275.36	10,663.79
流动负债合计	18,996.63	17,931.11	23,120.50	21,481.05	27,085.31
长期借款	1,830.79	3,115.50	2,000.00	2,282.79	2,825.41
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	2,935.69	3,192.02	3,723.60
负债合计	21,769.76	21,896.28	26,056.19	24,673.07	30,808.91
少数股东权益	383.25	439.58	452.79	477.96	510.84
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	8,030.87	9,418.09	10,869.95
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	10,223.23	11,635.62	13,120.36
负债和股东权益总	29,714.78	31,041.29	36,279.42	36,308.69	43,929.27

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	980.28	1,403.31	1,643.36	2,032.38	2,143.59
折旧摊销	359.03	479.34	153.64	160.28	165.27
财务费用	152.26	200.07	(66.90)	(52.37)	81.63
投资损失	(47.01)	123.45	31.44	31.44	31.44
营运资金变动	(4,489.81)	(6,585.63)	(2,583.17)	(2,570.77)	(4,373.13)
其它	1,085.74	2,759.85	(316.79)	80.96	106.95
经营活动现金流	(1,959.52)	(1,619.61)	(1,138.42)	(318.09)	(1,844.24)
资本支出	366.38	596.31	(26.03)	106.46	61.04
长期投资	20.06	57.24	0.00	0.00	0.00
其他	(434.24)	(1,879.66)	878.29	(478.41)	(283.37)
投资活动现金流	(47.80)	(1,226.11)	852.26	(371.95)	(222.34)
债权融资	3,531.53	4,375.39	3,739.09	5,746.24	9,233.44
股权融资	(366.44)	313.45	40.01	88.55	(45.45)
其他	(2,252.37)	(4,814.19)	(4,927.54)	(4,420.86)	(6,474.90)
筹资活动现金流	912.72	(125.35)	(1,148.44)	1,413.94	2,713.09
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)	(1,434.61)	723.90	646.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,553.69	21,501.42	28,349.33	31,968.83	35,201.38
营业成本	16,267.47	17,510.68	23,578.81	26,579.09	29,226.16
营业税金及附加	74.03	75.33	103.62	116.62	126.80
营业费用	306.23	377.38	416.96	511.50	563.22
管理费用	1,548.11	1,186.34	1,559.21	1,822.22	2,006.48
研发费用	495.10	564.14	283.49	367.64	404.82
财务费用	289.00	(200.39)	(66.90)	(52.37)	81.63
资产减值损失	155.14	191.97	169.04	172.05	177.69
公允价值变动收益	3.31	(0.29)	(330.69)	55.36	73.33
投资净收益	47.01	(123.45)	(31.44)	(31.44)	(31.44)
其他	(647.63)	221.32	724.27	(47.83)	(83.77)
营业利润	1,015.91	1,698.40	1,942.95	2,475.99	2,656.47
营业外收入	197.46	53.22	125.05	125.24	101.17
营业外支出	6.71	51.56	28.02	28.76	36.12
利润总额	1,206.66	1,700.06	2,039.98	2,572.47	2,721.53
所得税	226.38	296.74	382.72	514.49	544.31
净利润	980.28	1,403.31	1,657.26	2,057.98	2,177.22
少数股东损益	3.35	35.79	13.90	25.60	33.63
归属于母公司净利润	976.92	1,367.52	1,643.36	2,032.38	2,143.59
每股收益(元)	0.56	0.79	0.94	1.17	1.23

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.88%	9.96%	31.85%	12.77%	10.11%
营业利润	82.33%	67.18%	14.40%	27.43%	7.29%
归属于母公司净利润	91.04%	39.98%	20.17%	23.67%	5.47%
获利能力					
毛利率	16.81%	18.56%	16.83%	16.86%	16.97%
净利率	5.00%	6.36%	5.80%	6.36%	6.09%
ROE	12.92%	15.71%	16.82%	18.22%	17.00%
ROIC	-32.54%	-51.94%	-283.94%	47.74%	36.45%
偿债能力					
资产负债率	73.26%	70.54%	71.82%	67.95%	70.13%
净负债率	-77.37%	-29.84%	-18.89%	-5.57%	16.72%
流动比率	1.18	1.19	1.24	1.32	1.32
速动比率	0.98	1.00	0.89	0.97	0.98
营运能力					
应收账款周转率	4.88	5.46	4.94	4.49	4.49
存货周转率	5.00	6.10	4.90	4.09	4.21
总资产周转率	0.68	0.71	0.84	0.88	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.79	0.94	1.17	1.23
每股经营现金流	-1.13	-0.93	-0.65	-0.18	-1.06
每股净资产	4.35	5.00	5.62	6.41	7.25
估值比率					
市盈率	10.88	7.77	6.47	5.23	4.96
市净率	1.41	1.22	1.09	0.95	0.84
EV/EBITDA	4.79	0.12	2.42	2.12	2.77
EV/EBIT	5.91	0.13	2.62	2.26	2.94

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