

**公司点评**
**中材国际 (600970)**
**建筑装饰 | 专业工程**
**水泥有望优先纳入碳交易市场，节能降耗需求助力公司业绩增长**

2021年03月15日

**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 10.9-12.9 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	10.16
52 周价格区间 (元)	5.25-10.93
总市值 (百万)	17654.49
流通市值 (百万)	17654.49
总股本 (万股)	173764.70
流通股 (万股)	173764.70

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
中材国际	17.19	42.5	72.58
专业工程	9.5	10.21	16.33

**周策**

 执业证书编号: S0530519020001  
 zhouce@cfzq.com

**尹盟**

yinmeng@cfzq.com

**分析师**

0731-84779582

**研究助理**
**相关报告**

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	21501.42	24374.39	24000.38	27443.14	30272.80
净利润 (百万元)	1367.52	1591.96	1484.48	1713.67	1935.07
每股收益 (元)	0.79	0.92	0.85	0.99	1.11
每股净资产 (元)	5.01	5.86	6.41	7.07	7.82
P/E	12.91	11.09	11.89	10.30	9.12
P/B	2.03	1.73	1.58	1.44	1.30

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 据财联社报道, 拥有良好碳排放数据基础的水泥、电解铝行业将可能优先纳入全国碳交易市场。除电力已纳入外, 石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸、航空剩余七大行业, 将在“顺利对接、平稳过渡”的基调下逐步纳入全国碳市场。尚未被纳入全国市场的行业将继续在试点市场进行交易。
- 水泥行业节能减排意义重大:** 据中国水泥协会副秘书长范永斌介绍, 目前, 我国熟料碳排放系数 (基于水泥熟料产量核算) 约为 0.86, 折算后我国单吨水泥碳排放量约为 597kg。预测行业年碳排放量为 13.76 亿吨, 占当前全国碳排放总量约 13.5%。水泥行业作为高能耗行业, 行业的节能减排对于我国总体实现“碳中和”愿景意义重大。
- 政策推进下, 行业设备技改、更新需求有望释放:** 环保政策的逐步推进下, 水泥企业的环保成本将逐渐提升, 更多企业将选择进行设备技改, 和更新降低生产能耗, 以降低自身生产成本和环保成本。水泥企业可以依托二代水泥技术标准来对生产线进行技术升级, 通过使用先进的旋窑, 分解炉, 辊磨系统等降低生产能耗, 根据第二代新型干法水泥技术装备研发标准指引, 新型熟料水泥可比 CO<sub>2</sub> 排放量降低 25% 以上。根据中国水泥协会《以“二代技术”为目标推进水泥技术创新》等六个新格局工作方案的通知, 到 2025 年对水泥行业在产的生产线全面进行提升改造, 全面淘汰落后产能。政策推动下, 水泥行业技改需求将释放。
- 公司是水泥制造装备和工程领域龙头, 节能降耗产品具备优势:** 目前, 公司水泥工程主业全球占有率第一, 国内所有水泥生产线中, 由公司承建或提供单项服务的比例近 70%。公司技术装备在节能降耗方面具备优势, 包括水泥低能耗绿色烧成技术及装备、水泥低能耗绿色粉磨技术及装备、工业窑炉超低排放技术及装备、水泥窑协同处置废弃物技术、新型低碳高标号多品种水泥熟料生产技术等。
- 投资要点:** 受益于全球经济复苏, 公司水泥制造工程业务有望增长;

公司整合中国建材旗下水泥工程资产，公司业绩将进一步增厚。不考虑本次资产整合，我们预计公司 2020-2022 年公司实现归母净利润 14.84/17.13/19.35 亿元，对应 EPS 0.85/0.99/1.11，对应 11.89/10.30/9.12 XPE，考虑环保政策不断推进的情况下，行业设备技改更新需求将释放，我们给予公司 2021 年年底 11-13 倍 PE，对应股价 10.9-12.9，给予公司“谨慎推荐”评级。

- 风险提示：碳中和政策落地存不确定性；海外疫情反复；下游需求不及预期

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>21501.42</b>	<b>24374.39</b>	<b>24000.38</b>	<b>27443.14</b>	<b>30272.80</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	17,510.68	20,274.03	20,040.32	22,832.69	25,186.97	营业收入增长率	10.0%	13.4%	-1.5%	14.3%	10.3%
营业税费	75.33	67.80	216.00	139.82	170.30	营业利润增长率	67.2%	3.3%	-1.6%	16.8%	12.9%
销售费用	377.38	519.19	480.01	557.10	621.61	净利润增长率	40.0%	16.4%	-6.8%	15.4%	12.9%
管理费用	1,186.34	1,253.63	1,627.23	1,921.02	2,119.10	EBITDA 增长率	50.1%	7.8%	-22.0%	20.0%	9.3%
财务费用	-200.39	-92.92	-90.00	-23.58	-101.72	EBIT 增长率	62.5%	10.2%	-27.1%	21.8%	9.2%
资产减值损失	191.97	-4.01	-	-	-	NOPLAT 增长率	16.6%	18.7%	-4.1%	20.4%	9.2%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.29</b>	<b>1.62</b>	<b>-0.69</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-77.5%	-144.6%	-4456.0%	-146.4%	-336.2%
投资和汇兑收益	-123.45	-22.37	-	-	-	净资产增长率	15.1%	16.4%	9.0%	9.9%	10.2%
<b>营业利润</b>	<b>1,698.40</b>	<b>1,754.25</b>	<b>1,726.14</b>	<b>2,016.09</b>	<b>2,276.55</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.66	49.61	-	-	-	毛利率	18.6%	16.8%	16.5%	16.8%	16.8%
<b>利润总额</b>	<b>1,700.06</b>	<b>1,803.86</b>	<b>1,726.14</b>	<b>2,016.09</b>	<b>2,276.55</b>	营业利润率	7.9%	7.2%	7.2%	7.3%	7.5%
减:所得税	296.74	210.80	241.66	302.41	341.48	净利润率	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%	6.4%
<b>净利润</b>	<b>1367.52</b>	<b>1591.96</b>	<b>1484.48</b>	<b>1713.67</b>	<b>1935.07</b>	EBITDA/营业收入	10.8%	10.3%	8.1%	8.5%	8.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	9.5%	9.2%	6.8%	7.3%	7.2%
货币资金	7,104.48	6,104.90	26,288.33	11,509.46	28,950.52	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	504.58	565.16	565.16	565.16	565.16	固定资产周转天数	33	30	32	30	27
应收账款	3,165.71	4,584.56	3,631.73	5,312.27	4,639.59	<b>流动营业资本周转天数</b>	-77	-52	-128	-81	-77
应收票据	901.59	9.38	1,667.21	85.19	1,641.23	流动资产周转天数	365	319	489	474	463
预付账款	3,882.17	4,509.81	3,438.77	5,894.31	4,342.66	应收账款周转天数	57	57	62	59	59
存货	3,394.57	2,334.66	5,452.32	2,718.05	5,921.01	存货周转天数	59	42	58	54	51
其他流动资产	2,343.44	3,737.28	2,376.15	2,818.96	2,977.46	总资产周转天数	509	472	643	600	580
可供出售金融资产	78.42	-	-	-	-	投资资本周转天数	-24	-2	-76	-37	-39
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	107.69	190.07	190.07	190.07	190.07	ROE	15.7%	15.6%	13.3%	13.9%	14.2%
投资性房地产	323.50	313.95	313.95	313.95	313.95	ROA	4.5%	4.8%	2.8%	4.4%	3.3%
固定资产	2,009.57	2,025.00	2,295.82	2,313.34	2,305.93	ROIC	-51.9%	-273.3%	587.3%	-16.2%	38.2%
在建工程	360.34	510.86	198.26	104.48	-	<b>费用率</b>					
无形资产	714.69	691.86	650.22	608.58	566.94	销售费用率	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%
其他非流动资产	6,150.54	7,329.48	5,701.13	6,255.29	6,372.28	管理费用率	5.5%	5.1%	6.8%	7.0%	7.0%
<b>资产总额</b>	<b>31,041.29</b>	<b>32,906.98</b>	<b>52,769.13</b>	<b>38,689.11</b>	<b>58,786.82</b>	财务费用率	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.3%
短期债务	541.82	808.30	5,000.00	5,000.00	5,000.00	三费/营业收入	6.3%	6.9%	8.4%	8.9%	8.7%
应付账款	6,434.88	6,980.05	8,138.55	8,360.66	9,595.15	<b>偿债能力</b>					
应付票据	453.14	657.35	658.39	726.79	793.63	资产负债率	70.5%	67.7%	78.0%	67.0%	76.1%
其他流动负债	10,501.28	10,427.37	21,490.30	5,990.88	23,480.84	负债权益比	239.4%	209.2%	354.9%	203.5%	318.4%
长期借款	3,115.50	2,535.74	5,000.00	5,000.00	5,000.00	流动比率	1.19	1.16	1.23	1.44	1.26
其他非流动负债	849.66	854.21	882.07	861.98	866.09	速动比率	1.00	1.03	1.08	1.30	1.11
<b>负债总额</b>	<b>21,896.28</b>	<b>22,263.02</b>	<b>41,169.31</b>	<b>25,940.30</b>	<b>44,735.71</b>	利息保障倍数	-10.16	-24.14	-18.18	-84.51	-21.38
<b>少数股东权益</b>	<b>439.58</b>	<b>459.46</b>	<b>459.46</b>	<b>459.46</b>	<b>459.46</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,739.57	1,739.57	1,737.65	1,737.65	1,737.65	DPS(元)	0.27	0.30	0.28	0.32	0.36
留存收益	6,902.79	8,397.08	9,402.72	10,551.70	11,854.01	分红比率	33.7%	32.9%	32.3%	33.0%	32.7%
<b>股东权益</b>	<b>9,145.01</b>	<b>10,643.96</b>	<b>11,599.83</b>	<b>12,748.81</b>	<b>14,051.11</b>	股息收益率	2.6%	3.0%	2.7%	3.2%	3.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	1,403.31	1,593.05	1,484.48	1,713.67	1,935.07	EPS(元)	0.79	0.92	0.85	0.99	1.11
加:折旧和摊销	479.34	391.03	313.42	347.90	383.52	BVPS(元)	5.01	5.86	6.41	7.07	7.82
资产减值准备	191.97	4.01	-	-	-	PE(X)	12.91	11.09	11.89	10.30	9.12
公允价值变动损失	0.29	-1.62	-0.69	-	-	PB(X)	2.03	1.73	1.58	1.44	1.30
财务费用	200.07	281.01	-90.00	-23.58	-101.72	P/FCF	48.05	42.90	0.93	-1.30	0.97
投资收益	123.45	22.37	-	-	-	P/S	0.82	0.72	0.74	0.64	0.58
少数股东损益	35.79	1.09	-	-	-	EV/EBITDA	3.64	3.09	-2.01	4.36	-2.88
营运资金的变动	-6,499.55	3,154.88	12,224.98	-15,953.52	16,011.71	CAGR(%)	6.9%	6.7%	14.8%	6.9%	6.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,619.61</b>	<b>250.83</b>	<b>13,932.20</b>	<b>-13,915.52</b>	<b>18,228.58</b>	PEG	1.87	1.66	0.80	1.50	1.36
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,226.11</b>	<b>245.87</b>	<b>-84.40</b>	<b>-273.33</b>	<b>-249.65</b>	ROIC/WACC	-5.71	-30.03	64.52	-1.78	4.19
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-125.35</b>	<b>-336.13</b>	<b>6,335.63</b>	<b>-590.01</b>	<b>-537.88</b>	REP	2.75	-1.07	0.01	-1.18	0.15

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438