

中材国际 (600970.SH)

疫情影响业绩但现金流亮眼，节能环保与智能制造开启新征程

疫情、汇兑、减值等因素导致 20 年业绩下滑，21 年有望显著改善。公司公告 2020 年实现总营收 225 亿元，同降 7.72%；实现归母净利润 11.3 亿元，同降 28.8%；全年新签合同 341.89 亿元，逆势增长 9%；整体经营情况符合预期。20 年公司业绩出现下滑主要因：1) 受海外疫情影响，项目执行放缓，导致海外收入下滑 28.5%。同时防疫支出导致相关成本与费用增加；2) 20 年人民币兑美元显著升值，导致公司汇兑损失增加 2.5 亿元；3) 公司出于谨慎原则，对受疫情影响的安徽节源、德国 HAZEMAG 两子公司对应商誉合计计提 1.63 亿元减值损失。展望 2021 年，海外疫苗接种加速，全球经济复苏预期增强，公司海外项目有望加快执行；人民币兑美元升值进程放缓，汇兑损失有望减少；减值夯实资产质量，公司可以轻装上阵。疫情、汇兑、减值三个不利因素均有望得到改善，公司 2021 年业绩有望在低基数上实现明显反弹。

海外业务影响整体毛利率，经营性现金流表现亮眼。公司 20 年综合毛利率为 16.05%，较 19 年下降 0.78 个 pct，分地域看境内/境外毛利率分别变化+2.91/-3.04 个 pct，境外业务拖累整体毛利率。期间费用率 9.49%，同比+0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.46/+0.1/+0.2/+0.25pct。销售费用率下降较多主要因疫情影响导致海外市场活动受阻；财务费用率增加较多主要因人民币兑美元升值造成汇兑损失增加。资产减值损失 2.78 亿，较 19 年增加约 3 亿元，主要是子公司商誉减值增加。归母净利率为 5.04%，较 19 年下降 1.49 个 pct。公司经营性现金流净额为 17.49 亿元，同比多流入 15 亿元，表现亮眼，主要因：1) 公司加大收款力度，优化现金流管控；2) 埃及 GOE 等分期收款项目投入明显减少，进入回款期，实现现金净流入（长期应收款出现减少）。

把握“碳达峰、碳中和”政策趋势，打造可持续发展“第二跑道”。公司水泥绿色化技术相关指标达到世界领先，以低热耗、低系统电耗技术和装备、水泥生产超低排放技术及装备、富氧燃烧减碳和捕捉技术、新型低碳水泥生产技术引领水泥行业节能减排、低碳绿色发展。节能环保业务作为公司战略性新兴产业，20 年实现营业收入 17.03 亿元，同比增长 15.53%；实现毛利 2.94 亿元，同比增长 29.28%。公司年报公告将把握“碳达峰、碳中和”的政策要求和发展机遇，用 5 年时间，使节能环保产业初具规模，品牌初步形成，成为推动公司再上新台阶的重要动力和可持续发展的“第二跑道”。

智能制造打开新空间，推进公司向生产运维综合服务商转型。公司自主开发基于双中台数据湖技术的工业互联网信息化平台和基于人工智能、大数据预测技术的云边协同智能控制平台，可为客户提供水泥工厂智能化整体解决方案，智能化技术储备丰厚。年报披露，“十四五”期间，公司将加大数字化转型力度，实现数字设计、智能制造、智慧建造、数字交付、智慧运维、企业管理等全产业链数字化，将着力构建数字化运维+备品备件供应链生态，推进公司向生产运维综合服务商转型，潜力巨大。

属地化经营投资有望结出硕果。公司年报披露，将进一步加大国际化发展力度，一方面充分利用公司国际化优势，紧密围绕属地化市场需求，拓展多元化工程业务，另一方面在协同建材企业走出去的同时，积极发展属地化轻制造业投资、海外园区建设等。“十四五”期末，公司力争在全球形成 5 个以上“亿元级”利润平台，打造全新的成长点。

投资建议：我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 17.5/19.2/21.2 亿元（暂不考虑资产注入影响），同比增长 54%/10%/10%，EPS 分别为 1.0/1.1/1.2 元，当前股价对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫苗效果不达预期、新业务推进不达预期、收购整合集团工程资产进度不达预期、国内水泥产能置换政策变化、测算与假设存在误差风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,374	22,492	26,805	30,018	33,128
增长率 yoy (%)	13.4	-7.7	19.2	12.0	10.4
归母净利润(百万元)	1,592	1,133	1,745	1,921	2,118
增长率 yoy (%)	16.4	-28.8	54.0	10.1	10.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.92	0.65	1.00	1.11	1.22
净资产收益率(%)	15.0	9.9	13.9	13.7	13.4
P/E(倍)	10.8	15.2	9.9	9.0	8.1
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

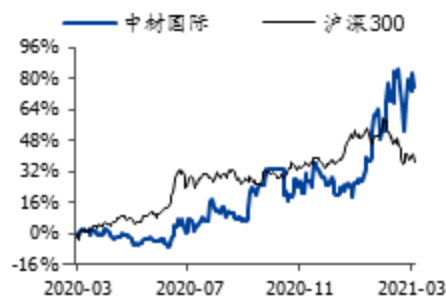
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
最新收盘价	9.93
总市值(百万元)	17,254.83
总股本(百万股)	1,737.65
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	39.85

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中材国际 (600970.SH)：收购方案增厚 EPS 提升盈利及营运能力，中材矿山价值突出》2021-02-10
- 2、《中材国际 (600970.SH)：智能制造新龙头，引领水泥工业互联网与运维后市场》2021-01-22
- 3、《中材国际 (600970.SH)：智能制造战略开新局，水泥工程龙头展新姿》2020-11-22



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21846	23170	26218	26546	30259
现金	6105	7268	6274	6991	7255
应收票据及应收账款	3832	3176	5177	4177	6146
其他应收款	762	568	1017	758	1200
预付账款	4510	5345	6400	6753	7763
存货	2335	2363	2902	3418	3447
其他流动资产	4302	4449	4449	4449	4449
非流动资产	11061	11042	11340	11572	11747
长期投资	190	376	569	762	957
固定资产	2025	2188	2460	2577	2638
无形资产	692	668	583	504	428
其他非流动资产	8154	7811	7729	7730	7725
资产总计	32907	34212	37558	38118	42006
流动负债	18873	20307	22639	22062	24691
短期借款	808	862	862	862	862
应付票据及应付账款	6973	7148	9585	9083	11452
其他流动负债	11091	12297	12191	12117	12377
非流动负债	3390	2667	2328	1954	1549
长期借款	2536	1901	1562	1188	783
其他非流动负债	854	766	766	766	766
负债合计	22263	22973	24967	24016	26240
少数股东权益	459	459	466	474	471
股本	1740	1738	1738	1738	1738
资本公积	1139	1130	1130	1130	1130
留存收益	7258	7866	9039	10318	11720
归属母公司股东权益	10185	10780	12125	13628	15295
负债和股东权益	32907	34212	37558	38118	42006

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	251	1749	741	1999	1666
净利润	1593	1118	1752	1929	2115
折旧摊销	391	357	376	327	365
财务费用	-93	-29	-40	-65	37
投资损失	22	-124	-6	4	-26
营运资金变动	-2515	-489	-1337	-192	-820
其他经营现金流	852	916	-4	-4	-5
投资活动现金流	246	142	-664	-559	-509
资本支出	263	273	106	38	-19
长期投资	-76	-147	-192	-194	-195
其他投资现金流	433	268	-751	-714	-723
筹资活动现金流	-336	-201	-1071	-723	-893
短期借款	266	54	0	0	0
长期借款	-580	-635	-338	-374	-406
普通股增加	0	-2	0	0	0
资本公积增加	120	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-143	391	-732	-349	-487
现金净增加额	157	1484	-994	717	264

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24374	22492	26805	30018	33128
营业成本	20274	18883	22376	24963	27459
营业税金及附加	68	76	90	98	106
营业费用	519	377	496	630	696
管理费用	1254	1179	1340	1501	1656
研发费用	610	609	670	780	894
财务费用	-93	-29	-40	-65	37
资产减值损失	-4	-190	0	0	0
其他收益	37	39	32	36	36
公允价值变动收益	2	9	4	4	5
投资净收益	-22	124	6	-4	26
资产处置收益	25	8	0	0	0
营业利润	1754	1301	1916	2146	2346
营业外收入	66	73	97	72	77
营业外支出	17	14	22	26	20
利润总额	1804	1360	1991	2192	2404
所得税	211	241	239	263	288
净利润	1593	1118	1752	1929	2115
少数股东损益	1	-15	7	8	-2
归属母公司净利润	1592	1133	1745	1921	2118
EBITDA	2228	1676	2273	2418	2639
EPS (元/股)	0.92	0.65	1.00	1.11	1.22

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	13.4	-7.7	19.2	12.0	10.4
营业利润 (%)	3.3	-25.9	47.3	12.0	9.3
归属母公司净利润 (%)	16.4	-28.8	54.0	10.1	10.2
获利能力					
毛利率 (%)	16.8	16.0	16.5	16.8	17.1
净利率 (%)	6.5	5.0	6.5	6.4	6.4
ROE (%)	15.0	9.9	13.9	13.7	13.4
ROIC (%)	11.0	7.3	10.8	11.1	11.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.7	67.1	66.5	63.0	62.5
净负债比率 (%)	-14.3	-28.5	-23.2	-28.4	-29.6
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.2	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.92	0.65	1.00	1.11	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	1.01	0.43	1.15	0.96
每股净资产 (最新摊薄)	5.86	6.20	6.98	7.84	8.80
估值比率					
P/E	10.8	15.2	9.9	9.0	8.1
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.0	8.6	6.5	5.6	4.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	24,374	22,492	5,037	6,291	5,572	7,475	3,829	5,444	6,391	6,828
营业成本	20,274	18,883	4,205	5,281	4,675	6,113	3,185	4,583	5,427	5,688
毛利率	16.82%	16.05%	16.52%	16.05%	16.09%	18.22%	16.82%	15.82%	15.08%	16.70%
销售费用	519	377	84	102	93	241	98	111	117	51
管理费用	1,254	1,179	228	227	258	541	186	214	211	568
研发费用	610	609	129	127	152	203	141	160	150	158
财务费用	-93	-29	143	-212	-162	138	7	-94	72	-14
销售费用率	2.13%	1.67%	1.67%	1.62%	1.66%	3.22%	2.55%	2.03%	1.83%	0.75%
管理费用率	5.14%	5.24%	4.52%	3.61%	4.63%	7.24%	4.85%	3.93%	3.31%	8.31%
研发费用率	2.50%	2.71%	2.56%	2.02%	2.72%	2.72%	3.68%	2.94%	2.34%	2.31%
财务费用率	-0.38%	-0.13%	2.85%	-3.37%	-2.91%	1.84%	0.18%	-1.73%	1.13%	-0.20%
期间费用率	9.40%	9.49%	11.60%	3.87%	6.10%	15.02%	11.27%	7.17%	8.62%	11.18%
资产(含信用)减值损失	-29	278	-4	-33	6	-6	-12	-45	81	-302
投资收益	-22	124	28	-105	-65	120	-13	50	37	50
营业外收入	66	73	7	12	20	26	10	16	6	41
营业外支出	17	14	2	2	9	3	2	5	2	6
税前利润	1,804	1,360	277	610	506	411	196	462	548	154
所得税	211	241	48	84	103	-25	41	73	68	60
所得税率	11.69%	17.76%	17.46%	13.83%	20.28%	-5.98%	20.93%	15.74%	12.43%	38.78%
少数股东权益占比	0.07%	-1.35%	-2.19%	1.48%	0.48%	-0.83%	-7.73%	0.93%	1.11%	-12.89%
归母净利润	1,592	1,133	234	518	401	439	167	386	474	106
净利率	6.53%	5.04%	4.64%	8.23%	7.20%	5.87%	4.36%	7.09%	7.42%	1.56%
摊薄EPS (元)	0.92	0.65	0.13	0.30	0.23	0.25	0.10	0.22	0.27	0.06
经营性现金流净额	251	1,749	-1,360	825	156	629	-1,247	864	299	1,832
收现比	91%	93%	90%	100%	94%	81%	106%	93%	86%	93%
付现比	95%	89%	125%	89%	98%	77%	131%	78%	89%	75%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com