

公司研究

受益于全球水泥生产线改造大潮，期待与集团业务协同有序推进

——中材国际（600970.SH）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：9.93 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

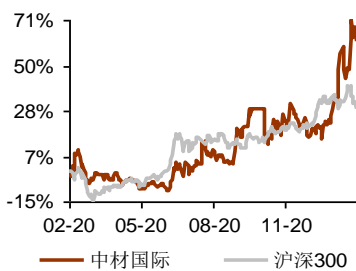
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.38
总市值(亿元):	172.55
一年最低/最高(元):	5.25/10.93
近3月换手率:	150.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.76	49.55	41.22
绝对	6.11	51.41	84.47

资料来源：Wind

相关研报

2Q20 收入降幅缩窄，境内业务不乏亮点——中材国际（600970.SH）2020 年半年报点评（2020-08-23）

要点

事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 225 亿元，同比增长-7.7%；实现归母净利润 11.3 亿元，同比增长-29%。单四季度，公司实现营业收入 68 亿元，同比增长-9%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长-76%。

点评：

2020 年收入及订单好于预期，抗疫及减值拖累利润：全年营业收入好于我们此前预期约 7%，主要由于公司 2020H2 加快复工复产力度，海外项目进展好于预期。2020 年，公司新签订单 342 亿元，同比增长 9%。其中，境外新签 208 亿元，同增 19%；境内新签 134 亿元，同增-3%。单四季度新签订单 96 亿元，同比增长 10%。其中，工程建设新签 80 亿元，同增 24%；装备制造新签 11 亿元，同增 22%。单四季度，境外新签 55 亿元，同增 118%；境内新签 41 亿元，同增-35%。海外需求复苏以及公司属地化运营下多元业务规模增长，驱动公司新签订单企稳回升。

报告期，公司综合毛利率约为 15.8%，同增-0.8pcts。其中，工程建设业务、装备制造及环保业务毛利率分别为 13.9%、20.7%及 17.2%，分别同增-1.1pcts、2.3pcts 及 1.8pcts。工程建设毛利率下降主要受到业务结构以及疫情导致的额外抗疫支出成本增加（约 5 亿元）；装备制造及环保业务随着公司业务整合提效，盈利能力有较为显著改善。2020 年归母净利润低于我们此前预期约 10%，主要由于：1) 子公司商誉减值影响（安徽节源及德国子公司计提总计 1.6 亿元），2) 综合毛利率下降；3) 汇率波动影响。随着疫情影响逐步消失，判断 21 年商誉减值压力减少，综合毛利率有望企稳回升。

汇率波动对公司整体利润影响减弱：报告期，公司汇兑损失（财务费用科目）约 2 亿元，主要为美元及其他外币兑人民币贬值所致。公司前期已采用外汇套保等手段，对其持有的外汇头寸进行部分保护。报告期，公司投资收益约 1.24 亿元，其中处置交易性金融资产所取得的投资收益约为 6700 万元，主要为外汇套保贡献。长期来看，汇率波动不会影响公司基本价值，外汇套保可降低汇率波动对其利润的冲击。

受益于全球水泥生产线改造大潮，期待与集团协同有序推进：作为水泥工程解决方案提供商，公司技术领先、市占率全球第一。国际市场，截至 2020 年底，公司累计在全球 75 个国家和地区承接了 251 条生产线、75 个粉磨站，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 13 年保持世界第一。国内市场，目前所有水泥生产线中，由公司承建或提供单项服务的比例近 70%。

在全球推动“碳中和”的背景下，传统水泥生产线面临智能化、绿色化改造浪潮。整体境外水泥工程合同呈小型化、碎片化的趋势，欧洲地区受碳减排政策影响，技术改造项目相对活跃，如替代燃料、烧成改造等；新增水泥产能主要集中在非洲、东南亚、南亚、中亚和南美等地区。

国内市场，中建材集团正在推动水泥生产线智能化改造。集团及公司试点项目，槐坎南方项目作为集领先的烧成、粉磨、智能化技术及装备为一体的示范性项目通过考核验收，减少二氧化碳排放 15.6 万吨等，实现水泥行业超低排放指标；通过智能化生产运营模式，以全厂 65 人的配置，实现了综合管理效率提升 50%以上，劳动生产率提高 200%。该项目具备良好的经济性以及节能减排效果，后续有望在集团内部推广，并为公司带来增量需求。

水泥行业为高能耗、高排放行业。由于材料属性，生产过程中二氧化碳等排放不可避免。公司拥有以低热耗为代表的水泥绿色烧成技术及装备、低系统电耗为代表的水泥绿色粉磨技术及装备、水泥生产超低排放技术及装备、水泥窑协同处置废弃物技术、处置和替代原燃材料、富氧燃烧减碳和捕捉技术、新型低碳水泥生产技术等，将引领且受益于水泥行业绿色及智能化改造浪潮。

盈利预测、估值与评级：碳中和下，全球水泥行业进入新一轮产线改造周期；集团内协同如智能化改造类项目将贡献境内业务增长。2020H2 以来，海外需求逐步修复，全年境外订单同比增长 19%，其中单四季度新增 118%。2020 年，公司盈利能力略有下降，主要有商誉减值、抗疫成本等一次性影响，判断后续公司盈利能力或可稳步回升。在不考虑后续资产注入的情况下，上调公司 21 年-22 年归母净利润预测至 15.41 亿元、17.02 亿元，该预测较前次净利润预测变动 4%、2%；新增 2023 年归母净利润预测 18.94 亿元。现价对应 2021 年动态市盈率为 11x。维持“买入”评级。

风险提示：海外需求复苏不及预期，集团业务协同不及预期，水泥产线改造需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24,374	22,492	25,923	28,825	32,071
营业收入增长率	13.36%	-7.72%	15.26%	11.19%	11.26%
净利润 (百万元)	1,592	1,133	1,571	1,794	2,054
净利润增长率	16.41%	-28.81%	38.62%	14.20%	14.50%
EPS (元)	0.92	0.65	0.90	1.03	1.18
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.63%	10.51%	13.15%	13.60%	14.06%
P/E	11	15	11	10	8
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,374	22,492	25,923	28,825	32,071
营业成本	20,274	18,883	21,644	24,069	26,779
折旧和摊销	257	259	277	291	305
税金及附加	68	76	88	98	109
销售费用	519	377	434	483	537
管理费用	1,254	1,179	1,359	1,384	1,443
研发费用	610	609	701	780	868
财务费用	-93	-29	-72	-77	-71
投资收益	-22	124	60	60	60
营业利润	1,754	1,301	1,833	2,104	2,421
利润总额	1,804	1,360	1,892	2,163	2,480
所得税	211	241	336	384	440
净利润	1,593	1,118	1,556	1,779	2,039
少数股东损益	1	-15	-15	-15	-15
归属母公司净利润	1,592	1,133	1,571	1,794	2,054
EPS(按最新股本计)	0.92	0.65	0.90	1.03	1.18

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	251	1,749	1,199	1,242	1,434
净利润	1,592	1,133	1,571	1,794	2,054
折旧摊销	257	259	277	291	305
净营运资金增加	84	-1,423	1,144	1,215	1,367
其他	-1,682	1,779	-1,794	-2,058	-2,291
投资活动产生现金流	246	142	-247	-231	-231
净资本支出	-226	-226	-300	-300	-300
长期投资变化	190	376	0	0	0
其他资产变化	281	-8	53	69	69
融资活动现金流	-336	-201	-1,169	-446	-540
股本变化	0	-2	0	0	0
债务净变化	-404	-445	-762	100	100
无息负债变化	771	1,156	1,080	967	1,080
净现金流	157	1,484	-217	566	664

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.8%	16.0%	16.5%	16.5%	16.5%
EBITDA 率	8.5%	8.7%	7.8%	8.2%	8.4%
EBIT 率	6.9%	7.1%	6.7%	7.2%	7.5%
税前净利润率	7.4%	6.0%	7.3%	7.5%	7.7%
归母净利润率	6.5%	5.0%	6.1%	6.2%	6.4%
ROA	4.8%	3.3%	4.4%	4.7%	5.0%
ROE (摊薄)	15.6%	10.5%	13.1%	13.6%	14.1%
经营性 ROIC	12.3%	12.3%	11.8%	12.5%	12.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	67%	65%	64%	63%
流动比率	1.16	1.14	1.18	1.22	1.27
速动比率	1.03	1.02	1.05	1.08	1.12
归母权益/有息债务	2.56	3.06	4.32	4.61	4.93
有形资产/有息债务	7.76	9.15	12.19	12.55	12.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	32,907	34,212	35,687	37,976	40,560
货币资金	6,105	7,268	7,051	7,617	8,281
交易性金融资产	565	74	74	74	74
应收帐款	3,823	3,175	3,332	3,705	4,122
应收票据	9	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	762	568	723	877	1,057
存货	2,335	2,363	2,716	3,026	3,372
其他流动资产	1,379	1,724	1,724	1,724	1,724
流动资产合计	21,846	23,170	24,399	26,488	28,862
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	190	376	376	376	376
固定资产	2,025	2,188	2,122	2,050	1,970
在建工程	511	415	442	463	479
无形资产	692	668	704	739	774
商誉	938	785	785	785	785
其他非流动资产	34	36	33	33	33
非流动资产合计	11,061	11,042	11,288	11,488	11,698
总负债	22,263	22,973	23,291	24,358	25,538
短期借款	808	862	0	0	0
应付账款	6,316	6,215	7,124	7,922	8,814
应付票据	657	932	1,068	1,188	1,322
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	156	1,227	1,227	1,227	1,227
流动负债合计	18,873	20,307	20,604	21,638	22,793
长期借款	2,536	1,901	2,001	2,101	2,201
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	501	545	465	398	323
非流动负债合计	3,390	2,667	2,687	2,720	2,745
股东权益	10,644	11,239	12,395	13,618	15,022
股本	1,740	1,738	1,738	1,738	1,738
公积金	1,695	1,721	1,879	1,999	1,999
未分配利润	6,702	7,275	8,289	9,406	10,825
归属母公司权益	10,185	10,780	11,952	13,190	14,608
少数股东权益	459	459	444	428	413

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.13%	1.67%	1.67%	1.67%	1.67%
管理费用率	5.14%	5.24%	5.24%	4.80%	4.50%
财务费用率	-0.38%	-0.13%	-0.28%	-0.27%	-0.22%
研发费用率	2.50%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%
所得税率	12%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.23	0.32	0.37	0.42
每股经营现金流	0.14	1.01	0.69	0.71	0.83
每股净资产	5.85	6.20	6.88	7.59	8.41
每股销售收入	14.01	12.94	14.92	16.59	18.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	11	15	11	10	8
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.8	10.4	9.7	8.4	7.4
股息率	3.0%	2.3%	3.2%	3.7%	4.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------