

中材国际 (600970.SH)

重组完成整合蓄势，政策推动绿色智能化业务加速发展

收购标的过户完成，报表追溯调整后营收、业绩平稳增长。公司近期公告收购的中材矿山、南京凯盛、北京凯盛三家集团内工程资产已过户完毕，本期三季报数据已包含三家标的资产，并对去年同期数据进行了追溯调整。根据调整后的同口径报表，公司2021年前三季度实现营业收入244.96亿元，同比增长16.02%；归母净利润约14.24亿元，同比增长1.95%；业绩增速低于收入增长主要因：1) 毛利率略降。2) 人民币升值造成汇兑损失增加。3) 管理费用率与研发费用率增加较多。剔除三家标的资产前三季度收益影响后的扣非归母净利润为9.92亿元，同比增长16.57%，增速保持平稳。根据公告，三家标的今年前三季度净利润5.24亿元，去年同期为5.13亿元（去年全年归母净利润4.75亿元），同比基本持平。考虑到去年四季度公司计提减值较多，业绩基数较低，全年业绩有望加速增长。

毛利率略降，汇兑损失增加财务费用。根据调整后的报表，公司前三季综合毛利率为16.72%，同比下降0.3个pct，预计主要因：1) 毛利率略低的国内业务占比大幅提升；2) 原材料、运输等价格快速上涨。期间费用率9.10%，同比上升0.78pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.51/+0.40/+0.34/+0.55个pct。销售费用率下降预计主要因会计准则变更，运输装卸费改为在主营业务成本核算；研发费用率增加主要因本期公司加大研发投入；财务费用率增加较多主要因本期人民币升值造成汇兑损失增加。归母净利率为5.70%，同比下降0.79个pct。公司前三季度经营性现金流净额为-6.23亿元，去年同期为-0.76亿元，主要因本期项目进度加快，同时成本上升，造成支出增加较多。

新签订单稳健增长，水泥产线绿色化、智能化业务扎实推进。公司公告今年前三季度新签合同额359.5亿元，同比增长20%，其中Q3单季新签合同121.6亿元，同比下滑15%，主要因去年疫情影响后项目集中释放导致同期基数较高（去年Q3单季增长75%）。分产品看，1-9月工程建设/装备制造/环保/生产运营/其他分别新签合同250.6/34.5/9.2/49.5/15.7亿元，分别同比增长25%/13%/-52%/25%/55%。分地域看，1-9月境内/外分别新签合同182.3/177.3亿元，同比增长27%/13%。公司持续扎实推进水泥产线绿色智能化业务，公告1-9月新签境内外水泥技术装备与工程合同245.5亿元，同比增长13.9%，其中新建生产线合同220.9亿元，老线技改合同24.62亿元，新建及技改项目均为符合绿色化、智能化方向的生产线。截止至9月末，公司在手未完成合同571亿元，同比增长0.78%，合同储备较为充裕。

“双碳”政策持续推进水泥行业减排，公司深度受益行业绿色智能改造需求快速提升。近期国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，明确提出“推动工业领域绿色低碳发展，实施重点行业节能降碳工程，推动电力、钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业开展节能降碳改造，提升能源资源利用效率”。发改委等五部委联合发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，文件指出“到2025年，通过实施节能降碳行动，水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。”在政策大力推动下，水泥行业绿色智能改造需求有望快速提升。公司在国内近几年升级改造项目中市占率达70%，凭借先进技术与丰富客户资源，未来将深度受益水泥行业提质增效改造、绿色升级业务的增加。

投资建议：考虑三家收购标的合并影响，我们预计21-23年公司归母净利润分别为19.7/22.7/26.1亿元，对应增发后摊薄EPS分别为0.89/1.02/1.18元，当前股价对应PE分别为12/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：碳中和相关政策变化风险、绿色智能改造不达预期、海外疫情反复。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,374	22,492	35,586	40,030	44,419
增长率 yoy (%)	13.4	-7.7	58.2	12.5	11.0
归母净利润(百万元)	1,592	1,133	1,971	2,266	2,611
增长率 yoy (%)	16.4	-28.8	73.9	15.0	15.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.72	0.51	0.89	1.02	1.18
净资产收益率 (%)	15.0	9.9	12.8	13.2	13.5
P/E (倍)	14.5	20.3	11.7	10.2	8.8
P/B (倍)	2.3	2.1	1.5	1.4	1.2

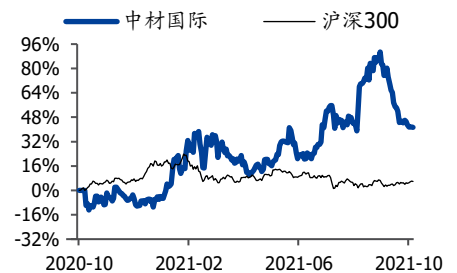
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月26日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
10月26日收盘价(元)	10.41
总市值(百万元)	18,088.91
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)	24.50

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

相关研究

- 《中材国际 (600970.SH): 上半年经营持续修复, 绿色智能化业务加速推进》2021-08-19
- 《中材国际 (600970.SH): Q2 订单强劲反弹, 绿色智能化业务扎实推进》2021-07-17
- 《中材国际 (600970.SH): 全球水泥工业碳减排龙头, 碳交易市场有望再添动力》2021-07-09

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21846	23170	31353	31956	34741	营业收入	24374	22492	35586	40030	44419
现金	6105	7268	8093	6996	6698	营业成本	20274	18883	29490	33064	36582
应收票据及应收账款	3832	3176	5949	6369	6696	营业税金及附加	68	76	120	130	142
其他应收款	762	568	1536	831	1795	营业费用	519	377	660	755	802
预付账款	4510	5345	6517	6827	7979	管理费用	1254	1179	1850	2082	2310
存货	2335	2363	4190	5257	5195	研发费用	610	609	996	1321	1466
其他流动资产	4302	4449	5068	5677	6378	财务费用	-93	-29	134	-38	21
非流动资产	11061	11042	12267	12553	12771	资产减值损失	-4	-190	107	120	111
长期投资	190	376	569	762	957	其他收益	37	39	32	36	36
固定资产	2025	2188	3276	3444	3545	公允价值变动收益	2	9	4	4	5
无形资产	692	668	583	504	428	投资净收益	-22	124	6	-4	26
其他非流动资产	8154	7811	7840	7844	7841	资产处置收益	25	8	0	0	0
资产总计	32907	34212	43620	44509	47512	营业利润	1754	1301	2271	2632	3052
流动负债	18873	20307	25420	25009	26459	营业外收入	66	73	97	72	77
短期借款	808	862	862	862	862	营业外支出	17	14	22	26	20
应付票据及应付账款	6973	7148	11757	11861	12527	利润总额	1804	1360	2346	2678	3110
其他流动负债	11091	12297	12801	12286	13070	所得税	211	241	367	402	502
非流动负债	3390	2667	2694	2252	1771	净利润	1593	1118	1979	2276	2608
长期借款	2536	1901	1928	1486	1004	少数股东损益	1	-15	8	9	-3
其他非流动负债	854	766	766	766	766	归属母公司净利润	1592	1133	1971	2266	2611
负债合计	22263	22973	28114	27261	28230	EBITDA	2228	1676	2650	2980	3469
少数股东权益	459	459	467	476	473	EPS (元)	0.72	0.51	0.89	1.02	1.18
股本	1740	1738	2214	2214	2214						
资本公积	1139	1130	3341	3341	3341						
留存收益	7258	7866	9192	10700	12429						
归属母公司股东权益	10185	10780	15039	16772	18809						
负债和股东权益	32907	34212	43620	44509	47512						

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	58.2	12.5	11.0
营业利润(%)	3.3	-25.9	74.6	15.9	16.0
归属于母公司净利润(%)	16.4	-28.8	73.9	15.0	15.2
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.0	17.1	17.4	17.6
净利率(%)	6.5	5.0	5.5	5.7	5.9
ROE(%)	15.0	9.9	12.8	13.2	13.5
ROIC(%)	11.0	7.3	10.0	10.8	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	67.7	67.1	64.5	61.2	59.4
净负债比率(%)	-14.3	-28.5	-27.6	-21.0	-19.7
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	6.2	6.4	7.8	6.5	6.8
应付账款周转率	2.9	2.7	3.1	2.8	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.51	0.89	1.02	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.79	0.25	0.24	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.60	4.87	6.79	7.58	8.50
估值比率					
P/E	14.5	20.3	11.7	10.2	8.8
P/B	2.3	2.1	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.6	12.1	7.2	6.7	5.7

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	559	536	1435
净利润	1593	1118	1979	2276	2608
折旧摊销	391	357	419	419	472
财务费用	-93	-29	134	-38	21
投资损失	22	-124	-6	4	-26
营运资金变动	-2515	-489	-1963	-2122	-1635
其他经营现金流	852	916	-4	-4	-5
投资活动现金流	246	142	-1633	-706	-658
资本支出	263	273	1032	92	23
长期投资	-76	-147	-192	-194	-195
其他投资现金流	433	268	-793	-807	-830
筹资活动现金流	-336	-201	1900	-928	-1074
短期借款	266	54	0	0	0
长期借款	-580	-635	28	-442	-482
普通股增加	0	-2	476	0	0
资本公积增加	120	-9	2211	0	0
其他筹资现金流	-143	391	-815	-486	-593
现金净增加额	157	1484	825	-1097	-298

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

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中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：021-38124100

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