

2019年8月21日

中材国际 (600970.SH) 建筑和工程



经营稳健，股息率有吸引力

——中材国际 (600970.SH) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件:

公司发布 19 年半年报, 实现营业收入 113 亿元, 同增 12%; 实现归母净利润 7.5 亿元, 同增 16%; 半年度业绩增长低于我们预期。单二季度, 公司实现营业收入 63 亿, 同增 12%; 实现归母净利润 5.2 亿, 同增 10%。

◆水泥窑业务订单增长强劲, 综合毛利率下降受业务结构影响较大

报告期, 公司新签订单 152 亿元, 同增 26%; 有效结转合同 439 亿元, 同减 7%; 其中东盟钾肥项目、中非公司水泥项目总计 8.2 亿美元合同尚未生效。报告期, 公司强势业务领域水泥工程项目新签 124 亿元, 同增 44%; 其中境内水泥工程新签 44 亿元, 同增 110%; 境外水泥工程新签 80 亿元, 同增约 23%。生产运维新签 2.8 亿元, 同增约 6 倍。公司优势领域订单保持快速增长, 然而多元业务、环保业务新签订单有一定下滑。

报告期, 公司综合毛利率 16.3%, 同减/环减 1.5/0.2pcts, 主要由于多元业务、环保业务收入占比提升, 而此类业务仍处在拓展阶段, 毛利率相对水泥工程而偏低。随着非传统业务快速增长, 水泥工程占收入比重从 18H1 的 84.5% 下降至 19H1 的 78.6%。考虑到水泥工程、多元化工程、生产运维、节能环保毛利率分别 16.3%、11.2%、26.8%、14.2%, 营收结构变化是公司综合毛利率下降的重要因素。

◆经营稳健, 股息率有吸引力, 维持“买入”评级

1H19, 经营性现金流为-5.4 亿元, 去年同期为-10 亿元; 2Q19, 经营性现金流为 8.3 亿元。随着 GOE 项目完工, 判断公司经营性现金流将持续好转。公司历年分红率维持在 30%, 现价对应股息率约为 4.5%-5%, 有吸引力。

公司为水泥工程龙头, 已实现全球布局, 呈“东方不亮西方亮”的特征; 非水泥业务增长较快, 将打破成长天花板, 水泥窑协同处置亦有空间。期待“两材”合并后的协同、“双百行动”的激励机制改革进一步释放经营活力。考虑到收入结构变化, 修正毛利率假设, 并下调 19-21 年 EPS 预测至 0.92、1.04 及 1.20 元 (原值 1.03、1.25 及 1.48 元), 相应下调目标价至 9.2 元。考虑到股息率有吸引力, 且动态 PE 在建筑板块中偏低, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 外汇套保损失、新签订单不及预期、毛利率提升不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,554	21,501	24,660	28,715	34,173
营业收入增长率	2.88%	9.96%	14.69%	16.45%	19.00%
净利润 (百万元)	977	1,368	1,594	1,808	2,096
净利润增长率	91.04%	39.98%	16.55%	13.42%	15.95%
EPS (元)	0.56	0.79	0.92	1.04	1.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.92%	15.71%	16.17%	16.25%	16.61%
P/E	11	8	7	6	5
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 21 日

买入 (维持)

当前价/目标价: 5.97/9.20 元

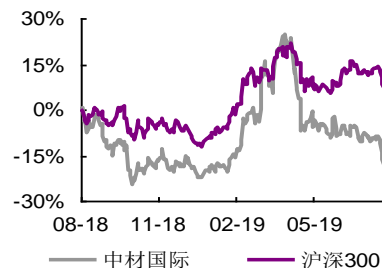
分析师

孙伟凤 (执业证书编号: S0930516110003)
021-52523822
sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 17.40
总市值(亿元): 103.85
一年最低/最高(元): 5.03/8.76
近 3 月换手率: 52.23%

股价表现(一年)



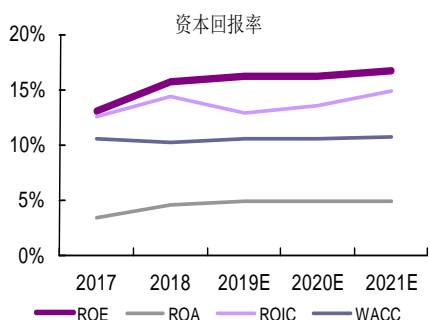
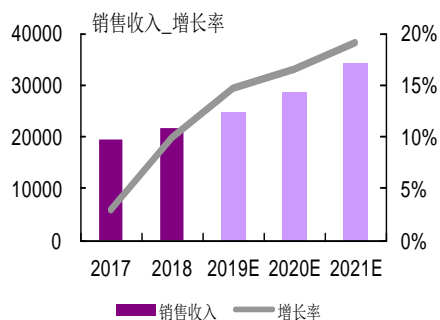
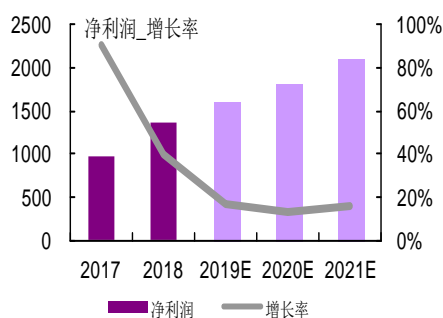
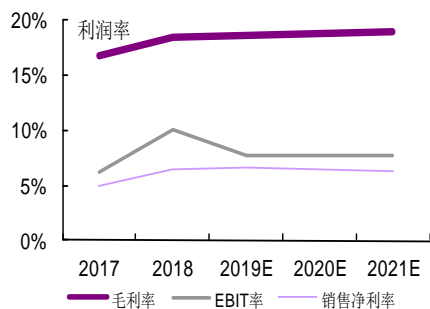
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.18	-11.36	-21.31
绝对	-6.87	-6.83	-5.57

资料来源: Wind

相关研报

订单转好, 业绩延续高增速——中材国际 (600970.SH) 2019 年一季报点评
.....2019-04-29



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,554	21,501	24,660	28,715	34,173
营业成本	16,267	17,511	20,053	23,322	27,671
折旧和摊销	359	479	365	378	390
营业税费	74	75	86	101	120
销售费用	306	377	433	504	600
管理费用	1,548	1,186	2,007	2,337	2,782
财务费用	289	-200	37	73	189
公允价值变动损益	3	0	2	2	2
投资收益	47	-123	100	100	100
营业利润	1,016	1,698	1,973	2,232	2,581
利润总额	1,207	1,700	1,974	2,233	2,583
少数股东损益	3	36	36	36	36
归属母公司净利润	977	1,368	1,594	1,808	2,096

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	29,715	31,041	34,169	38,410	43,929
流动资产	22,354	21,297	24,990	29,815	36,070
货币资金	9,678	7,104	9,243	10,625	12,267
交易型金融资产	9	505	0	0	0
应收帐款	2,899	3,166	3,705	4,371	5,269
应收票据	912	902	1,255	1,462	1,739
其他应收款	761	675	774	901	1,073
存货	3,651	3,395	3,908	4,568	5,447
可供出售投资	89	78	100	100	100
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	50	108	108	108	108
固定资产	1,924	2,010	1,930	1,821	1,687
无形资产	744	715	679	645	613
总负债	21,770	21,896	23,839	26,772	30,765
无息负债	18,238	17,521	20,206	23,338	27,531
有息负债	3,532	4,375	3,634	3,434	3,234
股东权益	7,945	9,145	10,330	11,638	13,164
股本	1,754	1,740	1,740	1,740	1,740
公积金	1,434	1,472	1,632	1,812	1,888
未分配利润	4,418	5,430	6,404	7,496	8,910
少数股东权益	383	440	475	511	547

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,960	-1,620	2,833	2,180	2,590
净利润	977	1,368	1,594	1,808	2,096
折旧摊销	359	479	365	378	390
净营运资金增加	1,594	2,287	502	1,757	2,366
其他	-4,889	-5,754	372	-1,762	-2,262
投资活动产生现金流	-48	-1,226	445	-98	-98
净资本支出	-101	-250	-200	-200	-200
长期投资变化	50	108	0	0	0
其他资产变化	3	-1,084	645	102	102
融资活动现金流	913	-125	-1,139	-700	-849
股本变化	0	-15	0	0	0
债务净变化	1,886	844	-742	-200	-200
无息负债变化	-696	-717	2,685	3,132	4,193
净现金流	-1,411	-2,909	2,139	1,382	1,643

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.88%	9.96%	14.69%	16.45%	19.00%
净利润增长率	91.04%	39.98%	16.55%	13.42%	15.95%
EBITDA 增长率	80.84%	68.81%	-13.88%	13.56%	18.49%
EBIT 增长率	170.02%	79.33%	-11.67%	15.49%	21.11%
估值指标					
PE	11	8	7	6	5
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	6	6	5	4
EV/EBIT	9	7	7	6	5
EV/NOPLAT	11	8	8	7	6
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	16.81%	18.56%	18.68%	18.78%	19.03%
EBITDA 率	8.00%	12.27%	9.22%	8.99%	8.95%
EBIT 率	6.16%	10.04%	7.74%	7.67%	7.81%
税前净利润率	6.17%	7.91%	8.01%	7.78%	7.56%
税后净利润率 (归属母公司)	5.00%	6.36%	6.46%	6.30%	6.13%
ROA	3.30%	4.52%	4.77%	4.80%	4.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.92%	15.71%	16.17%	16.25%	16.61%
经营性 ROIC	12.55%	14.28%	12.77%	13.57%	14.80%
偿债能力					
流动比率	1.18	1.19	1.25	1.30	1.33
速动比率	0.98	1.00	1.05	1.10	1.13
归属母公司权益/有息债务	2.14	1.99	2.71	3.24	3.90
有形资产/有息债务	7.83	6.58	8.81	10.57	12.94
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.56	0.79	0.92	1.04	1.20
每股红利	0.17	0.27	0.31	0.35	0.40
每股经营现金流	-1.13	-0.93	1.63	1.25	1.49
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	-0.05	0.81	0.28	0.21
每股净资产	4.35	5.00	5.66	6.40	7.25
每股销售收入	11.24	12.36	14.18	16.51	19.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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的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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼