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

事项：公司公告拟以发行股份和支付现金的方式购买北京凯盛 100%股权、南京凯盛 98%股权及中材矿山 100% 股权。三家标的公司合计作价 36.76 亿元（北京凯盛作价 5.1 亿，南京凯盛作价 9.9 亿，中材矿山作价 21.8 亿），其中现金支付 9.89 亿元，发行股份支付 26.87 亿元，发行价为 5.87 元/股，新发行股份 4.58 亿股，占公司发行前总股本的 26%。本次交易将使得公司在水泥工程、矿山运营领域的业务规模进一步扩大，主营业务及核心竞争优势进一步凸显，有利于消除和避免与各标的公司之间的同业竞争，利于集团整体水泥工程业务协同发展。

交易标的收购作价估值较低，若方案完成将增厚公司 EPS，提升盈利能力和营运能力。三家标的公司 2019 年合计归母净利润为 6.3 亿元，整体交易作价 36.76 亿元，对应 2019 年 PE 仅 5.8 倍。其中北京凯盛、南京凯盛、中材矿山 2019 年分别实现归母净利润 1.25/2.12/2.9 亿元，作价对应 PE 分别为 4/4.7/7.3 倍，均显著低于可比上市公司。若方案完成，根据模拟财务报表，公司 2019 年归母净利润将由 15.9 亿增加至 22.2 亿元，增长 40%；基本 EPS 将由 0.92 元增加至 1.01 元，增长幅度约 10%。此外公司盈利能力和营运能力也将得到较明显提升：2019 年毛利率将由 16.8%提升至 17.4%，净利率由 6.5%增加至 7.0%。应收账款周转率从 6.38 次提升至 6.79 次，存货周转率由 8.86 次增加至 11.15 次。

中材矿山现金流优异，运维业务模式价值突出。中材矿山是国家级水泥矿山运维及施工领军企业，**2019 年收入中矿山运维服务占比 78%**。矿山运维业务合同服务周期长，盈利稳定；回款按月采矿量结算，现金流优异。中材矿山 2018/2019 年实现归母净利润分别为 1.73/2.9 亿元；经营性现金流净额分别为 1.32/4.58 亿元，现金流与盈利匹配程度良好。公司 2019 年收入增长 41.6%，归母净利润增长 67%；毛利率与净利率分别为 21.5%/7.2%，ROE19%，整体盈利能力与成长能力都较为突出。

智能制造打开新空间，延伸水泥工业互联网平台及后市场运维潜力巨大。水泥智能制造契合国家政策与中建材集团“十四五”建材制造板块升级需求。集团近期专门召开水泥智能制造专题会议，要求公司后续加快部署落地。参考其他行业的智能制造业务模式，水泥智能制造有望为公司提供智能工厂改造和后市场运维两方面新业务空间。1）智能改造业务以单条改造成本 4000 万估算，集团内市场总规模达 148 亿元，全国市场规模约 650 亿元。2）以改造后的智慧产线为依托，具备延伸水泥后市场服务潜力，如信息系统平台收费、水泥产线后续的修理保养等，将提供每年稳定的现金流，毛利率有望明显高于传统的工程业务。以单线年收费 3000 万估算，集团内年市场规模约 111 亿元，全国年市场规模约 487 亿元。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.4/17.4/19.1 亿元（由于方案进度存在不确定性，暂未考虑本次交易影响），同比变化 -28%/+52%/+10%，EPS 分别为 0.66/1.00/1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 13.1/8.6/7.8 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,501	24,374	23,205	25,966	28,088
增长率 yoy（%）	10.0	13.4	-4.8	11.9	8.2
归母净利润（百万元）	1,368	1,592	1,144	1,741	1,913
增长率 yoy（%）	40.0	16.4	-28.2	52.2	9.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	0.92	0.66	1.00	1.10
净资产收益率（%）	15.3	15.0	10.2	13.9	13.6
P/E（倍）	10.9	9.4	13.1	8.6	7.8
P/B（倍）	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

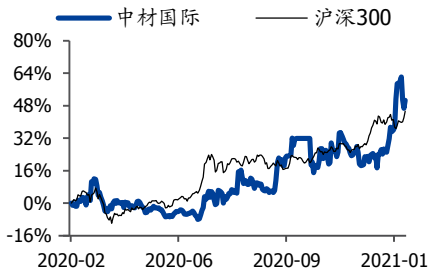
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	8.61
总市值(百万元)	14,961.14
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)	35.34

股价走势



作者

分析师　程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
邮箱：chenglongge@gszq.com
分析师　何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@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）：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
2、《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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21297	21846	21321	24267	24325
现金	7104	6105	4788	5053	5166
应收票据及应收账款	4067	3832	3902	5052	4311
其他应收款	678	762	609	925	734
预付账款	3882	4510	4084	5714	5089
存货	3395	2335	3635	2948	4149
其他流动资产	2170	4302	4302	4576	4877
非流动资产	9745	11061	10773	10897	10923
长期投资	108	190	276	362	450
固定资产	2010	2025	1827	1975	2018
无形资产	715	692	639	555	478
其他非流动资产	6913	8154	8032	8004	7977
资产总计	31041	32907	32093	35163	35248
流动负债	17931	18873	18101	20264	19368
短期借款	542	808	808	808	808
应付票据及应付账款	6888	6973	6291	8335	7433
其他流动负债	10501	11091	11001	11120	11127
非流动负债	3965	3390	2721	2229	1685
长期借款	3116	2536	1867	1375	831
其他非流动负债	850	854	854	854	854
负债合计	21896	22263	20822	22493	21053
少数股东权益	440	459	467	483	503
股本	1740	1740	1740	1740	1740
资本公积	1019	1139	1139	1139	1139
留存收益	5884	7258	8044	9236	10539
归属母公司股东权益	8705	10185	10804	12188	13692
负债和股东权益	31041	32907	32093	35163	35248

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1620	251	212	1564	1442
净利润	1403	1593	1151	1756	1934
折旧摊销	479	391	334	279	308
财务费用	-200	-93	144	20	-9
投资损失	123	22	29	32	52
营运资金变动	-4164	-2515	-1444	-521	-842
其他经营现金流	739	852	-2	-2	-1
投资活动现金流	-1226	246	-73	-433	-385
资本支出	271	263	-374	37	-61
长期投资	-27	-76	-86	-88	-88
其他投资现金流	-983	433	-532	-484	-534
筹资活动现金流	-125	-336	-1456	-866	-943
短期借款	-259	266	0	0	0
长期借款	1285	-580	-669	-493	-544
普通股增加	-15	0	0	0	0
资本公积增加	-16	120	0	0	0
其他筹资现金流	-1120	-143	-788	-374	-400
现金净增加额	-2909	157	-1317	265	113

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21501	24374	23205	25966	28088
营业成本	17511	20274	19401	21393	23063
营业税金及附加	75	68	53	60	70
营业费用	377	519	418	519	562
管理费用	1186	1254	1160	1350	1489
研发费用	564	610	510	597	646
财务费用	-200	-93	144	20	-9
资产减值损失	192	-4	197	0	0
其他收益	21	37	17	22	24
公允价值变动收益	0	2	2	2	1
投资净收益	-123	-22	-29	-32	-52
资产处置收益	5	25	0	0	0
营业利润	1698	1754	1311	2018	2241
营业外收入	53	66	110	107	84
营业外支出	52	17	25	25	30
利润总额	1700	1804	1396	2100	2296
所得税	297	211	245	344	362
净利润	1403	1593	1151	1756	1934
少数股东损益	36	1	7	16	20
归属母公司净利润	1368	1592	1144	1741	1913
EBITDA	2205	2228	1688	2334	2536
EPS（元）	0.79	0.92	0.66	1.00	1.10

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	13.4	-4.8	11.9	8.2
营业利润(%)	67.2	3.3	-25.3	54.0	11.0
归属于母公司净利润(%)	40.0	16.4	-28.2	52.2	9.9
获利能力					
毛利率(%)	18.6	16.8	16.4	17.6	17.9
净利率(%)	6.4	6.5	4.9	6.7	6.8
ROE(%)	15.3	15.0	10.2	13.9	13.6
ROIC(%)	10.3	11.0	7.6	11.1	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	70.5	67.7	64.9	64.0	59.7
净负债比率(%)	-22.3	-14.3	-8.8	-13.8	-16.9
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.5	6.2	6.0	5.8	6.0
应付账款周转率	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.92	0.66	1.00	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.93	0.14	0.12	0.90	0.83
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.86	6.22	7.01	7.88
估值比率					
P/E	10.9	9.4	13.1	8.6	7.8
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.8	6.0	8.2	5.6	4.9

资料来源：贝格数据，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

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

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

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