

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2010年4月6日

中材国际(600970.SH)/37.42元

水泥工程行业世界排名第一的承包商

工业·建筑工程

目标估值: 48.2元

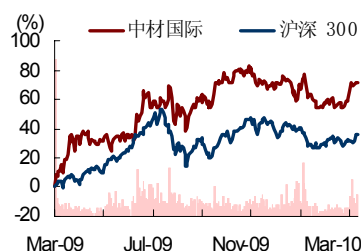
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3128
总股本(万股)	42180
已上市流通股(万股)	33600
总市值(亿元)	154
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	30.4
资产负债率	88.4%
主要股东	中国中材股份
主要股东持股比例	42.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	7	78
相对表现	4	-6	43



相关报告

- 1、《中材国际(600970)——“4万亿”投资受益,业绩如预期爆发》2009/07/13
- 2、《中材国际(600970)——装备业务将引领业绩腾飞》2009/04/26
- 3、《中材国际(600970)——业绩爆发在即》2009/04/15

3月31日,公司公布年报:09实现营业收入180.05亿元,同比增长27.76%,实现利润总额10.76亿元,同比增长69.64%;实现归属于上市公司股东净利润7.44亿元,同比增长143.34%;全面摊薄每股收益1.76元,拟10送2转6派0.3元。

- 09年增发收购少数股东权益后,大幅增厚归属母公司的净利润。09年公司少数股东权益为7802万,占净利润比重仅为9.5%,与08年相比大幅减少了28.63个百分点。
- 毛利率扣除代购因素后保持稳定。09年毛利率12.6%,较上年下降0.6个百分点。毛利率下降主要是因为代购因素造成的收入基数变大,若剔除这7亿元的代购收入(这部分代购收入不贡献毛利),公司09年的实际毛利率为13.1%,基本与08年持平。
- 在全球水泥工程市场排名第一的基础上市场份额稳步提升。09年公司新签海外合同100亿元,占新签合同总量的49%;根据相关机构统计,以当年新签合同额计算,公司国际市场份额为36%(不包括中国市场),与08年相比提升了2个百分点,连续2年保持了全球排名第一的地位。
- 新签合同基本符合预期,巨额在手合同将保证公司未来的稳定增长:09年公司新签合同额205亿元,基本符合预期。在手合同达到526亿元,能够确保公司3年的稳健增长。
- 受益经济复苏,公司海外营业收入占比将稳步提升。09年实现海外收入104.01亿元,同比增长33.64%,占主营业务收入的57.97%,与08年相比,提升了2.53个百分点。预计随着经济的持续复苏,未来公司海外营业收入占比将回升到60%以上。
- 预估每股收益10年2.41元、11年3.14元。同比分别增长36%和30%。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级,6个月目标价48.2元,对应公司10年EPS、20倍PE。未来公司将加强装备与研发业务,拓展有限相关多元,主要围绕核心竞争力进行相关并购如相关产业重装备制造及研发制造较强的竞争对手,我们认为,一旦公司该战略获得成功,目标价还可看高。
- 风险提示:海外市场份额大幅提升的难度加大;多元化弱于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	14092	18005	21828	25956	30320
同比增长	14%	28%	21%	19%	17%
营业利润(百万元)	776	1038	1452	1902	2393
同比增长	38%	34%	40%	31%	26%
净利润(百万元)	312	744	1015	1324	1661
同比增长	23%	139%	36%	30%	25%
每股收益(元)	1.86	1.76	2.41	3.14	3.94
PE	18.6	19.6	14.4	11.0	8.8
PB	5.5	6.9	5.5	4.3	3.4

资料来源:招商证券

表 1: 09 年业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	同比	环比
营业收入	5913.99	6456.9	6535.9	7556.49	7270	10735	42%	48%
营业毛利	593.65	707.16	814.97	1050.42	898.75	1374.2	31%	53%
营业费用	100.87	41.71	114.61	14.3	50.713	67.555	372%	33%
管理费用	208.12	287.28	277.64	336.29	352.61	628.09	87%	78%
财务费用	18.69	-17.13	22.05	112.32	-80.9	-36.065	-132%	-55%
投资收益	0.01	-4.72	-1.25	7.04	7.9038	-67.841	-1064%	-958%
营业利润	233.06	227.66	316	459.79	492.6	545.4	19%	11%
所得税	78.35	111.38	88.54	51.47	130.65	123.17	139%	-6%
归属母公司净利润	109.28	145.05	146.99	164.71	316.85	427.12	159%	35%
EPS (元)	0.65	0.86	0.87	0.98	0.75	1.01		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 09 年各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	YOY	QOQ
营业收入	2552	3983	3104	4453	2909	4361	3935	6800	53%	73%
营业毛利	284	531	409	641	371	527	479	895	40%	87%
营业费用	31	84	34	-20	23	28	26	42	-309%	60%
管理费用	124	154	155	182	165	188	186	442	143%	137%
财务费用	13	6	6	-23	-17	39	13	99	-537%	664%
投资收益	-2	0	-2	9	0	8	-19	-49	-664%	165%
营业利润	123	193	201	259	195	298	271	274	6%	1%
归属母公司净利润	65	82	83	82	107	210	194	233	185%	20%
EPS (元)	0.15	0.19	0.20	0.19	0.25	0.50	0.46	0.55	185%	20%

主要比率

毛利率	11.1%	13.3%	13.2%	14.4%	12.8%	12.1%	12.2%	13.2%	-1.2%	1.0%
营业费用率	1.2%	2.1%	1.1%	-0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	1.1%	-0.1%
管理费用率	4.9%	3.9%	5.0%	4.1%	5.7%	4.3%	4.7%	6.5%	2.4%	1.8%
财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	-0.5%	-0.6%	0.9%	0.3%	1.5%	2.0%	1.1%
三项费用率	6.5%	6.1%	6.3%	3.1%	5.9%	5.8%	5.7%	8.6%	5.4%	2.8%
营业利润率	4.8%	4.8%	6.5%	5.8%	6.7%	6.8%	6.9%	4.0%	-1.8%	-2.9%
有效税率	1.3%	1.4%	1.8%	-0.1%	1.5%	2.0%	1.9%	0.7%	0.8%	-1.2%
净利率	3.7%	3.6%	4.8%	2.6%	5.5%	5.1%	5.1%	3.5%	0.9%	-1.6%

YoY

收入	1%	18%	15%	18%	14%	9%	27%	53%		
归属母公司净利润	2%	80%	126%	-25%	65%	155%	134%	185%		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 3: 分项业务预测

收入 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机械装备制造	8147	10687	13466	16698	19536
技术转让	105	30	27	31	35
监理	19	16	16	22	27
设计	414	314	314	393	413
水泥生产线安装	5352	6895	7929	8722	10204
合计	14039	17943	21753	25866	30215
收入 (YOY)					
机械装备制造	6.0%	31.2%	26.0%	24.0%	17.0%
技术转让	49.6%	-71.2%	-10.0%	15.0%	10.0%
监理	0.5%	-16.4%	0.0%	35.0%	25.0%
设计	20.4%	-24.1%	0.0%	25.0%	5.0%
水泥生产线安装	28.0%	28.8%	15.0%	10.0%	17.0%
合计	27.8%	21.2%	18.9%	16.8%	10.0%
毛利 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机械装备制造	1368	1964	2532	3223	3907
技术转让	60	1	1	3	5
监理	11	13	13	18	22
设计	205	177	204	259	289
水泥生产线安装	188	84	97	105	133
合计	1833	2239	2847	3608	4356
毛利 (YOY)					
机械装备制造	45.9%	43.5%	28.9%	27.3%	21.2%
技术转让	92.2%	-98.7%	77.0%	130.0%	65.0%
监理	7.4%	18.0%	1.2%	35.0%	25.0%
设计	-8.0%	-13.7%	15.2%	26.9%	11.4%
水泥生产线安装	228.2%	-55.4%	15.0%	8.2%	26.7%
合计	40.9%	22.1%	27.2%	26.7%	20.7%
毛利率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机械装备制造	16.8%	18.4%	18.8%	19.3%	20.0%
技术转让	57.1%	2.5%	5.0%	10.0%	15.0%
监理	57.5%	81.1%	82.0%	82.0%	82.0%
设计	49.6%	56.4%	65.0%	66.0%	70.0%
水泥生产线安装	3.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
综合毛利率	13.1%	12.5%	13.1%	13.9%	14.4%

资料来源: 公司公告, 招商证券

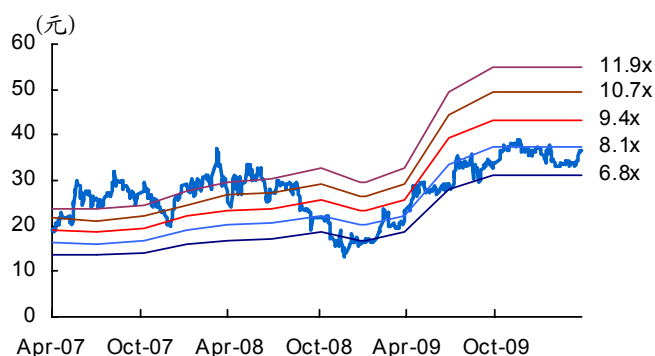
表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	14092	18005	21828	25956	30320
营业成本	12227	15732	18971	22335	25949
营业税金及附加	109	121	153	182	212
营业费用	129	118	153	182	212
管理费用	614	981	1201	1428	1637
财务费用	134	(117)	(79)	(48)	(57)
资产减值损失	112	89	0	0	0
公允价值变动收益	3	17	17	19	21
投资收益	6	(60)	5	5	5
营业利润	776	1038	1452	1902	2393
营业外收入	55	58	65	70	75
营业外支出	188	21	21	21	21
利润总额	644	1076	1496	1951	2447
所得税	140	254	374	488	612
净利润	504	822	1122	1463	1835
少数股东损益	192	78	107	139	174
归属于母公司净利润	312	744	1015	1324	1661
EPS (元)	1.86	1.76	2.41	3.14	3.94

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 中材国际历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中材国际历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:
1、《中材国际（600970）—“4 万亿”投资受益，业绩如预期爆发》2009/07/13

我们提出，装备业务将成为公司持续强劲的业绩来源。其次，并购少数股东权益也为公司释放业绩提供较大的空间。

2、《中材国际（600970）—装备业务将引领业绩腾飞》2009/04/26
3、《中材国际（600970）—业绩爆发在即》2009/04/15

我们提出 09 年公司发展势头大好：海外风险缓解，新签合同将保持稳定；着手整合装备制造，行成一个大型的装备制造集团，提升公司装备业务毛利率；合理储备铜现货、钢材板材；少数股东权益合并方案获批。预计 09 年业绩爆发如箭在弦。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17415	15007	18819	22585	26786
现金	10554	7481	10567	12849	15461
交易性投资	6	14	15	17	19
应收票据	124	221	262	311	364
应收款项	1103	1150	1171	1392	1626
其它应收款	409	335	415	493	576
存货	2084	2476	2880	3391	3940
其他	3134	3331	3510	4132	4801
非流动资产	1535	1911	1935	2014	2097
长期股权投资	49	57	57	57	57
固定资产	962	1233	1398	1519	1637
无形资产	177	290	261	235	211
其他	347	332	220	203	192
资产总计	18950	16919	20754	24599	28883
流动负债	17070	14340	17512	20490	23686
短期借款	2840	69	200	200	200
应付账款	2616	3192	4060	4780	5553
预收账款	10412	9909	11952	14071	16348
其他	1203	1171	1301	1439	1585
长期负债	285	374	373	373	373
长期借款	0	65	65	65	65
其他	285	309	308	308	308
负债合计	17355	14715	17885	20863	24059
股本	168	422	422	422	422
资本公积金	412	626	626	626	626
留存收益	470	1059	1618	2346	3259
少数股东权益	545	97	204	343	517
母公司所有者权益	1050	2107	2665	3394	4307
负债及权益合计	18950	16919	20754	24599	28883

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4267	819	3446	2959	3431
净利润			1015	1324	1661
折旧摊销			78	74	70
财务费用			(79)	(48)	(57)
投资收益			(22)	(24)	(26)
营运资金变动			2330	1435	1546
其它			123	199	238
投资活动现金流	(333)	(520)	(104)	(154)	(155)
资本支出			(100)	(150)	(150)
其他投资			(4)	(4)	(5)
筹资活动现金流	(122)	(561)	(257)	(524)	(664)
借款变动			101	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(457)	(596)	(747)
其他			99	72	83
现金净增加额	3812	(262)	3086	2282	2612

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	14092	18005	21828	25956	30320
营业成本	12227	15732	18971	22335	25949
营业税金及附加	109	121	153	182	212
营业费用	129	118	153	182	212
管理费用	614	981	1201	1428	1637
财务费用	134	(117)	(79)	(48)	(57)
资产减值损失	112	89	0	0	0
公允价值变动收益	3	17	17	19	21
投资收益	6	(60)	5	5	5
营业利润	776	1038	1452	1902	2393
营业外收入	55	58	65	70	75
营业外支出	188	21	21	21	21
利润总额	644	1076	1496	1951	2447
所得税	140	254	374	488	612
净利润	504	822	1122	1463	1835
少数股东损益	192	78	107	139	174
母公司所有者净利润	312	744	1015	1324	1661
EPS (元)	1.86	1.76	2.41	3.14	3.94

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	14%	28%	21%	19%	17%
营业利润	38%	34%	40%	31%	26%
净利润	23%	139%	36%	30%	25%
获利能力					
毛利率	13.2%	12.6%	13.1%	13.9%	14.4%
净利率	2.2%	4.1%	4.7%	5.1%	5.5%
ROE	29.7%	35.3%	38.1%	39.0%	38.6%
ROIC	16.1%	29.7%	32.9%	34.7%	34.4%
偿债能力					
资产负债率	91.6%	87.0%	86.2%	84.8%	83.3%
净负债比率	15.0%	1.0%	1.3%	1.1%	0.9%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	1.1	1.1	1.1	1.0
存货周转率	6.2	6.9	7.1	7.1	7.1
应收帐款周转率	16.6	16.0	18.8	20.3	20.1
应付帐款周转率	5.3	5.4	5.2	5.1	5.0
每股资料(元)					
每股收益	1.86	1.76	2.41	3.14	3.94
每股经营现金	25.40	1.94	8.17	7.02	8.14
每股净资产	6.25	5.00	6.32	8.05	10.21
每股股利	1.05	0.15	1.08	1.41	1.77
估值比率					
PE	18.6	19.6	14.4	11.0	8.8
PB	5.5	6.9	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA	36.2	35.8	23.3	17.6	14.1

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。