

中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文
分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑
联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

签署印度合同彰显公司竞争力

事件

中材国际于 2010 年 6 月 1 日发布公告：近日公司全资子公司天津水泥工业设计研究院有限公司（以下简称“天津院”）和拉法基集团印度公司（以下简称“业主”）签署了印度 RAJASTHAN 5000t/d 水泥生产线工程 EP 总承包合同。该水泥生产线位于印度西北部拉贾斯坦邦境内。合同金额 7200 万欧元。合同范围包括工程设计、设备采购与供货、安装调试指导等。合同履约期限为自合同签订日起 36 个月，其中设备交货期为 17 个月。

评论

5 月以来频繁订单显示全球水泥工程总承包市场的复苏和公司强劲竞争实力：继公司 5 月 22 日公告了与沙特业主签署了 1.44 亿美元加 4000 万欧元的合同，5 月 25 日公告与俄罗斯 OAO Lafarge（拉法基）1.1 亿欧元的公司后，今日又公告 7200 万欧元的 EP 合同，我们预计截至目前公司新签合同大约在 90 亿元左右+50 亿元左右的协议，我们维持公司今年新签合同达到 240 亿元的判断；其次此次合同的业主是拉法基集团印度公司，根据我们的了解，之前中材国际在印度市场上的占有率不高，其主要竞争对手 Flsmidth 的竞争力稍强，此次合同表明了拉法基集团对公司业务质量和价格的认可，也是公司业务在印度市场的重要拓展。

我们维持对于中材国际的推荐：在 5 月 19 日完成的《订单决定业绩，业务衍生提升估值》中，我们对中材国际进行了深入分析，现在我们仍然坚持对中材国际的看好，理由如下：

- **以订单为基础的外延式增长还在稳定推进：**从新签海外订单、结转海外订单、海外结转订单/收入比的指标上看，公司近年来的竞争力持续上升；海外业务仍是未来订单增长的主要部分。
- **售后服务业务、尤其是备品备件服务业务或将快速发展：**公司目前已经建成的国外总承包线有 60 条左右，且集中分布于非洲、中东、东南亚等地区，公司已经具备重点铺开售后有偿服务业务的外部条件；服务业务有一定的抗周期性，也有着高于总承包业务的毛利率，我们预计公司的服务业务将成为下一阶段新的收入和利润增长点。

- **节能环保技术和设备的产业化面临契机：**中材国际凭借多年在设计、研发方面的优势对利用水泥生产线进行垃圾焚烧、污泥处理的技术进行了研究，并取得了初步的效果，在目前中国经济十分着重节能环保与循环经济的背景下，我们对公司在垃圾焚烧、污泥处理技术产业化方面的进展拭目以待。
- **毛利率还有提升空间：**公司的吨熟料合同价稳步上升；装备制造产能扩大，自给率提高；业务平台一体化的推进带来成本上的节约。多种因素将促使公司业务毛利率稳步上升。
- **人民币升值是公司投资逻辑中的一个风险因素，**我们假设 2010-2012 年人民币每年升值 2%，对毛利率的影响分别为-0.34%、-0.34%、-0.33%。

投资建议

- 公司 2010-2012 年实现归属于母公司的净利润 9.95 亿元、12.85 亿元、15.97 亿元，增速分别为 33.78%、29.14%、24.25%，按照目前最新股本对应每股收益 1.311 元、1.693 元、2.103 元。
- 订单决定业绩，从目前公司的收入订单比来看，未来 3 年业绩成长的确定性比较强，而随着公司总承包业务衍生的售后服务业务的规模化开展，以及中长期公司的节能环保技术和设备的大规模产业化，公司估值水平有望提高，我们建议投资者买入中材国际。

图表1：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	12,371	14,092	18,005	22,197	26,097	29,468
增长率		13.9%	27.8%	23.3%	17.6%	12.9%
主营业务成本	-11,070	-12,227	-15,732	-19,304	-22,603	-25,371
% 销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	87.0%	86.6%	86.1%
毛利	1,301	1,865	2,273	2,893	3,495	4,097
% 销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	13.0%	13.4%	13.9%
营业税金及附加	-75	-109	-121	-155	-183	-206
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-143	-129	-118	-178	-196	-206
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
管理费用	-495	-614	-981	-1,243	-1,514	-1,724
% 销售收入	4.0%	4.4%	5.4%	5.6%	5.8%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	588	1,013	1,053	1,317	1,603	1,961
% 销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	5.9%	6.1%	6.7%
财务费用	-2	-134	117	27	36	81
% 销售收入	0.0%	1.0%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-19	-112	-89	-56	-10	-5
公允价值变动收益	0	3	17	0	0	0
投资收益	-5	6	-60	0	43	48
% 税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	2.5%	2.3%
营业利润	562	776	1,038	1,288	1,672	2,084
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	5.8%	6.4%	7.1%
营业外收支	36	-132	38	30	30	30
税前利润	598	644	1,076	1,318	1,702	2,114
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	5.9%	6.5%	7.2%
所得税	-190	-140	-254	-311	-402	-499
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
净利润	408	504	822	1,007	1,300	1,615
少数股东损益	154	192	78	12	15	19
归属于母公司的净利润	254	312	744	995	1,285	1,597
净利率	2.1%	2.2%	4.1%	4.5%	4.9%	5.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	408	504	822	1,007	1,300	1,615
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	118	332	359	365	385	470
非经营收益	17	-22	76	35	-69	-73
营运资金变动	1,116	3,446	-454	949	677	-1,406
经营活动现金净流	1,658	4,260	803	2,355	2,294	606
资本开支	-243	-297	-449	-538	-599	-900
投资	-126	-58	-81	-1	0	0
其他	3	22	10	0	43	48
投资活动现金净流	-366	-333	-520	-539	-556	-852
股权募资	40	29	0	0	0	0
债权募资	-395	2,653	-2,676	-385	0	1
其他	-204	-2,842	2,115	-19	-103	-103
筹资活动现金净流	-559	-160	-561	-404	-103	-102
现金净流量	733	3,767	-277	1,413	1,635	-348

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,877	10,554	7,481	8,894	10,529	10,181
应收款项	1,011	1,636	1,706	2,173	2,555	2,807
存货	1,865	2,084	2,476	2,909	3,715	4,866
其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,069	4,988	5,851
流动资产	8,735	17,415	15,007	18,045	21,787	23,705
% 总资产	89.3%	91.9%	88.7%	89.6%	90.3%	89.4%
长期投资	60	92	101	102	101	101
固定资产	782	1,019	1,324	1,692	1,984	2,472
% 总资产	8.0%	5.4%	7.8%	8.4%	8.2%	9.3%
无形资产	169	356	405	294	256	234
非流动资产	1,051	1,535	1,911	2,090	2,343	2,809
% 总资产	10.7%	8.1%	11.3%	10.4%	9.7%	10.6%
资产总计	9,786	18,950	16,919	20,135	24,130	26,513
短期借款	197	2,840	99	0	0	0
应付款项	7,678	13,859	13,748	16,675	19,436	20,273
其他流动负债	392	374	495	292	325	352
流动负债	8,267	17,073	14,343	16,966	19,761	20,625
长期贷款	0	0	65	65	65	66
其他长期负债	36	282	307	0	0	0
负债	8,303	17,355	14,715	17,031	19,826	20,691
普通股股东权益	982	1,050	2,107	2,995	4,181	5,680
少数股东权益	501	545	97	109	123	142
负债股东权益合计	9,786	18,950	16,919	20,135	24,130	26,513

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.514	1.855	1.764	1.311	1.693	2.103
每股净资产	5.843	6.250	4.995	3.944	5.507	7.481
每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	3.102	3.022	0.798
每股股利	0.390	0.380	0.400	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.91%	29.69%	35.31%	33.23%	30.74%	28.12%
总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	4.94%	5.33%	6.02%
投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	31.75%	28.02%	25.44%
增长率						
主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	23.28%	17.57%	12.92%
EBIT增长率	107.14%	72.43%	3.90%	25.04%	21.72%	22.34%
净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	33.78%	29.14%	24.25%
总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	19.01%	19.85%	9.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	22.0	22.8	23.0	23.0	22.0
存货周转天数	58.3	58.9	52.9	55.0	60.0	70.0
应付账款周转天数	55.3	68.8	67.4	68.0	66.0	64.0
固定资产周转天数	17.9	24.9	25.0	25.8	25.6	28.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-284.93%	-243.39%	-173.98%
EBIT利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	-48.5	-44.9	-24.1
资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	84.59%	82.16%	78.04%

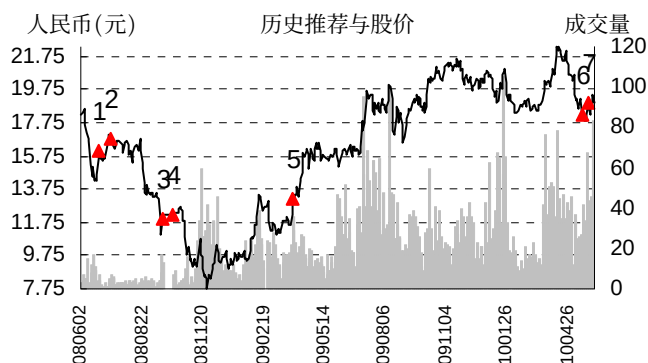
来源：

国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-06-26	买入	16.06	N/A
2	2008-07-14	买入	16.74	N/A
3	2008-09-19	买入	12.02	N/A
4	2008-10-12	买入	12.26	N/A
5	2009-03-31	买入	13.18	65.00~65.00
6	2010-05-18	买入	18.25	26.21~26.21
7	2010-05-24	买入	18.97	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室