



建筑工程业/工业

中材国际 (600970)

中期业绩好于预期, 增持, 目标价格 32 元

2010 年中报点评

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880208070351

本报告导读:

中期净利润增加 99%, EPS0.83 元, 大幅好于预期。主要因为设备自给率提升导致收入和毛利率水平增加。再次上调 2010-11 年 EPS1.75、2.28 元, 增持, 目标价 32 元。
投资要点:

中期收入 104 亿、同增 42%, 净利润 6.3 亿、同增 99%, EPS0.83 元。业绩大幅好于预期。毛利率 13.9%、同增 1.5 个百分点。新签订合同 149 亿 (包括意向性合同 53 亿)、同增 145%, 其中国内合同 56 亿、与去年持平, 完成全年 20% 合同增长相对乐观。

建筑安装、设备制造、设计收入增速为 18%、60%、20%, 毛利率为 7.2%、17%、54.6%, 同增 0.2、1.8、-14 个百分点, 毛利占比 7%、83%、8%。总承包项目装备自给率 33%。设备制造是公司最大利润来源、也是上半年业绩增长最主要贡献量。

国内、国外收入同增 55%、35%, 国内快速增长来源上年新签订合同同增 35% 所致。国内外收入占比为 38%、62%, 收入主要来自海外。国内外毛利占比为 70%、30%, 盈利主要来自国内, 主要因为国内外毛利率 22.7%、7.2%, 国内施工核算、国内设备核算。

三项费用率 5.3%、同增 0.8 个百分点。投资收益同增 360%、占利润总额比提升至 4.6%。营业外收入增加 23%、占利润总额比下降至 3.4%。所得税率 18.5%、税率下降 7 个百分点。少数股东损益同比下降 75%, 占利润总额比由 12.5% 下降至 2%。这是利润增速快于收入增速原因。设立国际资源与环境工程公司拓展固废处理行业, 设立印度分支机构拓展印度市场, 设立光伏技术工程公司进入光伏电站建设领域。再次上调 2010-11 年 EPS 至 1.75、2.28 元, 同增 78%、30%, 维持增持评级, 国际工程板块主要推荐公司, 再次上调目标价格至 32 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14,092	18,005	24,489	33,365	39,555
(+/-)%	13.9%	27.8%	36.0%	36.2%	18.6%
经营利润 (EBIT)	895	981	1,653	2,123	2,463
(+/-)%	57%	10%	68%	28%	16%
净利润	306	744	1,327	1,730	2,018
(+/-)%	20%	143%	78%	30%	17%
每股净收益 (元)	1.82	1.76	1.75	2.28	2.66
每股股利 (元)	0.05	0.03	0.03	0.04	0.05

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6%	5%	7%	6%	6%
净资产收益率 (%)	29%	35%	39%	34%	28%
投入资本回报率 (%)	-12%	-15%	-20%	-19%	-18%
EV/EBITDA	3.7	3.3	2.1	1.7	1.5
市盈率	14.9	15.4	15.6	11.9	10.2
股息率 (%)	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.00

上次预测: 30.00

当前价格: 27.19

2010.08.13

交易数据

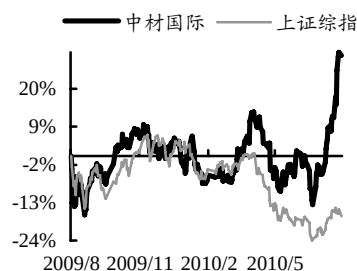
52 周内股价区间 (元)	16.81-41.20
总市值 (百万元)	20,644
总股本/流通 A 股 (百万股)	759/605
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	89

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,358
每股净资产	3.11
市净率	8.8
净负债率	9%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.14	0.35
Q2	0.28	0.48
Q3	0.26	0.42
Q4	0.31	0.50
全年	0.98	1.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	42%	45%	37%
相对指数	38%	49%	55%

相关报告

《基于中报业绩超预期上调业绩和目标价》	2010.08.04
《全球景气复苏, 利于提升 EPS 和估值》	2010.04.09
《全球经济复苏主题, 合同增加利估值提	2010.03.31
《前 3 季度净利润同增 122%》	2009.10.29
《中期业绩好于预期, 新签订合同下降》	2009.08.16

模型更新时间: 2010.08.13

股票研究

工业
建筑工程业

中材国际 (600970)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.00

上次预测: 30.00

当前价格: 27.19

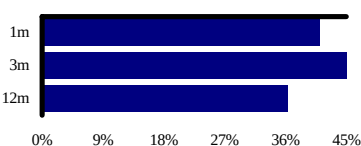
公司网址

www.sinoma.com.cn

公司简介

公司主要从事新型干法水泥生产线的建设业务,包括水泥生产线的研发与设计、装备采购及制造、设备安装等业务,是国内外大型新型干法水泥工程建设的领军企业,在大中型新型干法水泥生产系统总承包市场占有绝对的市场份额,所建日产4000吨以上规模的新型干法水泥生产线是国家产业政策重点扶植对象。目前,公司已成功跻身国际同行业三甲之列,07年海外业务在国际上的市场份额已超越FLSmidth、德国海德堡、Polysius等国际同行,高居榜首,已进入欧洲、美洲、亚洲、非洲

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

16.81-41.20

市值 (百万)

20,644

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,637	4,113	9,361	12,371	14,092	18,005	24,489	33,365	39,555
主营业务成本	2,253	3,661	8,102	11,070	12,237	15,732	21,238	29,230	34,708
税金及附加	53	46	65	75	109	121	165	224	266
主营业务利润	332	407	1,195	1,226	1,747	2,152	3,087	3,911	4,582
其他业务利润	6	10	60	19	109	72	49	67	79
营业费用	16	14	126	143	129	118	161	219	260
管理费用	195	220	494	495	614	981	1,224	1,501	1,780
EBIT	126	183	515	569	895	981	1,653	2,123	2,463
财务费用	-10	28	57	2	134	-117	24	33	40
营业利润	136	156	458	567	760	1,098	1,628	2,090	2,423
所得税	41	46	124	190	138	254	345	449	524
少数股东损益	20	29	116	154	190	78	52	67	79
净利润	74	92	244	254	306	744	1,327	1,730	2,018
资产负债表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	853	1,293	3,144	3,877	10,560	7,494	10,596	15,308	19,342
其他流动资产	1,372	2,896	4,424	4,858	6,855	7,513	10,219	13,922	16,505
长期投资	2	9	13	60	92	101	141	198	277
固定资产合计	182	276	632	782	1,019	1,324	1,447	1,583	1,732
无形资产及其他资产	20	32	115	169	356	405	656	983	1,365
资产合计	2,429	4,506	8,359	9,786	18,952	16,919	23,170	32,144	39,399
流动负债	2,065	3,645	7,177	8,268	17,070	14,310	19,030	25,942	30,790
长期负债	3	2	27	36	278	352	570	855	1,187
股东权益	292	759	820	982	1,051	2,107	3,412	5,112	7,096
投入资本(IC)	-491	-306	-1,277	-2,222	-5,925	-4,904	-6,468	-9,111	-10,747
现金流量表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	88	130	383	388	700	750	1,322	1,699	1,970
折旧与摊销	33	37	99	98	221	270	282	295	309
流动资金增量	(90)	79	(1,410)	(1,150)	(4,127)	666	(1,937)	(3,106)	(2,167)
资本支出	43	143	539	303	645	625	656	757	839
自由现金流	168	(55)	1,353	1,334	4,402	(271)	2,885	4,342	3,606
经营现金流	235	44	1,086	1,577	4,266	819	3,379	4,954	4,299
投资现金流	(7)	(71)	20	(366)	(333)	(520)	(656)	(757)	(839)
融资现金流	(24)	468	450	(560)	(122)	(561)	(4)	(7)	(9)
现金流净额	203	440	1,557	650	3,812	(262)	2,718	4,189	3,450
财务指标	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性									
收入增长率	43.7%	56.0%	127.6%	32.2%	13.9%	27.8%	36.0%	36.2%	18.6%
EBIT 增长率	46.8%	45.8%	181.1%	10.5%	57.4%	9.6%	68.5%	28.5%	16.0%
净利润增长率	55.4%	24.5%	164.9%	4.3%	20.2%	143.3%	78.4%	30.3%	16.7%
利润率									
毛利率	14.6%	11.0%	13.5%	10.5%	13.2%	12.6%	13.3%	12.4%	12.3%
EBIT 率	4.8%	4.5%	5.5%	4.6%	6.3%	5.4%	6.7%	6.4%	6.2%
净利润率	2.8%	2.2%	2.6%	2.1%	2.2%	4.1%	5.4%	5.2%	5.1%
收益率									
净资产收益率(ROE)	25.3%	12.1%	29.8%	25.9%	29.1%	35.3%	38.9%	33.8%	28.4%
总资产收益率(ROA)	3.0%	2.0%	2.9%	2.6%	1.6%	4.4%	5.7%	5.4%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	-17.9%	-42.6%	-30.0%	-17.5%	-11.8%	-15.3%	-20.4%	-18.6%	-18.3%
运营能力									
存货周转天数	42.4	67.3	58.7	58.3	58.9	52.9	50.2	49.7	52.7
应收账款周转天数	32.92	30.04	42.47	24.87	39.17	30.10	30.10	30.10	30.10
总资产周转天数	336.1	399.8	325.9	288.7	490.9	343.0	345.3	351.7	363.6
净利润现金含量	3.18	0.47	4.45	6.20	13.95	1.10	2.55	2.86	2.13
资本支出/收入	2%	3%	6%	2%	5%	3%	3%	2%	2%
偿债能力									
资产负债率	85.1%	80.9%	86.2%	84.9%	91.6%	86.8%	84.7%	83.4%	81.2%
净负债率	-291.4%	-152.6%	-298.4%	-374.9%	-733.3%	-348.6%	-303.6%	-292.6%	-265.8%
估值比率									
PE	54.4	106.2	40.1	24.1	20.1	15.4	15.6	11.9	10.2
PB	13.7	12.9	11.9	6.3	5.8	5.4	6.1	4.0	2.9
P/S	1.5	2.4	1.0	0.5	0.4	0.6	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	50.89	39.94	14.28	12.12	7.25	3.30	2.14	1.71	1.49
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

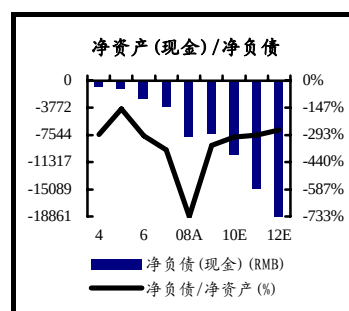
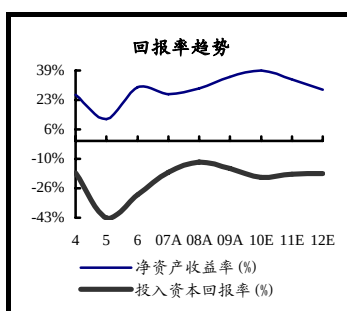
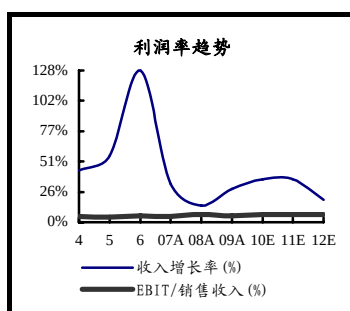
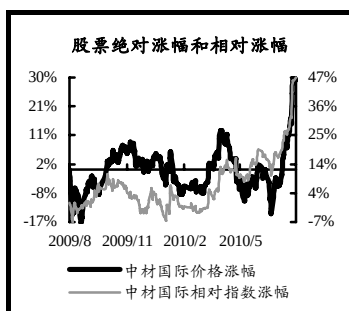


表 1: 单季度财务指标

	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2
主营业务收入	6518	3834	6800	3935	4361	2909	2552	3983
增速	49%	32%	53%	27%	9%	14%	1%	20%
毛利率	13.5%	14.5%	13.2%	12.2%	12.1%	12.8%	11.1%	13.3%
主营业务成本	5637	3278	5905	3456	3833	2538	2268	3453
业务税金及附加	38	26	46	26	33	16	18	28
主营业务利润	844	530	849	454	495	355	266	503
资产减值损失	92	5	15	14	45	(3)	4	33
营业费用	37	31	42	26	28	23	31	84
费用率	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%	2.1%
管理费用	280	180	442	186	189	165	124	154
费用率	4.3%	4.7%	6.5%	4.7%	4.3%	5.7%	4.9%	3.9%
财务费用	11	3	26	(62)	(56)	(25)	(17)	39
费用率	0.2%	0.1%	0.4%	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-0.7%	1.0%
三项费用率	5.0%	5.6%	7.5%	3.8%	3.7%	5.6%	5.4%	7.0%
营业利润	423	311	323	291	289	195	125	193
投资收益	22	14	(49)	(19)	8	(0)	(2)	0
营业外收入	13	13	22	15	11	11	5	13
营业外支出	5	0	8	10	2	1	1	8
净额/利润	2%	4%	5%	2%	3%	5%	3%	2%
利润总额	454	338	288	277	306	205	127	198
所得税	77	69	49	74	86	44	34	55
所得税率	17%	21%	17%	27%	28%	22%	27%	28%
少数股东损益	13	3	6	8	11	53	28	61
占利润比	3%	1%	2%	3%	4%	26%	22%	31%
净利润	365	265	233	195	209	107	65	82
增速	74%	148%	208%	135%	154%	65%	2%	70%
净利润率	5.6%	6.9%	3.4%	5.0%	4.8%	3.7%	2.5%	2.1%
EPS	0.48	0.35	0.55	0.46	0.50	0.25	0.15	0.19

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 上半年板块盈利

	收入增速	收入占比	毛利占比	毛利率	增加
水泥生产线土建与安装	18%	30%	7%	3.2%	0.2%
机械设备制造与销售	60%	68%	83%	17.0%	1.8%
设计	20%	2%	8%	54.6%	-13.6%
监理	41%	0%	1%	63.3%	12.5%
技术转让	-70%	0%	1%	75.0%	45.4%
合计	43%	100%	100%	13.8%	1.6%
境内	55%	38%	70%	22.7%	2.1%
境外	35%	62%	30%	7.2%	0.3%
合计	43%	100%	100%	13.8%	1.6%

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		