

中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

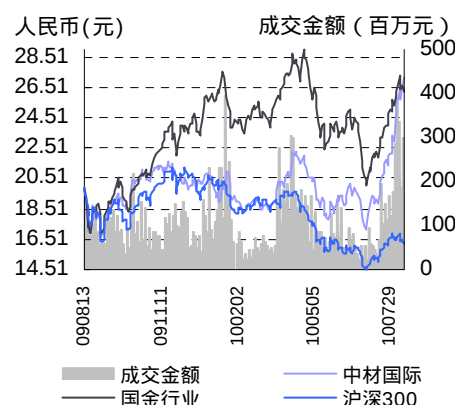
市价（人民币）：27.19 元

业绩超预期，环保等平台公司成立

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	604.80
总市值(百万元)	20,643.58
年内股价最高最低(元)	27.19/16.59
沪深 300 指数	2816.39
上证指数	2575.47



相关报告

1. 《股价大涨点评》，2010.8.5
2. 《业绩预增点评》，2010.7.8
3. 《签署印度合同彰显公司竞争力》，2010.6.2

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

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.855	1.764	1.643	2.386	3.503
每股净资产(元)	6.25	5.00	4.28	6.53	9.90
每股经营性现金流(元)	25.40	1.94	4.44	5.34	3.60
市盈率(倍)	17.25	21.07	11.02	7.59	5.17
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	22.57%	138.67%	67.64%	45.24%	46.82%
净资产收益率(%)	29.69%	35.31%	38.41%	36.52%	35.36%
总股本(百万股)	168.00	421.80	759.23	759.23	759.23

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中材国际于 2010 年 8 月 13 日发布半年报，报告期内实现销售收入增长 42.39%；实现归属于上市公司股东净利润增长 99.18%；实现 EPS 为 0.83 元，业绩高于我们和市场之前的预期，分配方案为向全体股东每 10 股派现金 2.7 元（含税）。

主要观点

- **上半年收入增长超出预期**：近几年来，公司收入增长缓慢，上半年公司收入增长 42.39%，超出市场之前的预期；其中国内收入增长 55%，国外收入增长 34.92%。
- **上半年新签订单方面符合预期**：上半年共新签合同 149.2 亿元（包括意向性总承包协议 53.24 亿元），其中国内市场合同额 56.1 亿元，符合我们预期，预计完成全年 240 亿订单的概率比较大。
- **上半年毛利率提升非常明显，改善趋势符合预期**：上半年公司实现毛利率 13.89%；同比 09 年同期增长了 1.52 个百分点；实现销售净利率 6.24%；同比 09 年同期增长了 1.01 个百分点。装备自给率提高、合同价格提高等因素仍是毛利率提高的主要原因。
- **期间费用率高于去年，但仍在低位**：上半年公司实现销售费用率 0.66%、管理费用率 4.45%、财务费用率 0.14%，合计 5.25%；同比 09 年上半年增长了 0.80 个百分点；但是从近几年的发展趋势上看，该数值仍然处于低位。
- **公司步入环保产业的迈开步伐**：公司设立中材国际资源与环境工程有限公司，形成成工业、生活垃圾、固体废弃物处理设施的技术咨询、开发设计、设备制造、运营服务为主的环保产业公司。关于这个行业的进展详细参见我们的《水泥窑协同处理城市垃圾的专题分析报告》。
- **公司设立印度分公司具有重要意义**：印度市场将是中材国际继中东、非洲市场之后，另一个具备强大增长潜力的市场，从人均水泥消耗量来看，在 300 公斤左右，处于水泥工业发展的洼地区域，我们对中材国际拓展印度市场持积极态度，鉴于印度市场的特殊性，需要选择的是进入该市场的方式。

- 我们还注意到：公司拟与在天华阳光合作，从事境内外光伏项目的工程总承包工作，提供光伏电站“交钥匙”服务，具体包括光伏电站咨询、设计、设备销售及工程承包业务。有限多元化经营战略在逐步开展，我们对公司在该领域的进展拭目以待。
- **我们重申在 5 月份的报价报告中投资逻辑**：在今年 5 月份的报价报告《订单决定业绩，业务衍生提升估值》中，我们提出了中材国际一系列的投资逻辑（订单仍有上升趋势、毛利率上升趋势更加确定、环保服务等衍生业务提升估值水平），并大力推荐该公司。在目前的时间点，当初的推荐理由依然成立，具体请见上述报告。

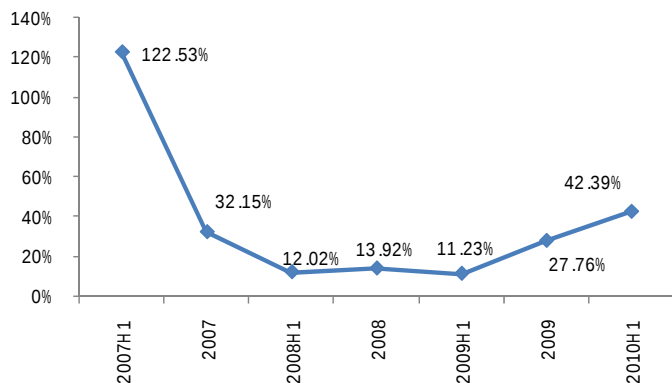
盈利调整与投资建议

- 我们上调了对公司的盈利预测：预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.64、2.38、3.50 元，提醒投资者关注公司在接下来印度市场订单的增长、设备自给率的进一步提高、以及服务业务和节能环保公司快速发展带来的业绩和估值的双重提升，还是按照 2010 年 20 倍予以公司估值，公司目标价为 32.8 元。

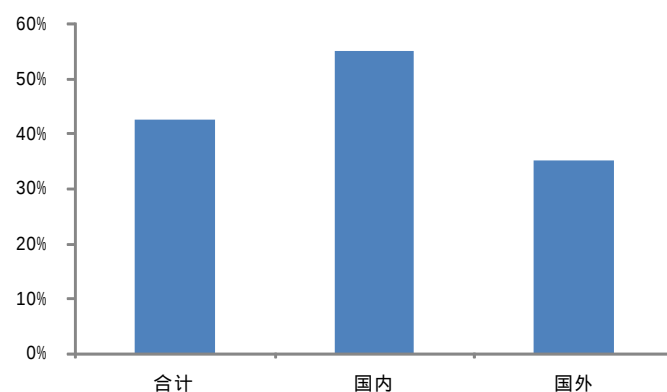
上半年收入增长超出预期

- 近几年来，公司收入增长缓慢，上半年公司收入增长 42.39%，超出市场之前的预期；其中国内收入增长 55%，国外收入增长 34.92%。

图表1：上半年收入增长超出预期



图表2：上半年国内收入增长快于国外

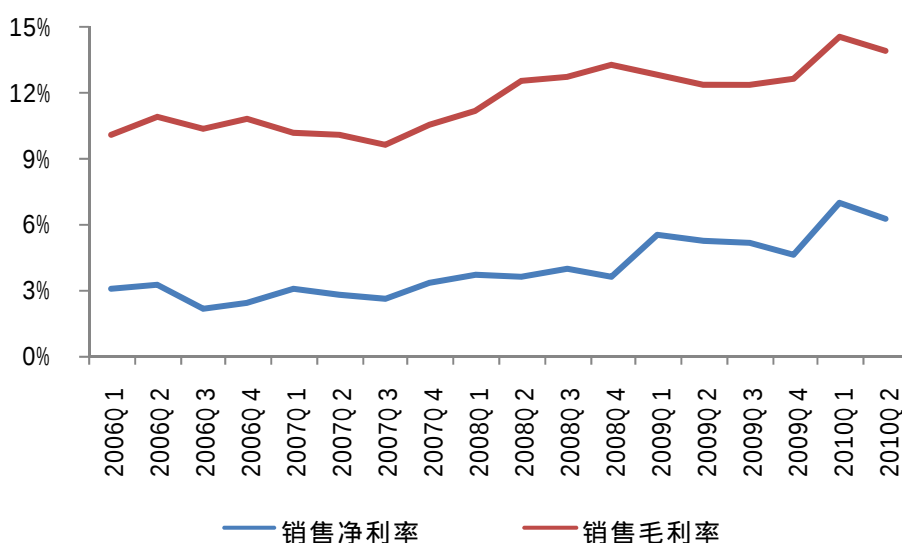


来源：公司财务报告 国金证券研究所

上半年毛利率提升非常明显

- 上半年公司实现毛利率 13.89%；同比 09 年同期增长了 1.52 个百分点；实现销售净利率 6.24%；同比 09 年同期增长了 1.01 个百分点。

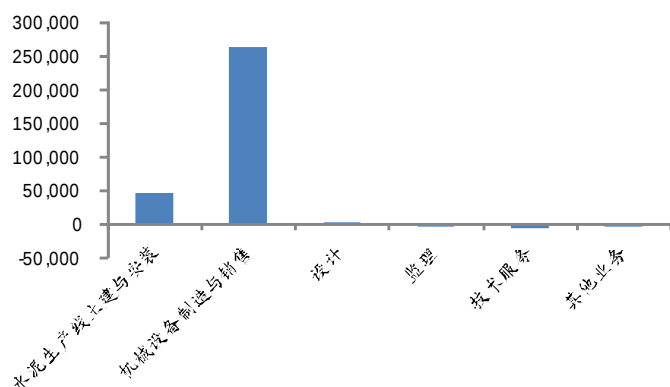
图表3：公司的销售毛利率与净利率情况



来源：公司财务报告 国金证券研究所

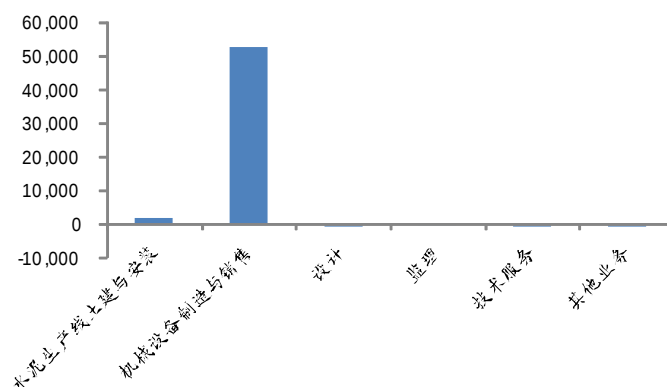
- 公司毛利率改善、业绩增长的主要因素是机械设备制造与销售的毛利率、收入增长可观：上半年公司实现收入增长 30.82 亿元，其中机械设备制造与销售收入增长 26.37 亿元，占比 85.57%；上半年公司实现毛利增长 5.39 亿元，其中机械设备制造与销售的毛利增长 5.27 亿元，占比 97.85%；该部分的改善说明了公司设备自给率在逐渐提高。
- 总之，公司设备自给率提高、从而毛利率提高与我们在 5 月份的投价报告中的逻辑是完全一致的。

图表4：上半年各业务的收入增长情况



来源：公司财务报告 国金证券研究所

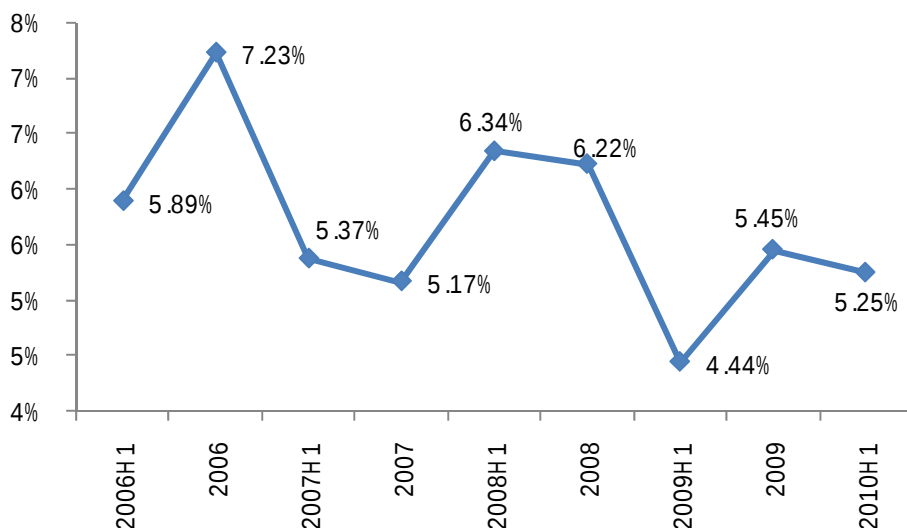
图表5：上半年各业务的毛利增长情况



期间费用率高于去年，但仍在低位

- 上半年公司实现销售费用率 0.66%、管理费用率 4.45%、财务费用率 0.14%，合计 5.25%；同比 09 年上半年增长了 0.80 个百分点；但是从近几年的发展趋势上看，该数值仍然处于低位。

图表6：上半年期间费用率有所上升，但仍处于低位



来源：公司财务报告 国金证券研究所

我们重申在 5 月的深度报告中的投资逻辑：

- 在今年 5 月份的报价报告《订单决定业绩，业务衍生提升估值》中，我们提出了中材国际一系列的投资逻辑，并大力推荐该公司。在目前的时间点，当初的推荐理由依然成立：
 - 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。而印度市场是接下来一个重点区域。
 - 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。