

建筑装饰

中材国际 (600970. SH) / 40.70 元

11 年海外及国内订单有望双超预期， 埋在地下的“金矿”可能还未被发现

事项

我们对中材国际进行了调研。

主要观点

➤ **具有全球竞争优势的中国建筑企业。**站在建筑企业竞争力的角度，我们认为公司和棕榈园林具高度类似，从设计到施工，到原材料供应，内置整合了一条产业链，在水泥建设市场积累了国内最丰富的经验。同时，与国际巨头 FL Smith 相比，水泥生产线已经是成熟技术，公司拥有完备的配套能力，报价较 FL Smith 具有优势，“物美价廉”使得公司在海外市场如期勇拔头筹。

➤ **短期以内生式增长为主，空间仍然巨大，长期有可能成为海内外一揽子专业工程建设方案提供商。**市场通常不是我们判断一个建筑企业的首要考虑因素，但是公司 10 年在中国以外海外市场的份额已经达到 36%，从而成为一个不得不考虑的因素。相比普通建筑企业，我们认为公司相对而言更难摆脱对单一市场的依赖，建筑企业技术优势和市场灵活性互斥的定律对公司同样适用。此外，装备制造市场透明度相当高，经营质量的提升空间有限，完善产业链的内生式增长将会是短期内的主要方向。

但内生式增长空间仍然巨大。10 年公司装备自给率 34%，装备自给率提升 5 个百分点，有望使毛利率提升 1 个百分点；同时备件业务将会逐渐启动，一条 5000t/d 的水泥生产线一年备件维护费用在 2000-3000 万，备件市场毛利率超过 20%。

长期看，我们对公司增长前景的判断并不那么悲观，我们认为公司有可能成为一个海内外一揽子专业工程建设方案提供商。事实上，中国工程企业出海通常是“拿单不难，利润难”，甚至时有巨亏，中国工程企业出海的瓶颈是人才而不是技术和成本，公司通过海外项目锻炼出来的团队是一个巨大的无形资产，建筑行业的价值来自于组合，公司“海外经验”+“中国成本”组合的**金矿还未被开启**，未来有可能成为一个一揽子专业工程建设方案提供商。海外光伏电站建设业务将是这个“金矿”的第一铲。

➤ **11 年海外及国内订单有望双超预期。**在年度策略报告中我们提出新兴经济体已经复苏，资产价格带动新开工的逻辑依然成立，初步预计印度、巴西、俄罗斯 11 年水泥建设市场空间在 5000 万吨左右，海外开工前期手续耗时较短，11 年海外和国内订单有望双超预期。

➤ **首次关注，给予推荐评级。**我们预期 11 年公司装备自给率提升至 40%左右，未来有望持续提升，公司未来三年内内生式复合增速将维持在 30%左右。外延扩张和海外转型时刻有可能给我们带来惊喜，预计 11、12 年 EPS 分别为 2.35、3.17 元，当前股价对应 11 年动态 PE 18 X，给予推荐评级。

➤ **风险提示：**新兴市场发生宏观经济大幅波动的风险、汇率风险

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：张弛
Tel: 010-59370823
Email: zhangchi@hczq.com

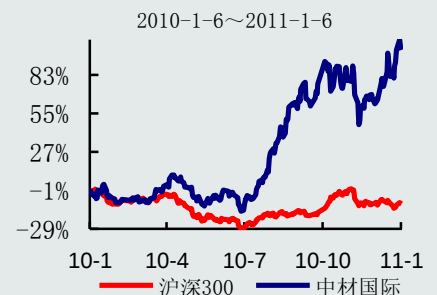
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	75923
流通 A 股/B 股(万股)	60480/0
资产负债率(%)	86.96
每股净资产(元)	5.00
市盈率(倍)	41.54
市净率(倍)	8.14
12 个月内最高/最低价	42.48/16.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15015	18116	21872	27040
现金	7482	8283	9259	12044
应收账款	1151	1738	2127	2486
其它应收款	336	331	458	550
预付账款	3336	4019	5358	6430
存货	2476	3412	4274	5093
其他	235	334	396	437
非流动资产	1911	2174	2406	2657
长期投资	57	66	76	80
固定资产	1233	1360	1449	1595
无形资产	290	342	396	466
其他	332	406	484	517
资产总计	16926	20291	24278	29697
流动负债	14346	16571	18893	22001
短期借款	69	80	60	60
应付账款	3195	3902	4803	5696
其他	11082	12589	14029	16246
非流动负债	374	211	249	253
长期借款	65	80	30	30
其他	309	131	219	223
负债合计	14720	16782	19142	22255
少数股东权益	97	226	376	580
股本	422	759	759	759
资本公积金	630	377	377	377
留存收益	1026	2138	3615	5717
归属母公司股东权益	2086	3283	4760	6862
负债和股东权益	16926	20291	24278	29697

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	819	1318	1703	3608
净利润	822	1416	1931	2609
折旧摊销	270	269	335	380
财务费用	-117	-140	-158	-196
投资损失	60	-5	-5	-5
营运资金变动	-805	-190	-362	835
其它	588	-32	-37	-14
投资活动现金流	-520	-573	-603	-721
资本支出	452	420	420	520
长期投资	-81	9	8	3
其他	-149	-144	-175	-197
筹资活动现金流	-561	56	-125	-103
短期借款	-2771	11	-20	0
长期借款	65	15	-50	0
普通股增加	254	337	0	0
资本公积增加	217	-253	0	0
其他	1674	-54	-55	-103
现金净增加额	-262	801	975	2785

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18005	22326	26792	32150
营业成本	15732	19245	22861	27167
营业税金及附加	121	153	180	217
营业费用	118	147	177	209
管理费用	981	1005	1152	1286
财务费用	-117	-140	-158	-196
资产减值损失	89	90	90	90
公允价值变动收益	17	10	20	30
投资净收益	-60	5	5	5
营业利润	1038	1841	2515	3413
营业外收入	58	61	66	68
营业外支出	21	63	73	83
利润总额	1076	1839	2508	3398
所得税	254	423	577	788
净利润	822	1416	1931	2609
少数股东损益	78	129	151	204
归属母公司净利润	744	1288	1781	2406
EBITDA	1192	1970	2692	3596
EPS（元）	1.76	1.70	2.35	3.17

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.8%	24.0%	20.0%	20.0%
营业利润	35.5%	77.4%	36.6%	35.7%
归属母公司净利润	143.3%	73.1%	38.3%	35.1%
获利能力				
毛利率	12.6%	13.8%	14.7%	15.5%
净利率	4.1%	5.8%	6.6%	7.5%
ROE	35.7%	39.2%	37.4%	35.1%
ROIC	-13.7%	-27.8%	-43.8%	-51.9%
偿债能力				
资产负债率	87.0%	82.7%	78.8%	74.9%
净负债比率	1.11%	1.01%	0.54%	0.48%
流动比率	1.05	1.09	1.16	1.23
速动比率	0.87	0.88	0.93	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.20	1.20	1.19
应收账款周转率	16	15	14	14
应付账款周转率	5.41	5.42	5.25	5.17
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.70	2.35	3.17
每股经营现金	1.08	1.74	2.24	4.75
每股净资产	2.75	4.32	6.27	9.04
估值比率				
P/E	23.30	24.24	17.52	12.97
P/B	8.31	9.51	6.56	4.55
EV/EBITDA	20	12	9	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801