

2011年6月29日

中材国际

订单增长良好，印度市场进度低于预期

买入

A 600970.SS - 人民币 27.09

目标价格: 人民币 39.40

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	(8)	(29)	71
相对新华富时A50指数(%)	(20)	(10)	(24)	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	911
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	14,314
3个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中材股份	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

通过装备制造业务的整合, 中材国际未来三年装备制造业务将保持较快增长, 利润率也将进一步提升。国际市场方面也从金融危机的负面影响中走出来, 订单有较大幅度的增长。垃圾处理业务也在逐步的推进, 整体来说我们长期看好中材国际。但是短期看印度市场未能如预期中快速打开, 国际上动荡的局势也造成了对公司国际业务施工进度及收款等方面比较负面的预期。我们预计公司2011年中期业绩增长可能会略低于市场预期, 从盈利预测来看, 我们小幅调整公司2011年的收入增长预期, 调整后的2011-2013年每股收益为1.97、2.61、3.36元, 给予目标价39.40元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司成立装备集团整合装备业务, 将有利于各装备板块避免重复投资和内部竞争, 未来装备业务有望保持较快增长。
- 我们预计2011年上半年公司新签订单接近200亿元, 2010年全年为240亿, 同比增长较快。
- 水泥窑协同处理垃圾业务稳步推进, 随着国家鼓励政策的加强和社会对环保重视程度的增加, 公司的环保业务前景看好。

影响评级的主要风险

- 国际时局动荡可能在未来导致公司施工进度及收款出现问题。
- 印度市场开拓进展低于预期, 2011年中期业绩可能低于预期。

估值

- 我们调整2011-2013年每股收益为1.97、2.61、3.36元, 结合前期除权因素, 目标价调整为39.40元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

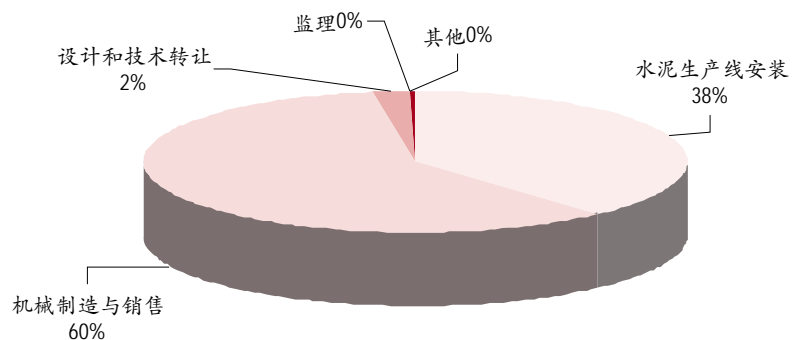
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	18,005	23,933	29,402	37,037	46,729
变动(%)	28	33	23	26	26
净利润(人民币百万)	744	1,426	1,797	2,378	3,058
全面摊薄每股收益(人民币)	1.764	1.878	1.972	2.610	3.357
变动(%)	19.3	6.5	5.0	32.4	28.6
市场预期每股收益(人民币)	-	1.823	2.524	3.250	-
核心每股收益(人民币)	1.826	1.990	2.105	2.735	3.472
变动(%)	(23.7)	9.0	5.8	29.9	26.9
全面摊薄市盈率(倍)	15.7	14.8	14.1	10.6	8.3
核心市盈率(倍)	15.2	13.9	13.2	10.1	8.0
每股现金流量(人民币)	1.94	1.98	3.63	4.88	6.16
价格/每股现金流量(倍)	14.3	14.0	7.6	5.7	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	7.0	6.9	4.5	2.6
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.296	0.391	0.503
股息率(%)	0.1	0.1	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

装备制造业务整合有利于竞争力提升

水泥生产装备制造是公司收入比重最大的业务，2010年中材国际销售收入中，装备制造与销售占比达到60%，过去装备业务的组织结构形式比较分散，以工程的总承包业务为平台分散在各个总承包公司中，装备制造内部存在重复投资和内部竞争等问题。公司在2011年初着力加强装备制造业务的整合，把装备业务提取出来，在年初成立了装备集团统一管理装备业务板块。从目前看整合的效果体现的并不明显，我们预期经过整合之后，装备的制造规模和装备自给率都会有较明显的提高，预计装备制造业务规模未来两年增速将在25%以上，装备自给率也会由2010年的32%提升到2012年的50%左右，装备自给率的提升也将带动装备板块毛利率和综合毛利率的提升。

图表 2. 中材国际 2010 年收入构成

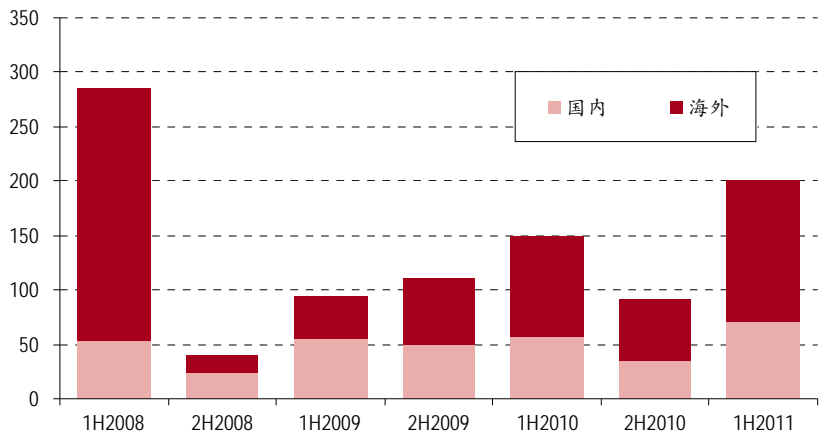


资料来源：公司数据及中银国际研究

上半年新签订单好于预期

我们预计2011年上半年公司新签合同量超过200亿，其中国内合同额约70亿，国际合同额约130亿，同比有较大提升。

图表 3. 中材国际近三年新签订单情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

从目前来看国际市场较去年有比较明显的好转，2010 年受经济危机影响，国际新签订单金额有所下降，2011 年出现回暖局面；国内受水泥产业政策调控的影响仅是维持在稳定的水平，从今年看，国内西北尤其是新疆地区并未受到控制新建产能政策的影响，仍有较多的建设需求。

国外的政治局势动荡对公司实际影响有限

目前看国外政局的动荡对公司实际的影响比较小，但是国外的政局变动可能会对未来国际工程施工进度及收款等产生比较负面的预期。公司在利比亚没有项目，在埃及和也门共有 5 条水泥生产线总承包项目中已有 3 条生产线投产，另外 2 条生产线已近后半程。5 条生产线总体收款已达项目总金额的 80%，未收款部分仅占公司目前在手合同额的 3%，且没有出现因此次局势动荡影响收款的情况，目前国外的这些项目还没有造成损失。

印度市场开拓进展略低于预期

公司目前在国际水泥工程市场份额接近 40%，但是在印度市场尚未有单独承包建设的项目。预计印度市场未来每年有 3,000-4,000 万吨的新增生产线建设需求，是非常广阔的市场。2010 年下半年开始，公司加大在印度市场开拓力度，在印度设立分支机构，公司的高级领导也多次进入印度市场跟业主洽谈，目前来看进展可能略低于之前预期，由于印度业主对合同的细节要求较高，并且谈判的节奏较慢，因此目前公司尚未能够在印度市场取得快速进展，我们预计公司今年能够在印度签订一到两条生产线的合同，并在未来两年逐步打开印度市场。

水泥窑协同处理垃圾等新业务逐步推进收入中占比将加大

公司近年来积极在新的产业领域进行探索，业务领域涉及到垃圾处理、光伏工程等业务。

从技术上来讲，用水泥窑处理垃圾处理的比较彻底，不会产生二噁英，比较环保。所以从产业政策方面，工信部提出“十二五”期间我国水泥行业要形成 1,200 万吨生活垃圾年处理能力。目前公司在江苏溧阳正在建设一个示范线，建成后可以日处理垃圾 500 吨，污泥 600 吨。从市场空间来看，靠近城市的有 300 条水泥生产线，一个处理线投资 7,000 万左右，利用水泥窑进行垃圾处理业务盈利来自两方面：一方面政府会给按照处理垃圾的吨数给予补贴，另一方面因为垃圾焚烧可以替代煤，节省燃料，所以可以和水泥业主分成，对业主和公司来说是双赢的方式。目前看垃圾处理和光伏等业务还属于探索阶段，预计未来 3 年这些新业务所占的比重将逐步上升。

综合观点：我们认为中材国际通过装备制造业务的整合，未来三年仍将保持较快的收入增长，利润率也将有进一步提升的空间，国际市场订单增长也从金融危机的负面影响中走出来，垃圾处理业务也在逐步的推进，整体来说我们长期看好中材国际。但是短期看印度市场未能如预期中快速打开，国际上动荡的局势也对公司的国际业务的施工进度及收款等产生比较负面的预期，我们预计公司 2011 年中期业绩增长可能会略低于市场预期，从盈利预测来看，我们小幅调整公司 2011 年的收入增长预期，调整后的 2011-2013 年每股收益为 1.97、2.61、3.36，给予目标价 39.40 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	18,005	23,933	29,402	37,037	46,729
销售成本	(15,732)	(20,589)	(25,323)	(31,788)	(40,068)
经营费用(包括折旧及摊销)	(1,094)	(1,322)	(1,673)	(2,111)	(2,679)
经营利润(息税前利润)	1,179	2,022	2,407	3,138	3,981
折旧及摊销	(126)	(156)	(186)	(230)	(274)
息税折旧前利润	1,053	1,866	2,221	2,909	3,707
净利息收入(费用)	117	(23)	59	79	119
其他收益/(损失)	(94)	(39)	(35)	(15)	(4)
税前利润	1,076	1,803	2,246	2,972	3,823
所得税	(254)	(349)	(449)	(594)	(765)
少数股东权益	(78)	(28)	0	0	0
净利润	744	1,426	1,797	2,378	3,058
核心净利润	770	1,511	1,918	2,492	3,163
每股收益(人民币)	1.764	1.878	1.972	2.610	3.357
核心每股收益(人民币)	1.826	1.990	2.105	2.735	3.472
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.296	0.391	0.503
收入增长(%)	28	33	23	26	26
息税前利润增长(%)	4	77	19	31	27
息税折旧前利润增长(%)	5	72	19	30	27
每股收益增长(%)	19	6	5	32	29
核心每股收益增长(%)	(23)	9	6	30	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	6,334	7,417	9,222	11,653	15,193
应收帐款	1,706	2,994	3,678	4,633	5,846
库存	2,476	2,325	2,860	3,590	4,525
其他流动资产	4,492	2,928	3,601	4,520	5,698
流动资产总计	15,007	15,664	19,361	24,396	31,262
固定资产	1,324	1,514	2,733	4,207	5,638
无形资产	290	336	382	427	473
其他长期资产	297	282	288	295	303
长期资产总计	1,911	2,132	3,402	4,930	6,414
总资产	16,919	17,796	22,764	29,326	37,676
应付帐款	13,282	12,555	15,430	19,414	24,486
短期债务	99	198	198	198	198
其他流动负债	959	1,240	1,533	1,973	2,510
流动负债总计	14,340	13,993	17,161	21,584	27,193
长期借款	65	145	145	145	145
其他长期负债	309	177	199	230	269
股本	422	759	759	759	759
储备	1,685	2,564	4,342	6,450	9,152
股东权益	2,107	3,324	5,101	7,210	9,911
少数股东权益	97	158	158	158	158
总负债及权益	16,919	17,796	22,764	29,326	37,676
每股帐面价值(人民币)	5.00	4.38	5.60	7.91	10.88
每股有形资产(人民币)	4.31	3.93	5.18	7.44	10.36
每股净负债(现金)	(14.60)	(9.27)	(9.71)	(12.38)	(16.26)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,076	1,803	2,246	2,972	3,823
折旧与摊销	126	156	186	230	274
净利息费用	(117)	23	(59)	(79)	(119)
运营资本变动	(656)	(389)	1,299	1,849	2,323
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	390	(94)	(366)	(521)	(691)
经营活动产生的现金流	819	1,500	3,304	4,450	5,609
购买固定资产净值	(452)	(363)	(1,650)	(1,950)	(1,950)
投资减少/增加	3	13	0	0	0
其他投资现金流	(71)	8	111	120	119
投资活动产生的现金流	(520)	(342)	(1,539)	(1,830)	(1,831)
净增权益	0	43	0	0	0
净增债务	(2,676)	172	0	0	0
支付股息	(11)	(13)	(19)	(269)	(357)
其他融资现金流	2,125	(224)	59	79	120
融资活动产生的现金流	(561)	(21)	40	(190)	(237)
现金变动	(262)	1,137	1,806	2,430	3,541
期初现金	6,582	6,322	7,382	9,188	11,618
公司自由现金流	299	1,159	1,847	2,722	3,920
权益自由现金流	(2,427)	1,308	1,825	2,699	3,897

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	6.5	8.4	8.2	8.5	8.5
息税前利润率	5.8	7.8	7.6	7.9	7.9
税前利润率	6.0	7.5	7.6	8.0	8.2
净利率	4.1	6.0	6.1	6.4	6.5
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖倍数	11.2	14.6	35.3	39.9	50.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	15.7	14.8	14.1	10.6	8.3
核心业务市盈率	15.2	13.9	13.2	10.1	8.0
目标价对应核心业务市盈率	19.4	17.8	16.9	13.0	10.2
市净率	5.5	6.3	4.9	3.5	2.5
价格/现金流	14.3	14.0	7.6	5.7	4.5
企业价值/息税折旧前利润	4.7	7.0	6.9	4.5	2.6
周转率					
存货周转天数	52.9	42.6	37.4	37.0	37.0
应收帐款周转天数	33.9	35.8	41.4	41.0	40.9
应付帐款周转天数	269.0	197.0	173.7	171.7	171.5
回报率 (%)					
股息支付率	1.7	1.3	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	47.1	52.5	42.7	38.6	35.7
资产收益率	4.5	8.7	8.8	8.9	8.9
已运用资本收益率	37.2	63.6	49.7	46.0	43.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371