



**买入**

**27% ↑**

目标价格: 人民币23.50

600970.SS

原先目标价: 人民币33.50

价格: 人民币18.52

目标价格基础: 12倍12年市盈率

板块评级: 中立

# 中材国际

## 2011年增速放缓 新签订单有较快增长

中材国际2011年实现销售收入251.0亿元,同比增长4.9%;实现归属于上市公司股东净利润15.4亿元,同比增长7.9%,由于国内外的政治和经济环境变化较快以及公司自身的订单周期因素,公司2011年收入和利润增长放缓,业绩略低于市场预期。但公司在2011年新签合同额有较快的增长,新签合同额同比增长52%达到364亿元,其中传统业务的总额317亿,同比增长32%,订单的较快增长使得公司2012年业绩增长的确性较强。从内部管理来看,公司的装备制造业务整合已初见成效,毛利率有较明显的提升,预计未来业务整合带来的效益仍有望提升公司在装备业务方面的盈利能力。但是目前公司在国际市场份额已经达到40%,进一步提升空间较小,国内新建水泥生产线的市场需求存在不确定性,长期看公司传统业务难以保证公司的持续快速增长,目前相关多元化的业务规模尚小,未来应重点关注新业务所取得的进展。目前公司的估值已经具备较强的安全边际,给予目标价23.50元,对应2012年12倍市盈率,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2011年装备制造业务毛利率21.4%,同比提升3.6个百分点;水泥生产线安装毛利率为8.6%,同比提升4.0个百分点;新增的贸易销售业务毛利率较低,拉低了整体利润率水平。
- 期间费用率为6%,较上年同期上升0.5个百分点,综合毛利率为14.8%,较上年同期上升0.8个百分点,净利润率6.1%,较上年同期上升0.2个百分点。

### 评级面临的主要风险

- 国内新签订单增速存在较快回落的风险。

### 估值

- 我们调整公司2012-2014年每股盈利预测为1.960、2.261、2.738元,目标价下调至23.50元,对应2012年12倍市盈率,维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	23,933	25,098	30,838	36,524	43,322
变动(%)	33	5	23	18	19
净利润(人民币 百万)	1,426	1,538	1,785	2,060	2,495
全面摊薄每股收益(人民币)	1.565	1.688	1.960	2.261	2.738
变动(%)	(11.3)	7.9	16.1	15.4	21.1
市场预期每股收益(人民币)	-	2.018	2.445	3.020	3.430
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.359	3.033	-
调整幅度(%)	-	-	(16.9)	(25.5)	N/A
核心每股收益(人民币)	1.658	1.804	2.085	2.375	2.841
变动(%)	(9.2)	8.8	15.6	13.9	19.6
全面摊薄市盈率(倍)	11.8	11.0	9.5	8.2	6.8
核心市盈率(倍)	11.2	10.3	8.9	7.8	6.5
每股现金流量(人民币)	1.65	(3.15)	2.54	2.84	3.39
价格/每股现金流量(倍)	11.2	(5.9)	7.3	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.5	6.4	4.8	3.6	2.5
每股股息(人民币)	0.025	0.507	0.294	0.339	0.411
股息率(%)	0.1	2.7	1.6	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23	(4)	10	(49)
相对新华富时A50指数	15	(1)	3	(32)

发行股数(百万)	911
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	9,709
3个月日均交易额(人民币 百万)	114
净负债比率(%) (2012E)	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  
以2012年3月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

\*李大振为本报重要贡献者

**图表 1.业绩摘要表**

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变化(%)
营业收入	23,933	25,098	4.9
营业成本	(20,589)	(21,384)	3.9
营业税金及附加	(180)	(204)	12.9
销售费用	(137)	(170)	24.4
管理费用	(1,161)	(1,350)	16.3
财务费用	(23)	6	(127.4)
资产减值损失	(174)	(155)	(10.8)
公允价值变动	22	(32)	(249.4)
投资收益	67	25	(63.0)
营业利润	1,757	1,834	4.4
营业外收入	95	73	(23.9)
营业外支出	(49)	(13)	(72.3)
利润总额	1,803	1,893	5.0
所得税费用	(349)	(333)	(4.7)
净利润	1,454	1,560	7.3
少数股东损益	(28)	(22)	(22.6)
归属于母公司所有者的净利润	1,426	1,538	7.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

**盈利预测及估值：**中材国际 2011 年实现销售收入 251.0 亿元，同比增长 4.9%；实现归属于上市公司股东净利润 15.4 亿元，同比增长 7.9%，国内外的政治和经济环境使公司收入和利润增长放缓，业绩略低于市场预期。但公司在 2011 年新签合同 364 亿元，同比增长 52%，其中传统业务定的总额 317 亿，同比增长 32%，订单的较快增长使得公司 2012 年业绩增长的确定性较强。从内部管理来看，中材国际通过装备制造业务的整合，从毛利率来看效果已经有所体现，预计未来业务整合带来的效益仍有望提升公司在装备业务的盈利能力。但是目前公司在全球（除中国以外）市场份额已经达到 40%，进一步提升空间较小，国内水泥新建水泥生产线的市场需求难以增长，长期看公司传统业务难以保证公司的持续快速增长，目前相关多元化的业务规模尚小，未来应重点关注新业务所取得的进展。我们调整公司 2012-2014 年每股盈利预测为 1.960、2.261、2.738 元，给予目标价 23.50 元，对应 2012 年 12 倍市盈率，维持**买入**评级。

### 受经济环境和订单周期影响，2011 年收入和净利润增速低于预期

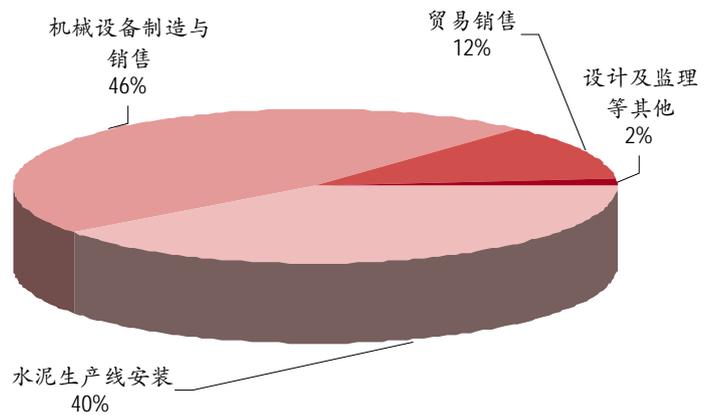
中材国际在 2010 年度报告披露的经营计划为“2011 年，计划销售收入增长不低于 15%，归属于上市公司股东净利润的增长不低于 16%，新签合同额的增长不低于 15%。”从实际完成情况来看，公司 2011 年实际实现营业收入 251 亿元，比 2010 年增长 4.9%，归属于上市公司股东的净利润 15.4 亿元，同比增长 7.9%，业绩低于预期。主要原因包括两方面，一方面从自身订单周期来看，2009 和 2010 年公司新签订单总额分别为 205 亿和 240 亿，增速比较缓慢，另一方面受国内宏观紧缩以及国外的政治和经济环境变化影响，部分已签订合同延期未生效，导致当年在建项目低于预期所致。

### 装备制造业务整合等举措推动公司毛利率提升

水泥生产装备制造和水泥生产线安装业务占公司 2011 年收入比重分别为 46% 和 40%，从毛利率情况来看，2011 年毛利率均有明显提升。生产装备制造业务毛利率由上年同期的 17.7% 上升至 21.4%，水泥生产线安装的毛利率由上年同期的 4.6% 上升到 8.6%。主营业务毛利率提升较为明显。对于水泥生产线安装业务，整体看由于公司加强了备件业务营销，开拓水泥生产线运营服务，毛利率近年有上升趋势，但其业务毛利率受公司所签订业务合同类型影响更为明显，相比较而言，装备制造业务毛利率的提升更有意义。

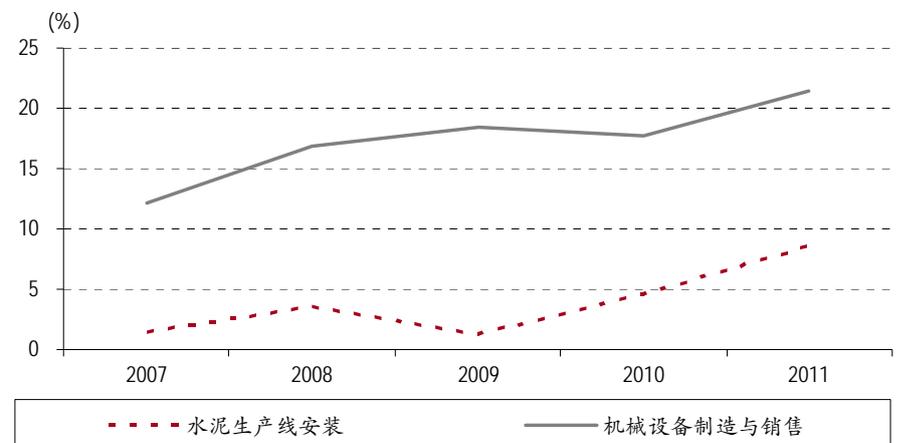
公司 2011 年加强了装备制造业务的整合，把装备业务提取出来，在年初成立了装备集团统一管理装备业务板块。过去装备业务的组织结构形式比较分散，以工程的总承包业务为平台分散在各个总承包公司中，装备制造内部存在重复投资和内部竞争等问题。从目前的情况来看，经过整合之后内部竞争降低，成本控制、工期缩短和质量提升方面都有改善，反映到毛利率上也有明显的提升，公司的装备业务整合渐见成效。

图表 1. 中材国际 2011 年收入构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 中材国际主要业务毛利率走势



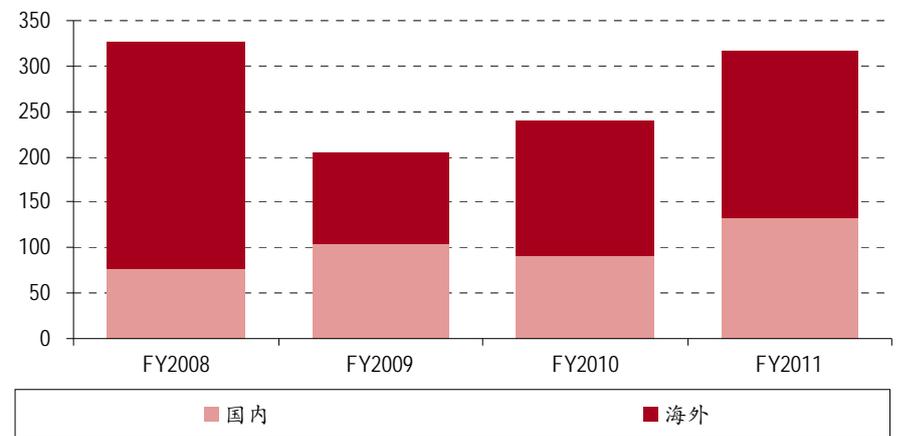
资料来源：公司数据及中银国际研究

### 订单保持较快增长 2012 年收入确定性较高

2011 年公司新签境内外水泥技术装备工程合同 317 亿元, 同比增长 32%。其中, 新签国内合同 133 亿元, 同比增长 47%; 新签境外合同 184 亿元, 同比增长 22%。公司国际市场份额达 40%, 连续 4 年保持了全球第一。针对印度、俄罗斯等战略性区域市场, 公司积极部署以适应市场需求。备品备件业务方面, 公司相继在尼日利亚、埃及、伊拉克等地签订了生产线运营管理服务合同, 备件业务有较快增长。

从公司的合同结转进程来看, 平均合同签订当年结算收入 20-30%, 第二年结算收入 55-60%, 剩下的第三年结算。由于 2011 年国内新签业务中 EPC 项目比例较小, 因此订单周期较短, 我们估计 2011 年当年新签订单的 40% 左右已经结算为当年收入, 但从整体的订单节奏来看, 2011 年比较充裕的订单仍然能够维持公司在 2012 年收入和利润的较快增长。

图表 3. 中材国际新签传统水泥工程业务订单情况



资料来源: 公司数据及中银国际研究

### 相关多元化业务逐步推进

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。

水泥行业“十二五”规划中提出到 2015 年协同处置生产线比例要达到 10%, 中材国际是目前利用水泥窑处理城市生活垃圾技术的先行者。公司在江苏溧阳的示范线即将竣工, 建成后可以日处理垃圾 500 吨, 污泥 600 吨。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的分成, 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。

另外公司借助在工程承包中的丰富经验, 逐步开拓包括电力工程、太阳能和环境工程的总承包业务。如公司在中国的太阳能 EPC 工程走的比较早, 目前还没有很明显的对手, 从业务规模来看, 短期内尚不能贡献较明显的利润, 但从长期来看, 相关多元化的业务在收入比重中将逐步提高。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	23,933	25,098	30,838	36,524	43,322
销售成本	(20,589)	(21,384)	(26,490)	(31,494)	(37,345)
经营费用	(1,322)	(1,567)	(1,802)	(2,154)	(2,574)
息税折旧前利润	2,022	2,147	2,546	2,875	3,404
折旧及摊销	(156)	(157)	(171)	(183)	(199)
经营利润(息税前利润)	1,866	1,990	2,374	2,692	3,205
净利息收入/(费用)	(23)	6	(37)	(19)	3
其他收益/(损失)	(39)	(103)	(72)	(59)	(43)
税前利润	1,803	1,893	2,265	2,614	3,166
所得税	(349)	(333)	(453)	(523)	(633)
少数股东权益	(28)	(22)	(26)	(32)	(38)
净利润	1,426	1,538	1,785	2,060	2,495
核心净利润	1,511	1,644	1,899	2,164	2,588
每股收益(人民币)	1.565	1.688	1.960	2.261	2.738
核心每股收益(人民币)	1.658	1.804	2.085	2.375	2.841
每股股息(人民币)	0.025	0.507	0.294	0.339	0.411
收入增长(%)	33	5	23	18	19
息税前利润增长(%)	77	7	19	13	19
息税折旧前利润增长(%)	72	6	19	13	18
每股收益增长(%)	(11)	8	16	15	21
核心每股收益增长(%)	(9)	9	16	14	20

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,803	1,893	2,265	2,614	3,166
折旧与摊销	156	157	171	183	199
净利息费用	23	(6)	37	19	(3)
运营资本变动	(389)	(4,238)	164	165	236
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(94)	(677)	(323)	(395)	(507)
经营活动产生的现金流	1,500	(2,871)	2,315	2,586	3,090
购买固定资产净值	(363)	(324)	(490)	(550)	(730)
投资减少/增加	13	(104)	0	0	0
其他投资现金流	8	(25)	60	61	62
投资活动产生的现金流	(342)	(452)	(430)	(489)	(668)
净增权益	43	1	0	0	0
净增债务	172	322	0	0	0
支付股息	(13)	(19)	(462)	(268)	(309)
其他融资现金流	(224)	(452)	(35)	(18)	5
融资活动产生的现金流	(21)	(148)	(497)	(286)	(304)
现金变动	1,137	(3,471)	1,387	1,812	2,118
期初现金	6,322	7,382	3,890	5,278	7,089
公司自由现金流	1,159	(3,323)	1,884	2,114	2,461
权益自由现金流	1,308	(3,037)	1,848	2,078	2,425

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	7,417	3,894	5,281	7,092	9,210
应收帐款	2,994	4,375	5,375	6,366	7,551
库存	2,325	4,157	5,149	6,122	7,259
其他流动资产	2,928	4,353	5,391	6,409	7,599
流动资产总计	15,664	16,777	21,196	25,989	31,620
固定资产	1,514	1,604	1,677	1,799	2,084
无形资产	336	340	386	431	477
其他长期资产	282	306	317	328	340
长期资产总计	2,132	2,251	2,380	2,558	2,901
总资产	17,796	19,028	23,576	28,547	34,521
应付帐款	12,555	12,925	15,940	18,912	22,429
短期债务	198	276	276	276	276
其他流动负债	1,240	784	949	1,109	1,323
流动负债总计	13,993	13,985	17,166	20,297	24,028
长期借款	145	375	375	375	375
其他长期负债	177	167	183	200	219
股本	759	911	911	911	911
储备	2,564	3,479	4,802	6,594	8,779
股东权益	3,324	4,390	5,713	7,505	9,691
少数股东权益	158	112	138	170	208
总负债及权益	17,796	19,028	23,576	28,547	34,521
每股帐面价值(人民币)	4.38	4.82	6.27	8.24	10.64
每股有形资产(人民币)	3.93	4.44	5.85	7.76	10.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.27)	(3.56)	(5.08)	(7.07)	(9.39)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.4	8.6	8.3	7.9	7.9
息税前利润率(%)	7.8	7.9	7.7	7.4	7.4
税前利润率(%)	7.5	7.5	7.3	7.2	7.3
净利率(%)	6.0	6.1	5.8	5.6	5.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	14.6	22.9	27.6	31.2	37.2
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(倍)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	11.8	11.0	9.5	8.2	6.8
核心业务市盈率(倍)	11.2	10.3	8.9	7.8	6.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.2	13.0	11.3	9.9	8.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.2	3.8	3.0	2.2	1.7
价格/现金流(倍)	11.2	(5.9)	7.3	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.5	6.4	4.8	3.6	2.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	42.6	55.3	64.1	65.3	65.4
应收帐款周转天数	35.8	53.6	57.7	58.7	58.6
应付帐款周转天数	197.0	185.3	170.8	174.1	174.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	1.3	30.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	52.5	39.9	35.3	31.2	29.0
资产收益率(%)	8.7	8.9	8.9	8.3	8.1
已运用资本收益率(%)	63.6	46.4	41.6	37.2	34.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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