

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

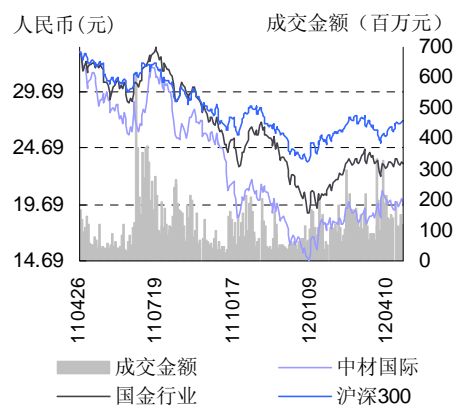
市价(人民币): 19.72元

中材国际 2012 一季报业绩点评

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)	911.08
总市值(百万元)	17,966.52
年内股价最高最低(元)	33.25/14.69
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《中材国际 2011 半年报业绩点评》, 2011.8.19

孙鹏

联系人
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.878	1.688	2.019	2.702	3.257
每股净资产(元)	4.38	4.85	6.89	9.25	12.48
每股经营性现金流(元)	1.98	-3.15	4.48	4.41	4.68
市盈率(倍)	21.68	9.34	9.17	6.86	5.69
行业优化市盈率(倍)	63.20	48.96	48.96	48.96	48.96
净利润增长率(%)	91.62%	7.87%	19.61%	33.82%	20.56%
净资产收益率(%)	42.89%	34.79%	29.30%	29.21%	26.11%
总股本(百万股)	759.23	911.08	911.08	911.08	911.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 中材国际公告 2012 年一季报: 公司营业收入、归属于母公司所有者的净利润分别为 55.03 亿、2.78 亿; 相比去年同期分别增长 15.20%、-15.09%。

经营分析

- **毛利率下滑造成公司净利润同比负增长:** 1、报告期内, 公司毛利率为 11.93%, 同比下滑 2.6 个百分点, 期间费用率基本持平, 净利率下滑 1.9 个百分点; 2、我们预计公司毛利率下滑一个重要原因是因为贸易业务占比快速上升, 贸易业务较低的毛利率拉低了公司整体毛利率水平。3、公司个别延期项目尚未能就延期事项与业主达成一致意见, 存在索赔风险, 公司已进行了谨慎的会计处理, 这可能也是影响公司净利润增长的一个因素。
- **水泥设备及工程服务开工低于预期, 后续会迎头赶上:** 1、报告期内, 公司水泥设备及工程服务业务开工低于预期, 这也是造成利润负增长一个主要原因; 2、报告期内, 公司预收款相比期初增加 20 亿元, 这其中大部分将在后续转化为公司收入, 预收款的上升一定程度上也可以反映出行业整体的景气程度。3、随着后续开工加快, 公司收入及利润会逐步迎头赶上, 这需要半年报业绩加以佐证。
- **最坏时期正在过去:** 1、我们在《走出 2011, 迈向新增长》中已经论述, 随着订单状况在 2010 年转暖回升后, 公司收入及利润将在近期逐步见底反弹。2、市场回暖不仅带来订单量的增长, 也带动了订单价的提高, 量价齐升将带动公司快速发展。
- **内部挖潜提升盈利能力:** 1、公司在报告期内开展了结构整合, 这有助于捋顺公司的业务架构, 减少同业竞争, 增强协同效应, 带动盈利能力的提升; 2、组织架构整合将推进工程板块组织和人员的深度融合, 这有利于提升工程设计、工程管理的一体化运营水平, 为后续成本控制, 自给率水平提升打下了基础。

投资建议

- 我们认为 2011 年利润增速是过去四年增速的最低值, 随着 2011 年高速增长订单的确认、内部挖潜的效果进一步体现, 未来传统业务将重新步入较快增长的通道。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.019、2.702、3.257 元, 对应估值水平分别为 10 倍、7 倍和 6 倍, 具备足够的估值安全边际, 而且公司新业务的新进展都将有助于公司估值水平的提升。

风险提示

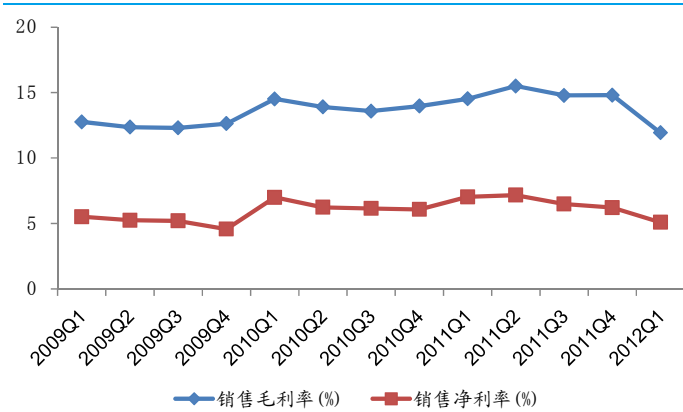
- 已签订单的开工进度与业主预付款进度有关，这个风险已经在一季度有所暴露，未来仍存在一定不确定性。
- 内部管理改革在效果上的体现仍需要持续观察。

公司季报概况

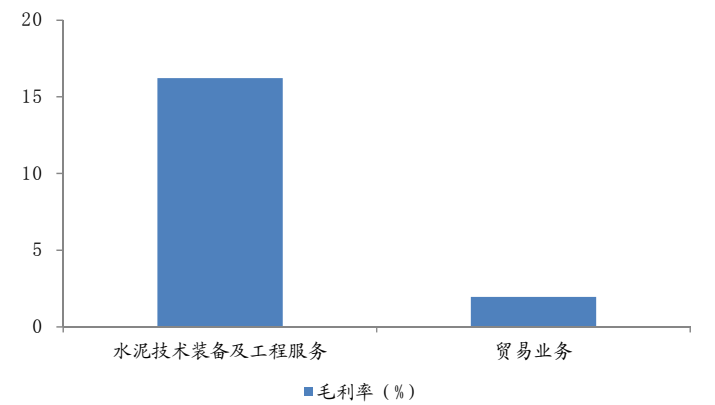
毛利率下滑造成公司净利润同比负增长

- 报告期内，公司毛利率为 11.93%，同比下滑 2.6 个百分点，期间费用率基本持平，净利率下滑 1.9 个百分点；我们预计公司毛利率下滑一个重要原因是因为贸易业务占比快速上升，贸易业务较低的毛利率拉低了公司整体毛利率水平；公司个别延期项目尚未能就延期事项与业主达成一致意见，存在索赔风险，公司已进行了谨慎的会计处理，这可能也是影响公司净利润增长的一个因素。

图表1：公司毛利率走势



图表2：贸易业务毛利率水平较低——以 2011 年年报数据为例

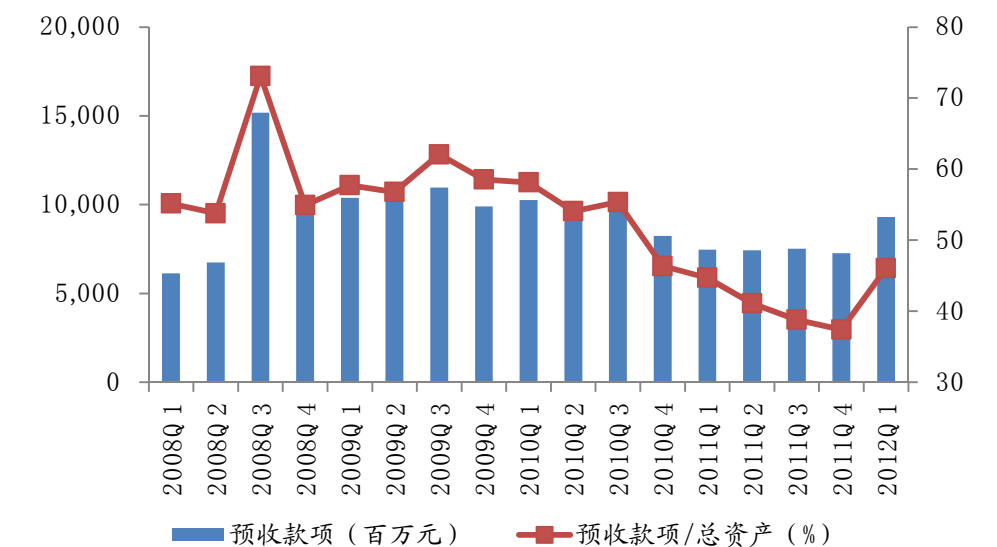


来源：公司公告 国金证券研究所

水泥设备及工程服务开工低于预期，后续会迎头赶上

- 报告期内，公司水泥设备及工程服务业务开工低于预期，这也是造成利润负增长一个主要原因；报告期内，公司预收款相比期初增加 20 亿元，这其中大部分将在后续转化为公司收入，预收款的上升一定程度上也可以反映出行业整体的景气程度；随着后续开工加快，公司收入及利润会逐步迎头赶上，这需要半年报业绩加以佐证。

图表3：报告期内公司预收账款增长较快



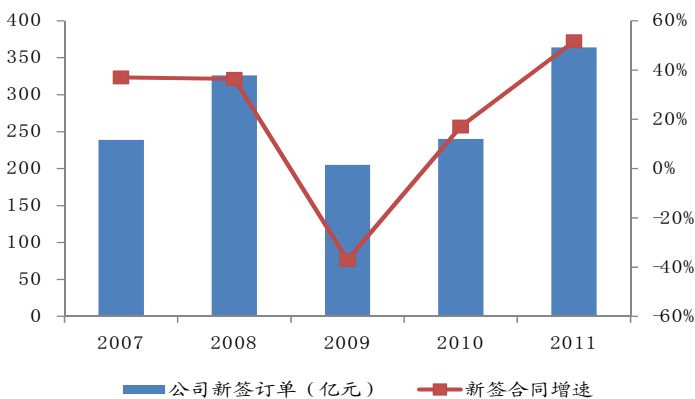
来源：公司公告 国金证券研究所

2012 迎接新增长

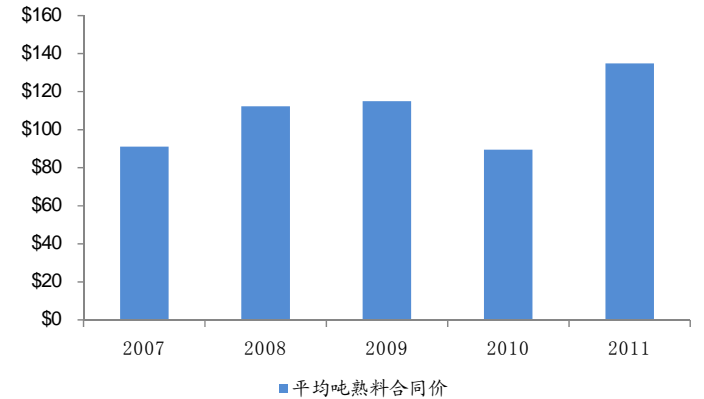
最坏时期正在过去

- 我们在《走出 2011，迈向新增长》中已经论述，随着订单状况在 2010 年转暖回升后，公司收入及利润将在近期逐步见底反弹。2、市场回暖不仅带来订单量的增长，也带动了订单价的提高，量价齐升将带动公司快速发展。

图表4：公司订单增速较快



图表5：2011 年公司吨熟料合同价格快速攀升



来源：公司公告 国金证券研究所

内部挖潜提升盈利能力

- 订单回升给予公司更为广阔发展的空间，内部挖潜则给予公司更大的业绩盈利弹性，公司在报告期内开展了结构整合，这有助于捋顺公司的业务架构，减少同业竞争，增强协同效应，带动盈利能力的提升。报告期内公司内部结构整合已经逐渐成效，毛利率、净利率水平同比上升。
- 苏州中材整合进入中材国际（南京）；天津天安划归成都院有限公司管理；组建了中材国际装备集团公司；建立了内部资金结算中心；调整了装备有限公司主营业务；设立中材国际海外事业发展公司。通过组织的整合，提升了工程项目执行质量和履约能力，并为装备业务和新业务的较快发展奠定了基础。
- 组织架构整合将推进工程板块组织和人员的深度融合，这有利于提升工程设计、工程管理的一体化运营水平，为后续成本控制，自给率水平提升打下了基础，公司目前在国内外有针对性的推广技术、装备以及“SINOMA”化的生产线，在引导需求的同时加强标准化。

投资建议

- 我们认为 2011 年利润增速是过去四年增速的最低值，随着 2011 年高速增长订单的确认、内部挖潜的效果进一步体现，未来传统业务将重新步入较快增长的通道。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.019、2.702、3.257 元，对应估值水平分别为 10 倍、7 倍和 6 倍，具备足够的估值安全边际，而且公司新业务的新进展都将有助于公司估值水平的提升。

风险提示

- 已签订单的开工进度与业主预付款进度有关，这个风险已经在一季度有所暴露，未来仍存在一定不确定性。
- 内部管理改革在效果上的体现仍需要持续观察。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	6	6	7
买入	0	0	3	4	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.27	1.33	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-02-23	买入	37.26	N/A
2 2011-04-14	买入	36.42	N/A
3 2011-07-13	买入	31.88	40.00 ~ 50.00
4 2011-08-19	买入	26.30	N/A
5 2011-10-14	买入	21.60	50.00 ~ 50.00
6 2011-10-28	买入	20.84	N/A
7 2011-12-16	买入	16.71	N/A
8 2012-03-26	买入	19.11	N/A

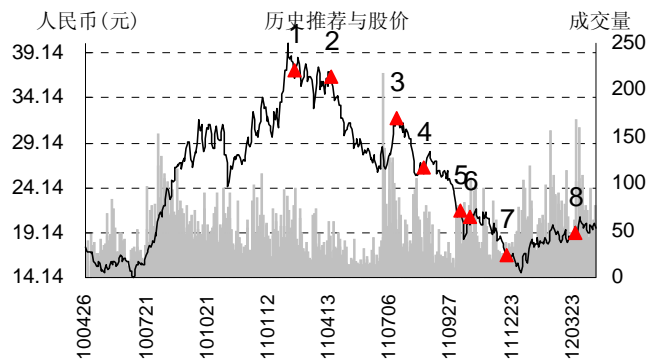
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B