

专业工程
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 10.50 元

当前股价: 8.56 元

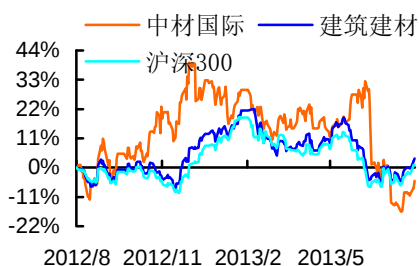
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2100.14
总股本(百万)	1093
流通股本(百万)	1093
流通市值(亿)	94
EPS	0.38
每股净资产(元)	4.27
资产负债率	76.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中材国际	-5.93%	-15.72%	-27.18%
建筑建材	4.58%	-6.61%	-14.89%
沪深 300	3.68%	-6.78%	-14.89%


相关报告
中材国际
600970
推荐
业绩回升可期, 印度市场未来或是海外潜在增量

中材国际是国内唯一提供全套大中型新型干法水泥生产线研发、设计、制造、工程建设的总承包系统集成服务商, 海外业务占比 70% 以上, 目前全球市占率达到 42%, 市场垄断地位较强。公司主要优势在于拥有 EPC 工程总承包完整产业链, 能提供系统解决方案, 并具有合理的工期、成本、质量优势。

2013 年上半年公司实现营收 85.3 亿元, 归母净利润 4.2 亿元, 同比分别下滑 6.7% 和 9.8%, EPS 为 0.38 元。

投资要点:

- **新签订单回暖, 在手订单进入执行高峰期, 业绩将见底反转。**公司自 2009 年开始新签订单呈现一定周期性, 上半年新签订单增长 58%, 其中海外订单同比增加 106%, 我们预计全年新签订单至少有 20% 以上增长。2011 年部分新签订单延后 2012 年开始生效, 目前在手执行订单较多。同时公司预收账款和存货均有明显上升, 表明公司业务将见底反转, 今年有望实现主业收入、业绩同回升。
- **国内市场增量难现, 技改项目比重将有提升。**在新政府调结构的政策下, 国内固定资产投资增速下滑, 水泥行业仍处于落后产能出清期, 公司 EPC 项目占比恐将呈缓慢下滑之势, 高毛利率的生产线技改和备件更新项目比重将有所提升, 总体国内市场维持持平或者稍微下滑将是大概率事件。
- **国外市场温和复苏概率增大, 印度市场拓展值得关注。**目前国外水泥工程市场处在近十年底部, 有望随全球经济转暖而温和复苏, 我们预计明年将有 5000-6000 万吨新签单水泥吨位, 对应 400-500 亿的市场空间, 其中需求主要来自于中东、非洲、拉美、东南亚等新兴市场。印度被视为未来全球第二大水泥生产国, 市场空间广阔, 年初公司收购印度 LNTV 公司, 有望借力渠道加速印度市场开拓。
- **新业务发展给公司带来实质性业绩增长仍需等待。**公司近年一直致力探索新业务领域, 其中水泥窑生活垃圾处理项目运营顺利, 目前处于异地推广中。水泥装备由于具有跨行业通用的特点, 公司依靠装备技术优势有望开展下游工程的多元化。此外 2011 年开始的贸易业务受钢贸事件影响, 业务可能在今年终止。总体而言, 公司的新业务是一个长期培育过程, 短期对公司业绩贡献有限。
- **首次给予公司“推荐”投资评级。**我们考虑公司今年将停止贸易业务, 预测公司 13-15 年 EPS 为 1.02、1.09、1.28 元, 对应 PE 为 8.4、7.9、6.7, 目前估值处于历史低位。基于公司目前新签订单和在手订单情况, 我们认为今年是公司业绩的回升年, 同时钢贸事件利空因素逐步消化、海外印度市场拓展有望加速的情况下, 估值有望逐步回升, 因此给予公司“推荐”的投资评级, 对应合理目标价 10.5 元。

风险提示:

- 钢贸事件再次计提资产减值损失的风险、新签订单执行可能慢于预期、国内水泥工程市场受政策影响有持续下滑风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	21237	20983	21279	21930
收入同比(%)	-18%	-1%	1%	3%
归属母公司净利润	763	1111	1194	1404
净利润同比(%)	-51%	46%	7%	18%
毛利率(%)	15.3%	14.7%	14.9%	15.7%
ROE(%)	16.8%	20.4%	18.2%	17.7%
每股收益(元)	0.70	1.02	1.09	1.28
P/E	10.87	7.47	6.95	5.91
P/B	1.82	1.53	1.26	1.05
EV/EBITDA	3	2	2	2

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、业绩有望复苏的全球最大水泥工程服务商	4
1.1 十年成长黄金期后，目前主营业务规模高位平稳	4
1.2 新签订单回暖，在手订单进入执行高峰期	5
1.3 强势卖方市场，预收款变化是公司生命力的晴雨表	6
二、行业前景分析：国内市场难有起色；国际市场看点在印度	8
2.1 国内 EPC 市场难有增量，技改、备件更新项目比重将有提升	8
2.2 国际市场是公司主战场，进军印度是未来看点	9
三、新业务领域对于公司业绩的实质性贡献仍需等待	12
四、投资建议：推荐	12
五、风险提示	13

图表目录

图 1 公司营业收入难有大幅增长	4
图 2 公司净利润受钢贸影响去年步入低谷	4
图 3 公司主营业务毛利率自 11 年来有所上行	5
图 4 装备制造销售业务毛利率上行趋势明显	5
图 5 公司主业国内新签订单情况	5
图 6 公司主业国外新签订单回暖明显	5

图 7 公司财务情况总体稳定	7
图 8 预收账款是公司未来业绩的晴雨表	7
图 9 我国水泥熟料产量增速开始下滑	8
图 10 我国水泥新增产能已经逐步回落	8
图 11 全球水泥需求变化情况	9
图 12 全球水泥新增签单吨位已从高峰期滑落	9
图 13 FLSmidth 订单情况保持平稳(KDDm)	9
表 1 公司历年来实施的经典项目	6
表 2 国内新型干法水泥生产线占比情况	8
表 3 全球(除中国)水泥工程市场容量分析	10

一、业绩有望复苏的全球最大水泥工程服务商

1.1 十年成长黄金期后，目前主营业务规模高位平稳

中材国际是中国中材股份有限公司控股的国内唯一提供全套大中型新型干法水泥生产线研发、设计、制造、工程建设的总承包系统集成服务商。公司背靠中材集团，在整合中国水泥技术装备工程业主要优势资源的基础上于 2001 年改制成立。

目前公司的核心优势在于两方面：一方面是公司逐渐形成了世界先进水平的新型干法水泥生产线技术，并拥有完整的自主知识产权；另一方面公司结合自身项目成本、工期、质量方面的优势，完整水泥工程产业链条构建的 EPC 业务模式较好的契合了国际市场的需求，从而迅速打开国际水泥工程市场。目前公司海外市场市占率达到 42%，成为国际上名副其实的行业龙头。

受益于近十年来国内固定资产投资的高速增长，水泥行业经历了难得的黄金发展期；同时公司全新的 EPC 模式迅速抢占了大量国际水泥工程服务的市场份额，从而造就了公司自成立以来到 2011 年营业收入和净利润的持续增长。2012 年公司首次营业收入和净利润负向增长，一方面在于当年上半年海外两个项目亏损计提损失和下半年的钢贸风险的资产减值损失，另一方面也在于公司的新接订单在经历高峰期之后出现瓶颈，增长的可持续性走弱。

图 1 公司营业收入难有大幅增长



图 2 公司净利润受钢贸影响去年步入低谷



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2012 年公司营业收入达 212.4 亿元，归母净利润达 7.63 亿元，同比分别下滑 15%和 50%。今年上半年公司实现营业收入 85.3 亿元，净利润 4.2 亿元，经过对去年财务指标调整后，同比分别下滑 6.7%和 9.8%，降幅有所收窄，总体来看上半年的起色仍然不大。但我们认为，公司目前在手订单数量较多，11 年部分高质量的新签订单延后到 12 年下半年开始执行，这些执行订单对于今年全年的收入和利润确认有一定帮助；另一方面公司存货和预收款在二季度都呈明显上升趋势，表明公司今年新签订单转换效率逐步提高，以及正在生效的订单也明显增多，两方面综合将使公司业绩下半年呈现复苏之势。

公司剔除贸易业务的主营业务毛利率自 2010 年来便有明显提升，2011、2012 年主营业务毛利率分别达到 16.23%和 15.91%，即便考虑这两年贸易业务对于毛利率的摊薄，整体毛利率仍保持在 15%上下。仔细分析公司分产品结构的毛利率，收入占比较大的装备制造销售这一领域的毛利率逐年提升是公司

整体毛利率上行的主要原因，2012 年此领域毛利率达到 23.1%，我们认为这主要得益于公司海外业务中水泥工程装备自给率的提升。

今年上半年，公司整体毛利率为 14.5%。我们认为部分海外业主对水泥工程装备的选择仍有所偏好，公司海外业务装备自给率将趋于稳定；而国内业务中毛利率相对较高的技改项目和备件更新服务项目收入占比难以短期内迅速提升，因此未来趋势来看，公司的毛利率有望保持在 15% 上下。

图 3 公司主营业务毛利率自 11 年来有所上行

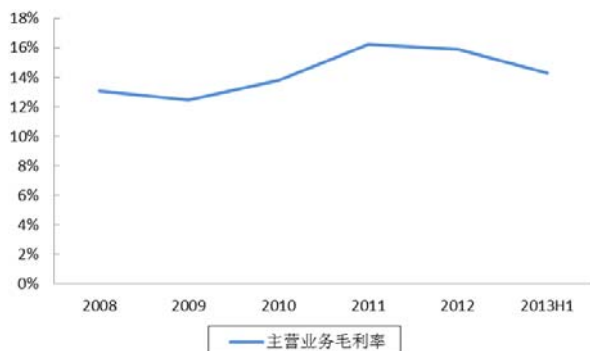
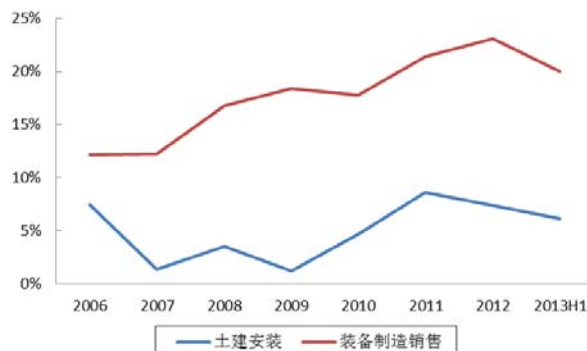


图 4 装备制造销售业务毛利率上行趋势明显



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 新签订单回暖，在手订单进入执行高峰期

公司水泥工程 EPC 项目周期一般较长，和业主达成意向签订新签订单仅是第一步，需要经过对方业主支付预付款等其它协定之后才能转换为有效执行订单。一般国内项目建设周期在 1-2 年之间，海外项目建设周期在 2-3 年之间。因此公司当年的新签订单主要在后两年确认收入和利润。

图 5 公司主业国内新签订单情况



图 6 公司主业国外新签订单回暖明显



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

根据公司历年新签合同情况分析，2008 年金融危机前国内外新签订单额保持稳定增长铸就了公司成立以来到 2010 年的辉煌。2010-2011 年收入和利润的高峰主要来自于 2008 年海外新签订单(248 亿元)和 2009 年国内新签订单(105 亿元)。而随着其后订单的下滑，公司业绩也在 2012 年出现下滑。2011 年公司国内和海外订单又出现复苏，分别新签订单达 133 亿元(48%同比增速)和 184 亿元(23%同比增速)，但 2012 年下滑又再次出现。整体来看，自 2009 年开始，公司的订单情况已经呈现一定的周期性。

目前时点来看，公司今年上半年受益于印尼市场的几个大型订单，接单形势回暖明显，公司中报显示主营业务新签订单 201 亿元，同比增长 58%。这其中主要贡献在于海外合同同比上涨 106%，达到 148 亿元，国内合同略微下降。我们预计今年全年新签订单保持 20%以上增长将是大概率事件，这将给公司在明年业绩复苏提供保障。

从新签订单的执行情况分析，我们估计金融危机后订单的执行效率有一定下滑，随着金融危机和欧债危机的持续，全球资金的避险情绪升温，部分海外订单出现了延期甚至取消的情况。但我们认为，国外 4000t/d 以上的大型水泥工程 EPC 项目一般都在十亿元以上的合同额，同时水泥行业具有一定的上下游供应和销售半径，投资方在进行这样大额投资的可行性研究中必然考虑到工程项目的资源、市场和资金多方面的协调。一旦业主签订合同，至少表明投资方较大概率不会最后舍弃工程项目在上游资源和下游市场方面的优势，唯一的瓶颈在于资金方面。因此一旦全球宏观投资环境转好后，多数项目都有望获得重启，完全终止的项目应占少数。

由此判断，我们预计公司 2011 年的新签订单虽然有所拖延，但大部分应逐步转换为有效订单，目前公司在执行结转合同 436 亿元，在生效过程中的合同 143 亿元，最终有望在今明年获得收入和利润的确认。

1.3 强势卖方市场，预收款变化是公司生命力的晴雨表

大型水泥工程项目具有工程复杂、工期长、资金需求高等特点，因而具有较高的壁垒，行业集中度高。目前全球能够完全自主化实施大型水泥工程项目的企业仅仅三四家，中材国际、FLSmidth、Polysius 和 KHD 四家水泥工程服务商占据了全球超过 80% 的行业份额。源于卖方市场的高集中度，这几家水泥工程巨头在接单模式上多是邀标模式，自身先对相应的跟踪项目进行成本估算，选定可以接受的稳定的毛利率确定合同金额，其后业主一般会找相应的咨询中间方与水泥工程巨头就合同问题进行谈判，最后确定中标签署合同。

表 1 公司历年来实施的经典项目

项目	备注
铜陵海螺 2*10000t/d 水泥生产线	2004 年 5 月一次点火成功，6 月开始投料运行，工期仅 18 个月
美国 SCC4000t/d 新型干法水泥生产线	EP 总承包合同，合同金额 4200 万美元，2011 年投产
沙特 SCC2*10000 水泥生产线	EPC 总承包合同，合同金额 5.8 亿美元(当时全球单体合同额最高)
沙特 RCC5000t/d 生产线	2007 年 5 月建成投产，工期两年
塞浦路斯 VASSULIKO 水泥厂项目	日产熟料 6000 吨，2011 年取得熟料线 PAC 验收证书
阿联酋 UCC1wt/d 新型干法熟料生产线	2005 年签订合同到建成投产仅用 20 个月
越南福山 5000t/d 新型干法水泥生产线	2003 年签约，工期 20 个月，合同额 7400 万美元

意大利 RAGUSA 水泥厂改造工程

第一次在发达国家承揽的交钥匙工程

铜陵海螺 5000t/d 示范水泥生产线

国内第一条全部采用国产化主机设备的 5000t/d 熟料水泥生产线

都江堰拉法基 3500t/d 总承包工程

中国水泥工业向跨国公司“交钥匙”工程零的突破

资料来源：公司网站、中投证券研究所

这种高集中度的行业、技术壁垒使得公司在主营业务领域保持的优势地位短期无法撼动，订单的议价能力相当强。国内市场来看，大型水泥生产线的 EPC 总承包市场基本是公司垄断，同时水泥装备制造销售业务也随着公司整合而得到长足进步，目前市占率在进一步提升过程中。这两部分业务基于公司能力、品牌、客户关系等方面的优势，从而可以保持较高的毛利率和较大的单体合同额，同时也让公司免于参与中小型水泥生产线某一项目链分包业务的红海竞争当中。

国外市场，公司采取的 EPC 总承包“交钥匙”模式可以大幅缩短项目的周期，利用自身人工和设备成本的优势，让业主最终验收获得价优质好完工快的项目。而 FLSmidth 在对待海外市场，经营战略仍是主打水泥装备的技术和品牌竞争力，分段中标、大多数项目只做 EP 的模式则不如 EPC 总承包优势明显，尤其在第三世界国家水泥装备技术和经验缺乏的情况下，公司迅速抢占到市场份额的最高点就不难理解了。

公司新签订单转换为生效订单的节点在于业主预付款的支付，一般公司预收订单合同额的 15-20%，之后根据成本加成法，根据工程实际发生成本的百分比确定工程收入，最后 5-10%的质保金在工程竣工验收后再行支付，这一模式有效保障公司现金流的稳定。

图 7 公司财务情况总体稳定



图 8 预收账款是公司未来业绩的晴雨表



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司近年来资产负债率一直在 75%以上，但主要还是预收账款的经营性负债。从公司的货币现金变化来看，2008 年的订单高峰期也是公司收取预收账款的顶峰，虽然之后有一定下滑，但近两年公司仍有 50 亿元左右的货币现金是支撑公司运营的重要保障，同时财务费用率也一直在低位维持稳定。

我们认为公司目前的业务模式决定预收账款是未来业绩的重要评判指标，预收账款一定程度上反应了公司新签订单转换为有效订单的情况。公司 2008 年开始预收账款从高位呈现的下滑态势对应着 2010 年之后公司主营业务收入和利润的下滑。随着近两年预收账款稳定在 70 亿元左右，公司业绩出现继续下滑的可能性已经不大；反而 2012 年预收账款的再一次小高峰的出现可以解

读成今年业绩的回升。今年二季度公司预收账款再次明显上行,达到 108.4 亿元,表明今年新签合同的执行效率较高,如果全年能够稳定在 100 亿元左右,公司中长期业绩持续回升的概率将进一步增加。

二、行业前景分析:国内市场难有起色;国际市场看

点在印度

2.1 国内 EPC 市场难有增量,技改、备件更新项目比重将有提升

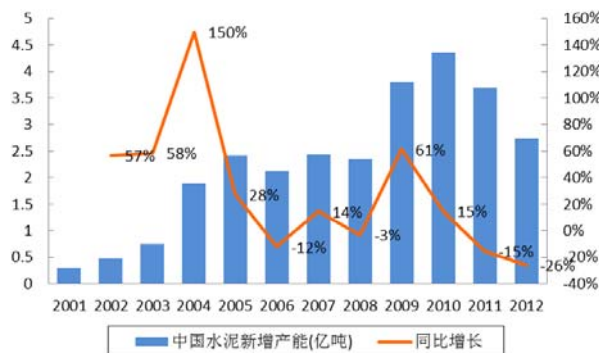
国内水泥行业的成长受益于国家固定资产投资的持续增长,在之前的十年全国各地政府大兴土木的基建和房地产建设创造了目前水泥行业的庞大总量。2012 年我国水泥熟料产量已达 21.84 亿吨,同比增长 5.9%,近十年的复合增长率达到了 11.6%,全球占比超过 50%。

但国务院 2009 年下发了 38 号公文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》已经明确表示限制过剩水泥产能的盲目扩张,预计十二五期间全国将淘汰落后产能 2-3 亿吨。因此水泥新增产能方面,2010 年达到高峰期后便呈现逐步回落的趋势。今年工信部继续加码行业落后产能淘汰的政策,一方面禁止新建产能,另一方面工信部已将行业淘汰落后产能的任务分解落实到企业。在新一届政府调结构的大政策导向之下,固定资产投资增速回落,市场角度水泥的新增需求也将趋缓。

图 9 我国水泥熟料产量增速开始下滑



图 10 我国水泥新增产能已经逐步回落



资料来源: wind、中投证券研究所

资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

对公司而言,国内大型 EPC 的水泥工程项目往后将越来越少,这部分业务中长期将呈萎缩之势。但从细分市场来看,我国西部(尤其在新疆等西北部地区)的城镇化水平仍然较低,十二五期间仍是国家基建投资的重点区域,这不乏有区域性的机会。此外,目前国内部分水泥企业采用淘汰原有落后产能、置换成新型干法生产线来规避自身业务规模的下滑,2011 年国内新型干法水泥生产线占比为 86.3%,仍有进一步提升的空间。

表 2 国内新型干法水泥生产线占比情况

2007	2008	2009	2010	2011
51%	61%	70%	81.4%	86.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

国内传统大型水泥生产线 EPC 项目的上马将难有起色，这部分业务在公司总体业务占比将越来越小，而国内目前的增量主要还在于已有生产线的技改项目和生产线备品备件销售和更新维护项目。这一类项目虽然体量较小，但毛利率通常高于传统项目，而且国内仍剩下 1-2 亿吨的落后产能技改任务和 1600 多条新型干法水泥生产线备件的更新需求，仍然提供给公司一定的市场容量。

2.2 国际市场是公司主战场，进军印度是未来看点

公司在本世纪初期完成了对新型干法水泥生产线技术的掌握之后，在 2005 年前后，以 EPC 和 EP 总承包模式迅速走向了国际舞台，目前海外业务占到公司业务量的 70% 以上，公司已完成和正在建设的国外水泥生产线 120 余条，累计涉及 70 多个国家地区，基本完成了国际市场分布，俨然国际市场变成了公司的主战场。

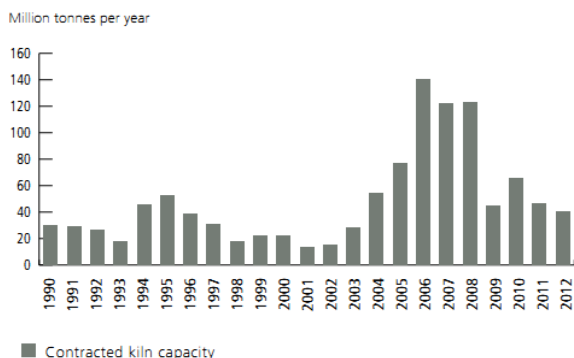
图 11 全球水泥需求变化情况



资料来源：Lafarge 年报、中投证券研究所

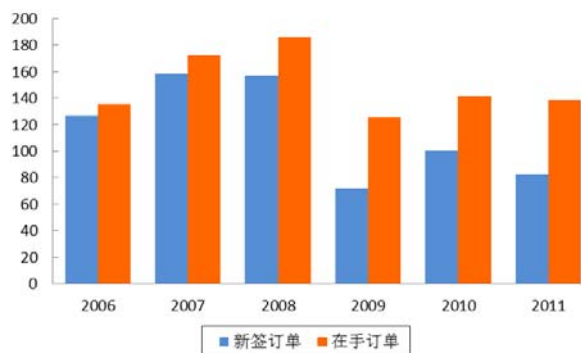
根据 FLSmidth 年报中的统计分析，全球水泥需求增速通常与全球 GDP 增速的 1.2 倍较为吻合，因此可以推出目前全球水泥需求的年均增速在 4-5% 区间。通过全球最大水泥生产商 Lafarge 的年报，2012 年全球水泥需求达到 37.1 亿吨(其中约 22 亿吨来自中国)。照这个基础计算，除中国之外的地区水泥新增产能需求将在 5000-6000 万吨/年的规模。这部分需求主要来自于中东、非洲、东南亚、拉美等新兴市场国家，中长期这些地区都是全球水泥工程市场的增长极。

图 12 全球水泥新增签单吨位已从高峰期滑落



资料来源：FLSmidth 年报、中投证券研究所

图 13 FLSmidth 订单情况保持平稳(KDDm)



资料来源：FLSmidth 年报、中投证券研究所

从历史情况来看，全球水泥新增签单吨位的变化也呈现一种长周期的特点。上世纪 90 年代开始，1994-1997 年呈现一波小高峰后，全球水泥新增签单吨位经历了七八年的低位震荡后，在 2005 年开始又经历了四五年的黄金期，尤其在 2006 年达到了 1.4 亿吨以上的历史高位，这主要得益于中东地区基建投资的快速上升从而拉动了水泥工程新增的消费需求。据 FLSmith 统计，2006 年仅仅中东地区就贡献了近 5000 万吨的水泥新增签单吨位。尔后在金融危机的负面影响下，全球水泥新增签单吨位逐步回落，2012 年仅 4000 万吨左右，处于近十年的历史低位。

考虑到目前时点全球经济处于缓慢复苏过程之中，水泥工程新增需求继续进一步探底的概率不大，有可能在经历了目前磨底阶段后，重新往上复苏。

我们根据公司披露的新签海外订单情况和海外市占率来反向估算现今全球水泥工程新增签单额。可以看出 2007-2008 年全球水泥工程市场的高景气已经过去，目前市场容量处于低位的 400 亿元左右，如果维持我们上面所说的水泥工程新增需求有望缓慢复苏的判断，今明年海外市场容量有可能在 400-500 亿元波动，同样保守假设公司海外市占率保持 2012 年 42% 的水平不变，公司新签海外订单有望重新上升到 200 亿元左右的规模。

表 3 全球(除中国)水泥工程市场容量分析

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
公司新签海外订单(亿元)	169	248	100	150	184	139
公司海外市占率	24%	34%	36%	37%	40%	42%
估算海外市场容量(亿元)	704	730	280	405	460	331

资料来源：公司年报、中投证券研究所

海外市场规模庞大，具体的国家地区经济政治情况差别较大，因而造成水泥工程投资的差异化。但总体而言，欧美发达国家受金融危机、欧债危机的负面影响，加之城镇化率高、基础设施完善，水泥需求呈现平稳甚至略微下滑的趋势；反观中东、非洲、东南亚才是近年水泥工程最为活跃的地区，同时也是公司海外市场占比最大、最为稳固的地区，此外印度、俄罗斯等东欧未来的增量空间也值得看好。下面就几个特点地区分开进行阐述：

中东地区(以沙特为代表)：沙特等中东等国的新增水泥需求从 2002 年开始明显增长，真正发展的高峰期在 2005-2007 年，当时这些国家自身已经新建很多水泥生产线，但仍然供不应求。之后的金融危机延缓了这些国家水泥工程投资的进程，但由于石油的资源优势，这些国家在拥有较强的资本积累基础上恢复较快。近年来沙特政府又在大力发展大型基础设施建设，以提供一定额度无息贷款的政策来鼓励民众盖房子，并在自建水泥工程和进口水泥两方面持续发展水泥行业。政局稳定、需求强烈是沙特水泥市场值得持续看好的理由。

非洲：非洲近年来经济增速持续超越全球平均增速，目前当地政府和私人业主也积累了一定的资本财富，对于实业投资的积极性也较高。最初公司进军非洲主要是和 Lafarge 等水泥巨头合作，而现在和当地业主的合作占比也日渐增多。非洲经济底子差，基数低，基础设施建设还处在起步阶段，未来水泥需求预计仍是持续性增长，这是公司值得重点耕耘的区域，唯一的风险在于政局不稳和气候因素。

俄罗斯：以俄罗斯为代表的东欧国家目前多是上世纪 40-50 年代的水泥产能，需要技改和重建的项目较多；同时俄罗斯最近也在大力开发油气资源，有对基建交通加大投入的需求，这也将带动当地的水泥产业新增需求。只是近年来俄罗斯的融资环境并不好，我们认为全球宏观经济转暖将有助于俄罗斯地区需求的释放。

印度：印度是全球公认的未来将仅次于中国的第二大水泥生产国，目前人均水泥消费量还不到我国的十分之一，而且印度城镇化率很低，未来增长空间广阔。但近年来印度水泥新增需求屡屡低于预期，主要原因在于通货膨胀率长期位于高位，银行贷款利率高，从而多数基建项目延期推迟。2014 年印度将迎来总统大选，新一届政府上任后对于基建投资的导向有可能使印度水泥市场重新提速，预计年水泥新签单吨位将在 2000 万吨。

公司之前对印度市场的拓展进度慢于其它新兴市场，部分原因可能在于 EPC 总承包模式并不很适合印度。印度人口众多，对于当地投资的大型实业项目，政府更加倾向于能够解决当地人口的就业问题，而不是通过 EPC 总承包商来派遣劳工建设。

今年 3 月公司投资 2518 万美元完成了印度 LNVT 公司的增资收购，获得 LNVT 公司 68% 的股权。印度 LNVT 公司成立于 2001 年，主营业务为装备技改及升级服务、水泥装备供应、工程设计服务、厂房及设备交钥匙工程，目前在印度水泥工程领域排名第四。此次收购表明了公司进一步尝试开发印度市场的决心，公司将利用 LNVT 公司在印度良好的渠道进行市场培育，销售装备产品和服务，从而中长期逐步打入印度市场，来持续提升公司海外市场的竞争力和市占率。

三、新业务领域对于公司业绩的实质性贡献仍需等待

公司近年来一直在致力于新业务领域的探索，目前虽然相比于水泥工程服务主业来讲收入和利润贡献都较小，但在主业难有大幅增长的背景下，未来新业务领域一旦又有新的突破，发展空间还是大有可为。

目前环保领域已经开展了相关项目的建设和运行，溧阳中材环保公司利用水泥窑无害化协同处置生活垃圾 450t/d 示范线项目已经顺利运营，公司还准备将此工程进一步异地推广。水泥窑处理生活垃圾具备环保节能的概念，符合现今政府“低碳”政策的大方向，如果条件成熟后顺利推广，市场空间值得期待。

在工程多元化方面，公司承接了国内外多个电厂、钢厂、玻璃、石灰石矿山、超细粉煤灰、水处理等 EP、EPC 工程项目。水泥工程装备如立磨、辊压机、破碎机、提升机和收尘系统等装备产品本身具备通用的特性，可以跨行业进行拓展，应用于矿产、钢铁、氧化铝、煤炭、玻璃和电力等下游多个行业。虽然目前这些传统行业多数处于产能出清期，市场需求较为低迷，限制了公司短期进入相关领域，但我们认为这将是一个长期的发展规划，公司在拓展的方向上没有变化，未来需要紧密跟踪公司的拓展计划。

四、投资建议：推荐

盈利预测基本假设：

1.公司自 2009 年开始新签订单呈现一定周期性，受益于上半年印尼的大单，我们预计全年新签订单或有 20%以上增长。加之 2011 年部分新签订单延后 2012 年开始生效，目前公司在手执行订单较多，有望帮助公司今年在主营业务领域实现收入、业绩双回升。

2.公司海外业务装备自给率将趋于稳定；而国内业务中毛利率相对较高的技改项目和备件更新服务项目收入占比难以短期内迅速提升；加之公司钢贸业务今年将全面终止。因此未来趋势来看，公司的毛利率有望保持在 15%上下。

3.在新一届政府调结构的大政策导向之下，国内固定资产投资增速回落，水泥过剩产能处于逐步出清的过程，因此国内新增水泥生产线 EPC 工程的需求也将趋缓。另一方面技改项目和新型干法生产线备件更新项目的需求将上升，但由于新增需求短期内或难以形成规模化效应，我们预计公司国内业务收入未来两年维持平衡甚至小幅下滑的趋势。

4.全球经济处于缓慢复苏过程之中，水泥工程新增需求继续进一步探底的概率不大，有可能在经历目前磨底阶段后，重新往上复苏。我们预计今、明年全球(除中国)新签单吨位在 5000-6000 万吨，对应 400-500 亿市场空间，按目前公司 42%的海外市占率保守计算，公司海外未来两年将可回升到 200 亿元左右的拿单规模。

5.公司新业务领域的拓展是长期的发展战略，包括水泥窑生活垃圾和工程多元化应用短期难以给公司的收入和业绩带来明显帮助，因此暂不详细考虑新业务领域对于盈利预测的影响。

投资建议：

我们考虑公司今年将停止贸易业务，预测公司 13-15 年 EPS 为 1.02、1.09、1.28 元，对应 PE 为 8.4、7.9、6.7，目前估值处于历史低位。基于公司目前

新签订单和在手订单情况，我们认为今年是公司业绩的回升年，同时钢贸事件利空因素逐步消化、海外印度市场拓展有望加速的情况下，估值有望逐步回升到 10 倍之上，因此给予公司“推荐”的投资评级，对应合理目标价 10.5 元。

五、风险提示

1. 钢贸事件再次计提资产减值损失的风险；

钢贸事件源起于 2012 年十二月底公司公告全资子公司东方贸易部分票据和货物存在风险，在随后公布的年报中公司计提资产减值损失达 5.32 亿元，其中坏账损失 5.17 亿元。今年一月底公司对宝投集团及其五家关联公司提起 4.77 亿元的民事诉讼，最终双方于三月达成调解，以被告将房产抵偿债务的主要形式结束。而 6 月公司再次公告与中远供应链和北京中储约 2.36 亿元合同纠纷，目前民事诉讼正在进行中。

2. 新签订单执行可能慢于预期；

3. 国内水泥工程市场受政策影响有持续下滑风险；

4. 国外印度市场开拓低于预期；

5. 新业务领域进展缓慢。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	18709	18889	19674	20826	营业收入	21237	20983	21279	21930
现金	5930	6065	6548	7348	营业成本	17986	17896	18112	18483
应收账款	3212	3201	3340	3440	营业税金及附加	173	172	174	180
其它应收款	1004	1100	1097	1050	营业费用	173	147	153	160
预付账款	3565	3579	3622	3697	管理费用	1423	1364	1341	1360
存货	4101	4099	4252	4519	财务费用	-37	-180	-192	-216
其他	896	844	813	772	资产减值损失	532	200	200	200
非流动资产	2611	2618	2590	2548	公允价值变动收益	4	-1	-2	-3
长期投资	109	110	120	130	投资净收益	10	10	10	10
固定资产	1586	1702	1745	1741	营业利润	1001	1394	1498	1771
无形资产	427	458	488	515	营业外收入	45	50	50	50
其他	490	348	237	162	营业外支出	8	17	13	14
资产总计	21321	21506	22264	23375	利润总额	1038	1427	1535	1807
流动负债	15962	15269	14874	14624	所得税	273	313	338	400
短期借款	473	480	500	530	净利润	765	1114	1197	1408
应付账款	4930	4832	4709	4621	少数股东损益	2	3	3	4
其他	10559	9957	9664	9473	归属母公司净利润	763	1111	1194	1404
非流动负债	693	683	698	707	EBITDA	1208	1469	1588	1855
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.70	1.02	1.09	1.28
其他	493	483	498	507	主要财务比率				
负债合计	16655	15952	15571	15331	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	113	116	119	122	成长能力				
股本	1093	1093	1093	1093	营业收入	-17.6%	-1.2%	1.4%	3.1%
资本公积	266	266	266	266	营业利润	-46.5%	39.3%	7.5%	18.2%
留存收益	3197	4078	5217	6567	归属于母公司净利润	-51.3%	45.6%	7.5%	17.6%
归属母公司股东权益	4553	5439	6576	7924	获利能力				
负债和股东权益	21321	21507	22266	23377	毛利率	15.3%	14.7%	14.9%	15.7%
现金流量表					净利率	3.6%	5.3%	5.6%	6.4%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	16.8%	20.4%	18.2%	17.7%
经营活动现金流	1141	618	628	905	ROIC	-137.1	#####	174.8	113.5%
净利润	765	1114	1197	1408	偿债能力				
折旧摊销	244	255	281	300	资产负债率	78.1%	74.2%	69.9%	65.6%
财务费用	-37	-180	-192	-216	净负债比率	5.37%	4.89%	5.14%	5.41%
投资损失	-10	-10	-10	-10	流动比率	1.17	1.24	1.32	1.42
营运资金变动	-374	-539	-666	-564	速动比率	0.91	0.96	1.03	1.11
其它	552	-21	18	-13	营运能力				
投资活动现金流	-433	-303	-306	-297	总资产周转率	1.04	0.98	0.97	0.96
资本支出	232	200	200	200	应收账款周转率	7	5	5	5
长期投资	-4	3	8	7	应付账款周转率	3.72	3.67	3.80	3.96
其他	-205	-100	-98	-90	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-268	-180	161	192	每股收益(最新摊薄)	0.70	1.02	1.09	1.28
短期借款	292	7	20	30	每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.57	0.57	0.83
长期借款	-175	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.97	6.01	7.25
普通股增加	182	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-322	0	0	0	P/E	10.87	7.47	6.95	5.91
其他	-246	-187	141	162	P/B	1.82	1.53	1.26	1.05
现金净增加额	424	135	483	800	EV/EBITDA	3	2	2	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。

王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434