



买入 **27% ↑**

目标价格: 人民币 10.70

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 12.50

600970.CH

价格: 人民币 8.40

目标价格基础: 12倍13年市盈率

板块评级: 中立

中材国际

收购德国 Hazemag, 长期影响正面

2013年8月30日, 中材国际与德国SK公司签署了《股权收购协议》, 根据协议, 公司将分步收购并增资获得SK所持德国Hazemag公司59.09%股权。Hazemag是破碎机行业的世界领先品牌, 在水泥装备、矿业工程装备、物料行业装备方面有突出的行业优势。从我们的评估测算看, 在未考虑协同效应的前提下, 对公司业绩的短期增厚并不明显。协同效应方面, 公司通过收购Hazemag, 提升了品牌、研发、品质、内部管理以及销售渠道能力, 未来一方面改变了水泥工程世界品牌带动装备销售的格局, 将直接由领先的装备品牌带动中材国际的装备销售; 一方面将更快进入矿业工程和物料行业, 满足公司主业结构调整的战略选择; Hazemag则通过与中材国际的协同, 未来加强了稍显薄弱的工程能力。公司未全资收购也是考虑到提升原股东的积极性, 给Hazemag公司更大的自由度。我们看好此项收购的长远协同效应。我们认为公司2014年业绩进入恢复通道的趋势明显, 目标价格下调至10.70元, 上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 本次交易分两步进行。第一步, 于2014年3月31日之前收购Hazemag 1,230,770股股份, 每股价格26欧元, 收购对价32,000,020.00欧元; 交割当日以19,999,980.00欧元现金向Hazemag增资获得769,230股股份(每股价格26欧元)。上述股份交割及增资完成后, 公司持有Hazemag 29.55%的股份。
- 第二步, 于2014年11月30日至2015年2月28日期间再行收购200万股Hazemag股份, 收购对价52,000,000.00欧元(每股26欧元)。上述两次交割及增资后, 公司持有Hazemag总股份为400万股, 股权比例为59.09%, 总交易对价为1.04亿欧元(按照协议签署日汇率折合人民币约8.48亿元)。
- 公司将按照在Hazemag的最终持股比例(59.09%)享有Hazemag截至2012年12月31日之前的所有留存收益, 以及Hazemag自2013年1月1日至第二期交割日之间所有累计的留存收益。

评级面临的主要风险

- 此次交易仍需双方董事会或股东会通过并报经多个政府部门核准。

估值

- 我们对于公司2013-15年的盈利预测为0.892、1.018和1.149元, 评级上调至**买入**, 目标价由12.50元下调至10.70元, 对应12倍2013年市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	25,761	21,237	19,533	21,708	24,275
变动(%)	8	(18)	(8)	11	12
净利润(人民币 百万)	1,568	763	975	1,113	1,256
全面摊薄每股收益(人民币)	1.434	0.698	0.892	1.018	1.149
变动(%)	10.0	(51.3)	27.8	14.1	12.9
市场预期每股收益(人民币)			0.895	0.965	1.280
核心每股收益(人民币)	1.537	1.029	0.998	1.134	1.276
变动(%)	11.2	(33.0)	(3.1)	13.7	12.5
全面摊薄市盈率(倍)	5.9	12.0	9.4	8.3	7.3
核心市盈率(倍)	5.5	8.2	8.4	7.4	6.6
每股现金流量(人民币)	(2.65)	1.04	1.23	1.51	1.67
价格/每股现金流量(倍)	(3.2)	8.0	6.8	5.6	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	3.4	3.1	2.1	1.2
每股股息(人民币)	0.423	0.210	0.223	0.254	0.287
股息率(%)	5.0	2.5	2.7	3.0	3.4

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	(32)	2	(21)	-
相对新华富时A50指数	(17)	(1)	(7)	-

发行股数(百万)	1,093
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	9,184
3个月日均交易额(人民币 百万)	180
净负债比率(%) (2013E)	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2013年9月2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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

董馨瑶

(8610) 6622 9353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

2013年8月30日, 中材国际与德国 Schmidt, Kranz & Co. Gesellschaft mit beschränkter Haftung (以下简称“SK”) 签署了《股权收购协议》, 根据协议, 公司将收购并增资获得 SK 所持德国 Hazemag & EPR GmbH (简称“Hazemag”) 59.09%股权。交易标的公司 Hazemag 是 SK 的全资子公司, 旗下有 20 家控股子公司及 3 家参股公司, 其中重要子公司包括: (1) 德国 Allmineral Aufbereitungstechnik GmbH & Co. KG; (2) 印度 Allmineral Asia Pvt. Ltd.; (3) 南非 IMS Engineering Proprietary Limited; (4) 德国 K.R. Handels- und Beratungsgesellschaft mbH & Co. KG。Hazemag 主要从事的业务为: 生产、销售和维修生产加工所需的部件和设备及各种加工技术; 用于地下煤矿的钻孔、装载和巷道掘进机。在这些领域, 该公司享有较高的全球知名度。Hazemag 2012 年度未经审计合并报表显示, 其年销售收入约 1.34 亿欧元, 净利润为 767.62 万欧元 (其中归属于母公司股东的净利润为 592.54 万欧元)。2012 年 12 月 31 日, Hazemag 总资产 9,945.44 欧元, 净资产 3,763.26 万欧元 (其中归属于母公司股东的净资产 3,333.44 万欧元)。根据协议, 此次交易分两步进行。第一步, 于 2014 年 3 月 31 日之前收购 Hazemag 1,230,770 股股份, 每股价格 26 欧元, 收购对价 32,000,020.00 欧元; 交割当日以 19,999,980.00 欧元现金向 Hazemag 增资获得 769,230 股股份 (每股价格 26 欧元)。上述股份交割及增资完成后, 公司持有 Hazemag 29.55% 的股份。第二步, 于 2014 年 11 月 30 日至 2015 年 2 月 28 日期间再行收购 200 万股 Hazemag 股份, 收购对价 52,000,000.00 欧元 (每股 26 欧元)。上述两次交割及增资后, 公司持有 Hazemag 总股份为 400 万股, 股权比例为 59.09%, 总交易对价为 1.04 亿欧元 (按照协议签署日汇率折合人民币约 8.48 亿元)。此次交易作价乃收购方参考 Hazemag 估值报告后, 经双方谈判公平磋商确定。根据估值报告, Hazemag 在交易基准日 2012 年 12 月 31 日的 100% 股权价值估值区间为 1.49 亿欧元至 1.66 亿欧元之间, 中间值为 1.56 亿欧元。经谈判, 交易双方确定 Hazemag 100% 股权价值为 1.56 亿欧元, 每股价值 26 欧元。公司此次交易的资金主要来自于自有资金及银行贷款等方面。收购最终成功, 仍需要下列条件成就:

1. 出售方股东会已经同意该协议;
2. 该交易及该协议已经过收购方及其控股股东董事会或股东大会的批准;
3. 该次交易和该协议已经由收购方向中国的国有资产监督管理委员会备案, 以及该次交易在国有企业资金政策方面的核准;
4. 中国国家发展和改革委员会已经核准了该次交易和该协议;
5. 中国商务部已经核准了该次交易和该协议;
6. 该次交易已经由收购方向中国国家外汇管理局备案。

图表 1. 我们对 Hazemag 收购评估如下 (简单假设交易在 2012 年底已经一次性完成):

	收购前	收购后
股本(万股)	600.000	676.923
归属母公司股东净利润(欧元, 万)	592.540	592.540
归属母公司股东净资产(欧元, 万)	3,333.440	5,333.438
每股收益(欧元)	0.99	0.88
每股评估值(欧元)	26.00	26.00
评估市值(万欧元)	15,600	17,599.998
市盈率(倍)	26.3	29.7
市净率(倍)	4.68	3.30
中材国际净利润(2012)(人民币, 百万)	763	763
现金收购导致利润增厚(人民币, 百万)	28.55	28.55
业绩增厚比例	3.74%	3.74%

资料来源: 公司数据



从评估测算看，收购市盈率和市净率并不便宜（欧洲收购主要参考 EV/EBITDA，据我们了解此次收购该项指标约为 10 倍），在未考虑协同效应的前提下，对公司业绩的短期增厚并不显著。但考虑到交易对价中，有 2,000 万欧元属于增资；而且公司将按照在 Hazemag 的最终持股比例（59.09%）享有 Hazemag 截至 2012 年 12 月 31 日之前的所有留存收益，以及 Hazemag 自 2013 年 1 月 1 日至第二期交割日之间所有累计的留存收益，折合这些因素考虑，此次收购对价尚在合理范围。

Hazemag 是破碎机行业的世界领先品牌，在水泥装备、矿业工程装备、物料行业装备方面有突出的行业优势。协同效应方面，公司通过收购 Hazemag，提升了品牌、研发、品质、内部管理以及销售渠道能力，未来一方面改变了水泥工程世界品牌带动装备销售的格局，将直接由领先的装备品牌带动中材国际的装备销售；一方面将更快进入矿业工程和物料行业，满足公司主业结构调整的战略选择；Hazemag 则通过与中材国际的协同，未来加强了稍显薄弱的工程能力。公司未全资收购也是考虑到提升原股东的积极性，给 Hazemag 公司更大的自由度。我们看好此项收购的长远协同效应。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	25,761	21,237	19,533	21,708	24,275
销售成本	(21,946)	(17,986)	(16,566)	(18,430)	(20,663)
经营费用	(1,606)	(1,568)	(1,402)	(1,509)	(1,656)
息税折旧前利润	2,209	1,683	1,565	1,770	1,956
折旧及摊销	(170)	(201)	(203)	(211)	(218)
经营利润(息税前利润)	2,040	1,482	1,362	1,559	1,738
净利息收入/(费用)	7	37	48	47	74
其他收益/(损失)	(114)	(482)	(134)	(149)	(163)
税前利润	1,932	1,038	1,275	1,457	1,648
所得税	(343)	(273)	(268)	(306)	(346)
少数股东权益	(22)	(2)	(32)	(38)	(46)
净利润	1,568	763	975	1,113	1,256
核心净利润	1,680	1,125	1,091	1,240	1,395
每股收益(人民币)	1.434	0.698	0.892	1.018	1.149
核心每股收益(人民币)	1.537	1.029	0.998	1.134	1.276
每股股息(人民币)	0.423	0.210	0.223	0.254	0.287
收入增长(%)	8	(18)	(8)	11	12
息税前利润增长(%)	9	(27)	(8)	15	11
息税折旧前利润增长(%)	9	(24)	(7)	13	10
每股收益增长(%)	10	(51)	28	14	13
核心每股收益增长(%)	11	(33)	(3)	14	12

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,932	1,038	1,275	1,457	1,648
折旧与摊销	170	201	203	211	218
净利息费用	(7)	(37)	(48)	(47)	(74)
运营资本变动	(4,320)	(357)	21	157	176
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(673)	296	(110)	(128)	(148)
经营活动产生的现金流	(2,898)	1,141	1,342	1,650	1,820
购买固定资产净值	(326)	(232)	(290)	(280)	(270)
投资减少/增加	(130)	(200)	0	0	0
其他投资现金流	(23)	(1)	1	0	(1)
投资活动产生的现金流	(479)	(433)	(289)	(280)	(271)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	312	242	(100)	(100)	(100)
支付股息	(19)	(462)	(230)	(244)	(278)
其他融资现金流	(460)	(48)	50	50	77
融资活动产生的现金流	(167)	(268)	(279)	(294)	(302)
现金变动	(3,544)	440	774	1,076	1,248
期初现金	7,544	3,981	4,404	5,178	6,254
公司自由现金流	(3,377)	708	1,136	1,451	1,655
权益自由现金流	(3,101)	913	1,001	1,317	1,523

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	3,984	4,409	5,183	6,259	7,506
应收帐款	4,595	6,635	6,102	6,782	7,584
库存	4,265	4,101	3,777	4,202	4,711
其他流动资产	4,324	3,565	3,284	3,653	4,096
流动资产总计	17,168	18,709	18,346	20,895	23,897
固定资产	1,651	1,771	1,658	1,510	1,328
无形资产	431	427	456	483	508
其他长期资产	388	414	425	437	450
长期资产总计	2,470	2,611	2,539	2,430	2,285
总资产	19,638	21,321	20,885	23,325	26,182
应付帐款	13,204	13,293	12,233	13,602	15,228
短期债务	276	694	594	494	394
其他流动负债	810	1,975	1,947	2,177	2,442
流动负债总计	14,290	15,962	14,775	16,273	18,064
长期借款	375	200	200	200	200
其他长期负债	210	493	466	501	543
股本	911	1,093	1,093	1,093	1,093
储备	3,739	3,460	4,206	5,075	6,053
股东权益	4,650	4,553	5,299	6,168	7,146
少数股东权益	112	113	145	183	229
总负债及权益	19,638	21,321	20,885	23,325	26,182
每股帐面价值(人民币)	4.25	4.16	4.85	5.64	6.54
每股有形资产(人民币)	3.86	3.77	4.43	5.20	6.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.05)	(3.21)	(4.01)	(5.09)	(6.32)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.6	7.9	8.0	8.2	8.1
息税前利润率(%)	7.9	7.0	7.0	7.2	7.2
税前利润率(%)	7.5	4.9	6.5	6.7	6.8
净利率(%)	6.1	3.6	5.0	5.1	5.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	23.4	26.5	24.6	21.1	24.0
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)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	5.9	12.0	9.4	8.3	7.3
核心业务市盈率(倍)	5.5	8.2	8.4	7.4	6.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.0	10.4	10.7	9.4	8.4
市净率(倍)	2.0	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(3.2)	8.0	6.8	5.6	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	3.4	3.1	2.1	1.2
周转率					
存货周转天数	54.8	84.9	86.8	79.0	78.7
应收帐款周转天数	53.8	96.5	119.0	108.3	108.0
应付帐款周转天数	182.5	227.7	238.5	217.2	216.7
回报率					
股息支付率(%)	29.5	30.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	39.3	16.6	19.8	19.4	18.9
资产收益率(%)	9.0	5.3	5.1	5.6	5.5
已运用资本收益率(%)	46.2	28.7	24.8	25.3	25.1

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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刊载或转发的, 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证券分析师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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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