

中材国际 (600970)

推荐

行业：专业工程

## 公司 14 年将轻装上阵

**事件**：公司于 1 月 27 日晚发布 13 年业绩预减公告。经财务部门初步核算，2013 年公司实现归母净利润同比减少 65%-90%，净利润水平在 0.76-2.67 亿元区间，对应 EPS 在 0.07-0.24 元之间，公司业绩下滑幅度超出我们之前预期。我们认为公司非主业的钢贸业务四季度大幅计提资产减值损失后，利空已经出尽；随着主业订单回暖，在手项目执行进度逐步走上正轨，今年公司将轻装上阵，有望实现业绩复苏。

### 投资要点：

◇ **钢贸业务计提较大资产减值损失是公司 13 年业绩大幅下滑主因。**公司全资子公司东方贸易自 12 年底公告其钢贸业务的部分票据和货物存在风险后，陆续有多个合同项目的预付款、应收款、存货存在不能收回风险，当期年报公司计提资产减值损失达 4 个多亿。进入 13 年后，多数合同纠纷进入诉讼流程，从目前公司公告业绩预告来看，我们预计钢贸纠纷合同大多数已在 13 年四季度计提资产减值损失，初步估计在 6-8 亿之间。综上，我们认为此次钢贸风波计提资产减值损失总量在 10-12 亿左右，考虑到公司力争在 13 年解决此次事件，同时也不再从事钢贸业务，因此我们认为 13 年四季度计提较为充分，公司利空基本出尽，事件性负面影响消化完毕。

◇ **13 年公司毛利率下滑在于公司处在新老项目衔接期，主业盈利能力今年大概率回升。**公司公告 13 年业绩下滑另一因素在于主业水泥工程项目毛利率下滑，我们认为毛利率下行主要是 11-12 年部分签单条件不好，合同自身利润率偏低；同时近期新签订单集中于土建工程阶段，这一阶段毛利率在 EPC 全过程中属于较低水平。随着公司 13 年较好条件的订单进度往前推进，加之非洲 Dangote 等重大项目进展顺利，14 年盈利能力提升将是大概率事件。

◇ **新签订单支撑公司今年业绩复苏。**公司新签订单自 13 年一季度就呈现复苏之势，我们预计全年订单超过 300 亿，总体增长 35% 左右，而海外订单预计超 60% 增长，公司目前在手订单估计在 600 亿上下。虽然国内订单中长期趋势下滑，但占公司比重已经逐步减小，而国外水泥工程行业呈现稳步复苏之势，因此我们预计公司未来两年订单有望保持在 250-280 亿水平。考虑到公司预收款处在高位，预付款大幅增长，项目执行进度加快表现明显，14 年将是公司业绩的中期拐点。

◇ **维持公司“推荐”投资评级。**我们下调公司的盈利预测，13-15 年 EPS 为 0.22、0.74、0.87 元，对应 PE 为 34.4、10.2、8.6。考虑目前公司已经较为充分计提钢贸业务的资产减值损失，阻碍业绩增长的利空出尽，而公司海外在手订单充沛，经过前期磨合期后今年下半年有望加速确认收入，同时水泥窑垃圾处理等新业务存在向上发展预期，因此我们认为公司今年业绩实现复苏是大概率事件，维持公司“推荐”评级，目标价 8 元。

◇ **风险提示：**减值损失未经审计存在不确定性、新签订单执行慢于预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	21237	18414	19239	20820
收入同比(%)	-18%	-13%	4%	8%
归属母公司净利润	763	239	809	951
净利润同比(%)	-51%	-69%	239%	18%
毛利率(%)	15.3%	13.7%	14.1%	14.1%
ROE(%)	16.8%	5.2%	15.2%	15.3%
每股收益(元)	0.70	0.22	0.74	0.87
P/E	10.77	34.44	10.17	8.64
P/B	1.81	1.80	1.55	1.32
EV/EBITDA	3	8	3	2

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：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： 8.00

当前股价： 7.52

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股) 1,093

流通股本(百万股) 1,093

总市值(亿元) 82

流通市值(亿元) 82

成交量(百万股) 3.84

成交额(百万元) 29.02

### 股价表现



### 相关报告

《中材国际-海外持续斩获大单，为明年业绩复苏增添砝码》2013-12-17

《中材国际-海外收购是三季度亮点，业绩复苏尚需在手订单执行加速》

2013-10-31

《中材国际-海外拟收购

Hazemag59.09%股权，装备技术竞争力有望加强》2013-09-03

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	18709	16406	17185	18547
现金	5930	5058	5233	5590
应收账款	3212	2809	3020	3266
其它应收款	1004	965	992	996
预付账款	3565	3178	3307	3575
存货	4101	3640	3882	4370
其他	896	757	751	749
<b>非流动资产</b>	2611	2618	2590	2548
长期投资	109	110	120	130
固定资产	1586	1702	1745	1741
无形资产	427	458	488	515
其他	490	348	237	162
<b>资产总计</b>	21321	19024	19775	21095
<b>流动负债</b>	15962	13661	13645	14059
短期借款	473	480	500	530
应付账款	4930	4290	4299	4469
其他	10559	8891	8846	9061
<b>非流动负债</b>	693	683	698	707
长期借款	200	200	200	200
其他	493	483	498	507
<b>负债合计</b>	16655	14344	14343	14766
少数股东权益	113	113	115	118
股本	1093	1093	1093	1093
资本公积	266	266	266	266
留存收益	3197	3207	3960	4857
归属母公司股东权益	4553	4567	5319	6214
<b>负债和股东权益</b>	21321	19025	19777	21098

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1141	-353	369	525
净利润	765	239	811	954
折旧摊销	244	255	281	300
财务费用	-37	-159	-143	-153
投资损失	-10	-10	-10	-10
营运资金变动	-374	-530	-612	-603
其它	552	-149	42	37
<b>投资活动现金流</b>	-433	-318	-306	-297
资本支出	232	200	200	200
长期投资	-4	3	8	7
其他	-205	-115	-98	-90
<b>筹资活动现金流</b>	-268	-201	113	129
短期借款	292	7	20	30
长期借款	-175	0	0	0
普通股增加	182	0	0	0
资本公积增加	-322	0	0	0
其他	-246	-208	93	99
<b>现金净增加额</b>	424	-873	176	357

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	21237	18414	19239	20820
营业成本	17986	15890	16533	17874
营业税金及附加	173	151	158	171
营业费用	173	129	139	152
管理费用	1423	1289	1308	1395
财务费用	-37	-159	-143	-153
资产减值损失	532	850	250	200
公允价值变动收益	4	-1	-2	-3
投资净收益	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	1001	274	1003	1188
营业外收入	45	50	50	50
营业外支出	8	17	13	14
<b>利润总额</b>	1038	307	1040	1225
所得税	273	67	229	271
<b>净利润</b>	765	239	811	954
少数股东损益	2	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	763	239	809	951
EBITDA	1208	369	1141	1336
EPS (元)	0.70	0.22	0.74	0.87

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-17.6%	-13.3%	4.5%	8.2%
营业利润	-46.5%	-72.7%	266.7	18.5%
归属于母公司净利润	-51.3%	-68.7%	238.7	17.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.3%	13.7%	14.1%	14.1%
净利率	3.6%	1.3%	4.2%	4.6%
ROE	16.8%	5.2%	15.2%	15.3%
ROIC	-137.1	76.2%	107.8	73.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.1%	75.4%	72.5%	70.0%
净负债比率	5.37%	5.44%	5.58%	5.62%
流动比率	1.17	1.20	1.26	1.32
速动比率	0.91	0.93	0.97	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	0.91	0.99	1.02
应收账款周转率	7	5	5	5
应付账款周转率	3.72	3.45	3.85	4.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.22	0.74	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	-0.32	0.34	0.48
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.18	4.86	5.68
<b>估值比率</b>				
P/E	10.77	34.44	10.17	8.64
P/B	1.81	1.80	1.55	1.32
EV/EBITDA	3	8	3	2

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-12-17	《中材国际-海外持续斩获大单，为明年业绩复苏增添砝码》
2013-10-31	《中材国际-海外收购是三季度亮点，业绩复苏尚需在手订单执行加速》
2013-09-03	《中材国际-海外拟收购 Hazemag59.09%股权，装备技术竞争力有望加强》
2013-08-15	《中材国际-业绩回升可期，印度市场未来或是海外潜在增量》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

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