



买入 **27% ↑**
目标价格: 人民币 9.80

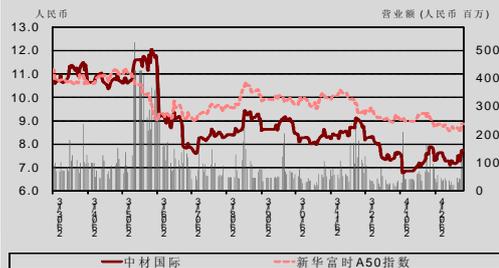
600970.CH

价格: 人民币 7.72

目标价格基础: 11.1倍14年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 绝对 | (7.0) | (2.0) | (14.9) | (30.1) |
| 相对新华富时A50指数 | 0.2 | 1.2 | (9.9) | (8.0) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 1,093 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币百万) | 8,438 |
| 3个月日均交易额(人民币百万) | 55 |
| 净负债比率(%) (2014E) | 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2014年3月21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, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

*张泰欣为本报告重要贡献者

中材国际

2014成长渐明, 环保新业务有助估值改善

中材国际公告2013年全年收入207.3亿人民币, 同比小幅降2.4%; 归属上市公司股东净利润约8,900万人民币, 同比大幅下滑88.1%, 符合此前公司披露的预减公告范围(钢贸事件再次计提拨备7.26亿)。未来国家环保的投入和政策支持将进一步加大, 公司已把水泥窑协同处置等环保业务作为产业升级的重点。深阳项目目前已经积累了较好的运作经验, 未来有进一步推广的空间。随着水泥窑协同垃圾处理细化政策的落实和公司商业运作模式的积累推进, 环保业务将为公司整体发展转型和业绩增长提供持久的动力。工程主业方面, 海外需求在持续提升, 公司毛利率将企稳反弹。经营业绩的拐点已经显现。2014年, 公司将摆脱钢贸事件的包袱, 轻装前进。在股权激励方面, 我们认为公司根据承诺将积极推进。我们预计一季度业绩向好, 若干股价催化剂望逐步兑现, 公司望迎来业绩及估值拐点, 处于拐点的股价将有一段大幅上升空间。

支撑评级的要点

- 2013年钢贸计提7.26亿, 通过连续两年计提, 业绩充分反映了钢贸危机的影响; 第四季度收入同比增速转正, 随着开工加快, 未来趋势望延续。
- 2013年中材国际新签工程订单增速达到31.2%, 趋势向好。报告期末在执行结转合同471亿元, 同比增长29%, 未执行合同94亿元。
- 2013年美元结算收入近80亿元(公司境外收入约120亿); 由于2013年人民币升值幅度较大(近3%), 导致按照进度结转美元收入并参照即期汇率折算为人民币收入时, 收入端挤压从而毛利率受到负面影响(1%左右)。
- 2013年第三、四季度单季度毛利率降低, 还有前两年尼日利亚Dangote进入项目收尾, 反映预计总成本上升因素。此外, 2013年第四季度毛利率大幅降低, 也包含了一些调整事项的影响。
- 展望2014年, 尼日利亚老一批Dangote项目的影响消散, 且境外项目占比提升(实际毛利率高于国内), 另伴随人民币贬值因素, 我们认为2014年年度毛利率较2013年将反弹, 且2014年一季度毛利率环比将大幅改善。
- 公司在江苏深阳的水泥窑垃圾处理生产线运转效果好, 未来可能有后续推广空间。预计围绕水泥窑的环保业务将是未来公司产业升级的重点。近期市场空间180亿, 远期市场空间450亿。如果采用运营模式, 可获得持续稳定利润。
- 公司收购Hazemag的进度正常, 未来将自身工程优势与顶级矿业机械品牌嫁接协同, 长远受益国际矿业工程市场的逐步复苏。股权激励方面, 根据公司披露信息, 有择机推出的可能。公司可能受益后续国企改革的浪潮。

评级面临的主要风险

- 海外政治风险、德国Hazemag收购审批及整合风险。

估值

- 我们对公司2014-16年的盈利预测为0.879元、1.037元、1.244元, 评级维持**买入**, 目标价对应11.1倍2014年市盈率。展望2014年, 公司望迎来业绩及估值拐点。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币百万) | 21,251 | 20,732 | 23,072 | 26,011 | 29,834 |
| 变动(%) | (18) | (2) | 11 | 13 | 15 |
| 净利润(人民币百万) | 748 | 92 | 961 | 1,134 | 1,360 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.684 | 0.084 | 0.879 | 1.037 | 1.244 |
| 变动(%) | (52.3) | (87.7) | 945.7 | 18.0 | 19.9 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | 0.220 | 0.740 | 0.870 | - |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 0.896 | 1.081 | - |
| 调整幅度(%) | - | - | (1.9) | (4.1) | N/A |
| 核心每股收益(人民币) | 1.012 | 0.249 | 0.990 | 1.153 | 1.352 |
| 变动(%) | (34.1) | (75.4) | 298.0 | 16.5 | 17.3 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 11.3 | 91.9 | 8.8 | 7.4 | 6.2 |
| 核心市盈率(倍) | 7.6 | 31.0 | 7.8 | 6.7 | 5.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.03 | (0.17) | 1.00 | 1.43 | 1.67 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 7.5 | (46.1) | 7.7 | 5.4 | 4.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 3.7 | 6.3 | 4.9 | 3.6 | 2.5 |
| 每股股息(人民币) | 0.210 | 0.025 | 0.264 | 0.311 | 0.373 |
| 股息率(%) | 2.7 | 0.3 | 3.4 | 4.0 | 4.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 公司 2013 年收入及增速情况

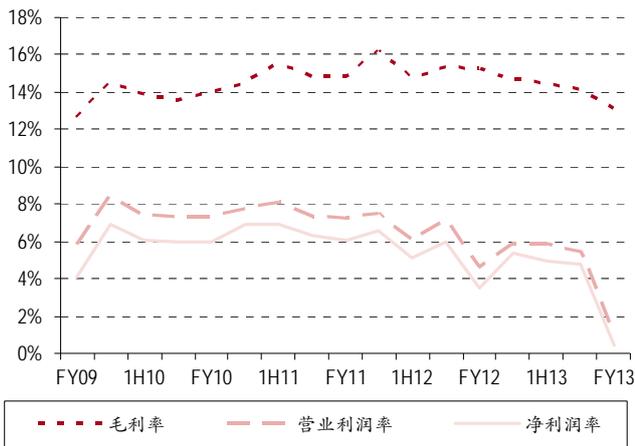
| (人民币, 百万) | FY12 | FY13 | 变动(%) | 4Q12 | 4Q13 | 变动(%) | 9M12 | 9M13 | 变动(%) |
|------------|----------|----------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|---------|
| 营业收入 | 21,237 | 20,732 | (2.4) | 6,795 | 7,623 | 12.2 | 14,442 | 13,109 | (9.2) |
| 营业成本 | (18,001) | (18,020) | 0.1 | (5,771) | (6,769) | 17.3 | (12,230) | (11,251) | (8.0) |
| 营业税金及附加 | (176) | (106) | (39.8) | (56) | (49) | (13.8) | (120) | (57) | (52.0) |
| 销售费用 | (174) | (187) | 7.5 | (53) | (61) | 14.3 | (121) | (126) | 4.5 |
| 管理费用 | (1,436) | (1,281) | (10.8) | (474) | (369) | (22.3) | (962) | (912) | (5.1) |
| 财务费用 | 37 | (66) | (278.2) | 1 | (15) | (1,553.1) | 36 | (51) | (240.8) |
| 资产减值损失 | (535) | (891) | 66.5 | (521) | (884) | 69.8 | (14) | (7) | (51.3) |
| 公允价值变动 | 4 | 17 | 330.8 | 10 | 10 | 8.0 | (6) | 7 | (214.3) |
| 投资收益 | 10 | 10 | 5.1 | (1) | 8 | (1,334.8) | 10 | 2 | (83.6) |
| 汇兑净收益 | 0 | 0 | NA | 0 | 0 | NA | 0 | 0 | NA |
| 营业利润 | 981 | 206 | (79.0) | (54) | (507) | 832.3 | 1,035 | 713 | (31.2) |
| 营业外收入 | 50 | 123 | 146.0 | 11 | 62 | 444.9 | 39 | 61 | 57.5 |
| 营业外支出 | (8) | (16) | 98.5 | 1 | (11) | (980.0) | (9) | (5) | (44.2) |
| 利润总额 | 1,023 | 313 | (69.4) | (42) | (455) | 993.6 | 1,065 | 768 | (27.8) |
| 所得税费用 | (272) | (241) | (11.4) | (75) | (89) | 18.7 | (197) | (152) | (22.8) |
| 净利润 | 751 | 71 | (90.5) | (116) | (545) | 368.0 | 867 | 616 | (29.0) |
| 少数股东损益 | (2) | 18 | (957.3) | 6 | 8 | 27.7 | (9) | 10 | (213.1) |
| 归属上市公司股东净利 | 749 | 89 | (88.1) | (110) | (537) | 388.5 | 859 | 626 | (27.2) |

资料来源: 公司公告 中银国际研究

中材国际公告净利润同比大幅下滑 88.1%: 2013 年钢贸计提 7.26 亿, 通过连续两年计提, 业绩充分反映了钢贸危机的影响; 第四季度收入同比增速转正, 随着开工加快, 未来趋势望延续。

中材国际公告 2013 年全年收入 207.3 亿人民币, 同比小幅降 2.4%; 归属上市公司股东净利润约 8,900 万人民币, 同比大幅下滑 88.1%, 符合此前公司披露的预减公告范围 (钢贸事件再次计提拨备 7.26 亿)。由于工程项目加快进度, 预付款 (增速 56.1%) 和存货项目 (增速 18%) 增速较快, 占用了资金, 公司 2013 年经营现金流出 1.83 亿。

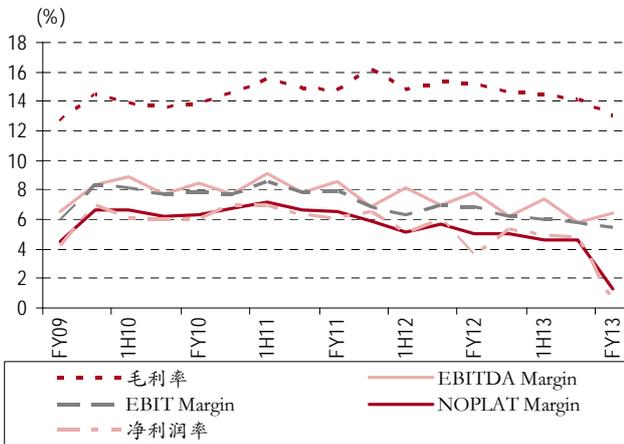
公司披露全年综合毛利率为 13.1%, 同比降低 2.16%; 营业利润率仅为 1%, 同比大幅下降 3.63%; 净利润率仅为 0.4%, 同比大幅下滑 3.1%。销售费用率为 0.9%, 较去年同期小幅上升 0.08%; 管理费用率为 6.2%, 较去年同期下降 0.58%; 财务费用率为 0.3%, 较去年同期上升 0.49%。第四季度单季毛利率为 11.2%, 大幅降低 3.88% (我们认为反映了年底一次性调整的意图); 单季营业利润率为 -6.65%, 大幅降低 5.85%; 单季净利润率为 -7.04%, 大幅降低 5.42%。单季销售费用率为 0.8%, 较去年同期小幅升 0.01%; 单季管理费用率仅为 4.83%, 较去年同期降低 2.14%; 单季财务费用率为 0.2%, 较去年同期上升 0.22%。

图表 2. 2013 年毛利率、营业利润率、净利率基本触底


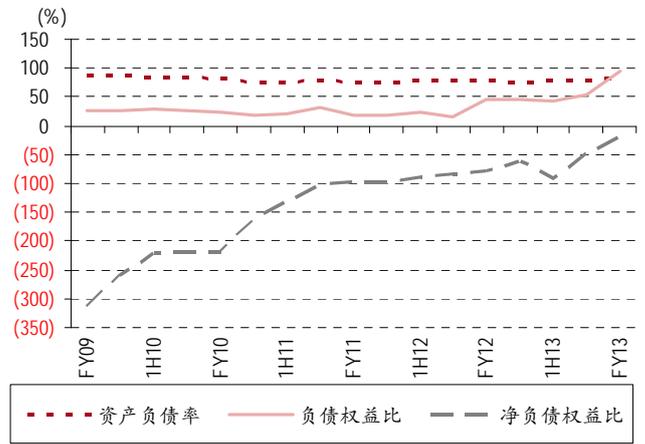
资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 3. 2013 年公司管理费用率下降明显

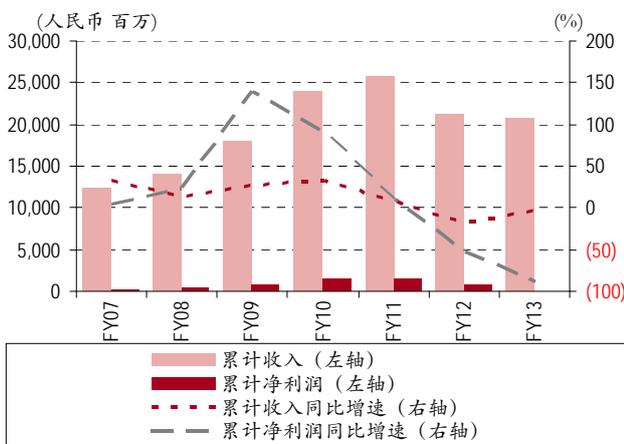

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 4. 2013 年各项利润率下降至阶段性底部


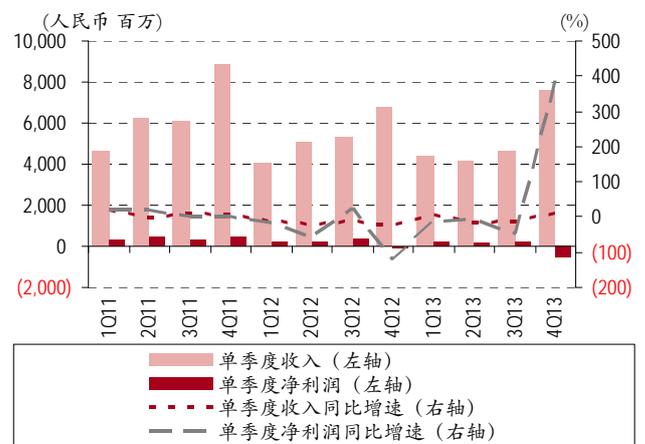
资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 5. 2013 年长期偿债能力指标有所下滑


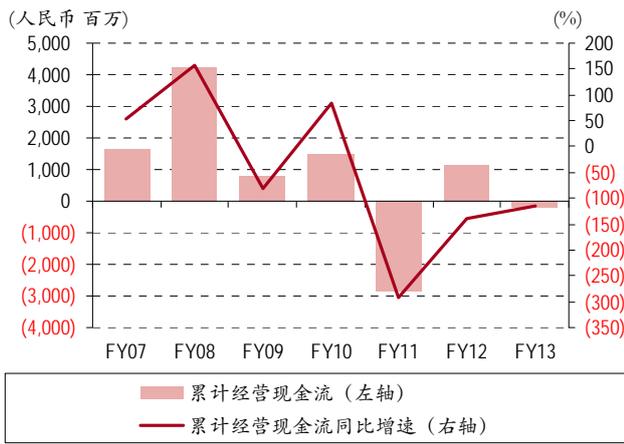
资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 6. 公司业绩连续两年下滑, 2013 年再次计提大额拨备


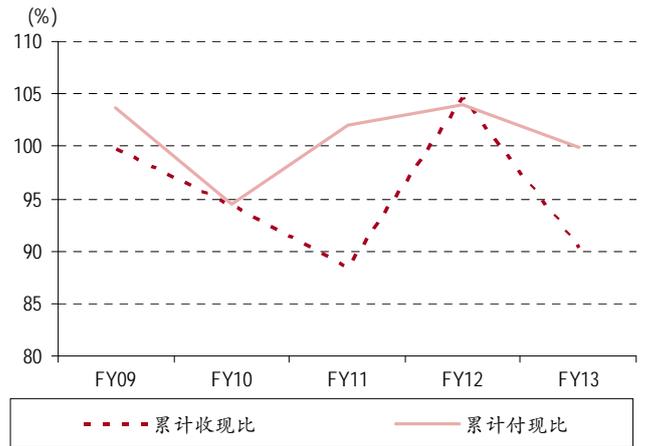
资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 7. 公司第四季度单季收入增速转正, 趋势有望延续


资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 8. 开工加速，预付增加，经营现金流转弱


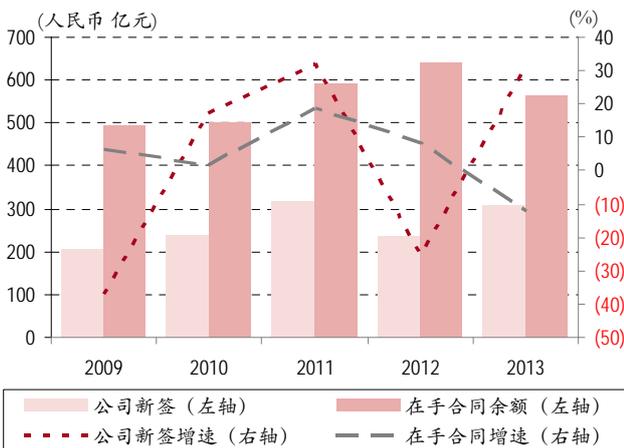
资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 9. 收现及付现看公司经营现金流变化


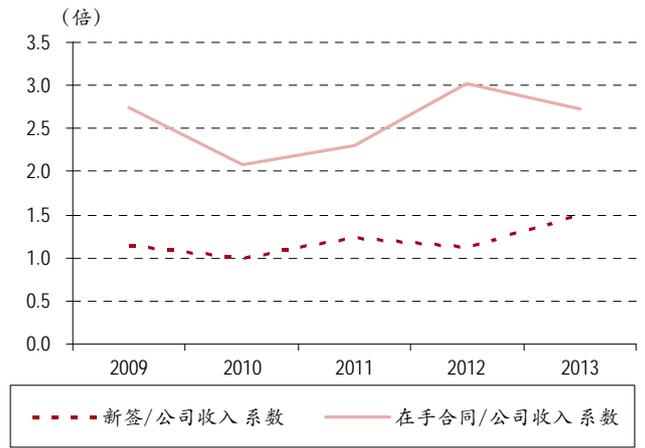
资料来源：公司公告 中银国际研究

2013 年中材国际新签工程订单增速达到 31.2%，趋势向好

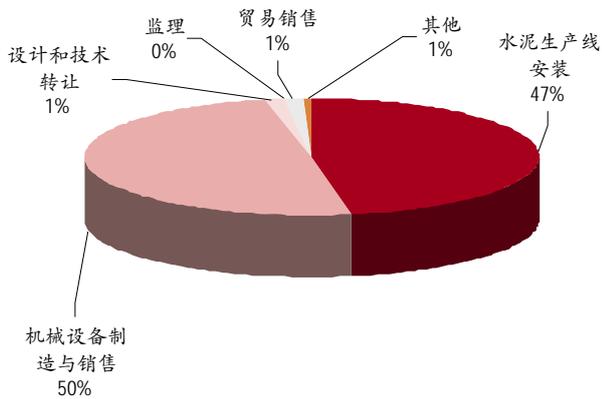
中材国际 2013 年新签合同总额 320 亿元，同比增长 33%。报告期末在执行结转合同 471 亿元，同比增长 29%，未执行合同 94 亿元。新签合同中，水泥技术装备工程合同 311 亿元（包括 19 个海外 EPC 合同、9 个国内 EPC 项目以及其它工程安装、工程设计、装备制造等合同），同比增长 31%，其中签订国内水泥工程合同 80 亿元，同比下降 17%；签订海外水泥工程及运营合同 231 亿元，同比增长 67%。公司新签订的海外项目呈现项目规模大、老客户新项目多、市场分布区域相对集中、项目生效情况好等特点。中材国际市场竞争力进一步提升，国际市场份额达 45%（不含国内市场），连续六年位居全球第一。

图表 10. 2013 年公司工程合同新签增长 31.2%


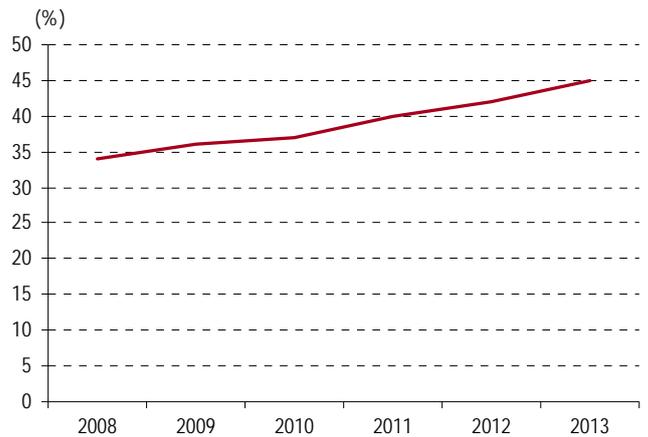
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 11. 公司新签及在手合同与收入的比例系数变化


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 12. 2013 公司主要项目收入占比


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 13. 公司境外水泥工程市场份额持续提升


资料来源：公司公告，中银国际研究

2013 年毛利率触底，预期 2014 年展开反弹

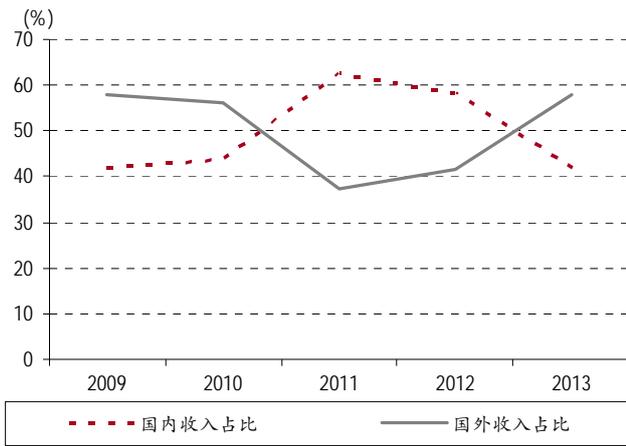
2013 年美元结算收入近 80 亿元（公司境外收入约 120 亿）；由于 2013 年人民币升值幅度较大（近 3%），导致按照进度结转美元收入并参照即期汇率折算为人民币收入时，收入端挤压从而毛利率受到负面影响（1%左右）。此外，2013 年第三、四季度单季度毛利率降低，还有前两年尼日利亚 Dangote 进入项目收尾，反映预计总成本上升因素。此外，2013 年第四季度毛利率大幅降低，也包含了一些调整事项的影响。展望 2014 年，尼日利亚老一批 Dangote 项目的影响消散，且境外项目占比提升（实际毛利率高于国内），另伴随人民币贬值因素，我们认为 2014 年年度毛利率较 2013 年将小幅反弹，且 2014 年一季度毛利率的同比和环比均有不错表现。远期来看，毛利率要继续提升，需要依赖自身装备自给率的提升（受益 HAZEMAO 收购）；另一方面受益更高利润率的水泥窑环保业务占比的逐步上升。

图表 14. 主业项目 2013 年毛利率下滑幅度较大

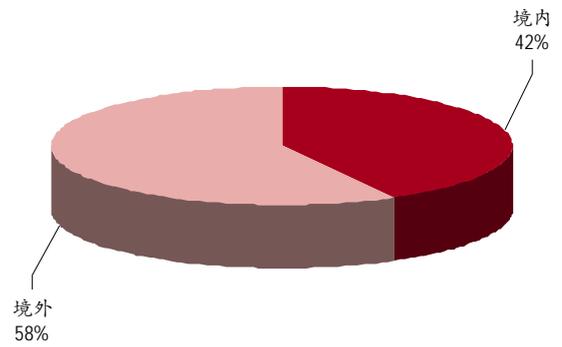

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 15. 2013 年境外项目毛利率回落

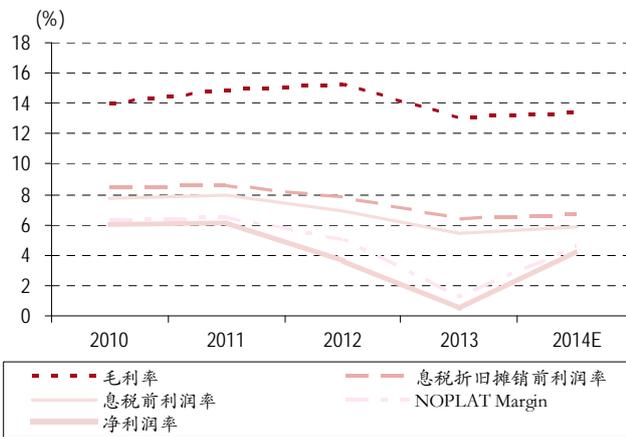

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 16. 收入区域结构变化


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 17. 2013 公司主要地区收入占比(境外占比明显加大)


资料来源：公司公告，中银国际研究

表 18. 2014 年预期利润率变化


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 19. 2014 年预期回报率变化


资料来源：公司公告，中银国际研究

预期主营恢复小幅增长，需重点关注公司业务转型

全球水泥工程市场需求在底部缓慢增长，非洲、中东、东南亚市场活跃度提高。根据有关信息，全球水泥（不含中国）2013年新增产能年签约量约5,500万吨，较2012年小幅增加10%。未来国外宏观经济企稳复苏的可能性增加，以及全球区域经济发展不平衡带来的水泥工程市场“东方不亮西方亮”特点，为公司水泥技术装备工程主业的稳健发展奠定了基础。中长期看，国内已出台的《水泥工业大气污染物排放标准》等环保政策，以及预期将发布的通用硅酸盐水泥新标准将有利于淘汰落后产能，国内水泥技术装备及工程市场仍将有一定发展潜力。

中材国际2013年共签订新业务合同9亿元，同比增长113%。工程多元化业务方面已经拓展到钢厂、污水处理、超细粉煤灰、机制骨料、玻璃生产线、变电站、光伏电站等领域。

包括大气污染在内的国内严峻的环保形势为环保产业发展带来巨大市场空间，公司废弃物处理、脱销技改、除尘装备制造等方面的业务面临发展机遇，为公司整合内部环保研发及业务资源促进产业发展提供了可能。环保业务方面，溧阳城市生活垃圾处置项目通过技术鉴定，将进入产品推广期。水泥生产线脱销、除尘业务继续占据较高市场份额，并积极向外行业拓展。中材国际将继续以资源高效循环利用及水泥行业绿色化、生态化转型升级为重心，加大节能减排技术创新和成果推广。

装备制造业务方面，立磨、辊压机等产品在矿渣、钢渣、铁矿石粉磨等方面有较多应用。中材国际继续推进德国 HAZEMAG 并购，目前协议生效条件尚未全部落实，正在履行境内的批准或备案程序。

未来国企改革大潮将有利于推动公司在产业升级、转换经营机制等方面迈出新步伐。中材国际将从国际化经营向国际化运营转变，并在股东的支持下探索实施股权激励等中长期激励机制。

附录：中材国际溧阳水泥窑协同处置生活垃圾项目参观纪要

项目简介

溧阳环境公司是三级子公司。2011年1月与常州市政府签订战略合作协议；2011年3月与溧阳签署了30年垃圾处置经营权协议；2011年7月开始建设；2012年4月项目进入调试期，经过大量调试及设备改造，分选和水泥窑协同处置技术都有很大提高；2013年3月开始正式运营，目前稳定运营一年，刚刚通过评审。

目前生活垃圾项目的处理规模为450吨/天，总投资为1.15亿（中材国际投资8,700万，天山水泥厂投资1,800万），生产成本120元/吨（生活垃圾处置补贴各地差异较大，北京140-150，铜陵200）。

溧阳生活垃圾本身目前不盈利，但是未来将可能捆绑污泥/固废/危废，通过其他高价捆绑物的处理盈利。举例而言，目前同时建有污泥处置，但溧阳量不大（投资额几百万），一天仅30-40吨，最多50吨，补贴180元/吨；另外，三万吨产能的危险废弃物处置目前在环评中，可能2014年6月开工。危废处置需要单独建设预处置设施，技术路线与金隅相似（金隅目前产能6万吨），同时建好水泥窑的接收改造。危废领域监管环境严格，如果最后取得政府信任，也是可以通过水泥窑处置的。

溧阳生活垃圾协同处置项目实施效果：溧阳生活垃圾一天产出量在450吨左右，基本做到了日产日清。生活垃圾实际处置率达到了96%，整个项目做到垃圾充分的资源化，替代了水泥的原燃料，减少了煤耗及电耗，减少了臭气、粉尘、氮氧化物和碳排放，多次环评证明了该技术从环保角度出发考虑是安全彻底的，对于产品质量是没有影响的，对于水泥本身产量也是没有影响的。溧阳项目高峰期可以日处置500吨，一年可运行300多天，约合7,200小时。

中材环境规划

中材国际环境公司是二级子公司，2010年组建，主要集中了中材国际南京及天津的研发能力，天津偏重脱硝，南京偏重综合环境治理。中材国际环境公司的定位是成为环境治理综合服务提供商，业务涵盖除尘、脱硝、污泥、固废、危废、生活垃圾处置。中材环境目前业绩主要依赖脱硝，国内第一条脱硝改造是中材环境完成的（公司在11年8月举行了成果鉴定会，11年底全国推广水泥窑脱硝。全国水泥厂脱硝改造造料迄今完成了六七成了）。

生活垃圾协同处置项目方面,由于大多数地区补贴力度不够,可能短期内 EPC 方式进入;未来视政策环境变化介入 BOT 运营。短期接触的潜在客户达到 30-40 家。

目前水泥窑协同处置生活垃圾市场的空间预估、区域判断、各种合作模式前景

根据水泥“十二五”规划,2015 年底前 10%水泥生产线达到协同处置条件,意味着短期市场空间在 160-180 条线的水平。根据中材环境推算,排除掉离城市太远的,排除掉一些城市已经建立垃圾焚烧的,潜在可以用于协同处置的总量在 500 条左右,主要位于华东、华中、华南。水泥窑协同处置技术,对于垃圾运输的半径要求为 70 公里以内,如果 50 公里以内为最佳。生活垃圾预处理设施,做到离开城市生活区 9 公里以上为宜。

政策环境来看,根据我们与环保部的交流,填埋将越来越少,垃圾焚烧是当下主流,但垃圾焚烧涉及新选址,目前很多垃圾焚烧发电项目没有严格执行焚烧指标,温度不够以及监管不力因素,导致了实质上二噁英在持续污染周边环境,周围村民患癌事件频发,民众过激事件频发,导致了新增垃圾焚烧项目选址困难,从而为水泥窑协同处置生活垃圾打开了另一扇门(水泥窑利用现有地址,选址上有明显优势)。

从补贴角度看市场中的相关主体:短期而言,水泥窑协同处置生活垃圾需要达到的政府直接补贴(120 元)是高于垃圾焚烧发电项目(75 元)的。这个补贴的要求,是非水泥生产企业,如像中材国际这样的企业,作为项目运营主体,在没有考虑煤耗、电耗节约受益的角度上做出来的。但如果从水泥窑企业作为独立运营主体的角度,得出结论可能不同。举例而言,如果从水泥企业作为协同处置独立运营角度,吨垃圾补贴 75 元,另一方面通过燃煤节约,每吨垃圾可以节约 50-60 块钱的燃煤,总计显性、隐性补贴为 135 元。从垃圾焚烧发电投资商来看,吨垃圾补贴 75 元,吨垃圾发电 300 度电,获得垃圾上网电价额外补贴在 60 元左右,总计补贴也达到了 135 元。因此现行政策环境下,水泥窑协同处置业主和垃圾焚烧发电业主得到的显性及隐性合计补贴没有明显差异。对于补贴的提供者,政府角度来看,焚烧垃圾的地方财政补贴只要 75 元,另外一块则是国家透过上网电价优惠给的补贴(相当于 60 元)。

我们认为过去水泥窑协同处置技术没有大力推广,一方面是水泥企业没有清楚计算过隐性补贴的好处,也没有意识到可以捆绑固废、危废挣钱;一方面是中材国际试图介入运营领域,因此寄希望政策环境后续改善,主动放慢推广的节奏;一方面是水泥企业对于新的技术造成的水泥质量、产量、品牌的影响有担心;最后一方面,则是环保政策对于现有水泥企业的压力不够大。展望未来,环保政策压力急剧凸显,水泥窑业主带上“绿帽子”的愿望将愈发迫切,水泥窑业主上马协同处置的节奏在 2014 及 2015 年将可能是大幅加快的。

从短期补贴角度分析,我们认为水泥行业自身作为协同处置运营的可能性更大。短期水泥窑协同处置 EPC 工程市场可能先行受益中材国际(未来 EPC 工期只需要八个月,接口处理上只需要停窑一个月,可以结合大修期进行)。未来随着政府其他优惠政策的推出,中材国际在 BOT 市场也将分得一杯羹(涉及难题是与水泥企业就节能收益的谈判)。从水泥窑协同处置 EPC 毛利率看,应该大幅好于目前水泥生产线工程,但不会超过 20%。

水泥窑自身炉温高,焚烧彻底,未来可能成为城市环保的载体。有些城市,基于污泥及各种废弃物处理需要,可能会新建靠近城市的水泥窑生产线。未来基于协同处置获批一些新的生产线存在一定可能性。

与垃圾焚烧发电比较，优缺点在哪些方面

目前中国的城市垃圾处理主流的技术是填埋和焚烧发电，也有一部分是堆肥。垃圾填埋很多地方已经饱和了，未来要再找 200 亩左右的地很难。填埋场地不好找，焚烧是未来的大方向。对于新建垃圾焚烧发电，环保部不是一边倒的支持，未来新的焚烧处理方式可能逐步争取到政策支持。近期相关部委准备调研溧阳项目，关注角度是运营模式、协同处置的环境影响、协同处置的水泥品质影响。二月份海螺也接受人大及环保部的调研，在积极上马协同处置线，并争取政策支持。中材国际目前的技术是进行水泥窑协同处置，综合比较填埋和焚烧，中材国际的优点在于：投资成本小、资源利用突出，基本全部利用，没有二次污染排放，没有残渣，在土地占用上相对较少。

垃圾焚烧发电：

有利：

垃圾发电装置，一吨投资额 40 万，一吨垃圾可以发电 300 度，发电收入 210 元左右。政府小财政不需要给太多的直接补贴，每吨 75 左右。垃圾焚烧企业可以从国家大财政提供的发电补贴中受益。成本收益核算目前是成熟透明的。

不利：

垃圾发电投资额大占地大，700 吨生活垃圾处理需要两个炉子，总投资两到三亿，占地要求远高于中材国际目前项目。现有环保弊端暴露明显，老百姓反映激烈。不利于后续新的选址。举例而言，南京有一个垃圾焚烧发电项目就长期没有建起来，因为老百姓激烈反对。需要处置飞灰，吨价格 2,000 元。

水泥窑协同处置

有利：

中材国际目前的技术对垃圾处置过程的二次污染如有毒气体的排放（二噁英抑制）、重金属污染、粉尘排放的处理效果较好，协同处置窑的温度很高，分解炉的温度在 1,000-1,100 度，而回转窑里温度可达 1,800 度，期间产生的碱性物质（氧化钙）对酸性的二噁英有很好的分解处理效果，并且在回转窑期间处置的过程很长，基本可以消除有毒有害物质，经过各项处理后，相应的环保指标都很好。资源利用上，基本全部利用了，没有二次污染，无飞灰、残渣。可以生活垃圾、固废、危废、污泥综合治理，效果彻底（粉尘、臭气、氮氧化物、总碳排放），重金属完全符合标准。

不利：

试运营线少，业内需要培养信心。运营模式尚不成熟。水泥窑检修停工的影响。水泥窑受市场水泥价格波动停窑的影响。溧阳项目，在水泥窑检修停工时，垃圾会继续填埋。另外，中材国际在研发陈腐垃圾处置技术。

就目前海螺模式、华新模式，公司的特点在哪些方面体现

简单比较：华新先发酵，海螺不分选，中材国际的分选系统业内最好。

海螺技术路线

先把垃圾堆放一下，这个处理有一定的发酵过程，也会脱一些水分，之后剩滤液便会直接喷到窑中处理，但在这个过程中没有做剩滤液的污水处置，对于十天以上的废弃物还需要做破碎处理，处理完毕后，进入气化炉，在外界给予一定热量的情况下，在气化炉内部把有机物变为可燃的气体，这些气体再进入分解炉燃烧。在这个处理过程中，气化炉里有一些渣的排放，会把固体如砖瓦、金属等进行筛选。

海螺方式最大的优点是工艺路线简单，而缺点是会对水泥产量形成影响（主要原因是水进来后变为水蒸汽，对风机的能力有影响，风机中抽的风有10%是水蒸气，90%的能力来处理水泥，于是产量减少了。解决办法不是简单的把风机能力放大就行，水泥生产的风速和流体需要调整到最佳的状态，产量与风机的关系不是直线型的，水蒸汽占比终究影响了总的产出）。

华新技术路线

与中材路线比较类似，也是分选后加入水泥窑；区别在于，华新多了一个发酵过程，生物发酵后再进入分选。第二个区别是，可燃物进入分解炉前还需要破碎（由于没掌握目前中材国际技术，吨可燃物破碎增加了40元的成本），一吨垃圾处理相当于增加了40%的成本。

中材国际的技术路线

在生活垃圾处理方面，国外的路线主要是原生垃圾复合分选：金属等可回收物；无机物；可燃物；不可燃物（含厨余物）。渗滤液进行污水处理；金属等可回收物回收利用；可燃物经过烘干破碎作为再次利用的对象；无机物（砖瓦土块等）作为建筑材料；厨余物用于填埋，也可进行发酵或堆肥。

中材国际技术以不影响水泥的稳定性、产能和质量为目标，在满足环保指标的前提下，项目研发从2000年前后就开始了，当时已经进行了国内外相关技术的调研，公司是水泥窑综合处置路线最初的提倡者。

公司分选系统是业内最好的（前期全国几十个城市取样分析，满足了最苛刻的垃圾分选条件；利用密度原理、利用风力、利用震动）。可燃物不需要破碎，节省了成本。一般不发酵，对土地空间要求减少，减少了臭味。分选后入窑，处置过程更加稳定，不影响水泥的产量和品质。

根据中材国际技术，可燃物可以不经破碎进入分解窑；不可燃物与石灰石混合破碎进入生料系统；其他剩滤液有单独的污水处理系统。技术突破上，如此高比例的处理是国际上没有先例的。可燃物不需要破碎的工艺突出，同时解决了系统的稳定性问题（通过旁路放风解决钾、钠、硫、氯等物质的处理问题。钾、钠、硫对水泥生产有窑炉结皮危害，氯对水泥的产品质量有影响）。最终碳排放也是符合环保要求的。

公司对于水泥窑协同处置垃圾相关政策出台的预期

对于水泥企业外的投资商，在目前小财政补贴（大多数一吨75）的背景下，直接介入运营的积极性是不高的。未来一方面希望各地小财政补贴能够上调；另一方面，希望大财政方面给与减税的优惠（如增值税、所得税）；政府工程对于环保水泥的优先购买政策；希望政府将固废、危废与生活垃圾协同处置的捆绑；环保强制停产方面，对于协同处置企业的优待；对于一些政策关停水泥企业，在协同处置上马后的免除关停激励。水泥窑上马生活垃圾处置，目前不需要咨询周边群众意见，但是危废是需要咨询周边群众反馈的。目前已经建立垃圾焚烧发电的地区，转向水泥窑协同处置是不可行的。此外，中材国际目前正在协助制定国家水泥窑协同处置技术规范的过程中。

水泥窑协同处置垃圾：如何解决水泥窑淡季停窑对协同处置生活垃圾的影响

水泥停窑等波动性的应对措施：做好陈腐垃圾的处理技术路线，使得垃圾有一个缓存的地方，即在一个可控的发酵环境存放垃圾，进行一段发酵后再处理。水泥窑协同处置与目前的垃圾焚烧企业，在一些城市生活垃圾富余的城市，是可以共存的。水泥窑协同处置和填埋也是可以共存的。不宜理解为非此即彼的关系。水泥窑协同处置不必要非得是替代项。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 21,251 | 20,732 | 23,072 | 26,011 | 29,834 |
| 销售成本 | (18,001) | (18,020) | (19,974) | (22,480) | (25,770) |
| 经营费用 | (1,581) | (1,381) | (1,545) | (1,744) | (2,003) |
| 息税折旧前利润 | 1,669 | 1,331 | 1,552 | 1,787 | 2,061 |
| 折旧及摊销 | (205) | (193) | (201) | (217) | (232) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,464 | 1,138 | 1,351 | 1,570 | 1,829 |
| 净利息收入/(费用) | 37 | (66) | 24 | 33 | 52 |
| 其他收益/(损失) | (480) | (757) | (141) | (147) | (137) |
| 税前利润 | 1,022 | 315 | 1,234 | 1,455 | 1,744 |
| 所得税 | (272) | (241) | (259) | (306) | (366) |
| 少数股东权益 | (2) | 18 | (14) | (16) | (19) |
| 净利润 | 748 | 92 | 961 | 1,134 | 1,360 |
| 核心净利润 | 1,107 | 272 | 1,082 | 1,260 | 1,477 |
| 每股收益(人民币) | 0.684 | 0.084 | 0.879 | 1.037 | 1.244 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.012 | 0.249 | 0.990 | 1.153 | 1.352 |
| 每股股息(人民币) | 0.210 | 0.025 | 0.264 | 0.311 | 0.373 |
| 收入增长(%) | (18) | (2) | 11 | 13 | 15 |
| 息税前利润增长(%) | (28) | (22) | 19 | 16 | 17 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (24) | (20) | 17 | 15 | 15 |
| 每股收益增长(%) | (52) | (88) | 946 | 18 | 20 |
| 核心每股收益增长(%) | (34) | (75) | 298 | 16 | 17 |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 1,022 | 315 | 1,234 | 1,455 | 1,744 |
| 折旧与摊销 | 205 | 193 | 201 | 217 | 232 |
| 净利息费用 | (37) | 66 | (24) | (33) | (52) |
| 运营资本变动 | (363) | (2,074) | (47) | 238 | 285 |
| 税金 | (272) | (241) | (259) | (306) | (366) |
| 其他经营现金流 | 576 | 1,558 | (12) | (12) | (13) |
| 经营活动产生的现金流 | 1,130 | (183) | 1,093 | 1,560 | 1,830 |
| 购买固定资产净值 | (232) | (425) | (280) | (270) | (271) |
| 投资减少/增加 | (200) | (320) | (1) | (1) | (1) |
| 其他投资现金流 | (1) | 69 | 6 | 6 | 6 |
| 投资活动产生的现金流 | (433) | (676) | (274) | (265) | (266) |
| 净增权益 | 0 | 22 | 0 | 0 | 1 |
| 净增债务 | 242 | 1,037 | (104) | 100 | 100 |
| 支付股息 | (462) | (230) | (27) | (288) | (340) |
| 其他融资现金流 | (48) | (127) | 81 | 105 | 146 |
| 融资活动产生的现金流 | (268) | 702 | (51) | (83) | (93) |
| 现金变动 | 429 | (157) | 768 | 1,212 | 1,471 |
| 期初现金 | 4,030 | 4,442 | 4,266 | 5,034 | 6,246 |
| 公司自由现金流 | 771 | (859) | 904 | 1,396 | 1,689 |
| 权益自由现金流 | 976 | 111 | 739 | 1,429 | 1,715 |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 4,447 | 4,287 | 5,055 | 6,268 | 7,739 |
| 应收帐款 | 10,214 | 11,296 | 13,007 | 14,884 | 17,365 |
| 库存 | 4,102 | 4,839 | 5,385 | 6,071 | 6,963 |
| 其他流动资产 | 0 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 流动资产总计 | 18,762 | 20,436 | 23,461 | 27,237 | 32,082 |
| 固定资产 | 1,944 | 1,990 | 2,044 | 2,074 | 2,092 |
| 无形资产 | 444 | 734 | 762 | 787 | 813 |
| 其他长期资产 | 307 | 517 | 596 | 701 | 846 |
| 长期资产总计 | 2,695 | 3,241 | 3,402 | 3,563 | 3,751 |
| 总资产 | 21,457 | 23,677 | 26,863 | 30,800 | 35,833 |
| 应付帐款 | 13,648 | 14,070 | 16,334 | 19,217 | 22,998 |
| 短期债务 | 1,947 | 3,583 | 3,279 | 3,179 | 3,079 |
| 其他流动负债 | 381 | 225 | 234 | 240 | 246 |
| 流动负债总计 | 15,976 | 17,878 | 19,847 | 22,637 | 26,322 |
| 长期借款 | 200 | 579 | 779 | 979 | 1,179 |
| 其他长期负债 | 501 | 797 | 867 | 953 | 1,061 |
| 股本 | 1,093 | 1,093 | 1,093 | 1,093 | 1,093 |
| 储备 | 3,573 | 3,180 | 4,113 | 4,959 | 5,978 |
| 股东权益 | 4,667 | 4,273 | 5,206 | 6,052 | 7,071 |
| 少数股东权益 | 115 | 148 | 162 | 178 | 197 |
| 总负债及权益 | 21,457 | 23,677 | 26,863 | 30,800 | 35,833 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.27 | 3.91 | 4.76 | 5.54 | 6.47 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.86 | 3.24 | 4.07 | 4.82 | 5.72 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (2.10) | (0.11) | (0.91) | (1.93) | (3.18) |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 7.9 | 6.4 | 6.7 | 6.9 | 6.9 |
| 息税前利润率(%) | 6.9 | 5.5 | 5.9 | 6.0 | 6.1 |
| 税前利润率(%) | 4.8 | 1.5 | 5.3 | 5.6 | 5.8 |
| 净利率(%) | 3.5 | 0.4 | 4.2 | 4.4 | 4.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 利息覆盖率(倍) | 26.1 | 7.3 | 22.1 | 23.2 | 25.0 |
| 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 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 11.3 | 91.9 | 8.8 | 7.4 | 6.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 7.6 | 31.0 | 7.8 | 6.7 | 5.7 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 9.7 | 39.4 | 9.9 | 8.5 | 7.3 |
| 市净率(倍) | 1.8 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| 价格/现金流(倍) | 7.5 | (46.1) | 7.7 | 5.4 | 4.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 3.7 | 6.3 | 4.9 | 3.6 | 2.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 84.8 | 90.6 | 93.4 | 93.0 | 92.3 |
| 应收帐款周转天数 | 164.3 | 189.3 | 192.2 | 195.7 | 197.3 |
| 应付帐款周转天数 | 232.4 | 244.0 | 240.5 | 249.4 | 258.2 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 30.7 | 29.8 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 16.1 | 2.1 | 20.3 | 20.1 | 20.7 |
| 资产收益率(%) | 5.2 | 1.2 | 4.2 | 4.3 | 4.3 |
| 已运用资本收益率(%) | 25.0 | 15.8 | 15.9 | 16.9 | 17.8 |

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士，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