



买入

30%↑

目标价格：人民币 13.00

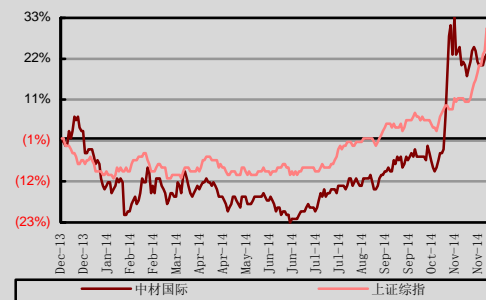
600970.CH

价格：人民币 9.99

目标价格基础：14倍15年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.1	(8.9)	28.1	16.8
相对上证指数	(19.2)	(30.4)	1.8	(13.9)

发行股数(百万)	1,093
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,922
3个月日均交易额(人民币 百万)	307
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
中国中材股份有限公司	42

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以2014年12月7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

建筑装饰

李攀,CFA

(8610)66229073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

董馨谣

(8610)66229353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513070001

中材国际

水泥窑环保新业务需求空间较大

中材国际较早进入水泥窑协同处置废弃物技术的研究，具有较强优势，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。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。整体来看，中材国际目前海外业务约占60%，占比较大并且逐步提升，长期将受益于“走出去”及“一带一路”战略。公司业务大部分美元结算，受益于人民币贬值预期。管理层换届后2015年团队效率预计将有所改善，毛利率有望得到恢复。公司水泥窑协同处置生活垃圾业务近几个月望迎来一些实质性的政策配合，环保业务提升估值。目前公司估值仍较为便宜，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 水泥熟料生产中由燃料燃烧产生的二氧化碳约占总排放量的三分之一，因此使用部分替代化石燃料和生物质燃料将有助于减少二氧化碳的排放。随着国家对污染防治工作的更加重视，水泥行业的环保标准也不断提升。长期来看，中美气候联合声明的推进也将带动水泥窑协同处置废弃物领域需求的提升。
- 公司在江苏溧阳的水泥窑垃圾处理生产线运转效果好，近期国家有关部门在采取措施加大相应政策的落地和落实情况，公司的水泥窑协同处置技术有望在短期内获得新的政策支持，长期而言将会助推公司业绩迈入新领域。
- 公司收购Hazemag的进度正常，7月份，公司与SK、Hazemag已完成第一期交易安排，本次股权交割及增资完成后中材国际持有Hazemag 29.55%股权。随着海外市场的业务回升及双方良好的合作，第二阶段的收购事宜将顺利开展。
- 国家的政策支持是我国对外工程承包业务快速发展的一个重要条件，中材国际海外业务占比60%，且逐步提升，未来业绩将受益于“走出去”及“一带一路”战略。

评级面临的主要风险

- 海外政治风险、人民币汇率风险。

估值

- 我们对公司2014-16年的盈利预测为0.693元、0.920元、1.105元，维持买入评级，目标价为13.00元，对应14倍2015年市盈率。

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	24,371	27,479	31,521
变动(%)	(18)	(2)	18	13	15
净利润(人民币 百万)	748	92	758	1,005	1,208
全面摊薄每股收益(人民币)	0.684	0.084	0.693	0.920	1.105
变动(%)	(52.3)	(87.7)	724.8	32.7	20.1
全面摊薄市盈率(倍)	14.6	118.9	14.4	10.9	9.0
价格/每股现金流量(倍)	9.7	(59.7)	11.3	7.3	6.2
每股现金流量(人民币)	1.03	(0.17)	0.88	1.38	1.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	7.4	6.9	5.4	4.1
每股股息(人民币)	0.189	0.023	0.187	0.248	0.298
股息率(%)	1.9	0.2	1.9	2.5	3.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

水泥行业环保需求逐渐增强

水泥行业作为高二氧化碳排放行业，其排放量约占人类活动所产生二氧化碳总量的5%。水泥生产过程中占比75%左右的石灰石分解和煤燃烧产生的二氧化碳是主要的碳排放源，根据我国水泥能耗水平测算，每生产1吨水泥熟料，直接二氧化碳排放中，由燃料燃烧产生的二氧化碳排放量约为0.280吨，占比约为三分之一，由原料中碳酸盐矿物分解产生的二氧化碳排放量达0.535吨。水泥行业生产排放的二氧化碳约占我国工业生产二氧化碳排放总量的20%，水泥工业面临的二氧化碳减排任务较为艰巨。

水泥熟料生产中由燃料燃烧产生的二氧化碳约占总排放量的三分之一，因此使用部分替代化石燃料和生物质燃料将有助于减少二氧化碳的排放。替代燃料中包括可能在焚烧炉中被焚烧、填埋或处置不当的废弃物。发达国家从上世纪70年代以来使用替代燃料，其数量和种类不断扩大，水泥行业替代燃料技术和经验已经成熟，相关的法规和标准也较为完善，水泥工业成为这些国家利用废物的首选行业。据统计，发达国家有2/3的水泥厂使用替代燃料，可燃废物在水泥工业中的应用替代比例平均达20%。

我国水泥行业一直是污染防治的重点领域，水泥行业化解过剩产能相关政策陆续出台。环保部在13年底发布了最新修订的《水泥工业大气污染物排放标准》，是自1985年发布以来的第三次修订，对于现有企业、新建企业大气污染物排放限值等作出调整，排放标准更为严厉。水泥企业在环保方面需求不断增强。

此外，环境保护部环境发展中心在12年底颁布了《环境标志产品技术要求水泥》标准。第一批有15家水泥企业获得了中国环境标志产品-低碳水泥认证，包括海螺、中国建材、中材、冀东、拉法基等行业巨头。业内专家表示，如在水泥行业全面开展环境标志产品认证，按环境标志产品占总量的30%来测算，每年至少可以减排约2,070万吨二氧化碳。如果水泥行业能在今后5年内达到30%的原料/燃料替代率，则每年可减少二氧化碳排放2.8亿吨，同时因降低化石燃料的使用而节省成本3,720亿元，产生巨大的环保和经济效益。

公司水泥窑环保技术有望获得新的政策支持，长期发展空间较大

随着国家对节能减排工作的更加重视，水泥行业的环保需求也进一步提升。中材国际较早进入水泥窑协同处置废弃物技术的研究，具有较强优势。用水泥窑处理城市生活垃圾可以真正实现垃圾处理的减量化、资源化、无害化，利用分解炉的高温环境，充分降解二噁英等有害物质，解决了普通垃圾焚烧产生有害气体二噁英的问题。国发41号文要求，支持利用现有水泥窑无害化协同处置城市生活垃圾和产业废弃物，协同处置生产线数量比重不低于10%，进一步完善费用结算机制。中材国际把水泥窑相关的环保改造业务作为未来的战略重点，包括发展除尘脱硝业务，以及发展水泥窑生活垃圾协同处置、固废、危废处置业务。

公司在江苏溧阳的水泥窑垃圾处理生产线运转效果好，较好地解决了溧阳市的城市生活垃圾处置问题，水泥厂节煤效果显著，环保排放各项指标达到国际先进水平。目前关键有两方面问题，一是政府垃圾处置费的问题，水泥窑协同处置生活垃圾目前仍然处于市场前期，一旦国家相关部门出台相关配套补贴政策，市场将迎来大面积推广的契机；另一个是合作模式问题，目前公司正在探讨通过EPC，通过合资等方式来进行运营，未来盈利能力有望提升。近期国家有关部门在采取措施加大相应政策的落地和落实情况，公司的水泥窑协同处置技术有望在短期内获得新的政策支持，长期而言将会助推公司业绩迈入新领域。

“一带一路”战略长期有望推动海外市场需求提升

国家的政策支持是我国对外工程承包业务快速发展的一个重要条件，自 2010 年以来，我国进一步从财税政策、信贷支持以及行业规范等方面积极探索，为我国对外工程承包“走出去”创造了良好的政策环境。一方面，大力鼓励施工企业“走出去”是国家战略资源获取及改善外交关系的需要。另一方面，施工企业“走出去”能形成较大的出口拉动，有效对冲国内需求端的下滑。目前全球经济复苏缓慢，国内经济也面临艰难转型。目前贸易环境下，相对外贸容易引起的诸多摩擦和矛盾，外经方式更容易被接受；用外经启动外需是比外贸更好的选择，利用施工企业输出方式能带动国内设计、咨询、制造、材料、劳务、金融、保险、服务等多行业的输出，对冲国内需求端下滑。不同于外贸通常的低成本和低附加值，施工企业“走出去”这种外经通常有效带动的是中国附加值较高的产品（如机电产品），符合国家产业升级的国策。我们预期未来无论国内经济出现何种局面，海外扩张政策面支持力度都有望加强。目前来看，国际市场是比较优势明显、市场潜力巨大、创利水平较高的市场，有巨大的发展空间。

2013 年 9 月 7 日，习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表演讲时表示：为了使各国经济联系更加紧密、相互合作更加深入、发展空间更加广阔，我们可以用创新的合作模式，共同建设“丝绸之路经济带”，以点带面，从线到片，逐步形成区域大合作。2013 年 10 月 3 日，习近平主席在印尼国会发表演讲时表示：中国愿同东盟国家加强海上合作，使用好中国政府设立的中国—东盟海上合作基金，发展好海洋合作伙伴关系，共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”。自此“一带一路”国家层面战略得到了清晰的论述。“一带一路”分别指丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路。根据公开媒体信息的阐述，“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63% 和 29%。“一带一路”作为中国首倡、高层推动的国家战略，对我国现代化建设和毅力于世界的领导地位具有深远的战略意义。“一带一路”战略构想的提出，契合沿线国家的共同需求，为沿线国家优势互补、开放发展开启了新的机遇之窗，也为国内施工企业带来广阔增长空间。

中材国际水泥主业非常突出，未来业务发展主线是围绕主营业务，提高竞争力、提高后期服务、项目运作本土化。在这个主线的基础上，下一步推进境外水泥投资。境内投资则紧紧围绕大环保概念，新兴的垃圾处理、污泥污水处理、节能环保等相关领域的市场空间巨大，公司在上述领域具备巨大潜力。在装备技术方面，主线仍是围绕海外，要想提高后期服务就要提高国产化设备的市场占有率，目前的占有率约为 30%，因此公司也在海外做了一些并购和技术合作。长期来看，公司将受益“一带一路”战略对海外需求的提升。

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	24,371	27,479	31,521
销售成本	(18,001)	(18,020)	(21,236)	(23,943)	(27,467)
经营费用	(1,581)	(1,381)	(1,644)	(1,855)	(2,129)
息税折旧前利润	1,669	1,331	1,491	1,680	1,925
折旧及摊销	(205)	(193)	(201)	(217)	(232)
经营利润 (息税前利润)	1,464	1,138	1,290	1,464	1,694
净利息收入/(费用)	131	23	(41)	71	113
其他收益/(损失)	(480)	(757)	(187)	(147)	(137)
税前利润	1,022	315	977	1,293	1,551
所得税	(272)	(241)	(205)	(272)	(326)
少数股东权益	(2)	18	(14)	(16)	(19)
净利润	748	92	758	1,005	1,208
核心净利润	1,107	272	915	1,131	1,325
每股收益 (人民币)	0.684	0.084	0.693	0.920	1.105
核心每股收益 (人民币)	1.012	0.249	0.837	1.035	1.212
每股股息 (人民币)	0.189	0.023	0.187	0.248	0.298
收入增长(%)	(18)	(2)	18	13	15
息税前利润增长(%)	(28)	(22)	13	13	16
息税折旧前利润增长(%)	(24)	(20)	12	13	15
每股收益增长(%)	(52)	(88)	725	33	20
核心每股收益增长(%)	(34)	(75)	237	24	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	977	1,293	1,551
折旧与摊销	205	193	201	217	232
净利息费用	(37)	66	126	23	5
运营资本变动	(363)	(2,074)	(167)	256	306
税金	(272)	(241)	(205)	(272)	(326)
其他经营现金流	576	1,558	34	(12)	(13)
经营活动产生的现金流	1,130	(183)	966	1,505	1,756
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	(40)	6	6
投资活动产生的现金流	(433)	(676)	(320)	(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)	(227)	(302)
其他融资现金流	(48)	(127)	(45)	54	96
融资活动产生的现金流	(268)	702	(177)	(73)	(105)
现金变动	429	(157)	469	1,167	1,385
期初现金	4,030	4,442	4,266	4,735	5,902
公司自由现金流	771	(859)	631	1,335	1,608
权益自由现金流	976	111	416	1,317	1,585

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	4,756	5,924	7,309
应收帐款	10,214	11,296	13,735	15,731	18,360
库存	4,102	4,839	5,688	6,414	7,357
其他流动资产	0	14	14	14	14
流动资产总计	18,762	20,436	24,194	28,083	33,040
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	112	318	411	519	669
长期资产总计	2,695	3,241	3,417	3,584	3,779
总资产	21,457	23,677	27,611	31,666	36,819
应付帐款	13,648	14,070	17,261	20,325	24,332
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	20,774	23,744	27,657
长期借款	200	579	779	979	1,179
其他长期负债	501	797	891	982	1,096
股本	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
储备	3,573	3,180	3,910	4,688	5,594
股东权益	4,667	4,273	5,003	5,781	6,687
少数股东权益	115	148	162	178	197
总负债及权益	21,457	23,677	27,611	31,666	36,819
每股帐面价值 (人民币)	4.27	3.91	4.58	5.29	6.12
每股有形资产 (人民币)	3.86	3.24	3.88	4.57	5.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.10)	(0.99)	(0.64)	(1.62)	(2.79)

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	6.1	6.1	6.1
息税前利润率(%)	6.9	5.5	5.3	5.3	5.4
税前利润率(%)	4.8	1.5	4.0	4.7	4.9
净利率(%)	3.5	0.4	3.1	3.7	3.8
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	6.1	12.4	13.7
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	0.9
估值					
市盈率(倍)	14.6	118.9	14.4	10.9	9.0
核心业务市盈率(倍)	9.9	40.2	11.9	9.7	8.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	2.3	2.6	2.2	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	9.7	(59.7)	11.3	7.3	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	7.4	6.9	5.4	4.1
周转率					
存货周转天数	84.8	90.6	90.5	92.2	91.5
应收帐款周转天数	164.3	189.3	187.4	195.7	197.4
应付帐款周转天数	232.4	244.0	234.6	249.6	258.6
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	16.3	18.6	19.4
资产收益率(%)	5.2	1.2	4.0	3.9	3.9
已运用资本收益率(%)	25.0	15.8	15.4	16.1	17.0

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
西单北大街 110 号 7 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