

# 中材国际（600970） 建筑与工程

## -年报点评

2010 年 3 月 31 日

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 36.54 元

### 事件：

2009 年公司实现营业收入 180.05 亿元，同比增加 27.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.44 亿元，同比增加 143.44%；实现摊薄后每股收益 1.76 元。

### 结论：

预计公司2010-2012年实现每股收益2.35、2.82、3.24元；公司目前股价36.54元，PB为7.3倍、2010年动态PE仅16倍，给予公司“推荐”的投资评级。

### 正文：

- 国外营业收入增速明显，综合毛利率下降 0.55%：海外营业收入 104.0 亿元，同比增长 33.64%，占主营业务收入的 57.97%；水泥生产线安装毛利率下降 2.12%至 1.22%，不过高毛利率的机械设备制造及设计均有所上升。
- 净利润增速远超营业收入源于少数股东权益及财务费用减少：虽然毛利率同比小幅下降 0.55%，不过财务费用同比减少 2.51 亿元，主要是欧元大跌导致公司 2008 年财务费用较高；同时 2009 年 4 月定向增发收购中天发展旗下 14 家公司少数股东权益使少数股东净利润减少 1.12 亿元。
- 新签合同下降，未完工合同依然充足：全年新签合同205亿元，较 2008 年的 326 亿元有所下降，其中国外工程占比为 49%，市场占有率达 36%；匡算出公司目前未完工合同约 550 亿元，是其 2009 年营业收入的 3 倍；加之国外经济逐步复苏，因此基建投资增长强劲将带动水泥生产线建设增长，促使未来几年公司营业收入仍有望快速增长。
- 公司竞争优势增强：海外市场份额连续两年第一，低于同行的成本及工期优势，设计、安装及施工的一体化总承包优势，收购少数股东权利后对高管持股的激励措施增强。

### 联系方式

研究员： 包社  
电 话： 021-51097188-1923  
电 邮：  
联系人： 赵喜娟  
电 话： (86-21) 51097188-1952  
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号  
金穗大厦 15F（200120）

## 1 营业收入及净利润分析

2009 年公司实现营业收入 180.05 亿元，同比增加 27.76%；其中海外营业收入 104.0 亿元，同比增长 33.64%，占主营业务收入的 57.97%。

公司综合毛利率 12.62%，同比下降 0.55%；主要受到水泥生产线安装及施工业务毛利率下降 2.12%，不过高毛利率的机械装备制造及设计略有提升有所弥补，因此公司总体毛利仍同比增长 21.85%至 22.73 亿元。

从下图可以看出机械装备制造是公司营业收入及利润的主要部分，虽然水泥生产线土建及安装的收入占近 39%，不过由于 2009 年其毛利率下降至仅 1.22%，因此其贡献的毛利仅占 3.8%；还不如高毛利率的设计业务贡献毛利的一半。

图 1 2009 年主营构成:百万元

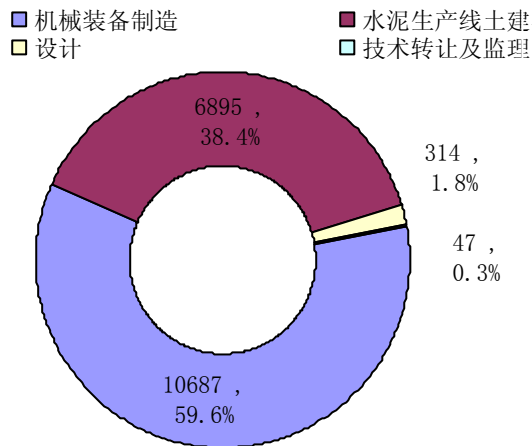
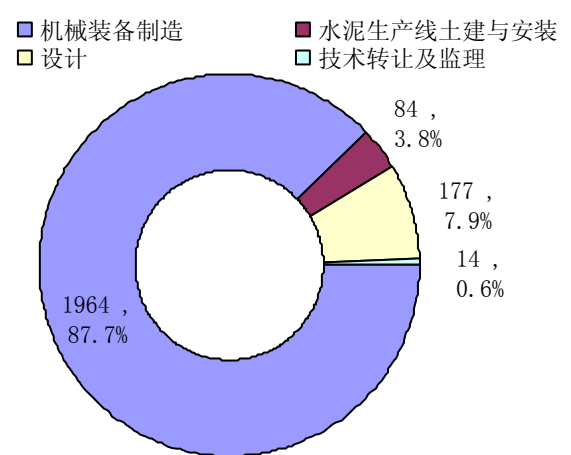


图 2 2009 年主营毛利构成: 亿元



资料来源: WIND、国元证券研究中心

资料来源: WIND、国元证券研究中心

资料来源: WIND、国元证券研究中心

2009 年实现归属于上市公司股东的净利润 7.44 亿元，同比增加 143.44%；主要是由于营业收入的快速增长、财务费用及少数股东权益的大幅减少所致使。

表 1 公司合并利润表

单位: 亿元	2008	2009	同比增速	
一、营业总收入	140.92	180.05	27.77%	国外经济复苏, 新定单顺利执行
二、营业总成本	133.25	169.24	27.01%	
营业成本	122.27	157.32	28.67%	水泥生产线建设与安装毛利率下降
营业税金及附加	1.09	1.21	11.01%	
销售费用	1.29	1.18	-8.53%	销售控制有效
管理费用	6.14	9.81	59.77%	加大研发力度而增加的研究开发费用
财务费用	1.34	-1.17		汇兑损失大幅度减少, 短期借款大幅度减少
资产减值损失	1.12	0.89	-20.54%	存货跌价损失减少 3700 万元
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.03	0.17		
投资净收益	0.06	-0.6		子公司从事衍生金融业务到期交割形成亏损
四、营业利润	7.76	10.38	33.76%	

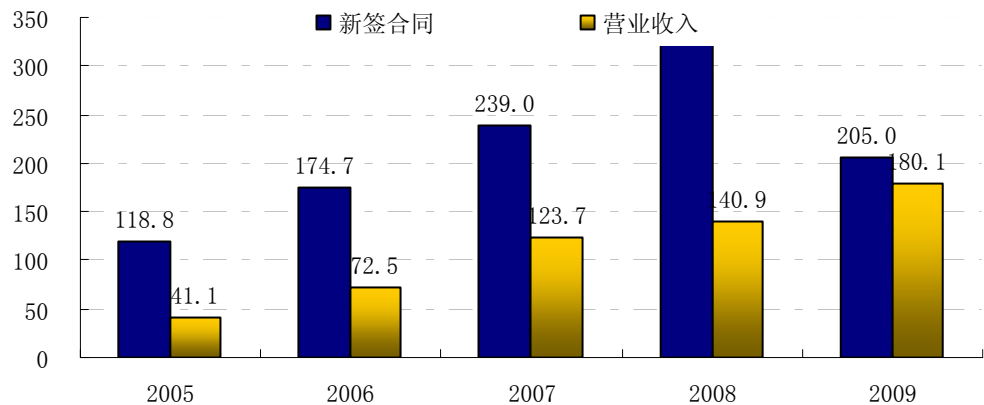
加：营业外收入	0.55	0.58	5.45%	
减：营业外支出	1.88	0.21	-88.83%	2008 年支付项目赔偿损失较大
五、利润总额	6.44	10.76	67.08%	
减：所得税	1.4	2.54	81.43%	递延所得税增加导致税率增加
六、净利润	5.04	8.22	63.10%	
减：少数股东损益	1.92	0.78	-59.38%	收购少数股东股权
归属于母公司所有者的净利润	3.12	7.44	138.46%	2008 年为调整前数据

资料来源：WIND、国元证券研究中心

## 2 新签合同有所下降，未完工合同充足

2009年公司新签合同205亿元，较2008年的326亿元（与Dangote公司签定的14.46亿美元合同大部分搁置，2009年部分重新恢复）有所下降，其中国外工程占比为49%，市场占有率达36%；根据公司前几年新签合同及营业收入，匡算出公司目前未完工合同约550亿元，是其2009年营业收入的3倍。

图 3 新签合同及营业收入（2005-2009）：亿元



资料来源：WIND、国元证券研究中心

2009 年，全球水泥产量为29.06 亿吨，增速为1.7%，新增产能主要来自于中国、印度、非洲、中东等新兴经济体国家和地区。受全球金融危机的影响，全球水泥技术、装备、工程市场（不含中国）新增签单吨位为4500 万吨左右，同比下降约40%。

随着世界经济逐步复苏，因此基建投资增长强劲将带动水泥生产线建设增长，公司预计2010年新签合同仍有望增长20%左右，加之公司目前手持充足的未完工定单，因此未来几年公司营业收入快速增长仍值得期待。

## 3 竞争优势及经营展望

### 1) 海外竞争优势逐步增强

公司近两年新签合同金额在海外市场的占有率维持在35%左右，并逐年上升；已保持世界第一的地位。公司与行业第二大公司SMITH在海外的市场占有率逐渐拉大，后者主要在欧美市场，而公司主要在非洲及亚洲市场，二者形成错位区域竞争。

公司依靠其较低的成本优势（一般低于SMITH公司10-20%）及较快的施工周期（一般少于海外同行20%），在新签合同中具有较强竞争优势。

## 2) 定向增发完成进一步提升公司盈利能力

2009年4月公司以46.37元/股向中天发展定向增发4197万股，用于收购其持有的14家子公司的少数股权。这14家控股子公司的少数股权的大部分由其公司骨干持有，本次股权收购有利于对其整合规范，并简化公司的股权结构及提升管理效率。同时被收购股权盈利能力较强，以市盈率计算的收购价格显著低于同行业可比公司平均22.36倍的市盈率，更低于中材国际2008年的30倍的市盈率水平，有利于增强公司的盈利水平。

## 3) 毛利率有望保持稳定

因为原材料价格波动及部分海外项目延期，公司的水泥生产线生产及安装业务在2009年的毛利率下降2.12%，仅为1.22%，对公司总体毛利率有所拖累。由于2008年公司新签合同中有15%左右是在原材料价格较高时签定的固定成本合同，主要在2010年进行结算，因此公司2010年毛利率有望保持稳定。

同时公司目前在海外市场已成为行业龙头，且海外项目主要为以EPC模式为主总承包项目，公司具有较强的定价权，有利于未来毛利率的稳定。

## 4盈利预测及投资建议

预计公司2010-2012年实现每股收益2.35、2.82、3.24元；公司目前股价36.54元，PB为7.3倍、2010年动态PE仅16倍，给予公司“推荐”的投资评级。

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn