

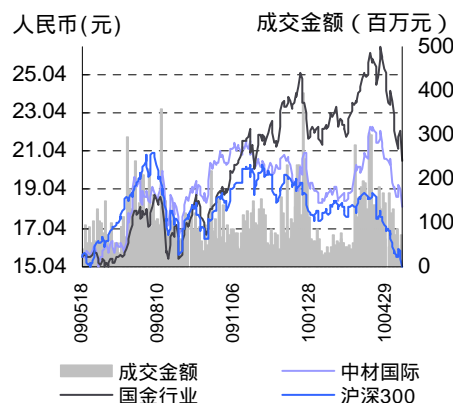
市价(人民币)：18.11元

目标(人民币)：26.21元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	604.80
总市值(百万元)	13,749.73
年内股价最高最低(元)	22.33/15.06
沪深 300 指数	2714.72
上证指数	2559.93



订单决定业绩，业务衍生提升估值

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.855	1.764	1.311	1.693	2.103
每股净资产(元)	6.25	5.00	3.94	5.51	7.48
每股经营性现金流(元)	25.40	1.94	3.10	3.02	0.80
市盈率(倍)	17.25	21.07	13.82	10.70	8.61
净利润增长率(%)	22.57%	138.67%	33.78%	29.14%	24.25%
净资产收益率(%)	29.69%	35.31%	33.23%	30.74%	28.12%
总股本(百万股)	168.00	421.80	759.23	759.23	759.23

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **售后服务业务、尤其是备品备件服务业务或将快速发展**：公司目前已经建成的国外总承包线有 60 条左右，且集中分布于非洲、中东、东南亚等地区，公司已经具备重点铺开售后有偿服务业务的外部条件；服务业务有一定的抗周期性，也有着高于总承包业务的毛利率，我们预计公司的服务业务将成为下一阶段新的收入和利润增长点。
- **节能环保技术和设备的产业化面临契机**：中材国际凭借多年在设计、研发方面的优势对利用水泥生产线进行垃圾焚烧、污泥处理的技术进行了研究，并取得了初步的效果，在目前中国经济十分着重节能环保与循环经济的背景下，我们对公司在垃圾焚烧、污泥处理技术产业化方面的进展拭目以待。
- **毛利率还有提升空间**：公司的吨熟料合同价稳步上升；装备制造产能扩大，自给率提高；业务平台一体化的推进带来成本上的节约。多种因素将促使公司业务毛利率稳步上升。
- **以订单为基础的外延式增长还在稳定推进**：从新签海外订单、结转海外订单、海外结转订单/收入比的指标上看，公司近年来的竞争力持续上升；海外业务仍是未来订单增长的主要部分。

投资建议、盈利预测与估值

- **订单决定业绩**，从目前公司的收入订单比来看，未来 3 年业绩成长的确定性比较强，而随着公司总承包业务衍生的售后服务业务的规模化开展，以及中长期公司的节能环保技术和设备的大规模产业化，公司估值水平有望提高，我们建议投资者买入中材国际。
- 公司 2010-2012 年实现归属于母公司的净利润 9.95 亿元、12.85 亿元、15.97 亿元，增速分别为 33.78%、29.14%、24.25%，按照目前最新股本对应每股收益 1.311 元、1.693 元、2.103 元。
- 我们给予公司的目标价位为 26.21 元，相当于 2010 年 20 倍 PE。

风险

- 人民币升值是公司投资逻辑中的一个风险因素，我们假设 2010-2012 年人民币每年升值 2%，对毛利率的影响分别为-0.34%、-0.34%、-0.33%。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

内容目录

我们对中材国际投资逻辑的梳理.....	4
售后服务业务、尤其是备品备件业务或将快速发展	5
公司已经具备大力发展服务业务的外部条件	5
服务业务具备一定的抗周期性	7
服务业务有着更高的毛利率.....	7
公司备品备件业务拥有广阔的市场空间.....	7
节能环保技术和设备的大规模产业化面临契机	8
毛利率还有提升空间	9
公司吨熟料合同价稳步上升.....	9
装备自给率提高.....	10
业务平台一体化也将带来成本降低.....	10
以上因素促成公司毛利率的提高	10
以订单为主的外延式增长还在稳定推进	11
海外市场竞争力快速上升	11
海外结转订单、及订单收入比保证业绩的确定性	11
海外业务仍将是未来新签订单的主要部分	12
人民币升值影响分析	13
公司结转订单地域和结算币种分布.....	13
汇率变化对公司的影响.....	13
人民币升值对利润表收入和毛利率的影响分析.....	13
盈利预测、估值与投资建议.....	14
公司经营业务预测	14
盈利预测、估值与投资建议.....	16
附录：三张报表预测摘要	16

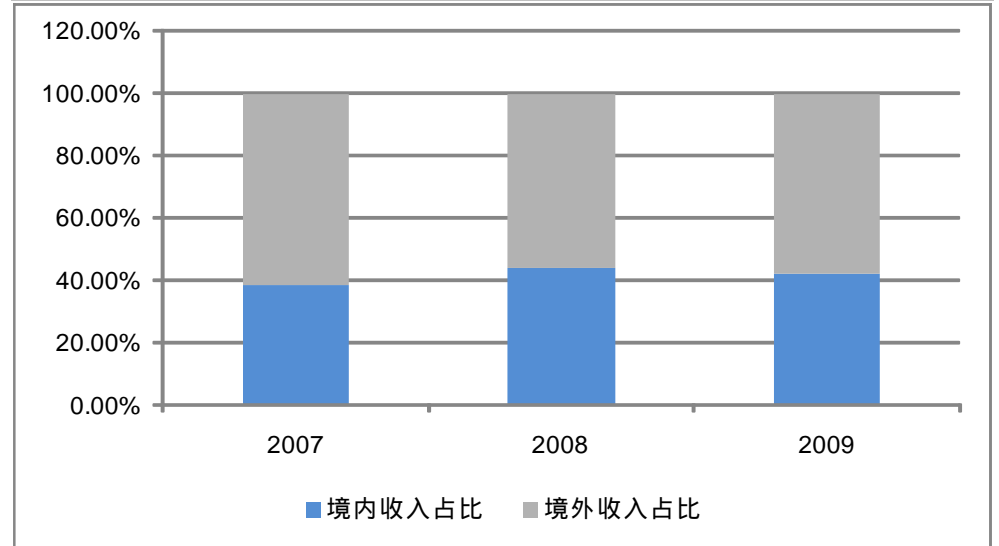
图表目录

图表 1：中材国际过去三年境内外收入对比图.....	4
图表 2：中材国际过去三年的收入业务构成.....	4
图表 3：中材国际的业务衍生图	5
图表 4：公司部分已建成的国外生产线情况.....	6
图表 5：公司已完成（含部分即将建成）的总包线分布图.....	6
图表 6：Flsmidth 年度新签订单情况（单位：百万丹麦克朗）	7
图表 7：中材国际与 FLSmidth 的毛利率对比.....	7
图表 8：公司备品备件业务预测表.....	8
图表 9：垃圾处理投资情况比较表.....	8
图表 10：某企业水泥窑的污泥处理过程.....	9
图表 11：某企业水泥窑的垃圾焚烧处理过程.....	9
图表 12：中材国际平均吨熟料合同价逐年上升.....	10
图表 13：中材国际装备制造能力预测表.....	10
图表 14：中材国际的收入总体毛利率预测	11
图表 15：中材国际与 Flsmidth 年度新签订单情况（不含中国）	11
图表 16：中材国际与 Flsmidth 年度结转订单情况（不含中国）（单位：亿元）	12
图表 17：中材国际与 Flsmidth 年度结转订单/收入比情况（不含中国）	12
图表 18：中材国际未来订单预测表.....	13
图表 19：09 年底公司结转订单地域分布.....	13
图表 20：09 年底公司结转订单的结算币种分布.....	13
图表 21：人民币升值对中材国际收入和毛利率的影响预测表	14
图表 22：中材国际业务预测表	15

我们对中材国际投资逻辑的梳理

- 从过去三年的收入区域构成来看，公司大约 60% 的收入来自于境外，也就是全球经济的预期变化，进而导致的中材国际来自于境外订单预期的变化是影响中材国际业绩和估值最重要的因素，这在过去两年中材国际估值波动情况能得到很好印证。——订单驱动模式的周期性是影响中材国际估值重要的因素。

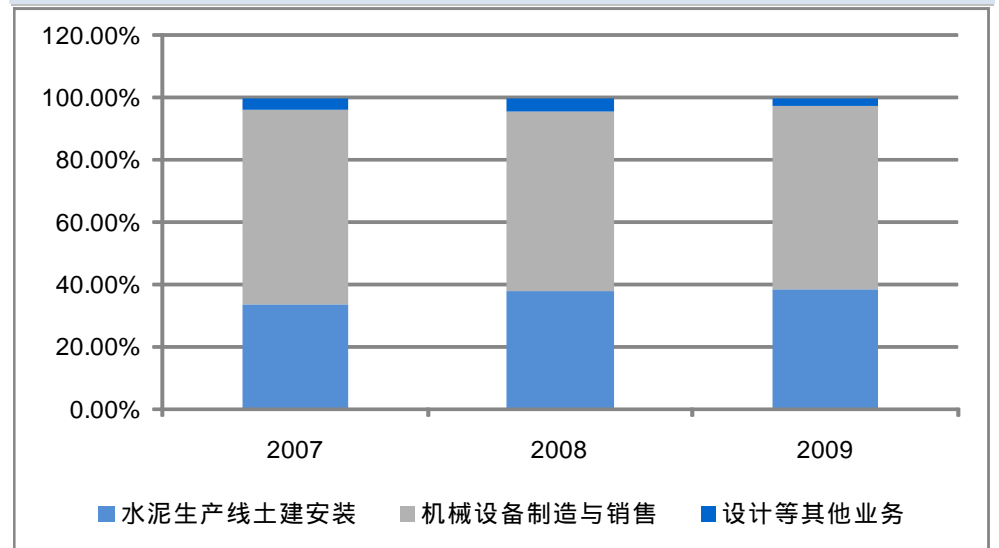
图表1：中材国际过去三年境内外收入对比图



来源：国金证券研究所，公司资料

- 影响中材国际估值的另外一个重要因素在于中材国际的业务构成，从过去三年的情况来看，机械设备制造与销售占收入比重也在 60% 左右，部分投资者将其视为机械行业估值也是影响中材国际的一个重要因素。

图表2：中材国际过去三年的收入业务构成



来源：国金证券研究所，公司资料

- 但经过前期的持续跟踪调研，我们认为中材国际随着后续业务模式的不断衍生和扩展，估值逻辑将可能得到改进，我们推荐中材国际主要基于以下几个理由：
 - 公司经过过去几年以 EPC（或 EP）模式的总承包业务的快速发展，目前在市场占有率已经达到全球第一，完全具备发展水泥生产线的售

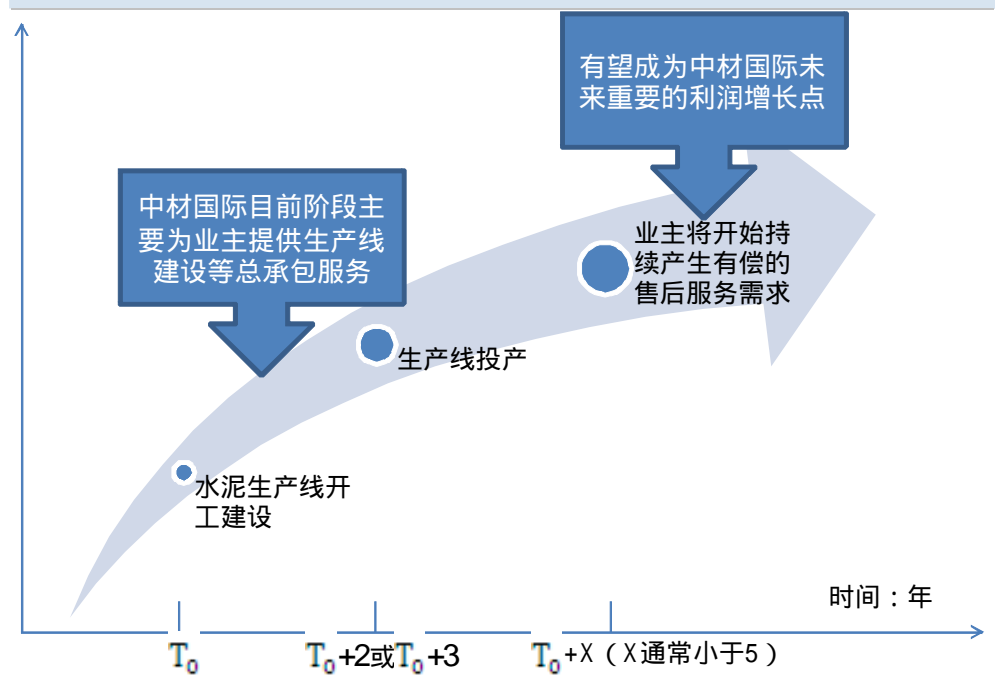
后服务、尤其是备品备件服务业务的外部条件，而这块业务抗周期性较强，未来将构成中材国际稳定收入来源，且能享受远高于总承包业务的毛利率水平。

- 我们认为中材国际在水泥生产线的设计、研发、装备等方面的绝对领先优势将继续发挥重要作用，利用水泥生产线进行垃圾处理和污泥焚烧等方面的技术在目前中国十分强调节能环保的背景下，后续有望得到大规模应用，有望成为中材国际中长期的利润增长点。
- 另外，从公司毛利率变化趋势、订单收入比、公司承接订单的能力等市场理解深刻的投资逻辑来看，我们认为中材国际未来业绩增长的确定性非常强，为投资中材国际提供了足够的业绩边际。

售后服务业务、尤其是备品备件业务或将快速发展

- 水泥生产线售后服务业务是一个比较广泛的概念，包括新建生产线的生产线保障服务、备品备件供应服务等。根据我们的调研结果，国内一条日产5000吨生产线每年的维护费用在2000万左右（包括耐火砖等零部件更换等等）；国外一条同等规模的生产线维护费用将更高。

图表3：中材国际的业务衍生图



来源：国金证券研究所

公司已经具备大力发展服务业务的外部条件

- 公司目前已经建成的国外总包线在60条左右（包括EP和EPC）
 - 目前公司在国外40多个国家建成总承包水泥生产线，其中包括天津院有20多条，中材建设有20多条。在总承包生产线的售后服务业务上，公司有着先入为主的优势，在建成生产线2-3年之后，将产生售后服务业务需求。

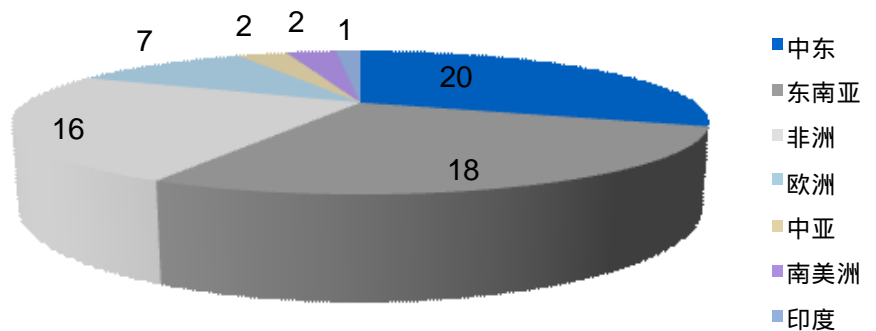
图表4：公司部分已建成的国外生产线情况

沙特南方水泥公司（SPCC）项目	埃及Medcom ASWAN水泥	拉法基赞比亚CHILANGA水泥厂
利雅得水泥公司项目	俄罗斯SCP项目	拉法基厄瓜多尔水泥厂
城市水泥公司项目	海德堡TULA水泥厂项目	拉法基摩尔多瓦项目
沙特水泥公司（SCC）项目	伊朗拉斯坦水泥公司	南非项目
越南兰石水泥厂项目	哈萨克斯坦南方水泥	海德堡坦桑尼亚TPCC水泥厂
越南松涛水泥厂项目	海德堡CASPI水泥厂项目	海德堡坦桑尼亚TCCL水泥厂
越南西宁水泥厂项目	AWT水泥厂改造项目一线	拉法基乌克兰项目
福山水泥责任有限公司一线	AWT水泥厂改造项目二线	拉法基乌干达HIMA水泥厂
福山水泥责任有限公司二线	巴基斯坦Bestway一、二期	安哥拉水泥厂
越南腾龙水泥二期	多米尼加DOMICEM水泥厂	匈牙利NOSTRA水泥厂
越南清莲水泥厂	RAGUSA水泥厂二期工程	塞浦路斯VASSILIKO项目
柬埔寨KCCI项目	突尼斯水泥厂二期工程	阿塞拜疆项目
泰国Thai Pride水泥厂项目	毛里塔尼亚水泥厂	摩洛哥Fes水泥厂
阿曼Raysut水泥公司三线	阿尔巴尼亚Fushe-Kruje水泥厂	叙利亚ABC水泥厂
阿曼Raysut水泥公司五线	阿尔巴尼亚TITAN ANTEA水泥厂	巴基斯坦Kohat水泥厂项目
埃及国防部西奈水泥厂一线	西班牙MALAGE项目	巴基斯坦Gharibwal水泥厂项目
埃及国防部西奈水泥厂二线	法国波尔多矿渣粉磨站项目	LAFAGE印度5000吨水泥生产线
埃及Nahda项目	Holcim摩洛哥Settat项目	土耳其Tracim水泥厂项目

来源：公司资料 国金证券研究所

- 公司 2003 年开始进入国际市场，2006-2007 年开始陆续有生产线建成投产，建成 2-3 年后，逐渐进入生产线售后有偿服务阶段，我们判断目前正处于生产线大量产生有偿服务需求的初始阶段。
- 如果考虑到中国其他企业（比如合肥院等）在国外已建成的总承包生产线，目前累计建成（含即将建成的生产线）接近 120 条，我们判断未来 2-3 年，由中国企业在海外实施总承包业务的水泥生产线产生的市场容量在 50 亿元左右。
- 公司国际市场布局已经形成
 - 下图为目前公司在海外已经建成（含即将建成）的总承包线区域分布图，大部分分布于非洲、中东、东南亚三个区域，在欧洲、中亚、印度有部分业务。
 - 服务业务有琐碎、繁杂的特点，需要设立专门的分公司或者办事处以及人员配置，尤其备品备件业务订单零散、运输分散，具有很高的仓储和运输成本，除非有足够的市场规模可以均摊这些成本，否则该业务是不经济的。公司目前已有的较为集中的业务布局为开展服务业务提供了先决条件。

图表5：公司已完成（含部分即将建成）的总包线分布图

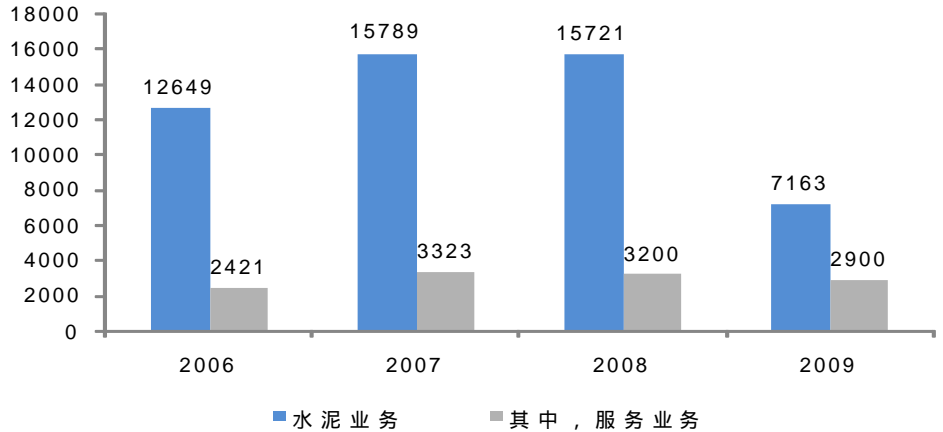


来源：公司资料 国金证券研究所

服务业务具备一定的抗周期性

- FLSmith 是全球水泥总承包业务提供商中售后服务做的比较成功的企业，从以下图表可以看出，受金融危机影响，新签订单在 2009 年出现了大幅度下降，但公司来自于服务业务的订单并未出现较大波动，这体现了服务业务模式的属性：由于大部分服务业务来自于已建成的存量生产线，有着一定的刚性需求，使得该块业务保持一定的稳定性。

图表6：FLSmith 年度新签订单情况（单位：百万丹麦克朗）

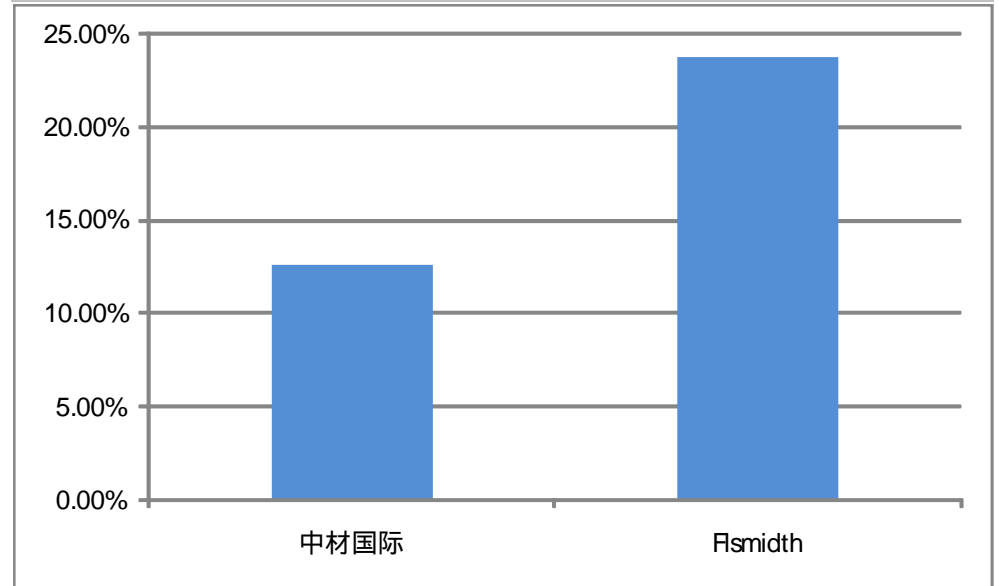


来源：FLSmith 财务报告 国金证券研究所

服务业务有着更高的毛利率

- 除了业务的稳定性之外，售后服务业务还能享受较高的毛利率水平，对比 FLSmith 与中材国际的毛利率，就可以看出，在中材国际的水泥总承包业务的竞争力已经很强的情况（我们认为这块业务，两家公司的毛利率接近），目前毛利率的差距就体现在中材国际的服务业务目前尚未大规模开展。

图表7：中材国际与 FLSmith 的毛利率对比



来源：国金证券研究所，公司资料

公司备品备件业务拥有广阔的市场空间

- 国内水泥生产线工程市场与国外有很大的不同，由于历史原因，国内很少采用总承包的方式，对于中材国际而言，国内承接的订单以单项业务为

主；而国外则以总承包为主，公司在开展备品备件业务方面有天然的优势。

- 之前公司实际上已经逐渐开展备品备件服务等方面的业务（比如天津院控股的天津仕名机电备件有限公司），我们预计公司 09 年实现收入 2 个多亿，其中大部分在国内实现，预计国内的备品备件业务未来将继续稳定增长；但是国外备品备件业务已经具备快速增长的条件。

图表8：公司备品备件业务预测表

项 目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国外						
收入（亿元）	1.60	6.00	14.40	21.00	28.80	43.20
毛利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
毛利（亿元）	0.40	1.50	3.60	5.25	7.20	10.80
国内						
收入（亿元）	3.00	3.90	5.07	6.59	8.57	10.28
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利（亿元）	0.60	0.78	1.01	1.32	1.71	2.06
小计						
收入（亿元）	4.60	9.90	19.47	27.59	37.37	53.48
毛利率	22%	23%	24%	24%	24%	24%
毛利（亿元）	1.00	2.28	4.61	6.57	8.91	12.86

来源：国金证券研究所

节能环保技术和设备的大规模产业化面临契机

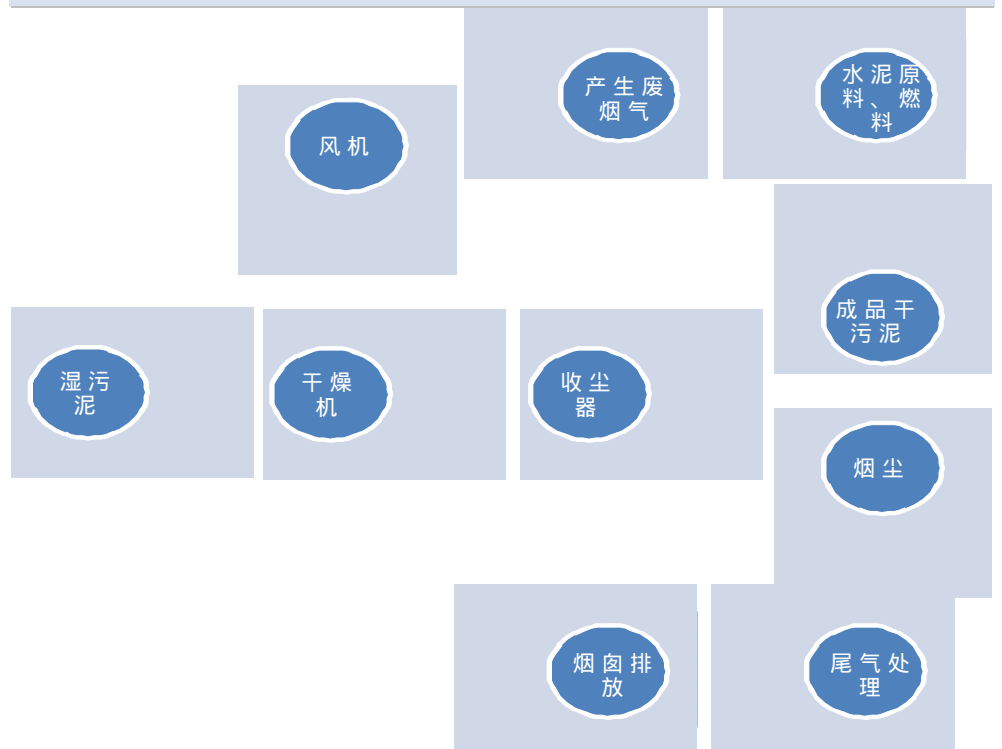
- 水泥窑的节能环保功能是近年大家的关注点之一。中材国际凭借多年在设计、研发方面的优势对垃圾焚烧、污泥处理进行了研究，并取得了初步的效果，我们对公司在垃圾焚烧、污泥处理的大规模化产业化方面的进展拭目以待。
 - 公司下属天津院在 2009 年初为广州越堡水泥厂装配了一条污泥处理生产线，年处置污泥 18.6 万吨，是广州市每年产生的市政污泥的 6 成左右，每年节省 1000 多万元的标准煤支出，有着很好的社会效益和经济效益，填补了国内空白，也是世界上最先进的生产线之一。
 - 在国家政策三令五申做好节能环保和循环经济的背景下，我们认为利用水泥生产工艺进行垃圾处理，在技术过关的情况下，吨垃圾处理的投资成本相对于填埋、堆肥、焚烧等垃圾处理办法有比较明显的优势，有望在水泥行业得到大规模推广，而中材国际无疑是这一新领域的最大受益者。

图表9：垃圾处理投资情况比较表

处理方式	卫生填埋	堆肥	焚烧-国内技术	焚烧-国外技术	水泥生产工艺
投资(万元/吨)	8~10	12~18	20~28	60~70	6.3~8.4

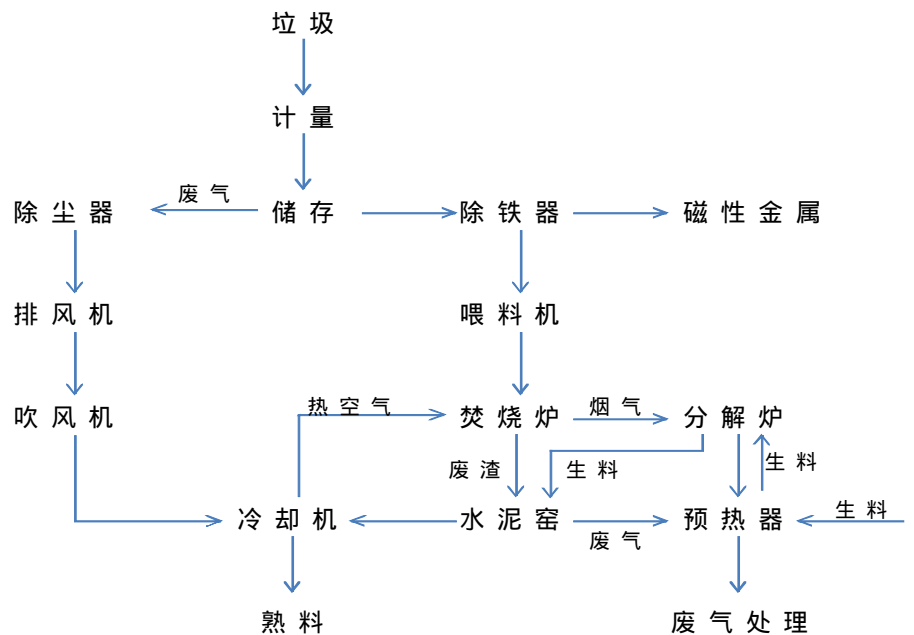
来源：国金证券研究所，水泥工程

图表10：某企业水泥窑的污泥处理过程



来源：国金证券研究所，互联网

图表11：某企业水泥窑的垃圾焚烧处理过程



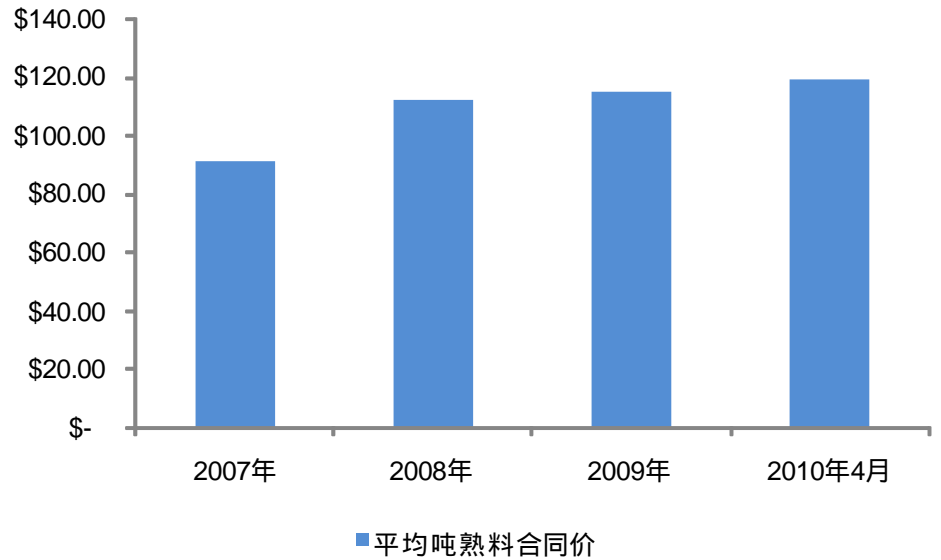
来源：国金证券研究所，互联网

毛利率还有提升空间

公司吨熟料合同价稳步上升

- 我们对中材国际 07 年以来公告的新签总承包合同进行了不完全统计，吨熟料合同价从 91.14 美元上升到 119.61 美元；即使剔除大宗商品价格和汇率变化因素，这个数据仍然能说明：吨熟料合同价的上升反映出公司竞争力的增长和价格策略的变化，并且最终体现为盈利能力的提升。

图表12：中材国际平均吨熟料合同价逐年上升



来源：公司公告 国金证券研究所

装备自给率提高

- 装备规模的扩大和装备自给率的提升是公司在未来相当长时间内提升核心竞争力的一个长期战略，公司目前拥有装备制造产能 25 万吨左右，如果未来两三年装备产能规模达到 50 万吨，公司装备的自给率水平将进一步提高，尤其随着公司在装备方面研发的不断突破，核心装备自给率的提高将对公司毛利率水平继续形成有力支持。
- 按照自供设备毛利率做 18%假设，我们对公司未来设备制造产能扩张以及自用率提高带来的成本节省，以及毛利率提升做了分析。

图表13：中材国际装备制造能力预测表

项 目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
设备需求 (万吨)	103	121	136	145	156	174
设备产量 (万吨)	30	40	50	80	100	122
设备自给率	29.20%	33.12%	36.66%	55.15%	63.98%	70.00%
自给率提高带来的成本节省 (万元)	11233	22466	22466	67398	44932	49094
自给率提高带来的毛利率上升 (万元)	0.51%	0.86%	0.76%	2.15%	1.33%	1.31%

来源：国金证券研究所

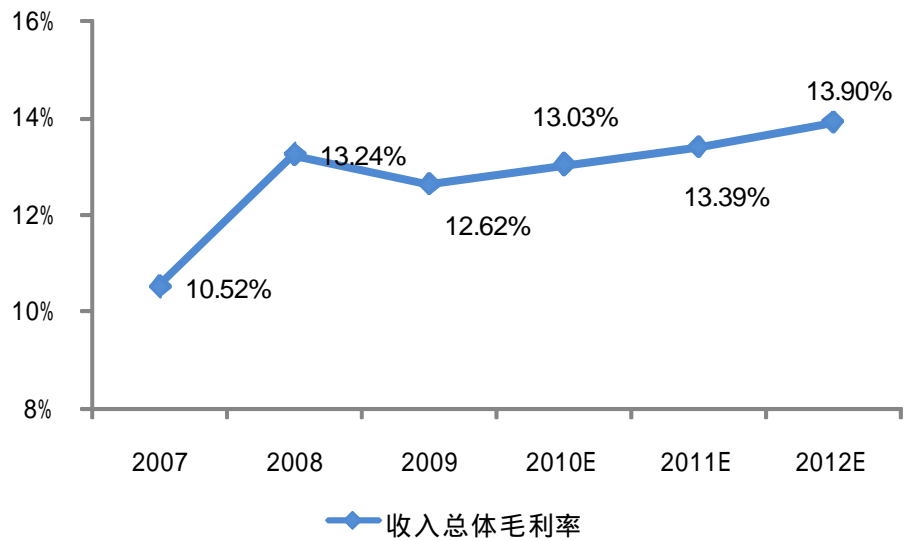
业务平台一体化也将带来成本降低

- 中材国际是由多个业务有重合内容的主体组成的上市公司，内部资源的优化和重组等是公司内生型成长的中长期课题，公司从 2008 年以来也进一步加大内部资源的整合力度（包括收购少数股东权益，吸收合并部分公司等），我们认为，步入 2010 年以来，公司资源平台整合力度将进一步加大，未来资源重复浪费等现象将进一步减少，成本和费用率仍有较大提升空间。

以上因素促成公司毛利率的提高

- 以上因素共同促成了毛利率的不断提高，预计公司 2010-2012 年毛利率分别为 13.03%、13.39%、13.90%。（已经考虑人民币未来三年每年升值 2 %的影响）

图表14：中材国际的收入总体毛利率预测



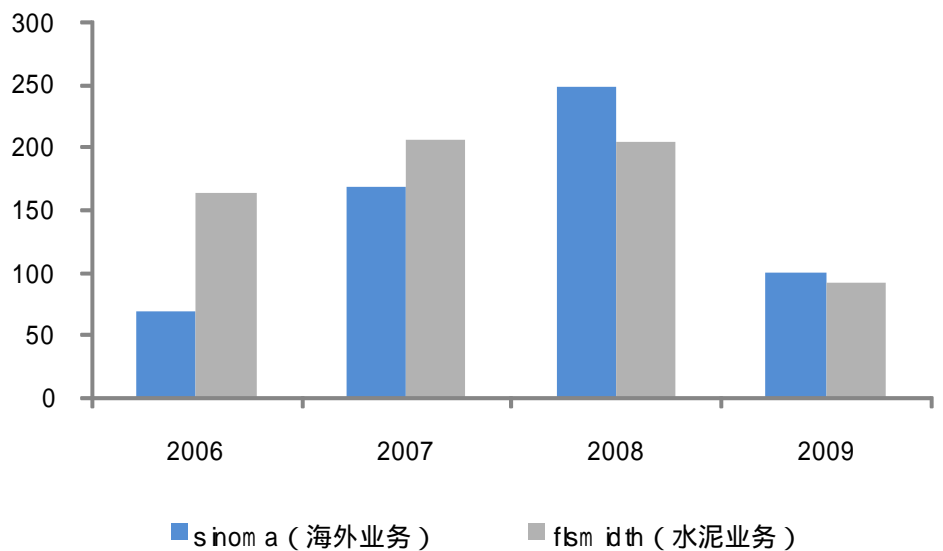
来源：公司财务报告 国金证券研究所

以订单为主的外延式增长还在稳定推进

海外市场竞争力快速上升

- 相对于 FLSmidth、KHD 等老牌企业而言，中材国际算全球水泥总成本市场的新兵，经过短短几年的发展，2008 年中材国际海外订单数目超过主要竞争对手 Flsmidth，其影响力已经广泛得到全球业主的认可。

图表15：中材国际与 Flsmidth 年度新签订单情况（不含中国）

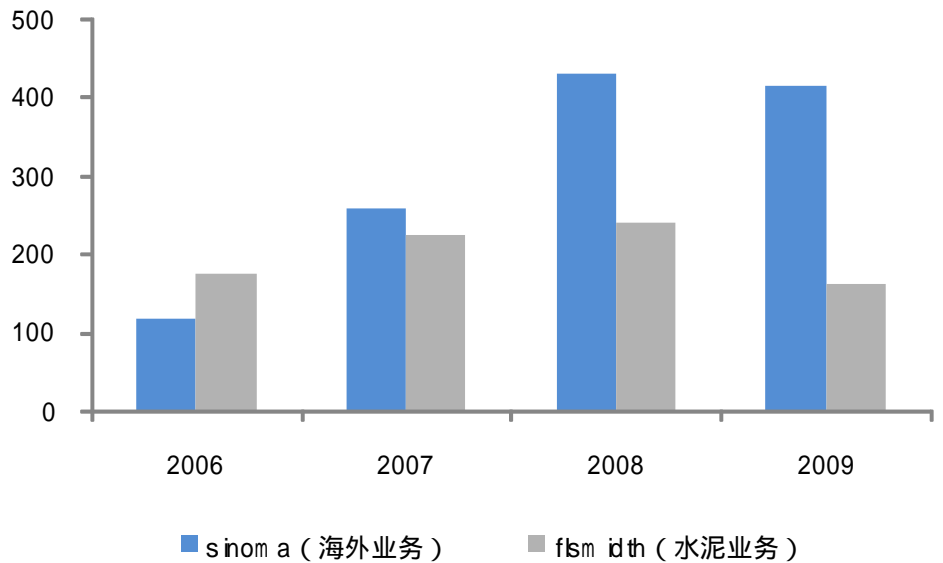


来源：公司财务报告 国金证券研究所

海外结转订单、及订单收入比保证业绩的确定性

- 截至目前，我们判断公司在手合同金额大约在 500 亿元左右（其中 400 多亿为海外合同），公司未来业绩增长的确定性具备充实的合同基础。

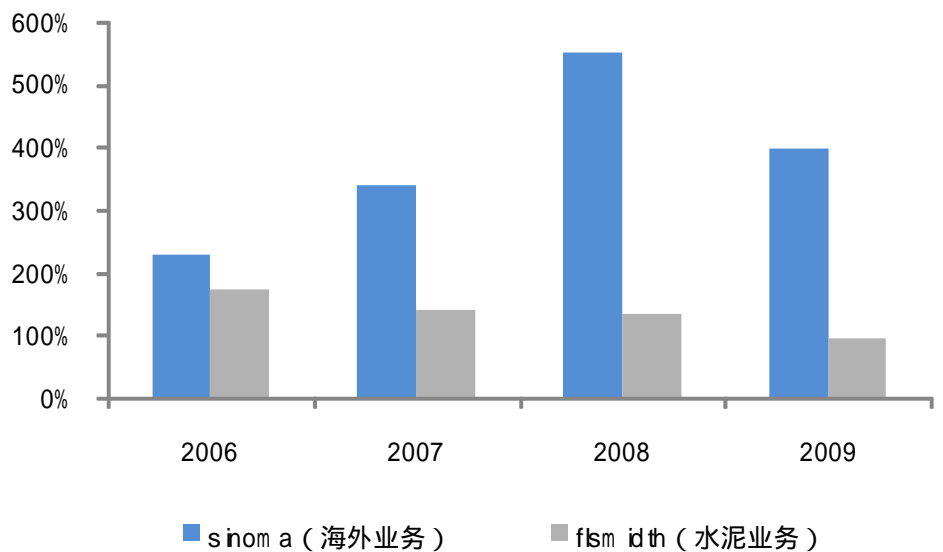
图表16：中材国际与Flsmidth 年度结转订单情况（不含中国）（单位：亿元）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

- 而与主要竞争对手相比，公司海外业务年度结转订单/收入比在 400%左右，未来收入的增势比较明显。

图表17：中材国际与Flsmidth 年度结转订单/收入比情况（不含中国）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

海外业务仍将是未来新签订单的主要部分

- 我们认为，国内水泥产能快速增长的阶段已经过去，未来国内水泥产能将平稳增长，但随着总承包业务模式不断被更多业主认可，公司在国内业务的订单将保持平稳增长；而国外市场、尤其是发展中国家水泥产能增长迅速，仍是未来公司新签订单的主要部分。

图表18：中材国际未来订单预测表

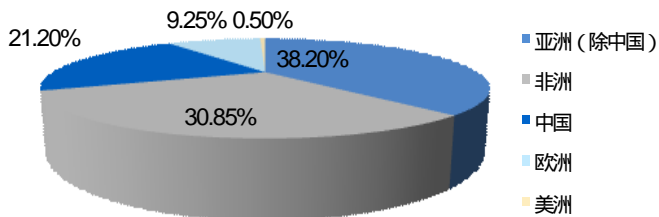
项 目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国内情况						
年初国内订单（亿元）	111.00	132.93	133.76	117.57	103.16	89.74
新签国内订单（亿元）	100.00	90.00	80.00	70.00	60.00	60.00
年收入确认比率	37%	40%	45%	45%	45%	45%
结算国内订单（亿元）	78.07	89.17	96.19	84.41	73.42	67.38
国内订单年末余额（亿元）	132.93	133.76	117.57	103.16	89.74	82.36
国外情况						
年初国外订单（亿元）	415.00	416.25	414.90	416.43	426.82	439.36
新签国外订单（亿元）	140.00	160.00	180.00	211.25	238.88	268.13
年收入确认比率	25%	28%	30%	32%	34%	36%
结算国外订单（亿元）	138.75	161.35	178.47	200.86	226.34	254.69
国外订单年末余额（亿元）	416.25	414.90	416.43	426.82	439.36	452.79
小计						
年初订单（亿元）	526.00	549.18	548.66	534.00	529.98	529.10
新签订单（亿元）	240.00	250.00	260.00	281.25	298.88	328.13
当年结算（亿元）	216.82	250.52	274.66	285.26	299.76	322.08
年底结转订单（亿元）	549.18	548.66	534.00	529.98	529.10	535.15

来源：国金证券研究所

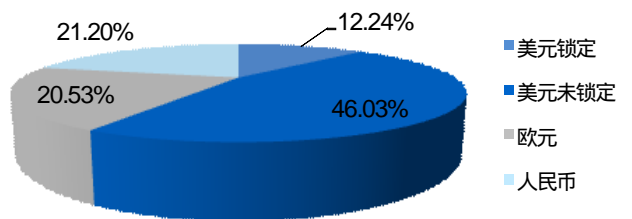
人民币升值影响分析

公司结转订单地域和结算币种分布

图表19：09 年底公司结转订单地域分布



图表20：09 年底公司结转订单的结算币种分布



来源：公司财务报告 国金证券研究所

汇率变化对公司的影响

- 汇率变化对公司的影响体现在三个方面，其中利润表：海外业务毛利率、财务费用下的汇兑损益子科目、投资收益三个科目；资产负债表：交易性金融资产。具体来说：
 - 对于毛利率的影响：结算合同款时候的汇率与签订合同时候的汇率不同，直接反映到公司的收入上，从而影响公司的毛利率；
 - 财务费用--汇兑损益，主要包括：由于存量的外汇资产和负债受到的汇率变化影响；
 - 投资收益，主要指处置交易性金融资产所产生的收益或者损失；
 - 交易性金融资产，反映远期合约价值的变化。

人民币升值对利润表收入和毛利率的影响分析

- 根据上一步的分析，汇率变化对公司财务报表影响较大的有三个部分，我们重点研究其对利润表收入和毛利率的影响，具体情况如下：
- 汇率变化对于毛利率的影响：根据我们的测算，2010 年公司收入中外汇占比达到 62%，其中未锁定汇率的收入占比达到 55%左右，扣除掉现场支付以及国外采购的部分（20%左右），剩下 35%左右。为避免占收入比重

35%的外汇收入受币值大幅波动的影响，我们假定公司利用远期合约将该风险敞口减少至50%，则相当于收入总额的风险敞口在17%左右。

图表21：人民币升值对中材国际收入和毛利率的影响预测表

项 目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
对收入和毛利率的影响						
当年结算的海外业务（亿元）	138.75	161.35	178.47	200.86	226.34	254.69
未锁定汇率的收入占总收入比重	55%	55%	55%	60%	64%	67%
国外采购及支付占总收入的比重	20%	20%	20%	20%	20%	20%
受外汇波动风险影响的收入比重	17%	17%	18%	20%	22%	24%
预计人民币变化	升值2%	升值2%	升值2%	升值1%	升值1%	升值1%
少收到的货款（亿元）	-0.75	-0.88	-0.97	-0.57	-0.67	-0.76
汇率变化影响总体毛利率变化	-0.34%	-0.34%	-0.33%	-0.18%	-0.20%	-0.20%

来源：国金证券研究所

盈利预测、估值与投资建议

公司经营业务预测

- 根据上述分析，假设 2010-2012 年人民币每年升值 2%，2013-2015 年人民币每年升值 1%，我们对公司未来各项业务进行了预测：

图表22：中材国际业务预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内						
销售收入 (百万元)	4,791.77	6,255.96	7,542.01	8,107.00	9,307.20	10,126.11
增长率 (YOY)	73.39%	30.56%	20.56%	7.49%	14.80%	8.80%
毛利率	0.00%	17.13%	18.84%	18.56%	18.28%	18.10%
销售成本 (百万元)	3,902.69	5,184.48	6,121.44	6,602.71	7,606.27	8,293.27
增长率 (YOY)	61.91%	32.84%	18.07%	7.86%	15.20%	9.03%
毛利 (百万元)	889.08	1,071.49	1,420.58	1,504.30	1,700.93	1,832.84
增长率 (YOY)	151.71%	20.52%	32.58%	5.89%	13.07%	7.76%
占总销售额比重	38.73%	44.39%	41.89%	36.52%	35.66%	34.36%
占主营业务利润比重	68.35%	57.44%	62.50%	52.00%	48.67%	44.74%
国外						
销售收入 (百万元)	7,579.17	7,782.57	10,400.93	14,035.00	16,735.00	19,287.00
增长率 (YOY)	68.77%	2.68%	33.64%	34.94%	19.24%	15.25%
毛利率	0.00%	9.79%	7.87%	9.68%	10.54%	11.58%
销售成本 (百万元)	7,167.43	7,020.72	9,582.52	12,676.88	14,971.50	17,053.07
增长率 (YOY)	75.99%	-2.05%	36.49%	32.29%	18.10%	13.90%
毛利 (百万元)	411.74	761.85	818.41	1,358.13	1,763.50	2,233.94
增长率 (YOY)	-1.51%	85.03%	7.42%	65.95%	29.85%	26.68%
占总销售额比重	61.27%	55.23%	57.77%	63.23%	64.13%	65.45%
占主营业务利润比重	31.65%	40.84%	36.01%	46.95%	50.46%	54.53%
其中，国内、外备品备件						
销售收入 (百万元)				460.00	990.00	1,947.00
增长率 (YOY)				0.00%	115.22%	96.67%
毛利率				21.74%	23.03%	23.70%
销售成本 (百万元)				360.00	762.00	1,485.60
增长率 (YOY)				0.00%	111.67%	94.96%
毛利 (百万元)				100.00	228.00	461.40
增长率 (YOY)				0.00%	128.00%	102.37%
占总销售额比重				2.07%	3.79%	6.61%
占主营业务利润比重				3.46%	6.52%	11.26%
其他						
销售收入 (百万元)		53.87	62.20	55.00	55.00	55.00
增长率 (YOY)		0.00%	15.47%	-11.57%	0.00%	0.00%
毛利率		59.49%	54.60%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)		21.82	28.24	24.75	24.75	24.75
增长率 (YOY)		0.00%	29.40%	-12.35%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)		32.04	33.96	30.25	30.25	30.25
增长率 (YOY)		0.00%	5.99%	-10.93%	0.00%	0.00%
占总销售额比重		0.38%	0.35%	0.25%	0.21%	0.19%
占主营业务利润比重		1.72%	1.49%	1.05%	0.87%	0.74%
销售总收入 (百万元)	12370.93	14092.40	18005.14	22197.00	26097.20	29468.11
销售总成本 (百万元)	11070.12	12227.01	15732.20	19304.33	22602.52	25371.09
毛利 (百万元)	1300.82	1865.38	2272.95	2892.67	3494.68	4097.02
平均毛利率	10.52%	13.24%	12.62%	13.03%	13.39%	13.90%

来源：公司财务报告 国金证券研究所

盈利预测、估值与投资建议

- 公司 2010-2012 年实现归属于母公司的净利润 9.95 亿元、12.85 亿元、15.97 亿元，增速分别为 33.78%、29.14%、24.25%，按照目前最新股本对应每股收益 1.311 元、1.693 元、2.103 元。
- 订单决定业绩，从目前公司的收入订单比来看，未来 3 年业绩成长的确定性比较强，而随着公司总承包业务衍生的售后服务业务的规模化开展，以及中长期公司的节能环保技术和设备的大规模产业化，公司估值水平有望提高，我们建议投资者买入中材国际。
- 我们给予公司的目标价位为 26.21 元，相当于 2010 年 20 倍 PE。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	12,371	14,092	18,005	22,197	26,097	29,468	货币资金	3,877	10,554	7,481	8,894	10,529	10,181
增长率		13.9%	27.8%	23.3%	17.6%	12.9%	应收款项	1,011	1,636	1,706	2,173	2,555	2,807
主营业务成本	-11,070	-12,227	-15,732	-19,304	-22,603	-25,371	存货	1,865	2,084	2,476	2,909	3,715	4,866
% 销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	87.0%	86.6%	86.1%	其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,069	4,988	5,851
毛利	1,301	1,865	2,273	2,893	3,495	4,097	流动资产	8,735	17,415	15,007	18,045	21,787	23,705
% 销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	13.0%	13.4%	13.9%	% 总资产	89.3%	91.9%	88.7%	89.6%	90.3%	89.4%
营业税金及附加	-75	-109	-121	-155	-183	-206	长期投资	60	92	101	102	101	101
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	782	1,019	1,324	1,692	1,984	2,472
营业费用	-143	-129	-118	-178	-196	-206	% 总资产	8.0%	5.4%	7.8%	8.4%	8.2%	9.3%
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	无形资产	169	356	405	294	256	234
管理费用	-495	-614	-981	-1,243	-1,514	-1,724	非流动资产	1,051	1,535	1,911	2,090	2,343	2,809
% 销售收入	4.0%	4.4%	5.4%	5.6%	5.8%	5.9%	% 总资产	10.7%	8.1%	11.3%	10.4%	9.7%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	588	1,013	1,053	1,317	1,603	1,961	资产总计	9,786	18,950	16,919	20,135	24,130	26,513
% 销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	5.9%	6.1%	6.7%	短期借款	197	2,840	99	0	0	0
财务费用	-2	-134	117	27	36	81	应付款项	7,678	13,859	13,748	16,675	19,436	20,273
% 销售收入	0.0%	1.0%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	其他流动负债	392	374	495	292	325	352
资产减值损失	-19	-112	-89	-56	-10	-5	流动负债	8,267	17,073	14,343	16,966	19,761	20,625
公允价值变动收益	0	3	17	0	0	0	长期贷款	0	0	65	65	65	66
投资收益	-5	6	-60	0	43	48	其他长期负债	36	282	307	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	2.5%	2.3%	负债	8,303	17,355	14,715	17,031	19,826	20,691
营业利润	562	776	1,038	1,288	1,672	2,084	普通股股东权益	982	1,050	2,107	2,995	4,181	5,680
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	5.8%	6.4%	7.1%	少数股东权益	501	545	97	109	123	142
营业外收支	36	-132	38	30	30	30	负债股东权益合计	9,786	18,950	16,919	20,135	24,130	26,513
税前利润	598	644	1,076	1,318	1,702	2,114	比率分析						
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	5.9%	6.5%	7.2%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-190	-140	-254	-311	-402	-499	每股指标						
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	每股收益	1.514	1.855	1.764	1.311	1.693	2.103
净利润	408	504	822	1,007	1,300	1,615	每股净资产	5.843	6.250	4.995	3.944	5.507	7.481
少数股东损益	154	192	78	12	15	19	每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	3.102	3.022	0.798
归属于母公司的净利润	254	312	744	995	1,285	1,597	每股股利	0.390	0.380	0.400	0.130	0.130	0.130
净利率	2.1%	2.2%	4.1%	4.5%	4.9%	5.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.91%	29.69%	35.31%	33.23%	30.74%	28.12%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	4.94%	5.33%	6.02%
净利润	408	504	822	1,007	1,300	1,615	投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	31.75%	28.02%	25.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	118	332	359	365	385	470	主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	23.28%	17.57%	12.92%
非经营收益	17	-22	76	35	-69	-73	EBIT 增长率	107.14%	72.43%	3.90%	25.04%	21.72%	22.34%
营运资金变动	1,116	3,446	-454	949	677	-1,406	净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	33.78%	29.14%	24.25%
经营活动现金净流	1,658	4,260	803	2,355	2,294	606	总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	19.01%	19.85%	9.87%
资本开支	-243	-297	-449	-538	-599	-900	资产管理能力						
投资	-126	-58	-81	-1	0	0	应收账款周转天数	20.7	22.0	22.8	23.0	23.0	22.0
其他	3	22	10	0	43	48	存货周转天数	58.3	58.9	52.9	55.0	60.0	70.0
投资活动现金净流	-366	-333	-520	-539	-556	-852	应付账款周转天数	55.3	68.8	67.4	68.0	66.0	64.0
股权募资	40	29	0	0	0	0	固定资产周转天数	17.9	24.9	25.0	25.8	25.6	28.4
债权募资	-395	2,653	-2,676	-385	0	1	偿债能力						
其他	-204	-2,842	2,115	-19	-103	-103	净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-284.93%	-243.39%	-173.98%
筹资活动现金净流	-559	-160	-561	-404	-103	-102	EBIT 利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	-48.5	-44.9	-24.1
现金净流量	733	3,767	-277	1,413	1,635	-348	资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	84.59%	82.16%	78.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	6	6	9
买入	0	1	5	5	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.50	1.48	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-26	买入	16.06	N/A
2 2008-07-14	买入	16.74	N/A
3 2008-09-19	买入	12.02	N/A
4 2008-10-12	买入	12.26	N/A
5 2009-03-31	买入	13.18	65.00 ~ 65.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室