中材国际（600970） 建筑与工程

—高速增长中略有一丝隐忧

投资评级	推荐—	公司评级	A	收盘价	27.19	元

2010 年 8 月 13 日

国元证券公司研究-中材国际（600970）年报点评；2010-4-1

事件：

2010年上半年公司实现营业收入103.52 亿元，同比增长42.39%，实现利润总额7.92亿元，同比增长55.01%；实现归属于上市公司股东的净利润6.30 亿元，同比增长99.18%；实现每股收益0.83 元。

结论：

公司竞争优势日益明显，在手未完工合同依然充足；虽未来国内水泥投资增速可能回落，不过海外新兴市场潜能逐渐体现；公司未来快速成长依然可期。预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.73、2. 08、2.50 元，目前股价 27.20 元， 2011 年 PE 仅为 13 倍，PB 为 7.5 倍，不过短期公司股价已大幅度上涨；给予公司“推荐—”的投资评级。

正文：

1 收入及净利润增速均超预期

受益于国内外水泥投资的快速增长及前几年巨额合同的顺利完工，公司营业收入同比增加 42.39%；原材料价格维持低位及高毛利率的装备制造业占营业收入比重的增加，致使公司毛利率同比提高 1.5%；同时管理费用率同比下降 0.4%。致使公司净利润同比大幅度增加 99.18%。投资收益增加 2847 万元及少数股东所占净利润减少 4823 万元部分对冲了资产减值损失增加的 8722 万元及利息收入减少导致财务费用增加的 9541 万元。

2 新签合同同比大增 58.72%

受益于国外市场水泥投资需求回升及公司在新兴市场的业务拓展卓有成效，上半年公司新签合同149.2 亿元（包括印度市场意向性总承包协议53.24 亿元），同比增加58.72%；其中国内市场合同额56.1 亿元，同比基本持平；海外市场同比大增144.74%，匡算出目前公司在手未完工合同约550亿元，足以保证未来两年营业收入的快速增长。

3资产总额及预收款在营业收入大幅增长情况下反小幅减少

与营业收入快速增长相比，资产总额同比增速反减少5.63%；主要是受公司预收款（是否意味新签合同时条件的降低？）同比减少10.81亿元，间接导致公司货币资金同比减少22.13亿元，并导致利息收入大幅下降。

4 海外市场份额的快速增长有望弥补国内水泥投资受调控的不利影响

包括印度等新兴市场未来水泥投资仍有望快速增长，公司以其竞争优势有望在海外市场继续保持较高的市场份额；国内水泥投资受产能过剩影响未来投资增速可能趋缓，公司的新技术产业化有望成为公司新的增长点。

联系方式

研究员：	包社
执业证书编号：	S0020108081173
电　话：	021-51097188-1923
电　邮：	baoshe@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电　话：	（86-21）51097188-1952
电　邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地　址：	中国安徽省合肥市寿春路179 号（230001）

附：财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15007	18764	23145	27958
现金	7481	8637	10779	13360
应收账款	1150	1538	1876	2214
其它应收款	335	472	576	680
预付账款	3331	4584	5593	6599
存货	2476	3202	3911	4615
其他	235	330	410	490
非流动资产	1911	2216	2462	2640
长期投资	57	70	80	90
固定资产	1233	1638	1985	2276
无形资产	290	328	373	425
其他	332	180	23	-151
资产总计	16919	20980	25607	30598
流动负债	14340	16997	19838	22703
短期借款	69	150	200	250
应付账款	3192	4343	5298	6252
其他	11080	12504	14340	16201
非流动负债	374	400	495	590
长期借款	65	85	105	125
其他	309	315	390	465
负债合计	14715	17397	20333	23293
少数股东权益	97	186	294	424
股本	422	759	759	759
资本公积	626	373	373	373
留存收益	1028	2242	3825	5725
归属母公司股东权益	2107	3398	4980	6880
负债和股东权益	16919	20980	25607	30598

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	819	1827	2848	3306
净利润	822	1401	1691	2031
折旧摊销	270	323	402	480
财务费用	-117	29	26	16
投资损失	60	-40	-40	-40
营运资金变动	-805	14	678	728
其它	588	100	92	92
投资活动现金流	-520	-731	-761	-791
资本支出	452	550	550	550
长期投资	-81	14	11	11
其他	-149	-166	-200	-230
筹资活动现金流	-561	60	55	65
短期借款	-2771	81	50	50
长期借款	65	20	20	20
普通股增加	254	337	0	0
资本公积增加	214	-253	0	0
其他	1677	-125	-15	-5
现金净增加额	-262	1156	2142	2580

利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18005	24127	29435	34733
营业成本	15732	20846	25461	30044
营业税金及附加	121	152	185	219
营业费用	118	159	194	229
管理费用	981	1158	1383	1598
财务费用	-117	29	26	16
资产减值损失	89	100	110	120
公允价值变动收益	17	0	0	0
投资净收益	-60	40	40	40
营业利润	1038	1723	2114	2548
营业外收入	58	60	65	70
营业外支出	21	10	12	14
利润总额	1076	1773	2167	2604
所得税	254	372	477	573
净利润	822	1401	1691	2031
少数股东损益	78	89	108	130
归属母公司净利润	744	1312	1582	1901
EBITDA	1192	2075	2542	3043
EPS（元）	1.76	1.73	2.08	2.50

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.8%	34.0%	22.0%	18.0%
营业利润	35.5%	66.0%	22.7%	20.5%
归属母公司净利润	143.3%	76.3%	20.6%	20.1%
获利能力				
毛利率	12.6%	13.6%	13.5%	13.5%
净利率	4.1%	5.4%	5.4%	5.5%
ROE	35.3%	38.6%	31.8%	27.6%
ROIC	-17.9%	-35.1%	-38.5%	-41.1%
偿债能力				
资产负债率	87.0%	82.9%	79.4%	76.1%
净负债比率	1.11%	1.52%	1.70%	1.82%
流动比率	1.05	1.10	1.17	1.23
速动比率	0.87	0.91	0.96	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.27	1.26	1.24
应收账款周转率	14	15	15	14
应付账款周转率	5.42	5.53	5.28	5.20
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.73	2.08	2.50
每股经营现金流	1.08	2.41	3.75	4.35
每股净资产	2.78	4.47	6.56	9.06
估值比率				
P/E	15.42	15.74	13.05	10.86
P/B	5.44	6.08	4.15	3.00
EV/EBITDA	11	6	5	4

资料来源：国元证券研究中心

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

免责条款：

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