

## 中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

## 中材国际前三季度业绩预增公告点评

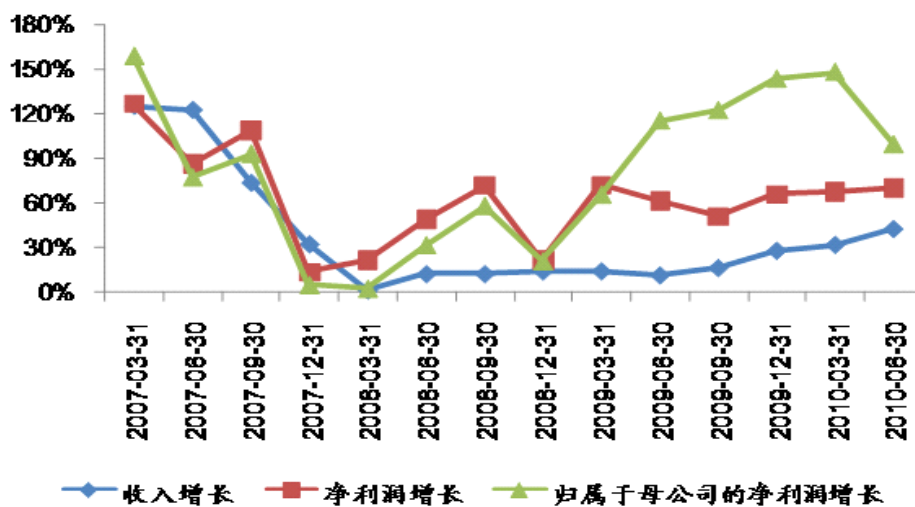
## 事件

中材国际2010年10月19日发布公告: 预计公司2010年1-9月份实现的营业总收入同比增长30%-50%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长80%-90%; 业绩预增的原因在于公司主营业务收入规模增长和加强成本控制带来的较高的毛利率。

## 评论

公司业绩仍处于快速增长的通道之中: 1、公司上半年实现收入增长42.39%、归属于母公司的净利润增长99.18%, 前三季度分别增长30%-50%、80%-90%, 延续了业绩的快速增长态势; 2、由于前三季度归属于母公司的净利润增速低于上半年, 说明三季度单季度利润增速较之上半年略有下降。

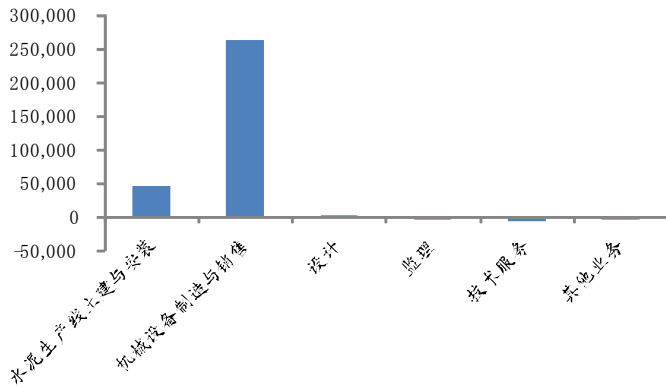
图表1: 公司业绩快速增长



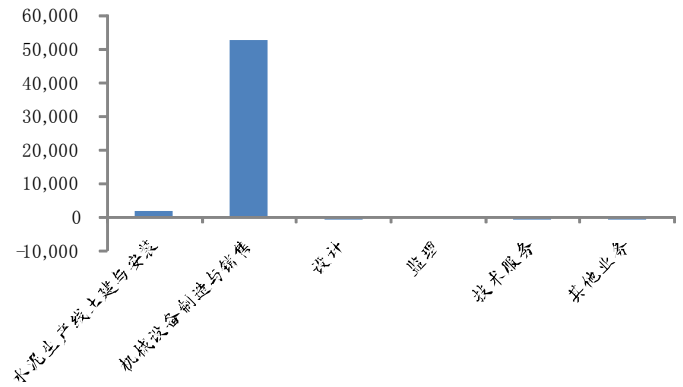
来源: 公司财务报告 国金证券研究所

公司业务毛利率仍有上升的空间: 1、设备自给率的提高、订单吨价格的上升、内部资源整合(比如物流平台的整合)等因素, 将在一个较长的时间内持续提升公司业务的毛利率; 2、从上半年的情况就能很明显看出, 公司上半年毛利增长主要来自于设备自给率的提高, 而且仍能提高; 3、公司内部资源整合是下一个值得期待的因素, 比如9月21日公司公告的天津院与中材建设合并。

图表2：上半年各业务的收入增长主要来自设备



图表3：上半年各业务的毛利增长主要来自设备



来源：公司财务报告 国金证券研究所

公司的四大投资逻辑目前仍然适用：**1、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。**2、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 2010 年 8 月 13 日发布的中国中材国际工程股份有限公司第三届董事会第二十五次会议决议中，公司审议通过了《关于设立中材国际资源与环境工程有限公司的议案》，以推进该方面的市场化。在目前中国经济十分着重节能环保与循环经济的背景下，我们看好公司在垃圾焚烧、污泥处理技术产业化方面的进展，具体请见我们在 8 月 12 日发布的《水泥窑协同处理城市垃圾专题分析报告》。**3、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。**4、以订单为基础的外延式增长还在稳定推进：**我们预计，印度市场将成为中材国际的传统业务继中东、非洲之后的第三大增长极，公司的国际订单可能迎来又一个高潮。此外，公司在俄罗斯的业务也很值得期待。

### 投资建议

我们上调了公司的盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 1.80、2.40、3.26 元。5 月份推出公司的报价报告至今，公司股价涨幅已经不小，不过对应于公司未来的业绩增速和绝对值，目前的估值并不算高。公司仍然存在着“订单决定业绩，业务衍生提升估值”的投资机会。维持“买入”的评级。

图表4: 三张表预测

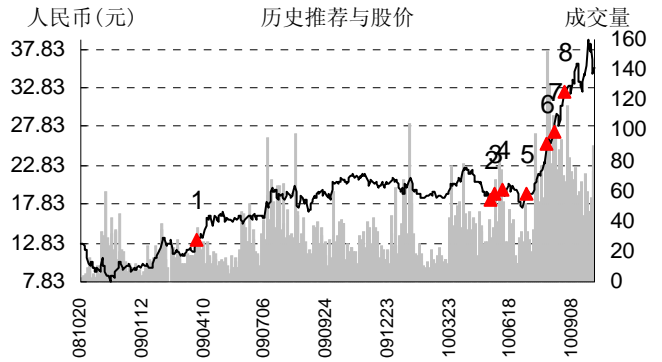
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,371</b>	<b>14,092</b>	<b>18,005</b>	<b>25,151</b>	<b>30,883</b>	<b>39,549</b>	货币资金	3,877	10,554	7,481	10,329	13,015	14,403
增长率		13.9%	27.8%	39.7%	22.8%	28.1%	应收款项	1,011	1,636	1,706	2,462	3,023	3,767
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,070</b>	<b>-12,227</b>	<b>-15,732</b>	<b>-21,616</b>	<b>-26,550</b>	<b>-33,925</b>	存货	1,865	2,084	2,476	3,257	4,364	6,506
%销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	85.9%	86.0%	85.8%	其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,555	5,856	7,818
<b>毛利</b>	<b>1,301</b>	<b>1,865</b>	<b>2,273</b>	<b>3,535</b>	<b>4,334</b>	<b>5,624</b>	流动资产	8,735	17,415	15,007	20,603	26,259	32,495
%销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	14.1%	14.0%	14.2%	%总资产	89.3%	91.9%	88.7%	90.8%	91.8%	92.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-75</b>	<b>-109</b>	<b>-121</b>	<b>-176</b>	<b>-216</b>	<b>-277</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-143</b>	<b>-129</b>	<b>-118</b>	<b>-201</b>	<b>-232</b>	<b>-237</b>	%总资产	8.0%	5.4%	7.8%	7.5%	6.9%	7.0%
%销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	无形资产	169	356	405	294	256	234
<b>管理费用</b>	<b>-495</b>	<b>-614</b>	<b>-981</b>	<b>-1,408</b>	<b>-1,637</b>	<b>-1,977</b>	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%	5.3%	5.0%	%总资产	10.7%	8.1%	11.3%	9.2%	8.2%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>588</b>	<b>1,013</b>	<b>1,053</b>	<b>1,749</b>	<b>2,249</b>	<b>3,133</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,786</b>	<b>18,950</b>	<b>16,919</b>	<b>22,693</b>	<b>28,602</b>	<b>35,304</b>
%销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	7.0%	7.3%	7.9%	短期借款	197	2,840	99	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>-134</b>	<b>117</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	应付款项	7,678	13,859	13,748	18,835	22,952	27,172
%销售收入	0.0%	1.0%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	392	374	495	315	364	438
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-112</b>	<b>-89</b>	<b>-63</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	流动负债	8,267	17,073	14,343	19,150	23,316	27,610
公允价值变动收益	0	3	17	0	0	0	长期贷款	0	0	65	65	65	66
<b>投资收益</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>-60</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>71</b>	其他长期负债	36	282	307	0	0	0
%税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	1.8%	2.2%	<b>负债</b>	<b>8,303</b>	<b>17,355</b>	<b>14,715</b>	<b>19,215</b>	<b>23,381</b>	<b>27,676</b>
<b>营业利润</b>	<b>562</b>	<b>776</b>	<b>1,038</b>	<b>1,676</b>	<b>2,272</b>	<b>3,182</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>982</b>	<b>1,050</b>	<b>2,107</b>	<b>3,365</b>	<b>5,087</b>	<b>7,465</b>
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	6.7%	7.4%	8.0%	少数股东权益	501	545	97	113	134	163
<b>营业外收支</b>	<b>36</b>	<b>-132</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,786</b>	<b>18,950</b>	<b>16,919</b>	<b>22,693</b>	<b>28,602</b>	<b>35,304</b>
<b>税前利润</b>	<b>598</b>	<b>644</b>	<b>1,076</b>	<b>1,706</b>	<b>2,302</b>	<b>3,212</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	6.8%	7.5%	8.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-190</b>	<b>-140</b>	<b>-254</b>	<b>-324</b>	<b>-460</b>	<b>-707</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	19.0%	20.0%	22.0%	每股收益	1.514	1.855	1.764	1.799	2.398	3.262
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>822</b>	<b>1,382</b>	<b>1,842</b>	<b>2,506</b>	每股净资产	5.843	6.250	4.995	4.432	6.700	9.833
少数股东损益	154	192	78	16	21	29	每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	5.001	4.414	3.061
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>254</b>	<b>312</b>	<b>744</b>	<b>1,366</b>	<b>1,821</b>	<b>2,477</b>	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%	5.4%	5.9%	6.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	25.91%	29.69%	35.31%	40.58%	35.79%	33.18%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	6.02%	6.36%	7.02%
<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>822</b>	<b>1,382</b>	<b>1,842</b>	<b>2,506</b>	投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	39.98%	34.04%	31.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>118</b>	<b>332</b>	<b>359</b>	<b>372</b>	<b>390</b>	<b>482</b>	主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	39.69%	22.79%	28.06%
非经营收益	17	-22	76	41	-63	-92	EBIT增长率	107.14%	72.43%	3.90%	66.09%	28.59%	39.30%
<b>营运资金变动</b>	<b>1,116</b>	<b>3,446</b>	<b>-454</b>	<b>2,002</b>	<b>1,182</b>	<b>-572</b>	净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	83.57%	33.31%	36.06%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,658</b>	<b>4,260</b>	<b>803</b>	<b>3,797</b>	<b>3,351</b>	<b>2,324</b>	总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	34.13%	26.04%	23.43%
资本开支	-243	-297	-449	-538	-599	-900	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-126</b>	<b>-58</b>	<b>-81</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	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	42	71	存货周转天数	58.3	58.9	52.9	55.0	60.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-366</b>	<b>-333</b>	<b>-520</b>	<b>-539</b>	<b>-557</b>	<b>-829</b>	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	22.8	21.6	21.1
债权募资	-395	2,653	-2,676	-385	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-204	-2,842	2,115	-26	-108	-108	净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-295.49%	-248.30%	-188.13%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-559</b>	<b>-160</b>	<b>-561</b>	<b>-411</b>	<b>-108</b>	<b>-107</b>	EBIT利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	177.4	538.4	920.6
<b>现金净流量</b>	<b>733</b>	<b>3,767</b>	<b>-277</b>	<b>2,848</b>	<b>2,686</b>	<b>1,388</b>	资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	84.67%	81.75%	78.39%

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-03-31	买入	13.33	65.00 ~ 65.00
2	2010-05-18	买入	18.48	26.21 ~ 26.21
3	2010-05-24	买入	19.18	N/A
4	2010-06-02	买入	19.64	N/A
5	2010-07-08	买入	19.12	26.00 ~ 26.00
6	2010-08-05	买入	25.67	N/A
7	2010-08-13	买入	27.21	N/A
8	2010-08-30	买入	32.38	40.00 ~ 40.00

来源：国金证券研究所



**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，国金证券不作出任何担保。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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室