

中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

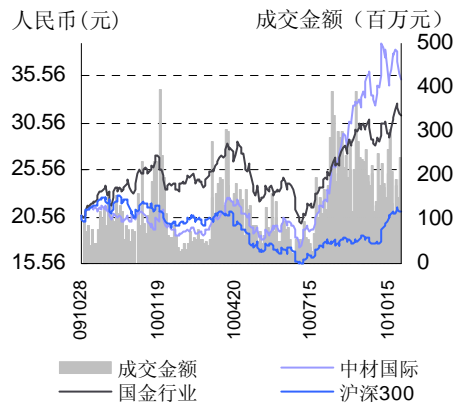
市价(人民币): 35.10元

三季度报点评

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)	26,649.12
年内股价最高最低(元)	39.02/17.37
沪深 300 指数	3481.08
上证指数	3051.42



相关报告

- 《中材国际前三季度业绩预增公告点评》，2010.10.19
- 《子公司与马来西亚业主签署EPC合同点评》，2010.8.30
- 《业绩超预期,环保等平台公司成立》，2010.8.13

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

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	1.794	2.533	3.294
每股净资产(元)	6.25	5.00	4.43	6.83	10.00
每股经营性现金流(元)	25.40	1.94	3.88	5.06	2.81
市盈率(倍)	17.25	21.07	19.56	13.85	10.65
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	22.57%	138.67%	83.13%	41.18%	30.03%
净资产收益率(%)	29.69%	35.31%	40.53%	37.08%	32.96%
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

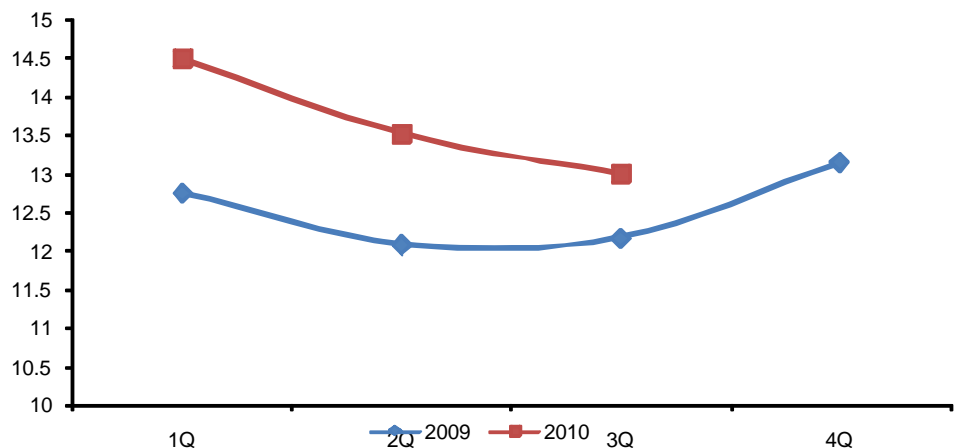
重大事件

- 中材国际披露三季度报告: 公司实现营业收入 157.66 亿元, 同比增长 41%; 实现归属母公司净利润 9.44 亿元, 同比增长 84.53%; 按照期末股本对应的 EPS 为 1.24 元, 基本符合高增长预期。

我们的观点

- 三季度利润增速略低于中报利润增速 (99.18%), 主要原因在于三季度确认收入较二季度有所降低所致, 单季毛利率为 13% 也较二季度 13.52% 有所下降, 但同比来看仍较去年明显提高, 但第三季度的净利率却比二季度有所提高在于三季度记提的资产减值准备有所降低 (应收帐款坏帐准备)。我们判断从业绩方面来看, 四季度是收入和利润确认最大的一个季度, 公司仍能维持 80% 以上的全年利润增速。

图表1: 中材国际单季毛利率变化趋势 (%)



来源: 国金证券研究所

- 从订单新增情况来看, 我们判断前三季度大约新增订单超过 180 亿元, 国外和国内大约保持 6: 4 的订单分布比例, 从目前的订单接触情况来看, 四季度仍是订单实现较好的时间段, 预计全年完成前期预测 240 亿元的订单量应该问题不大, 尤其印度订单值得资本市场期待, 因为这是前期预期的逐渐兑现。

- **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，今年这块的收入贡献预计在 5 亿左右；**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。
- 2010-2012 年 EPS 分别为 1.794、2.533、3.294 元，同比增速分别为 83.13%、41.18%、30.03%，虽然今年中材国际已经录得较大涨幅，但放眼明年的业绩增速，以及能提升估值空间业务的拓展，我们仍非常看好这家公司，继续给予买入投资评级。

图2: 三大报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	12,371	14,092	18,005	22,775	29,453	36,596
增长率		13.9%	27.8%	26.5%	29.3%	24.3%
主营业务成本	-11,070	-12,227	-15,732	-19,647	-25,259	-31,267
%销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	86.3%	85.8%	85.4%
毛利	1,301	1,865	2,273	3,128	4,194	5,329
%销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	13.7%	14.2%	14.6%
营业税金及附加	-75	-109	-121	-159	-206	-256
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-143	-129	-118	-182	-221	-220
%销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%
管理费用	-495	-614	-981	-1,048	-1,384	-1,683
%销售收入	4.0%	4.4%	5.4%	4.6%	4.7%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	588	1,013	1,053	1,739	2,383	3,170
%销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	7.6%	8.1%	8.7%
财务费用	-2	-134	117	-10	-4	-4
%销售收入	0.0%	1.0%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-19	-112	-89	-57	-17	-14
公允价值变动收益	0	3	17	0	0	0
投资收益	-5	6	-60	0	41	62
%税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	1.7%	1.9%
营业利润	562	776	1,038	1,672	2,402	3,214
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	7.3%	8.2%	8.8%
营业外收支	36	-132	38	30	30	30
税前利润	598	644	1,076	1,702	2,432	3,244
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	7.5%	8.3%	8.9%
所得税	-190	-140	-254	-323	-486	-714
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	19.0%	20.0%	22.0%
净利润	408	504	822	1,378	1,946	2,530
少数股东损益	154	192	78	16	22	29
归属于母公司的净利润	254	312	744	1,362	1,923	2,501
净利率	2.1%	2.2%	4.1%	6.0%	6.5%	6.8%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	408	504	822	1,378	1,946	2,530
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	118	332	359	366	392	479
非经营收益	17	-22	76	41	-62	-83
营运资金变动	1,116	3,446	-454	1,162	1,568	-794
经营活动现金净流	1,658	4,260	803	2,948	3,844	2,132
资本开支	-243	-297	-449	-538	-599	-900
投资	-126	-58	-81	-1	0	0
其他	3	22	10	0	41	62
投资活动现金净流	-366	-333	-520	-539	-558	-838
股权募资	40	29	0	0	0	0
债权募资	-395	2,653	-2,676	-385	0	1
其他	-204	-2,842	2,115	-26	-108	-108
筹资活动现金净流	-559	-160	-561	-411	-108	-107
现金净流量	733	3,767	-277	1,999	3,178	1,187
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,877	10,554	7,481	9,480	12,658	13,845
应收款项	1,011	1,636	1,706	2,229	2,883	3,486
存货	1,865	2,084	2,476	2,960	4,152	5,996
其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,141	5,573	7,207
流动资产	8,735	17,415	15,007	18,811	25,266	30,534
%总资产	89.3%	91.9%	88.7%	90.0%	91.5%	91.6%
长期投资	60	92	101	102	101	101
固定资产	782	1,019	1,324	1,692	1,984	2,472
%总资产	8.0%	5.4%	7.8%	8.1%	7.2%	7.4%
无形资产	169	356	405	294	256	234
非流动资产	1,051	1,535	1,911	2,090	2,343	2,809
%总资产	10.7%	8.1%	11.3%	10.0%	8.5%	8.4%
资产总计	9,786	18,950	16,919	20,901	27,609	33,343
短期借款	197	2,840	99	0	0	0
应付款项	7,678	13,859	13,748	17,066	21,871	25,112
其他流动负债	392	374	495	295	351	411
流动负债	8,267	17,073	14,343	17,361	22,222	25,523
长期贷款	0	0	65	65	65	66
其他长期负债	36	282	307	0	0	0
负债	8,303	17,355	14,715	17,426	22,287	25,589
普通股股东权益	982	1,050	2,107	3,362	5,187	7,589
少数股东权益	501	545	97	113	135	164
负债股东权益合计	9,786	18,950	16,919	20,901	27,609	33,343
比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.514	1.855	1.764	1.794	2.533	3.294
每股净资产	5.843	6.250	4.995	4.428	6.832	9.996
每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	3.883	5.063	2.808
每股股利	0.390	0.380	0.400	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.91%	29.69%	35.31%	40.53%	37.08%	32.96%
总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	6.52%	6.97%	7.50%
投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	39.79%	35.38%	31.62%
增长率						
主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	26.49%	29.32%	24.25%
EBIT增长率	107.14%	72.43%	3.90%	65.15%	37.00%	33.05%
净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	83.13%	41.18%	30.03%
总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	23.54%	32.10%	20.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	22.0	22.8	23.0	23.0	22.0
存货周转天数	58.3	58.9	52.9	55.0	60.0	70.0
应付账款周转天数	55.3	68.8	67.4	68.0	66.0	64.0
固定资产周转天数	17.9	24.9	25.0	25.2	22.7	22.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-271.33%	-236.88%	-177.89%
EBIT利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	173.4	538.2	882.4
资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	83.37%	80.72%	76.75%

来源: 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	1	1	2	11	15
买入	0	1	2	10	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.43	1.46	1.48

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 2010-05-18	买入	18.48	26.21 ~ 26.21
2 2010-05-24	买入	19.18	N/A
3 2010-06-02	买入	19.64	N/A
4 2010-07-08	买入	19.12	26.00 ~ 26.00
5 2010-08-05	买入	25.67	N/A
6 2010-08-13	买入	27.21	N/A
7 2010-08-30	买入	32.38	40.00 ~ 40.00
8 2010-10-19	买入	36.33	N/A

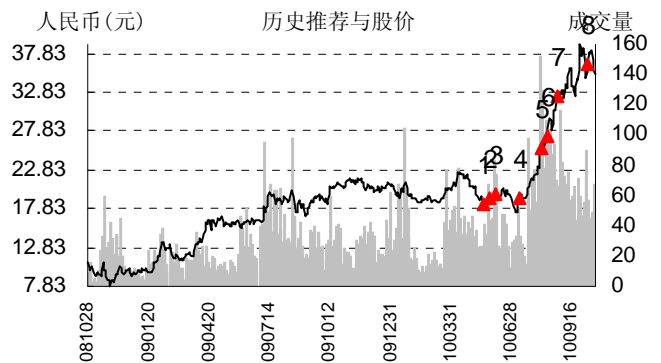
来源：国金证券研究所

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