

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

唐笑
分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

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

成都院签署多哥熟料线 EPC 意向函点评

事件

中材国际于2011年2月23日发布公告: 近日公司下属成都院与海德堡签署了多哥境内 Tabligbo 地区 5000t/d 工程总承包意向函, 项目总金额为 149,199,090 美元+8,200,000 欧元。其中, 桩基工程价格暂定为 8,269,090 美元, 桩基最终价格将根据实际发生的工程量予以结算。工程范围包括从原料进厂到熟料出厂的整条熟料生产线的设计、供货(不含业主采购部分)、土建、安装和调试考核。业主负责提供回转窑、篦冷机和燃烧器, 并为工程提供固定价格的水泥。项目从本意向函签署日起算, 852 天出产熟料, 974 天临时验收。

评论

该意向函的签署对于公司构成利好: 1、此次意向函合计人民币 10.5 亿元左右, 预计公司 2010 年全年新签订单 240 亿元, 10.5 亿元相当于 240 亿元的 4.4%, 也从侧面反映了非洲地区水泥设备市场景气; 2、核心装备回转窑、篦冷机、燃烧器仍然由业主海德堡自己供应, 表明公司在核心设备方面仍有很大发展空间; 3、从价格来说, 吨熟料价格达到了 102\$/T, 处于较高水平。

公司水泥生产线订单有望持续高于预期: 1、从国内来看, 由于固有原因, EPC 在国内发展较慢, 但是随着 EPC 比例提高, 尤其是中材集团要求下属水泥企业新建水泥线必须采用总包模式; 同时部分审批通过的项目由于某些问题进展不畅、而后陆续投入建设, 公司国内订单或将高于市场预期。2、从国外来看, 需求回升趋势比较明显, 印度市场大量订单将成为公司投资逻辑中锦上添花的因素。

传统业务不断超预期, 决定公司的业绩和 EPS: 1、装备自给率方面, 预计 2010 年达到 33%-34%, 比起 2009 年显著提高, 是公司业绩超预期的主要原因; 2、随着中材集团对于装备企业的整合, 公司在装备方面的生产能力、技术水平、竞争格局将分别得到提高和优化, 随着公司装备竞争力的提高, 设备自给率稳定上升, 带来业绩的持续提高。

衍生业务有望改变市场对公司的定位, 提升估值: 1、备品备件方面, 05 年进入国际市场至今, 公司完工的和在建的国外总包线已经达到 100 条线以上, 同时这些项目集中分布于东南亚、中东等地区, 目前公司已经具备了大力发展该业务的客观条件; 主观方面, 随着公司对物流平台的梳理, 逐渐具备大力发展该业务的主观条件。2、监理、投资业务方面, 较于备品备件业务预期将有更好的盈利性, 但是具体的业务量还要观察。3、资源环保项目, 作为国家十二五的重点已经被大家认可, 但是单个企业如何参与进去, 还在探索和等待, 对于中材国际而言, 目前已经具备了成熟的技术手段和设备的大规模生产能力, 目前正在建设示范线。我们非常看好中材国际在这一过程中的业务拓展, 解决城市垃圾问题, 首先需解决投资主体的投资意愿问题, 其次才是技术手段上的差异。我们看好水泥窑协同处理城市固废的技术手段、中材国际作为央企背景的业务拓展等。

公司业务转型是大背景下的一部分: 中材国际的估值压制有一个重要的理由, 就是在公司传统业务已经达到全球第一份额的情况下, 未来成长速度放缓, 估值无法处于高位, 我们认为: 1、公司业务转型是处于当前特殊的大背景之下, 我国众多行业都面临同样的问题, 产业转移和经济转型将带来新的市场机遇, 比如公司服务业务占比将逐渐增加, 再比如公司参与资源环保产业的市场机会, 公司向新业务领域的拓展将弥补传统业务领域的缩小。2、公司盈利增速持续高出收入增速, 即从过去的工程输出升级为技术、资金输出, 盈利能力大大增强。比如中材节能从余热发电工程安装, 逐渐开始以 BOT 项目的形式享受后端的项目盈利, 预计 2011 年 BOT 贡献利润将占到公司总体盈利的 1/3 以上。

投资建议

公司 2010-2012 年的 EPS 预测分别为 1.87、2.57、3.34 元, 我们推荐公司的主要逻辑背景并未发生变化, 维持对公司的买入评级。

图表1: 三张表预测

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	23,385	29,284	34,599
增长率		13.9%	27.8%	29.9%	25.2%	18.2%
主营业务成本	-11,070	-12,227	-15,732	-20,052	-25,004	-29,214
%销售收入	89.5%	86.8%	87.4%	85.7%	85.4%	84.4%
毛利	1,301	1,865	2,273	3,333	4,280	5,384
%销售收入	10.5%	13.2%	12.6%	14.3%	14.6%	15.6%
营业税金及附加	-75	-109	-121	-164	-205	-242
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-143	-129	-118	-140	-176	-208
%销售收入	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-495	-614	-981	-1,216	-1,493	-1,730
%销售收入	4.0%	4.4%	5.4%	5.2%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	588	1,013	1,053	1,813	2,405	3,205
%销售收入	4.8%	7.2%	5.8%	7.8%	8.2%	9.3%
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	-59	-15	-10
公允价值变动收益	0	3	17	0	0	0
投资收益	-5	6	-60	0	48	66
%税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.0%	1.9%	2.0%
营业利润	562	776	1,038	1,744	2,434	3,257
营业利润率	4.5%	5.5%	5.8%	7.5%	8.3%	9.4%
营业外收支	36	-132	38	30	30	30
税前利润	598	644	1,076	1,774	2,464	3,287
利润率	4.8%	4.6%	6.0%	7.6%	8.4%	9.5%
所得税	-190	-140	-254	-337	-493	-723
所得税率	31.7%	21.8%	23.6%	19.0%	20.0%	22.0%
净利润	408	504	822	1,437	1,971	2,564
少数股东损益	154	192	78	17	23	29
归属于母公司的净利润	254	312	744	1,421	1,948	2,534
净利率	2.1%	2.2%	4.1%	6.1%	6.7%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	408	504	822	1,437	1,971	2,564
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	118	332	359	368	390	474
非经营收益	17	-22	76	41	-69	-87
营运资金变动	1,116	3,446	-454	1,390	1,303	-1,160
经营活动现金净流	1,658	4,260	803	3,237	3,596	1,792
资本开支	-243	-297	-449	-538	-599	-900
投资	-126	-58	-81	-1	0	0
其他	3	22	10	0	48	66
投资活动现金净流	-366	-333	-520	-539	-551	-834
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	2,288	2,937	851

来源: 国金证券研究所

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	9,769	12,706	13,556
应收款项	1,011	1,636	1,706	2,289	2,867	3,296
存货	1,865	2,084	2,476	3,021	4,110	5,603
其他流动资产	1,982	3,141	3,345	4,226	5,516	6,735
流动资产	8,735	17,415	15,007	19,306	25,199	29,190
%总资产	89.3%	91.9%	88.7%	90.2%	91.5%	91.2%
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%	7.9%	7.2%	7.7%
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%	9.8%	8.5%	8.8%
资产总计	9,786	18,950	16,919	21,396	27,542	31,998
短期借款	197	2,840	99	0	0	0
应付款项	7,678	13,859	13,748	17,498	21,722	23,670
其他流动负债	392	374	495	299	349	391
流动负债	8,267	17,073	14,343	17,797	22,071	24,061
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	17,862	22,136	24,127
普通股股东权益	982	1,050	2,107	3,420	5,270	7,706
少数股东权益	501	545	97	113	136	166
负债股东权益合计	9,786	18,950	16,919	21,396	27,542	31,998

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.514	1.855	1.764	1.871	2.566	3.338
每股净资产	5.843	6.250	4.995	4.505	6.941	10.150
每股经营现金净流	9.871	25.396	1.941	4.264	4.736	2.360
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%	41.54%	36.97%	32.89%
总资产收益率	2.60%	1.64%	4.40%	6.64%	7.07%	7.92%
投入资本收益率	23.90%	17.86%	33.66%	40.81%	35.17%	31.49%
增长率						
主营业务收入增长率	70.53%	13.92%	27.76%	29.88%	25.22%	18.15%
EBIT增长率	107.14%	72.43%	3.90%	72.21%	32.65%	33.23%
净利润增长率	92.87%	22.57%	138.67%	90.97%	37.14%	30.08%
总资产增长率	22.57%	93.65%	-10.72%	26.46%	28.73%	16.18%
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	24.5	22.8	24.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-248.27%	-484.10%	-332.59%	-274.98%	-234.07%	-171.55%
EBIT利息保障倍数	378.7	7.5	-9.0	181.9	552.1	879.9
资产负债率	84.85%	91.58%	86.97%	83.48%	80.37%	75.40%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-05	买入	25.67	N/A
2	2010-08-13	买入	27.21	N/A
3	2010-08-30	买入	32.38	40.00 ~ 40.00
4	2010-10-19	买入	36.33	N/A
5	2010-10-29	买入	35.07	N/A
6	2010-11-30	买入	34.07	N/A
7	2010-12-30	买入	38.87	49.00 ~ 50.00
8	2011-01-25	买入	37.94	N/A

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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室