

建筑施工

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

6-12个月目标价: 65.00元

当前股价: 46.35元

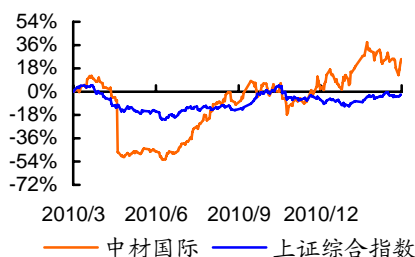
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2946.71
总股本(百万)	759
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	280
EPS (TTM)	1.88
每股净资产(元)	4.37
资产负债率	80.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中材国际	3.3	25.9	42.9
上证综合指数	4.3	5.0	14.9



《中材国际-公司产业链上设备环节的效益发挥明显》 2010-8-13

《中材国际-公司海外订单回升迹象明显》 2010-5-23

中材国际

600970

强烈推荐

水泥工程优势巩固、积极介入环保新业务领域

公司发布2010年年报, 公司实现销售收入239.33亿元, 同比增长32.86%; 实现归属于上市公司股东净利润14.26亿元, 同比增长91.58%。2010年公司的基本每股收益为1.88元, 符合我们的预期。2010年利润分配预案为: 每10股送红股2股, 派现金0.25元(含税)。

投资要点:

- **海外市场处于稳步复苏通道, 公司竞争优势稳固。**2010年公司新签订单240亿元, 同比增长20%, 其中海外合同占62.5%。同比增长50%, 是主要亮点。展望2011年, 除北非目前政治形势有所波动外, 印度、南美及独联体等水泥价格仍处于较高水平, 水泥新线需求仍处于快速增长状态, 公司2011年海外订单将继续上升至200-250亿元, 同比增长30%以上。
- **国内方面, 受益控股股东水泥生产扩张, 订单将维持平稳。**整体判断未来2-3年国内水泥生产线建设活动趋于平稳, 但从结构上看西部地区水泥新线建设的活跃度仍较高, 利用公司控股股东中材股份在西部特别是西北地区水泥扩张中的主导地位, 公司在西部地区的水泥工程市场仍占据有利的竞争形势, 未来国内订单规模有望稳定在80亿元左右。
- **设备自给率及品牌议价能力的提升稳步抬升公司毛利率水平。**2008年以来公司新签合同连续3年超越主要竞争对手Flsmidth而居于世界第一, 品牌优势在海外日益突出, 合同报价水平的稳步提高有利于提升公司的毛利率水平。同时, 从水泥工程全产业链的价值分析, 随着溧阳和扬州水泥装备基地的扩产, 公司未来3年核心设备自给率还将继续提升10-20个百分点, 这也将是公司毛利率稳定向上的有利因素。
- **资金实力及综合技术实力将帮助公司积极介入环保等新业务领域。**公司当前资金充足, 负债规模极低, 有能力为进入新兴领域进行长期持续的投入。当前公司在水泥窑处理城市生活垃圾、城市污泥等废弃物以及太阳能光伏发电EPC业务方面有序推进。虽然短期来看这些新兴领域实际收入金额贡献较为有限, 但从3-5年的发展周期考察, 考虑到公司在传统主业的综合技术优势能够在这些领域有效延伸, 一旦运营模式有所突破, 这些领域的收入潜力有望得到快速释放, 成为公司营收的一个新的重要增长来源。
- **给予强烈推荐的投资评级。**国际水泥工程市场处于寡头垄断局面, 公司技术实力和市场积累丰富, 竞争优势地位巩固。我们看好公司内生的产业链整合改善潜力, 以及公司向环保相关领域的拓展前景。预计2011-2013年公司EPS分别为2.50、3.03和3.71元, 给予强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:** 工程企业收入结算进度波动等。

主要财务指标

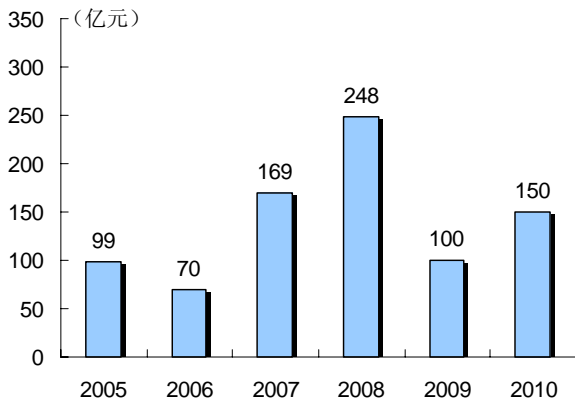
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	23933	28819	33537	38812
同比(%)	33%	20%	16%	16%
归属母公司净利润(百万元)	1426	1901	2298	2819
同比(%)	92%	33%	21%	23%
毛利率(%)	14.0%	13.7%	13.7%	14.1%
ROE(%)	42.9%	36.3%	30.4%	27.1%
每股收益(元)	1.88	2.50	3.03	3.71
P/E	24.68	18.51	15.31	12.48
P/B	10.59	6.72	4.66	3.39
EV/EBITDA	13	11	9	8

资料来源: 中投证券研究所

1、海外市场处于稳步复苏通道，公司整体订单仍将持续上升

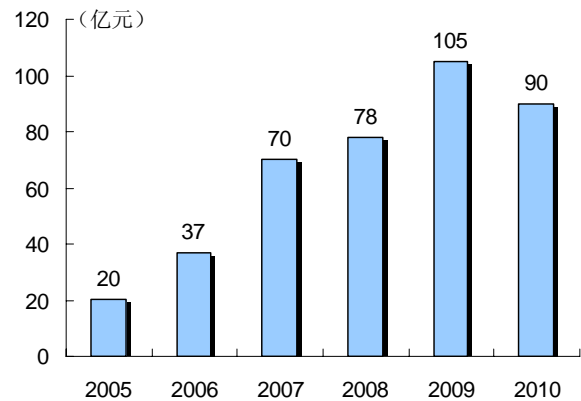
2010年公司新签订单240亿元，同比增长20%，其中海外合同150亿元(含意向性合同50亿元)，国内合同90亿元，海外合同占62.5%。2010年海外合同较上年增长50%，是主要亮点。

图 1 2005-2010 年公司海外新增订单金额



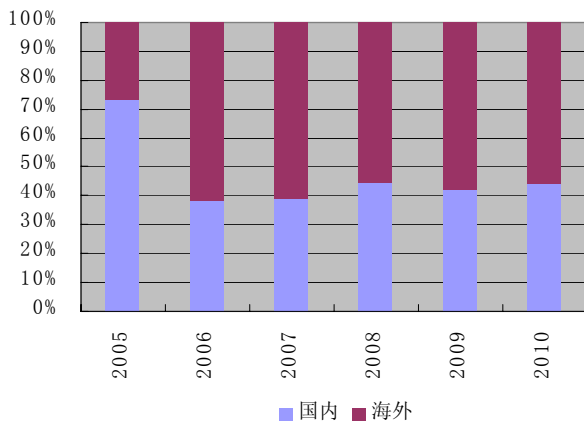
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 2005-2010 年公司国内新增订单金额



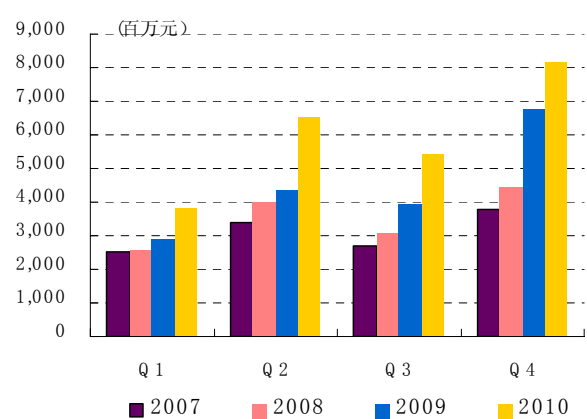
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 2004-2010 年公司国内外收入的比例变化



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 4 公司历年各季度的收入结算规模对比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

海外市场方面，2010年，全球水泥新增产能年签单量(不含中国)为6500万吨，较2009年4500万吨的需求水平有明显增长，其中新增需求主要来自于印度、北非、南美和亚洲部分地区。展望2011年，除北非地区目前政治形势有所波动外，印度、南美及独联体国家等水泥价格仍处于较高水平，水泥新线建设需求仍将处于快速增长状态，预计2011年全球水泥新增产能年签单量(不含中国)将再增长20%至8000万吨以上。按公司目前35-40%的静态市场占有率水平保守计算，公司2011年海外订单将继续上升至200-250亿元左右。

国内方面，2010年公司新签合同90亿元，低于2009年105亿元的高峰水平，但高于2007-2008年年均75亿元的新签合同规模。未来2-3年，整体判断国内水泥生产线建设活动趋于平稳，但从结构上看，西部地区水泥新线建设的活跃度仍较高，而公司控股股东中材股份在西部特别是西北地区的水泥生产占

据主导地位，公司在西部地区的水泥工程 EPC 市场仍占据有利的竞争形势，未来国内市场规模有望稳定在 80 亿元左右。

整体来看，2011 年公司水泥工程新签订单有望达到 280-330 亿元，较 2010 年增长 30% 左右。

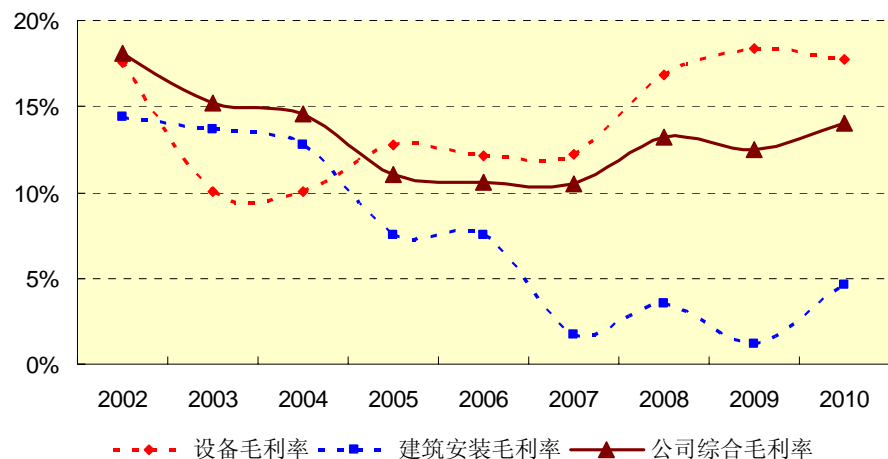
2、设备自给率及品牌议价能力的提升显著提高公司毛利率

2010 年公司在海外市场的市场占有率为 37%，自 2008 年以来连续第 3 年超越主要竞争对手 Flsmidth 而居于世界第一。公司品牌优势在海外市场日益突出，合同报价水平的稳步提高有利于提升公司的毛利率水平。

同时，从水泥工程全产业链的价值分析，2009 年以来公司加大了水泥设备研发和制造能力的投入，目前公司核心设备的自给率已达 30% 左右。随着溧阳和扬州水泥装备基地的扩产，公司未来 3 年核心设备自给率还将继续提升 10-20 个百分点，这也将是公司毛利率稳定向上的有利因素。

综合判断，公司未来 2-3 年毛利率在 2010 年 14.0% 的基础上将继续上升 1-2 个百分点，有望提升至 15.0-16.0%。

图 5 公司各项业务的年度毛利率变化



数据来源：公司公告，中投证券研究所

3、资金实力及综合技术实力将帮助公司积极介入环保等新业务领域

随着 2008 年以来公司新签合同规模的高企，以及客户较高的预付款比例，目前公司账面资金充足，2010 年底公司货币资金高达 83.5 亿元。负债方面，2010 年底公司长短期付息债务合计仅为 3.4 亿元，公司资产负债表强健，有能力为进入新兴领域进行长期持续的投入。

2010 年，公司设立了中材天华国际光伏工程技术（北京）有限公司、中材国际环境工程（北京）有限公司等，在水泥窑处理城市生活垃圾、城市污泥等废弃物以及太阳能光伏发电 EPC 业务方面有序推进。虽然短期来看这些新兴领域实际收入金额贡献较为有限，但从 3-5 年的发展周期考察，考虑到公司在传统主业的综合技术优势能够在这些领域有效延伸，一旦运营模式有所突破，这

些领域的收入潜力有望得到快速释放，从而成为公司营收的一个新的重要增长来源。

表 1 公司各分部的订单及收入预测（单位：亿元）

新签订单分析	08	09	10	11E	12E	13E
水泥工程--国内	78.0	105.0	90.0	80.0	75.0	75.0
--国外	248.0	100.0	150.0	230.0	250.0	280.0
合计	326.0	205.0	240.0	310.0	325.0	355.0
收入分析						
水泥工程--国内	62.6	75.2	104.6	91.5	79.3	75.9
--国外	77.8	104.0	134.0	185.8	225.0	241.0
环保业务				10.0	30.0	70.0
合计	140.4	179.3	238.6	287.3	334.3	386.9
+/-		27.7%	33.1%	20.4%	16.4%	15.7%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15664	19740	23760	28545	营业收入	23933	28819	33537	38812
现金	8355	10924	13369	16567	营业成本	20589	24870	28951	33341
应收账款	1245	1516	1900	2199	营业税金及附加	180	216	252	291
其它应收款	284	348	405	468	营业费用	137	164	191	221
预付账款	2928	3532	4111	4734	管理费用	1161	1300	1450	1650
存货	2325	2809	3270	3765	财务费用	23	-122	-160	-202
其他	527	611	706	811	资产减值损失	174	150	180	210
非流动资产	2132	2123	2067	1999	公允价值变动收益	22	15	15	15
长期投资	63	63	63	63	投资净收益	67	80	110	130
固定资产	1471	1492	1490	1465	营业利润	1757	2336	2798	3446
无形资产	336	372	407	443	营业外收入	95	100	140	150
其他	262	196	106	28	营业外支出	49	40	40	40
资产总计	17796	21862	25827	30544	利润总额	1803	2396	2898	3556
流动负债	13993	16104	17707	19528	所得税	349	455	551	676
短期借款	198	198	198	198	净利润	1454	1941	2347	2880
应付账款	4158	4477	4922	5334	少数股东损益	28	39	49	62
其他	9637	11429	12587	13995	归属母公司净利润	1426	1901	2298	2819
非流动负债	322	322	322	322	EBITDA	2017	2484	2931	3559
长期借款	145	145	145	145	EPS (元)	1.88	2.50	3.03	3.71
其他	177	177	177	177					
负债合计	14315	16425	18028	19850	主要财务比率				
少数股东权益	158	197	246	308	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	759	759	759	759	成长能力				
资本公积	378	378	378	378	营业收入	32.9%	20.4%	16.4%	15.7%
留存收益	2149	4050	6348	9167	营业利润	69.2%	33.0%	19.8%	23.2%
归属母公司股东权益	3324	5240	7553	10387	归属于母公司净利润	91.6%	33.4%	20.9%	22.7%
负债和股东权益	17796	21862	25827	30544	获利能力				
					毛利率	14.0%	13.7%	13.7%	14.1%
					净利率	6.0%	6.6%	6.9%	7.3%
					ROE	42.9%	36.3%	30.4%	27.1%
					ROIC	-30.7%	-33.3%	-38.6%	-44.3%
					偿债能力				
					资产负债率	80.4%	75.1%	69.8%	65.0%
					净负债比率	2.40%	2.09%	1.90%	1.73%
					流动比率	1.12	1.23	1.34	1.46
					速动比率	0.94	1.04	1.15	1.26
					营运能力				
					总资产周转率	1.38	1.45	1.41	1.38
					应收账款周转率	16	17	16	15
					应付账款周转率	5.60	5.76	6.16	6.50
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.88	2.50	3.03	3.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	3.55	3.30	4.20
					每股净资产(最新摊薄)	4.38	6.90	9.95	13.68
					估值比率				
					P/E	24.68	18.51	15.31	12.48
					P/B	10.59	6.72	4.66	3.39
					EV/EBITDA	13	11	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中铁二局、葛洲坝、精工钢构、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、棕榈园林、中国中铁、中国铁建。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434