

2011年3月28日

中材国际

2010年业绩符合预期

买入
A

600970.SS - 人民币 46.35

目标价格: 人民币 55.00

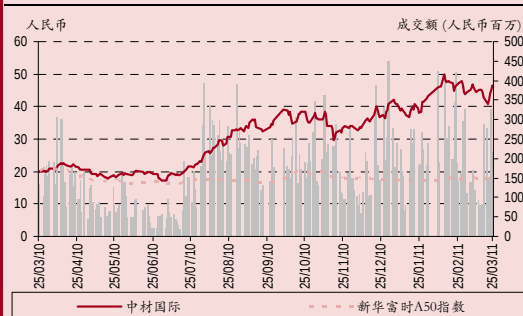
李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	14	(2)	26	131
相对新华富时				
A50 指数(%)	9	(5)	23	140

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	759
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	20,249
3个月日均交易额(人民币 百万)	209
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中材股份	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中材国际公告 2010 年营业收入达到 239.33 亿元, 同比增长 32.9%; 归属母公司净利润达到 14.26 亿元, 同比增长 91.6%, 业绩符合我们的预期。预计公司在 2011 年国内业务量维持稳定, 国外业务有望保持较快增长。预计经过公司装备制造业务的管理整合, 装备制造业务利润率能够实现一定程度提升。此外, 公司通过水泥窑协同处理城市生活垃圾有较大的市场空间。我们看好中材国际的管理整合带来的盈利能力提升以及在环保产业方面的发展, 维持买入评级。

年报要点

- 2010 年公司综合毛利率为 14%, 同比提高了 1.3 个百分点, 净利润率为 6%, 同比提高了 1.8 个百分点。期间费用率基本与前一年度持平。
- 装备制造业务的管理整合有望近期完成, 毛利率有望进一步提升。
- 水泥窑处理城市生活垃圾业务顺利推进, 有利于公司估值的提升。

估值

- 我们对公司 2011-2013 年的盈利预测分别为 2.613、3.426、4.466 元, 给予目标价 55.00 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	18,005	23,933	32,440	40,895	51,633
变动(%)	28	33	36	26	26
净利润(人民币百万)	744	1,426	1,984	2,601	3,391
全面摊薄每股收益(人民币)	1.764	1.878	2.613	3.426	4.466
变动(%)	19.3	6.5	39.2	31.1	30.4
市场预期每股收益(人民币)	-	1.823	2.524	3.250	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.135	2.723	-
调整幅度(%)	-	-	22.4	25.8	N/A
核心每股收益(人民币)	1.826	1.990	2.774	3.576	4.604
变动(%)	(23.1)	9.0	39.4	28.9	28.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.3	24.7	17.7	13.5	10.4
核心市盈率(倍)	25.4	23.3	16.7	13.0	10.1
每股现金流量(人民币)	1.94	1.98	5.54	6.38	8.15
价格/每股现金流量(倍)	23.9	23.5	8.4	7.3	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	14.0	9.7	6.7	4.3
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.392	0.514	0.670
股息率(%)	0.1	0.1	0.8	1.1	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

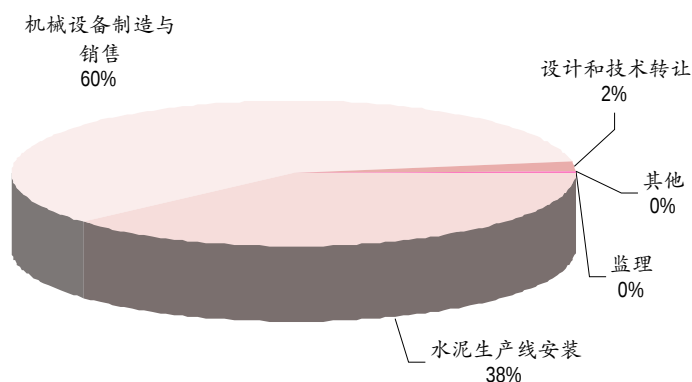
图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09	10	同比变化%
营业收入	18,005	23,933	32.9
营业成本	(15,732)	(20,589)	30.9
营业税金及附加	(121)	(180)	49.2
销售费用	(118)	(137)	15.6
管理费用	(981)	(1,161)	18.4
财务费用	117	(23)	N.M
资产减值损失	(89)	(174)	96.1
公允价值变动	17	22	28.5
投资收益	(60)	67	N.M
营业利润	1,038	1,757	69.2
营业外收入	59	95	63.1
营业外支出	(21)	(49)	135.6
利润总额	1,076	1,803	67.6
所得税费用	(254)	(349)	37.7
净利润	822	1,454	76.9
少数股东损益	(78)	(28)	(63.6)
归属于母公司所有者的净利润	744	1,426	91.6

数据来源：公司数据，中银国际研究

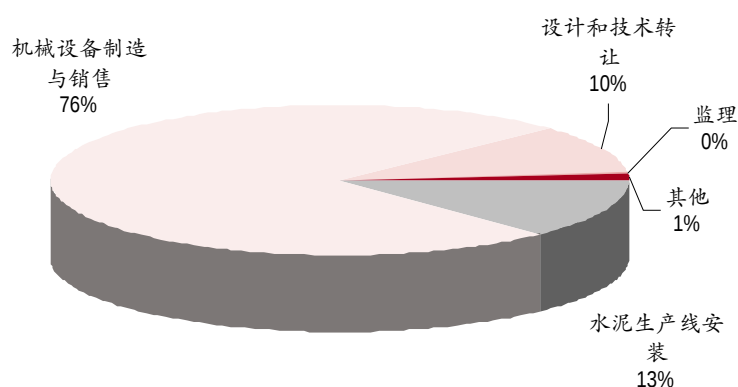
盈利预测及估值。预计公司在 2011 年国内业务量维持稳定，国外业务保持较快增长。经过公司装备制造业务的管理整合，装备制造业务利润率能够实现提升并带动整体利润率上行，我们也看好公司在环保产业方面的发展。我们对其 2011-2013 年的盈利预测分别为 2.613、3.426、4.466 元人民币，目标价格上调至 55.00 元，维持**买入**评级。

2010 年业绩符合预期。公司公告 2010 年营业收入达到 239.33 亿元，同比增长 32.9%；归属母公司净利润达到 14.26 亿元，同比增长 91.6%，符合我们的预期。公司营业收入中水泥生产线建筑安装收入 91.67 亿元，同比增长 32.81%；机械装备制造收入 141.4 亿元，同比增长 32.31%。

图表 3. 2010 年主营业务收入分布


资料来源：公司数据

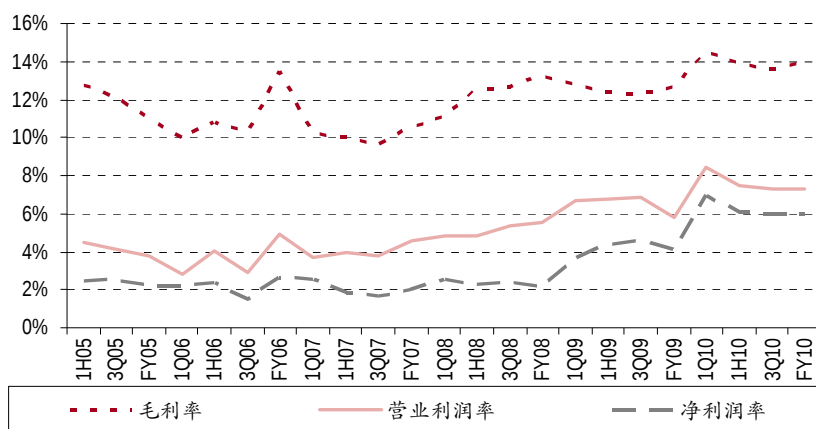
图表 4. 2010 年毛利润分布



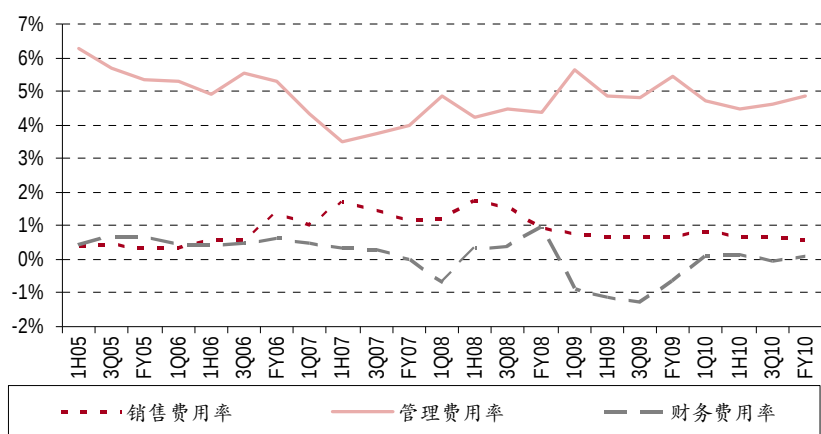
资料来源：公司数据

利润率指标改善。2010 年公司综合毛利率为 14%，同比提高了 1.3 个百分点，营业利润率为 7.3%，同比提高了 1.6 个百分点，净利润率为 6%，同比提高了 1.8 个百分点。期间费用率基本与前一年度持平，为 5.5%，销售费用率和管理费用率均有所下降，财务费用率受汇兑损失的增加略有提高。

图表 5. 利润率



资料来源：公司数据

图表 6. 费用率


资料来源：公司数据

国内业务维持稳定，国外业务有望大幅增长

受 09 年 38 号文影响，国内水泥生产线建设业务减少，但是公司在国内预计仍能够维持目前的业务规模。西部地区目前仍有较大量的水泥生产线建设需求，尤其是公司控股股东中材股份旗下的公司主要处于西部，将为公司提供较大规模的业务保障，2010 年公司在国内新签合同 90 亿，其中有 50-60 亿元来自于关联方的需求，此外公司逐步开展备品备件业务，对于一条 5,000T/D 的生产线，投产 2 年之后每年有 2,000 万的备品备件投入。水泥厂自己生产成本投入比较高，所以更倾向于将这部分业务外包出去。公司在备品备件方面的业务快速增长，有望成为一个重要补充。我们预期 2011 年国内业务量会与 2010 年基本持平。

金融危机过后，公司海外订单和业务量逐步增加，我们预计中材国际 2011 年海外业务较 2010 年仍有较快增长，尤其在印度市场将有望取得较大突破，目前公司在世界范围内市场占有率排名第一，但在印度市场占有率不足 2%，印度市场本身水泥建设需求广阔，市场若能如期打开将进一步拓展公司利润空间。

整合装备制造业务，自给率和利润率将进一步提升

在进行装备业务整合之前，公司内部有成都院、天津院、南京院、中材建设都从事装备制造业务，各个公司使用不同的品牌，研发和产品上存在一定重复，公司近期着力整合装备制造业务，装备整合后会实行专业化分工，并使用同样的品牌。

我们预计经过管理整合，各子公司通过使用同一品牌，销售价格会有所提升，进而带动装备制造业务毛利率提升；另一方面，管理整合也有利于加强装备自给率，目前装备自给率为 33%，预计到 2012 年能够达到 50% 以上，由于装备制造业务毛利率较高，预计对公司整体的毛利率提升有较积极的作用。

环保产业蓄势待发

公司用水泥窑处理垃圾是未来的一个重要业务方向，公司在这方面已经有多年的业务积累，基本模式是利用业主的设备和公司的技术共同建设。公司主要做了两个方面的工作，首先是产业政策方面，和环保部建设部协调将水泥窑处理垃圾列入“十二五”规划，发改委提出初步方案是“十二五”期间日处理 1,200 万吨，建设部也准备列入推荐。其次公司积极与地方政府谈判推动用水泥窑协同处理城市生活垃圾，公司已经公告将在江苏溧阳建设日处理 500t 城市生活垃圾示范线，年处理总量 18.25 万吨。

暂未受到国外政治局势明显影响

公司在利比亚没有项目，在埃及和也门共有 5 条水泥生产线，总承包项目中已有 3 条生产线投产，另外 2 条生产线已近后半程。5 条生产线总体收款已达项目总金额的 80%，未收款部分仅占公司目前在手合同额的 3%，且没有出现因此次局势动荡影响收款的情况。目前这些项目生产经营和建设尚未受到外部局势的明显影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	18,005	23,933	32,440	40,895	51,633
销售成本	(15,732)	(20,589)	(27,934)	(35,138)	(44,269)
经营费用(包括折旧及摊销)	(1,094)	(1,322)	(1,865)	(2,355)	(2,989)
经营利润(息税前利润)	1,179	2,022	2,641	3,402	4,375
折旧及摊销	(126)	(156)	(186)	(230)	(274)
息税折旧前利润	1,053	1,866	2,456	3,172	4,101
净利息收入/(费用)	117	(23)	59	94	141
其他收益/(损失)	(94)	(39)	(35)	(15)	(4)
税前利润	1,076	1,803	2,480	3,251	4,238
所得税	(254)	(349)	(496)	(650)	(848)
少数股东权益	(78)	(28)	0	0	0
净利润	744	1,426	1,984	2,601	3,391
核心净利润	770	1,511	2,106	2,715	3,495
每股收益(人民币)	1.764	1.878	2.613	3.426	4.466
核心每股收益(人民币)	1.826	1.990	2.774	3.576	4.604
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.392	0.514	0.670
收入增长(%)	28	33	36	26	26
息税前利润增长(%)	4	77	32	29	29
息税折旧前利润增长(%)	5	72	31	29	29
每股收益增长(%)	19	6	39	31	30
核心每股收益增长(%)	(23)	9	39	29	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	6,334	7,417	10,128	12,940	17,046
应收帐款	1,706	2,994	4,058	5,116	6,459
库存	2,476	2,325	3,155	3,968	4,999
其他流动资产	4,492	2,928	3,972	4,997	6,295
流动资产总计	15,007	15,664	21,313	27,021	34,800
固定资产	1,324	1,514	2,733	4,207	5,638
无形资产	290	336	382	427	473
其他长期资产	297	282	288	295	303
长期资产总计	1,911	2,132	3,402	4,930	6,414
总资产	16,919	17,796	24,716	31,951	41,213
应付帐款	13,282	12,555	17,023	21,444	27,055
短期债务	99	198	198	198	198
其他流动负债	959	1,240	1,692	2,169	2,777
流动负债总计	14,340	13,993	18,913	23,811	30,030
其他长期负债	309	177	211	245	289
股本	422	759	759	759	759
储备	1,685	2,564	4,530	6,833	9,833
股东权益	2,107	3,324	5,289	7,592	10,593
少数股东权益	97	158	158	158	158
总负债及权益	16,919	17,796	24,716	31,951	41,213
每股帐面价值(人民币)	5.00	4.38	6.97	10.00	13.95
每股有形资产(人民币)	4.31	3.93	6.46	9.44	13.33
每股净负债(现金)	(14.60)	(9.27)	(12.84)	(16.55)	(21.95)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,076	1,803	2,480	3,251	4,238
折旧与摊销	126	156	186	230	274
净利息费用	(117)	23	(59)	(94)	(141)
运营资本变动	(656)	(389)	2,016	2,036	2,589
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	390	(94)	(413)	(577)	(775)
经营活动产生的现金流	819	1,500	4,210	4,846	6,186
购买固定资产净值	(452)	(363)	(1,650)	(1,950)	(1,950)
投资减少/增加	3	13	0	0	0
其他投资现金流	(71)	8	111	120	119
投资活动产生的现金流	(520)	(342)	(1,539)	(1,830)	(1,831)
净增权益	0	43	0	0	0
净增债务	(2,676)	172	0	0	0
支付股息	(11)	(13)	(19)	(298)	(390)
其他融资现金流	2,125	(224)	59	94	141
融资活动产生的现金流	(561)	(21)	40	(203)	(249)
现金变动	(262)	1,137	2,711	2,812	4,106
期初现金	6,582	6,322	7,382	10,093	12,906
公司自由现金流	299	1,159	2,753	3,133	4,518
权益自由现金流	(2,427)	1,308	2,730	3,110	4,496

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.5	8.4	8.1	8.3	8.5
息税前利润率	5.8	7.8	7.6	7.8	7.9
税前利润率	6.0	7.5	7.6	8.0	8.2
净利率	4.1	6.0	6.1	6.4	6.6
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖倍数	11.2	14.6	39.0	43.5	56.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	26.3	24.7	17.7	13.5	10.4
核心业务市盈率	25.4	23.3	16.7	13.0	10.1
目标价对应核心业务市盈率	30.1	27.6	19.8	15.4	11.9
市净率	9.3	10.6	6.7	4.6	3.3
价格/现金流	23.9	23.5	8.4	7.3	5.7
企业价值/息税折旧前利润	11.4	14.0	9.7	6.7	4.3
周转率					
存货周转天数	52.9	42.6	35.8	37.0	37.0
应收帐款周转天数	33.9	35.8	39.7	40.9	40.9
应付帐款周转天数	269.0	197.0	166.4	171.7	171.4
回报率(%)					
股息支付率	1.7	1.3	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	47.1	52.5	46.1	40.4	37.3
资产收益率	4.5	8.7	9.2	9.0	9.0
已运用资本收益率	37.2	63.6	53.6	48.1	45.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371