

► 出海先锋，境外订单占比过半

2023年公司新签合同金额616.44亿元，同比+18%。在手订单充裕，截至24H1期末，公司有效合同结转余额达592.44亿元，环比24Q1期末增长6.89%。**分地区看**，2023年境内/境外新签合同分别为283.37/333.07亿元，同比分别-8%/+55%。24H1境内/境外新签合同分别为136.28/234.62亿元，同比分别-28%/+9%，境外新签合同占比达63%。

携手出海，公司拟与天山股份共同对中材水泥以现金方式增资共计82.3亿元。其中，公司增资40.9亿，增资完成后公司将持有中材水泥40%股权。**中材水泥定位是中国建材集团境外水泥投资平台，联合出海、发挥“1+1>2”。****中材水泥海外第一条产线收购方案出台**，2024年7月中材水泥以阿联酋SPV为主体、收购突尼斯CJO及其控股子公司GJO 100%的股权，拟收购标的公司2023年收入9100万美元，税后利润1800万美元、同比+50%，**2023年净利率达19.8%，ROE达30.5%**，收购价格对应2023年PE约7.2-8.1X。

► 业务结构继续优化，运维服务规模持续扩大

三大业务全年新签合同2023年均同比增长，运维服务规模持续扩大。**分业务看**，2023年公司工程技术服务/高端装备制造/生产运营服务订单分别为390.67/74.12/135.86亿元，同比分别+21%/+14%/+14%。24H1公司工程技术服务/高端装备制造/生产运营服务订单分别为242/33/89亿元，同比分别-18%/-15%/+41%，**其中运维服务规模持续扩大**，24H1公司矿山运维/水泥运维订单分别为55/14亿元，同比分别+47%/+6%。

► 出海先锋，属地深耕完善全球布局

2023年公司新签订单金额按照区域拆分，中东30.2%、非洲27.4%、欧洲16.3%、亚洲其它地区15%、东南亚6.7%、美洲4.4%，其中非洲为传统优势区域，中东市场突出，欧洲、美洲高增。**复盘公司出海历程**，2011-2016年公司海外收入占比逐年提升，但同时伴随着坏账计提金额上升明显、侵蚀利润。**经历过“大风大浪”，2022-2023年公司海外业务重回增长趋势，未来不惧出海波动。**坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立完善属地区域型服务网络，2023公司建成1亿元属地化利润平台3家、5000万元利润平台1家、3000万元利润平台1家。

投资建议：我们看好公司①“一核双驱”成长凸显，未来规划运维、装备业务收入占比提升，②明确提升分红率，估值及股息率角度具备较强性价比，③增资中材水泥，集团协同出海，海外第一条突尼斯产线收购方案出台。我们预计公司2024-2026年归母净利分别为34.42、39.05和43.38亿元，现价对应PE分别为8、7、6倍，维持“推荐”评级。

风险提示：国际经商环境变化、新业务开展不及预期；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45,799	52,774	59,928	67,599
增长率(%)	6.9	15.2	13.6	12.8
归属母公司股东净利润(百万元)	2,916	3,442	3,905	4,338
增长率(%)	14.7	18.0	13.5	11.1
每股收益(元)	1.10	1.30	1.48	1.64
PE	9	8	7	6
PB	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为2024年8月2日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.09元

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

分析师 赵铭

执业证书：S0100524070010

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 中材国际(600970.SH) 2023年年报点评：全年业绩符合预期，集团协同出海+分红率提高-2024/3/27
- 中材国际(600970.SH) 2023年三季报点评：Q3扣非净利同比+24%，境外新签订单继续高增-2023/10/26
- 中材国际(600970.SH) 2023年半年报点评：Q2业绩表现好于预期，境外毛利率修复、订单增速靓丽-2023/08/25
- 中材国际(600970.SH) 23Q2经营数据点评：Q2海外新签订单同增205%，“一带一路”国际工程排头兵-2023/07/17
- 中材国际(600970.SH) 2023年一季报点评：Q1合肥院完成并表，订单受益“一带一路”明显-2023/04/27

目录

1 中材国际：推动绿色智能，服务美好世界	3
1.1 公司概况	3
1.2 股权结构与激励	4
1.3 财务表现	5
1.4 订单情况拆分	7
2 业务结构升级，超越水泥 EPC	10
2.1 双轮驱动，升级战略引擎	10
2.2 核心主业，优化产业布局	11
3 出海先锋，属地深耕完善全球布局	13
3.1 新签订单分布：非洲为传统优势区域，中东市场突出，欧洲、美洲高增	13
3.2 历经风雨、无惧出海波动，海外业务经营质量高	15
3.3 属地深耕，授人以渔、打造人才“新引擎”	16
4 投资建议	17
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 中材国际：推动绿色智能，服务美好世界

1.1 公司概况

中国中材国际工程股份有限公司，简称“中材国际”，2001年成立，2015年于深交所上市，隶属中国建材集团旗下工程服务板块，是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，也是国际水泥技术装备工程市场、少数具有完整产业链的企业之一。2023年公司实现收入/归母净利润分别为457.99、29.16亿元。

公司“十四五”发展战略主旨“一核双驱”。一个核心指工程技术服务业务，双轮驱动指数字智能、高端装备两大专业平台。2023年公司工程技术服务、装备制造和运维服务收入占比分别为58.5%、15.7%、23.3%，毛利率分别为15.73%、25.47%和21.79%，同比分别+3.47pct、+1.38pct、-0.91pct。

图1：公司“十四五”发展战略“一核双驱”

“十四五”发展战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

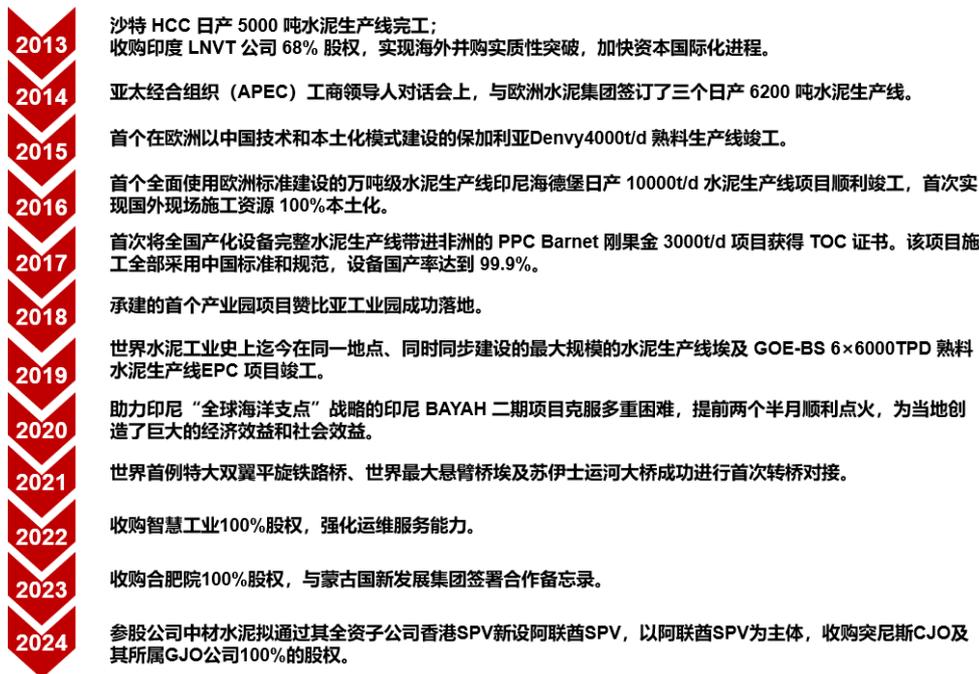
图2：公司水泥工程服务业务全产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司出海时间早、对外经验丰富。公司坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立完善的属地区域型服务网络。截至2023年末，公司累计在海外88个国家和地区承接了332条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续16年保持世界第一。公司在海外拥有超过100家境外机构，1800余名外籍长期雇员，一国一策深入推进属地经营。

图3: 2013-2024 年中材国际发展大事记



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构与激励

公司隶属中国建材集团。截至 24Q1 期末，控股股东中国建材集团直接持股 40.96%。

2022 年 3 月公司限制性股票激励计划审议通过，首次授予 4838.3 万股（此外预留 1000 万股），授予对象包括（时任）董事长刘燕、（时任）总裁印志松在内的核心管理、业务及技术骨干共 198 人。**2024 年是本期激励业绩考核的最后一年。具体要求为：**以 2020 年为基数（审阅报告数据为 16.08 亿元），2022-2024 年净利润 CAGR 均不低于 15.5%，ROE 不低于 14.9%、15.4%和 16.2%。2022-2024 年激励净利润分别对应为 21.45、24.78、28.62 亿元（不考虑 2021 年后并购的资产）。

图4: 公司股权结构（截至 24Q1 期末）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：公司股权激励对象

姓名	职位 (时任)	授予限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总量的比例	占公司目前总股本的比例
刘燕	党委书记、董事长	36.57	0.63%	0.02%
印志松	董事、总裁、党委 副书记	31.40	0.54%	0.01%
隋同波	副总裁	24.58	0.42%	0.01%
汪源	副总裁、财务总监	24.74	0.42%	0.01%
郭正勇	副总裁	24.76	0.42%	0.01%
何小龙	副总裁	31.13	0.53%	0.01%
范丽婷	董事会秘书、总法 律顾问	20.20	0.35%	0.01%
核心管理、业务及技术骨干 (191 人)		4644.92	79.56%	2.09%
预留		1000.00	17.13%	0.45%
合计		5838.30	100.00%	2.63%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年 7 月，因工作调整刘燕先生辞任公司董事长（法定代表人）和董事会战略、投资与 ESG 委员会主任委员，由原总裁印志松先生接任公司董事长（法定代表人），并担任公司战略、投资与 ESG 委员会主任委员。同时印志松先生不再担任公司总裁，朱兵先生接任公司总裁。

表2：公司新任董事长、总裁简历

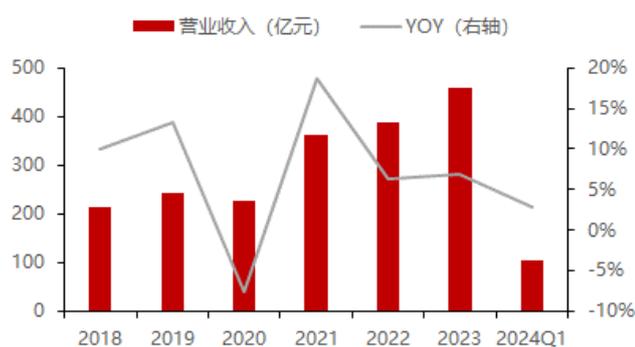
姓名	简历
印志松	中国国籍，男，1968 年出生，硕士研究生学历，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家。历任中国建材工业建设苏州安装公司项目经理、总经理助理，苏州中材建设有限公司副总经理、常务副总经理、总经理，中国中材国际工程股份有限公司（南京）常务副总经理、总经理，中国中材国际工程股份有限公司副总裁。就任公司董事长前，担任中国中材国际工程股份有限公司董事、总裁、党委副书记。
朱兵	中国国籍，男，1970 年出生，硕士学位，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家。曾任合肥水泥研究设计院设计分院副院长，合肥水泥研究设计院副院长、常务副院长，合肥水泥研究设计院有限公司总经理，合肥中亚建材装备有限责任公司董事，合肥中亚环保科技有限公司董事长，中建材（合肥）粉体科技装备有限公司董事，中建材（合肥）机电工程技术有限公司董事长，中国建筑材料科学研究总院有限公司副总经理，合肥水泥研究设计院有限公司党委书记、董事长等职务。就任公司董事长前，担任中国中材国际工程股份有限公司董事、副总裁。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务表现

2018-2022 年公司业绩增长稳健，营收从 2018 年的 215.01 亿元增至 2022 年的 388.19 亿元；归母净利从 2018 年的 13.68 亿元增至 2022 年的 21.94 亿元。2023 年受前期高增订单结转拉动影响，公司实现营收 457.99 亿元，同比+6.94%（同比增速已考虑收购等因素），归母净利 29.16 亿元，同比+14.74%。24Q1 公司实现营收 102.88 亿元，同比+2.74%，归母净利 6.36 亿元，同比+3.08%。

稳健增长主要受益于境内、境外、多元化齐发力： (1) 境内：水泥行业加速智能化、绿色化转型，存量水泥产线改造的需求增多，对新装备、新技术的需求快速提升； (2) 境外：公司依托“一带一路”倡议，发展规划积极拓展境外业务，中东、非洲和东南亚等“一带一路”沿线国家基建行业仍处于蓬勃发展阶段，新建水泥产线的需求更加旺盛。 (3) 公司隶属中国建材集团，加速整合集团内优质资源，逐步推进多元化，不断拓展业务边界。

图5：2018-2024Q1 营业收入 (亿元) 及增速


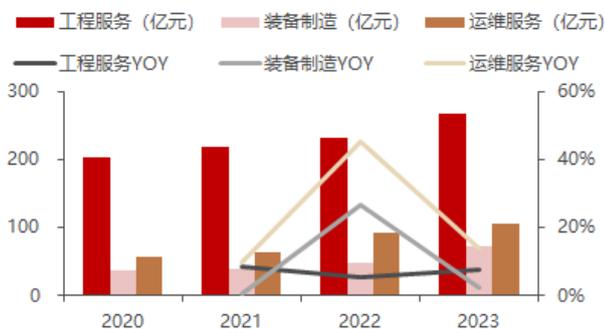
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2024Q1 归母净利润 (亿元) 及增速

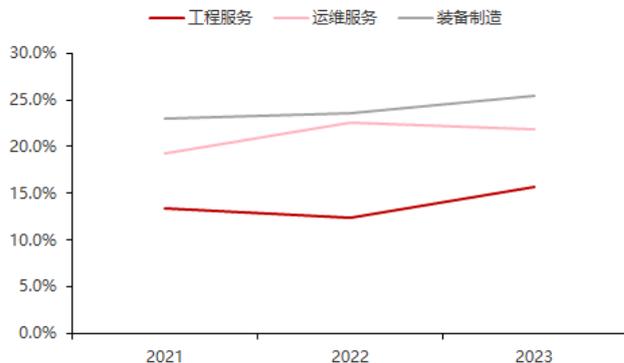

资料来源：wind，民生证券研究院

公司三大主营业务的首要特征可以概括为：水泥工程服务业务是第一大收入来源，运维服务增速最快、装备制造毛利率最高。

- 2020-22 年工程服务收入分别为 202.2、219.1 和 230.6 亿元，2021-22 年收入增速分别为 8.4%、5.2%；
- 2020-22 年装备制造收入为 37.3、37.5 和 47.3 亿元，2021-22 年增速为 0.3%、26.4%；
- 2020-22 年运维服务收入为 57.2、62.7 和 90.9 亿元，2021-22 年增速为 9.7%、45.0%。
- 2023 年公司工程服务、装备制造和运维服务分别实现收入 266.65 亿元、71.76 亿元、106.00 亿元，分别同比+7.6%、+2.0%、+13.8%，对应毛利率分别为 15.73%、25.47%和 21.79%，同比分别+3.47pct、+1.38pct、-0.91pct。

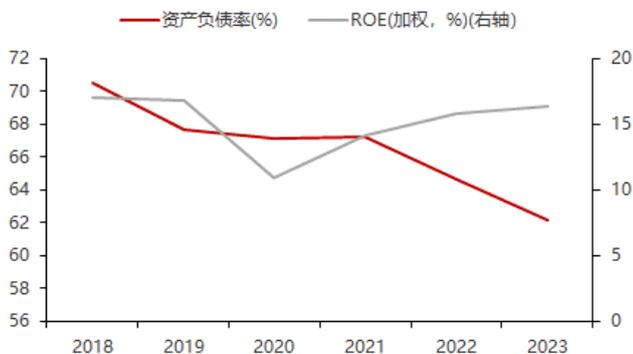
图7：2020-2023 年主要业务分项收入 (亿元) 及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

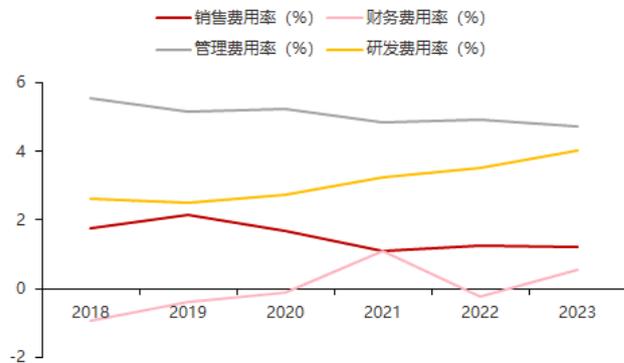
图8：2021-2023 年主要业务分项毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

资产负债率持续下降，积极加大研发投入。2018-2022 年公司资产负债率由 70.54% 下降至 64.66%，累计降低 5.88 个 pct，2023 年公司资产负债率进一步下降至 62.13%。随着国家推出“碳中和”政策，公司加大在智能化生产和节能减排领域的投入，研发费用及研发费用率不断增长。2023 年公司财务费用率波动幅度较大，主要受外币汇兑损益影响。

图9：2018-2023 年公司资产负债率及 ROE


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2018-2023 年公司期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 订单情况拆分

2023 年公司新签合同金额 616.44 亿元，同比+18%。24H1 新签合同金额 370.90 亿元，同比-9%，主因高基数影响（23H1 新签合同金额 405.99 亿元、占全年比重达 66%）。**在手订单充裕**，截至 24H1 期末，公司有效合同结转余额达 592.44 亿元，环比 24Q1 期末增长 6.89%。

2023 年境外新签合同 YOY+55%、24H1 境外 YOY+9%， “一带一路” 沿线区域订单陆续落地。分地区看，2023 年境内/境外新签合同分别为 283.37/333.07 亿元，同比分别-8%/+55%，境外新签合同占比达 54%、超过五

成。24H1 境内/境外新签合同分别为 136.28/234.62 亿元,同比分别-28%/+9%,境外新签合同占比达 63%。24H1 海外高端装备制造/生产运营服务新签订单分别为 12.41/23.22 亿元,同比分别+58%/+37%,海外装备+运维业务高增。

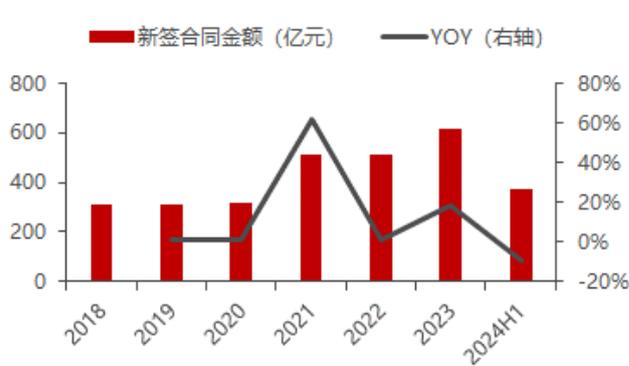
2023 年公司新签订单金额按照区域拆分: 中东 30.2% (新签订单金额 83.0 亿元, 后同)、非洲 27.4% (75.2 亿元)、欧洲 16.3% (44.9 亿元)、亚洲其它地区 15% (41.1 亿元)、东南亚 6.7% (18.4 亿元)、美洲 4.4% (12.1 亿元),其中非洲为传统优势区域,中东市场突出,欧洲、美洲高增。

图11: 2018-2024H1 有效结转合同金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

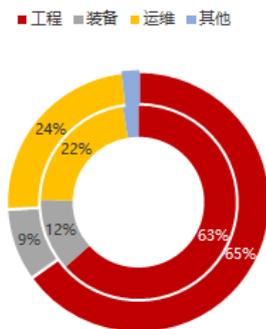
图12: 2018-2024H1 公司新签合同金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三大业务 2023 年新签合同继续增长, 24H1 高基数背景下, 运维业务同比仍实现 41%增速。分业务看, 2023 年公司工程技术服务/高端装备制造/生产运营服务订单分别为 391/74/136 亿元, 同比分别+21%/+14%/+14%。24H1 公司工程技术服务/高端装备制造/生产运营服务订单分别为 242/33/89 亿元, 同比分别-18%/-15%/+41%, 其中**运维服务规模持续扩大**, 24H1 公司矿山运维/水泥运维订单分别为 55/14 亿元, 同比分别+47%/+6%。

图13: 公司订单结构按业务拆分 (内环为 2023 年, 外环为 24H1)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

联合出海、“1+1>2”。2023年12月公司与天山股份拟以现金方式对中材水泥（天山股份全资子公司）合计增资82.3亿元。其中，公司增资40.9亿。增资完成后，中材水泥注册资本将由18.5亿增加至100亿，公司将持股中材水泥40%。中材水泥定位是中国建材集团境外水泥投资平台，公司凭借EPC+M的产业链优势以及国际化、属地化深耕的经营优势，结合天山股份在水泥领域的投运营优势，共同出海，加速推进中国建材集团国际化。

中材水泥海外第一条产线收购方案出台。2024年7月公司公告，中材水泥拟通过其全资子公司香港SPV、新设阿联酋SPV，以阿联酋SPV为主体，收购突尼斯CJO及其控股子公司GJO 100%的股权。拟收购标的公司主要从事水泥及骨料生产，经营历史长久、运营稳定，地理位置靠近港口，区位条件优越，是区域市场成熟综合水泥企业。

突尼斯资产盈利能力优质，拟收购标的公司2023年收入9100万美元、同比+7%，税后利润1800万美元、同比+50%，**2023年净利率达19.8%**（2022年为14.1%），**ROE达30.5%**（2022年为22.6%）。按公司40%持股比例、拟收购标的公司2023年约贡献投资收益5100万元人民币（汇率参考2023年底美元兑人民币中间价7.0827），约占中材国际2023年归母净利润的1.75%。公司收购股权价格区间在1.3-1.45亿美元（以1.30亿美元作为基础对价，以实际交割日经审计的现金、债务和营运资金相对于估值基准日相应水平的交割账目差值调整确定，最高不超过1.45亿美元），**收购价格对应2023年PE约7.2-8.1X**。

表3：拟收购突尼斯标的公司财务数据（单位：百万美元）

	2022年	2023年
总资产	107	102
净资产	53	59
营业收入	85	91
税前利润	14	21
税后利润	12	18

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：根据国际财务报告准则编制的财务数据（未经审计）

2 业务结构升级，超越水泥 EPC

2.1 双轮驱动，升级战略引擎

2.1.1 装备制造：根基深厚，并购合肥院完善业务体系

公司装备制造业务范围包括水泥技术装备、矿业破碎及物料处理装备的研发、设计、加工制造、技术服务等，核心产品包括立磨、辊压机、预热器、回转窑、篦冷机、收尘设备、燃烧器、选粉机、堆取料机、输送设备、破碎设备、钻探及采矿工程设备。**高效推进装备板块业务重组**，完成合肥院 100%股权、博宇机电 51% 股权收购，装备产品矩阵进一步丰富，构筑起水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务体系，目前公司辊压机全球市占率第一，熟料输送机国内市占率达 85%，篦冷机国内市占率超 70%。

公司水泥装备业务模式采用“以销定产、以产定购”，利用与工程总承包业务的协同优势带动装备销售，逐步向外行业拓展。2023 年公司新签高端装备制造合同 74.12 亿元，同比+14%。2023 年公司高端装备制造业务实现营收 71.76 亿元，同比+2%；毛利率为 25.47%，同比提升 1.38pct。

2.1.2 数字智能：数字化、智能化转型

依托现有水泥行业资源，公司开展水泥和矿业数字化产品服务业务，包括智能工厂系统解决方案及智慧矿山、数字设计、智慧建设、智能制造等数字化智能化服务，例如：

- **组织架构方面**，公司整合所属单位智能工厂力量，组建中材国际工业智能科技有限公司，打造中材国际统一的数字设计、智能装备、智慧建造、智能工厂、智慧矿山、智慧运维全产业链一体化数字生态系统；
- **发布标准方面**，公司联合天山股份共同编制发布智能工厂、智慧矿山建设指南及评价标准，填补水泥行业智能化数字化建设标准空白；
- **服务客户方面**，2023 年公司建成数字智能工厂 9 个、数字化矿山 20 座，打造了合肥南方、宣城南方、滁州中联、山东泉兴、池州中建材骨料等一批智能化标杆示范项目。

图14：公司数字智能业务布局


资料来源：公司公告，民生证券研究院

江西首条日产 8000 吨熟料水泥生产线—玉山南方熟料新型干法水泥生产线项目由公司承担 EPC 总包，能耗等指标远优于国标一级指标。该项目在国内同业首次设计、应用“智能微网系统”，当外部断电时，可实现“孤网运行”，确保生产安全、连续、稳定。依托公司自主研发的 CeBIM 数字化管理平台，打通设计、采购、物流、施工全流程，实现穿透式管理、可视化施工、精细化运作和高品质交付。生产线关键设备 100% 互联互通，“屏上看、掌上办、协同干”的“云上管控”智能工厂带来生产效率大幅提高，**24H1 玉山南方实现吨熟料制造成本同比下降 14.81%，吨水泥制造成本同比降低 15.76%，累计降本超 2000 万元。**

2.2 核心主业，优化产业布局

2.2.1 工程服务：以 EPC 全链条集成服务为主

公司工程业务以 EPC 工程总承包服务为主，同时采用工程咨询和设计、成套技术装备供货（EP）、设备安装、工程建设管理等模式。

1、水泥和矿山工程：公司拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线技术以及完整的水泥技术装备工程“全产业链”资源，为客户提供矿山开采和水泥生产线技术研发、数字设计、智能制造、智慧建设、智慧运维、售后服务全过程的系统集成服务。

2、绿能环保工程和多元化工程：公司依托全球品牌影响力、丰富的海外项目管理经验以及长期以来形成的技术、人才优势，向绿能、环保、节能、矿业、化工、电力、公路、民用建筑等非水泥工程领域拓展，在东南亚、中东和非洲地区有一定的影响力。

图15: EPC 主要工作流程



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

工程服务市场份额持续巩固, 公司积极把握境内外新建及存量产线绿色低碳、数字智能转型升级需求, 充分发挥 **SINOMA** 的品牌价值和全球客户粘性, 稳定主业市场份额。2023 年公司新签工程合同 390.67 亿元, 同比+21%, 24H1 新签工程合同 241.46 亿元, 同比-18%。

2.2.2 运维服务: 由水泥运维到矿山运维, 不断拓展业务范围

运维服务是水泥工程建造完工后的**延伸**服务, 主要负责对生产线的维护。2021 年公司通过收购中材矿山、将水泥工程运维延伸至矿山运维服务。近年来, 公司运维服务业务占比持续提升, 完成智慧工业 100% 股权收购, 完善全球运维服务业务布局, 加快向运维服务商转型。

1、水泥生产线运维服务: 公司拥有完整、系统的水泥生产运营管理服务体系、专业的水泥生产运营管理团队及广泛的人力资源网络, 为客户提供工厂保产、设备维修等方面服务, 使水泥生产线的各项技术经济指标达到设计要求, 并在更佳状态下生产运行。

2、矿山运维服务: 在矿山工程的基础上, 公司为石灰石、砂石骨料或有色金属矿山客户提供矿山开采服务, 生产环节主要包括穿孔、爆破、装车、运输、破碎及输送、矿石均化等。

3、固废资源化利用: 公司依托安徽节源、中材环境等业务主体, 积极开展固体废弃物处置和综合利用业务。目前, 固废资源化利用主要采用的业务模式是投建营模式, 即“投资+工程+运营”。

2023 年公司新签运维服务合同 135.86 亿元, YOY+14%, 其中, 新签矿山运维合同 79.75 亿元, 同比+7%; 新签水泥运维合同 27.36 亿元, 同比+61%。24H1 公司新签运维服务合同 88.97 亿元, YOY+41%, 其中, 新签矿山运维合同 55.27 亿元, 同比+47%; 新签水泥运维合同 13.82 亿元, 同比+6%。

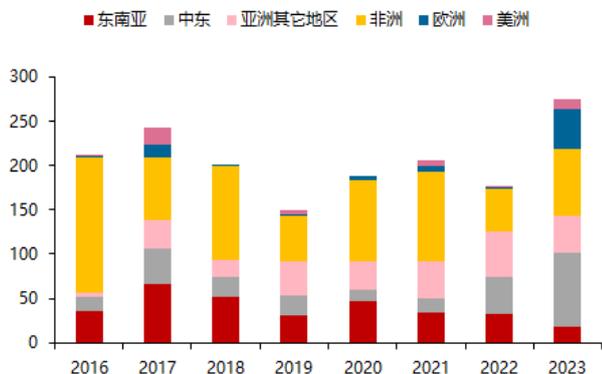
3 出海先锋，属地深耕完善全球布局

3.1 新签订单分布：非洲为传统优势区域，中东市场突出，欧洲、美洲高增

2023 年公司新签订单金额按照区域拆分：中东 30.2%（新签订单金额 83.0 亿元，后同）、非洲 27.4%（75.2 亿元）、欧洲 16.3%（44.9 亿元）、亚洲其它地区 15%（41.1 亿元）、东南亚 6.7%（18.4 亿元）、美洲 4.4%（12.1 亿元），其中：

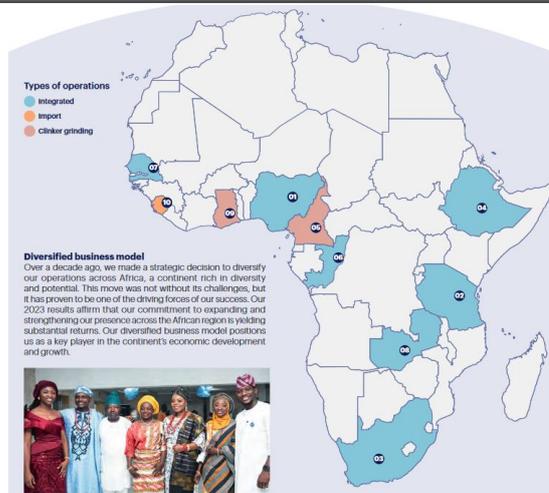
- **非洲**是公司传统市场和重点区域，公司在埃塞俄比亚、尼日利亚、摩洛哥均有新项目签约和启动。非洲区域公司主要业主为当地财团，例如非洲首富丹格特经营的丹格特水泥、在撒哈拉以南 10 个国家共拥有 5200 万吨产能。除 2016 年外，非洲区域每年新签订单整体在 50-100 亿区间波动，2023 年非洲新签订单金额 75.2 亿元、同比+56%；
- **东南亚**同样是公司核心经营区域，马来西亚、缅甸等地均有建设需求。2023 年东南亚新签订单金额 18.4 亿元、同比-43%，占比有所下降；
- **中东**传统市场如沙特、伊拉克出现较多的市场机会，仅 2023 年以来公司披露中东新签大规模订单，包括 2023 年 5 月与沙特阿拉伯南方省水泥公司签订吉赞厂三号线工程总承包合同、合同金额 3.3 亿美元，2023 年 8 月伊拉克阿迪亚尔水泥签订日产 6000 吨熟料水泥生产线及配套 50MW 发电站工程项目总承包合同、合同金额 2.19 亿美元，2024 年 3 月与沙特东方水泥公司签订 5#线日产 10000 吨熟料水泥生产线 EPC 总承包合同、合同金额 2.71 亿美元（不完全统计）。2023 年中东新签订单金额 83.0 亿元、同比+97%；
- **欧洲**市场受脱碳政策影响，绿色低碳改造需求持续释放，公司目前欧洲项目主要集中在有碳减排需要的欧盟国家。披露订单包括与 Holcim 比利时公司签订新建熟料生产线项目总承包合同、合同金额 2.18 亿欧元（不完全统计）。除 2017 年外，欧洲区域每年新签订单整体在 5 亿以下，2023 年欧洲新签订单金额 44.9 亿元、同比+3435%，实现高速增长；
- **美洲**市场，南美区域如多米尼加、哥伦比亚陆续落实签约一些工程项目，2023 年美洲新签订单金额 12.15 亿元、同比+936%，实现高速增长。

图16: 公司新签境外订单金额 (单位: 亿元) 按区域拆分



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 非洲水泥巨头丹格特产能分布



资料来源: 丹格特官网, 民生证券研究院

图18: 埃及 GOE Beni Suef 6x6000tpd 水泥生产线项目



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 印尼海德堡 10000tpd 熟料水泥生产线项目



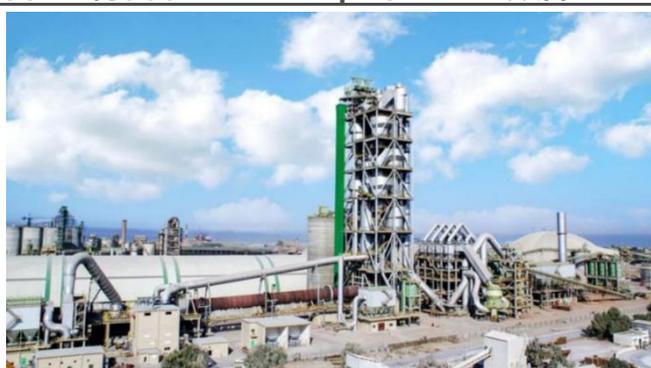
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 沙特 SCC 2x10000tpd 水泥生产线项目



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 阿联酋 UCC 10000tpd 水泥生产线项目



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 历经风雨、无惧出海波动，海外业务经营质量高

复盘公司出海历程，2011-2016 年公司收入占比逐年提升，但同时伴随着坏账计提金额上升明显、侵蚀利润。**经历过“大风大浪”，2022-2023 年公司海外业务重回增长趋势，未来无惧出海波动：**

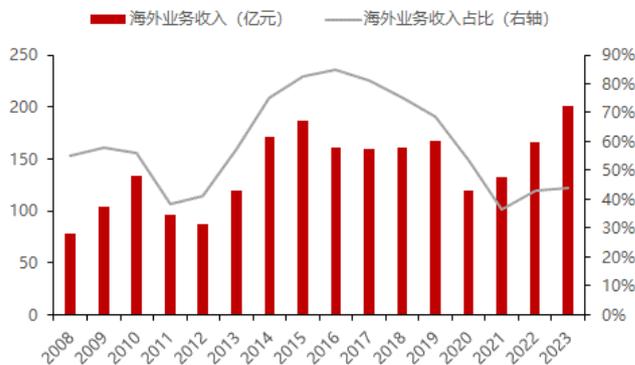
- **2011-2016 年（上一轮“一带一路”倡议出海周期）：**公司海外收入占比逐年提升，从 2011 年的 38.2% 提升至 2016 年的 84.8%，但随着公司海外收入占比逐年提升，坏账计提金额上升明显、侵蚀利润，例如 2012-2014 年公司资产减值损失+信用减值损失总金额分别为 5.32、8.91、5.25 亿元，归母净利润分别为 7.63(2012 年归母净利润同比-50.4%)、0.89、1.48 亿元。随着海外业务拓展，公司海外个别项目出现亏损；
- **2017-2021 年（“一带一路”倡议第二个五年）：**国内外宏观环境（如中美关系摩擦、公共卫生事件等因素干扰）与国际工程业务形式更为严峻复杂，公司海外收入占比明显回落，从 2016 年的 84.8% 降至 2021 年的 36.6%（2017-2021 年建筑央企海外收入占比整体都在收缩，符合行业趋势），建筑企业海外业务整体处于收缩期，同时伴随资产减值损失+信用减值损失总金额回落；
- **2022-2023 年，历经风雨、海外业务重回增长，与 2011-2016 年相比，海外业务风险更可控、经营质量更高：**2022-2023 年公司境外新签订单金额分别为 242.30、333.07 亿元，同比增速分别为 2%、55%。公司海外收入占比从 2021 年的 36.6% 提升至 2023 年的 43.9%。

图22：2008-2023 年公司资产减值损失+信用减值损失复盘



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：2008-2023 年公司海外业务收入及占比复盘



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4：各建筑央企海外业务收入占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国际工程承包央企											
中钢国际	27.67%	38.44%	28.23%	52.62%	66.33%	38.42%	17.79%	16.12%	14.87%	28.83%	36.89%
中材国际	57.97%	75.26%	82.78%	85.11%	81.57%	75.22%	69.01%	53.68%	36.92%	43.14%	43.86%
北方国际	80.42%	87.53%	97.09%	72.38%	67.20%	81.39%	76.58%	65.52%	55.29%	56.60%	59.06%
中工国际	96.75%	97.32%	94.37%	91.19%	94.87%	92.80%	47.86%	40.26%	32.41%	49.59%	57.07%
建筑大央企											
中国中铁	4.01%	4.28%	4.83%	4.28%	6.01%	5.79%	5.30%	4.83%	5.10%	5.06%	4.93%
中国铁建	3.62%	3.99%	4.60%	5.22%	5.58%	4.87%	4.29%	4.25%	4.60%	4.93%	5.30%
中国交建	17.05%	16.98%	18.56%	20.14%	24.36%	19.43%	17.33%	15.79%	13.83%	13.70%	15.32%
中国建筑	5.68%	6.45%	6.94%	8.29%	8.06%	7.53%	7.33%	5.55%	4.72%	5.25%	5.11%
中国中冶	5.88%	5.65%	7.37%	5.66%	6.49%	7.78%	6.78%	4.46%	4.02%	3.88%	4.16%
中国电建	25.80%	24.38%	24.63%	22.64%	23.76%	22.54%	21.46%	16.83%	15.07%	13.09%	13.35%
中国化学	15.48%	17.15%	19.20%	27.27%	29.83%	37.33%	26.87%	22.10%	20.51%	21.51%	19.83%

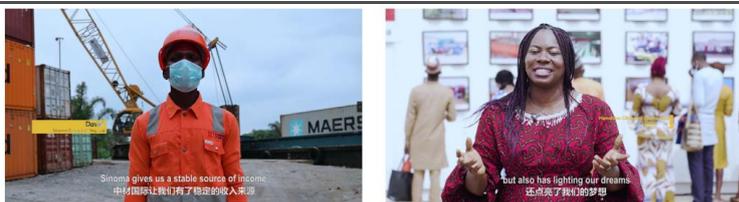
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 属地深耕，授人以渔、打造人才“新引擎”

公司坚持“全球化、属地化、多元化”发展定位，建立了完善的属地区域型服务网络：

- 2022年新签属地多元化工程合同46.34亿元，同比增长16%，实现营收18.97亿元，成功签订一批风电、光伏等属地化合同，绿能工程合同金额超过15亿元。实现属地化轻质建材产品销售收入1.98亿元，较上年同期增长215.17%。成功建成尼日利亚、埃及、伊拉克3个亿元利润平台，赞比亚、阿尔及利亚、越南等一批千万级利润平台加快形成；
- 2023公司建成1亿元利润平台3家、5000万元利润平台1家、3000万元利润平台1家。

截至2023年末，公司在海外拥有超过100家境外机构，1800余名外籍长期雇员。越来越多的属地化员工走上管理岗位、走近经营中枢核心。公司深化属地运营，授人以渔打造人才“新引擎”，推动当地解决就业、职业升级。

图24：公司积极推行属地化用工


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 投资建议

我们看好公司①“一核双驱”成长凸显，未来规划运维、装备业务收入占比提升，②明确提升分红率，估值及股息率角度具备较强性价比，③增资中材水泥，集团协同出海，海外第一条突尼斯产线收购方案出台。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 34.42、39.05 和 43.38 亿元，现价对应 PE 分别为 8、7、6 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 国际经商环境变化不及预期。目前国际环境较为复杂，公司海外收入占比较高，后续海外项目落地进展可能存在不确定性。

2) 新业务开展不及预期。公司收购合肥院、提升装备板块核心竞争力，收购中材矿山、智慧工业提升运维服务板块核心竞争力。装备、运维板块毛利率较高，但后续成长性存在不确定性，如果公司装备、运维板块收入及毛利率增速不及预期，可能导致公司归母净利润、毛利率提升不及预期。

3) 汇率波动风险。公司海外收入占比较高，同时海外业务集中在非洲、东南亚、中东等国家，因此该部分国家货币敞口较大，汇率波动会产生相应汇兑损益，例如 2023 年公司财务费用波动较大，对公司归母净利润影响较大。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	45,799	52,774	59,928	67,599
营业成本	36,900	42,561	48,512	54,830
营业税金及附加	221	317	360	406
销售费用	558	599	599	676
管理费用	2,165	2,480	2,817	3,177
研发费用	1,842	2,111	2,397	2,704
EBIT	4,019	4,542	5,051	5,582
财务费用	252	70	-24	-55
资产减值损失	-218	-157	-173	-188
投资收益	-33	26	30	34
营业利润	3,612	4,358	4,950	5,503
营业外收支	86	40	40	40
利润总额	3,698	4,398	4,990	5,543
所得税	511	616	699	776
净利润	3,186	3,782	4,292	4,767
归属于母公司净利润	2,916	3,442	3,905	4,338
EBITDA	4,572	5,133	5,756	6,412

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,638	9,282	9,890	11,269
应收账款及票据	10,158	10,652	12,414	14,363
预付款项	5,074	6,810	7,616	8,499
存货	2,879	3,022	3,317	3,605
其他流动资产	11,738	12,320	12,082	13,539
流动资产合计	39,488	42,087	45,319	51,274
长期股权投资	1,216	1,242	1,272	1,306
固定资产	5,097	5,734	6,349	6,960
无形资产	1,092	1,162	1,226	1,288
非流动资产合计	14,931	15,669	16,360	17,045
资产合计	54,420	57,755	61,679	68,319
短期借款	2,026	1,526	1,026	1,026
应付账款及票据	14,335	15,042	16,879	18,928
其他流动负债	13,540	14,261	14,119	15,678
流动负债合计	29,900	30,829	32,024	35,632
长期借款	2,044	2,044	2,044	2,044
其他长期负债	1,864	1,866	1,866	1,866
非流动负债合计	3,908	3,910	3,910	3,910
负债合计	33,808	34,739	35,933	39,541
股本	2,642	2,642	2,642	2,642
少数股东权益	1,516	1,856	2,242	2,671
股东权益合计	20,611	23,017	25,746	28,778
负债和股东权益合计	54,420	57,755	61,679	68,319

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.94	15.23	13.56	12.80
EBIT 增长率	31.01	13.02	11.20	10.52
净利润增长率	14.74	18.04	13.47	11.07
盈利能力 (%)				
毛利率	19.43	19.35	19.05	18.89
净利润率	6.37	6.52	6.52	6.42
总资产收益率 ROA	5.36	5.96	6.33	6.35
净资产收益率 ROE	15.27	16.27	16.62	16.62
偿债能力				
流动比率	1.32	1.37	1.42	1.44
速动比率	0.76	0.77	0.82	0.85
现金比率	0.32	0.30	0.31	0.32
资产负债率 (%)	62.13	60.15	58.26	57.88
经营效率				
应收账款周转天数	80.48	75.00	77.00	79.00
存货周转天数	28.48	27.00	26.00	25.00
总资产周转率	0.88	0.94	1.00	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.30	1.48	1.64
每股净资产	7.23	8.01	8.90	9.88
每股经营现金流	1.34	1.13	1.53	1.78
每股股利	0.40	0.52	0.59	0.66
估值分析				
PE	9	8	7	6
PB	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.65	5.03	4.49	4.03
股息收益率 (%)	3.96	5.16	5.86	6.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,186	3,782	4,292	4,767
折旧和摊销	553	590	705	830
营运资金变动	-849	-1,869	-1,435	-1,410
经营活动现金流	3,536	2,974	4,053	4,715
资本开支	-916	-1,253	-1,322	-1,438
投资	-555	0	0	0
投资活动现金流	-904	-1,253	328	-1,438
股权募资	56	0	0	0
债务募资	278	-500	-2,036	0
筹资活动现金流	-1,708	-2,077	-3,774	-1,898
现金净流量	766	-356	607	1,379

插图目录

图 1: 公司“十四五”发展战略“一核双驱”	3
图 2: 公司水泥工程服务业务全产业链	3
图 3: 2013-2024 年中材国际发展大事记	4
图 4: 公司股权结构 (截至 24Q1 期末)	4
图 5: 2018-2024Q1 营业收入 (亿元) 及增速	6
图 6: 2018-2024Q1 归母净利润 (亿元) 及增速	6
图 7: 2020-2023 年主要业务分项收入 (亿元) 及增速	7
图 8: 2021-2023 年主要业务分项毛利率	7
图 9: 2018-2023 年公司资产负债率及 ROE	7
图 10: 2018-2023 年公司期间费用率	7
图 11: 2018-2024H1 有效结转合同金额 (亿元)	8
图 12: 2018-2024H1 公司新签合同金额 (亿元)	8
图 13: 公司订单结构按业务拆分 (内环为 2023 年, 外环为 24H1)	8
图 14: 公司数字智能业务布局	11
图 15: EPC 主要工作流程	12
图 16: 公司新签境外订单金额 (单位: 亿元) 按区域拆分	14
图 17: 非洲水泥巨头丹格特产能分布	14
图 18: 埃及 GOE Beni Suef 6x6000tpd 水泥生产线项目	14
图 19: 印尼海德堡 10000tpd 熟料水泥生产线项目	14
图 20: 沙特 SCC 2x10000tpd 水泥生产线项目	14
图 21: 阿联酋 UCC 10000tpd 水泥生产线项目	14
图 22: 2008-2023 年公司资产减值损失+信用减值损失复盘	15
图 23: 2008-2023 年公司海外业务收入及占比复盘	15
图 24: 公司积极推行属地化用工	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司股权激励对象	5
表 2: 公司新任董事长、总裁简历	5
表 3: 拟收购突尼斯标的公司财务数据 (单位: 百万美元)	9
表 4: 各建筑央企海外业务收入占比	16
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026