

中材国际 (600970)

证券研究报告
2024年07月27日

子公司拟收购突尼斯 CJO 及 GJO 开辟新市场，分红比例提升增强投资吸引力

中材水泥拟收购 CJO 及其所属 GJO 公司，推动水泥业务国际化布局

公司发布重要参股公司对外投资（海外）的公告，中材国际重要参股公司中材水泥拟通过全资子公司中材水泥（香港）投资有限公司在阿联酋设立 SPV 公司，以阿联酋 SPV 公司为主体收购突尼斯 CJO 及其所属 GJO 公司 100% 的股权。此次交易以 1.3 亿美元作为基础对价，最高不超过 1.45 亿美元，7 月 26 日，中材水泥与交易对方订立股份购买协议。

CJO 及其控股子公司 GJO，主要从事水泥及骨料的生产，2023 年 CJO 总资产为 1.02 亿美元，营收/税后利润分别为 0.91 亿、0.18 亿美元，同比分别+7%、+50%。中材水泥本次收购符合集团国际化发展规划，本次标的公司具备长久经营历史、运营稳定、靠近港口区位优势，有利于中材水泥扩大资产规模，增强未来盈利能力，推进水泥业务的国际化布局。

董事会提议提高分红比例，高比例现金分红重视股东回报

根据公司发布的《关于 2024 年度“提质增效重回报”行动方案的公告》，公司分红有望持续提升，董事会建议未来三年（2024 年-2026 年），在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下，如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司在足额提取法定公积金、任意公积金以后，公司每年以现金方式分配的利润，在现有不低于当年实现的可供分配利润的 40% 的基础上，每年现金分红比例同比增长不低于 10%，即 2024 年-2026 年度以现金方式分配的利润分别不低于当年实现的可供分配利润的 44%、48.40%、53.24%。若按照 24 年 12.6% 的归母净利润增速以及 44% 的分红比例预测，根据最新收盘价，24 年股息率或有望达 5.72%，高比例现金分红提升投资回报率。

在手订单充足业绩增长可期，运维订单实现较快增长

公司发布二季度经营数据，24H1 新签订单 370.9 亿，同比-9%，Q2 新签订单 158.7 亿，同比-16%，工程技术服务/装备制造/运维业务分别同比-26%、-28%、+38%，Q2 单季度订单下滑主要系工程及装备业务订单下滑所致，境外业务在去年高基数下同比下滑 30%，公司未完成合同额为 592.4 亿，同比+6.9%，我们认为在手订单充足未来成长可期。

深耕海外聚焦主业，维持“买入”评级

公司继续聚焦主业，强化海外市场开拓和精益管理，持续巩固行业领先优势；深化高端装备“两外一服”拓展，加快建设全球统一的运维服务平台；加快数智转型，构建智能工厂产品体系和整体解决方案，打造更加敏捷高效的产品交付与服务能力。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润为 32.8、37.9、43.8 亿，认可给予公司 24 年 12 倍 PE，对应目标价为 14.9 元。

风险提示：交易能否完成、分红比例能否提高尚存在一定的不确定性；海外经营风险；运维及装备业务增长不及预期、订单转化不及预期；经营数据为初步统计数据，与定期报告披露的数据存在差异。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,819.25	45,798.84	52,733.26	60,007.91	67,792.38
增长率(%)	7.11	17.98	15.14	13.80	12.97
EBITDA(百万元)	4,454.95	6,676.19	5,322.32	6,112.88	6,953.99
归属母公司净利润(百万元)	2,194.07	2,915.81	3,284.22	3,791.96	4,382.40
增长率(%)	21.20	32.90	12.63	15.46	15.57
EPS(元/股)	0.83	1.10	1.24	1.44	1.66
市盈率(P/E)	11.50	8.65	7.68	6.65	5.76
市净率(P/B)	1.73	1.32	1.19	1.07	0.96
市销率(P/S)	0.65	0.55	0.48	0.42	0.37
EV/EBITDA	2.67	2.26	2.85	2.39	1.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.55 元
目标价格	14.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,642.02
流通 A 股股本(百万股)	1,757.66
A 股总市值(百万元)	25,231.31
流通 A 股市值(百万元)	16,785.69
每股净资产(元)	7.46
资产负债率(%)	62.57
一年内最高/最低(元)	14.23/8.83

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材国际-季报点评:海外订单高速增长，毛利率同比明显改善》2024-04-27
- 《中材国际-年报点评报告:盈利能力明显改善，携手中材水泥海外高成长可期》2024-03-27
- 《中材国际-季报点评:海外新签订单增速翻倍，毛利率持续改善》2023-10-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,809.31	9,638.14	11,029.14	12,001.58	13,558.48	营业收入	38,819.25	45,798.84	52,733.26	60,007.91	67,792.38
应收票据及应收账款	7,689.62	10,158.27	7,712.44	13,123.64	11,733.57	营业成本	32,233.13	36,900.39	42,623.79	48,495.96	54,759.01
预付账款	5,280.68	5,074.48	6,886.81	6,722.35	8,644.38	营业税金及附加	166.20	220.72	254.13	289.19	353.82
存货	2,444.80	2,879.25	5,408.71	4,021.06	6,626.52	销售费用	478.03	557.96	632.80	720.09	813.51
其他	3,821.86	4,871.73	11,257.06	13,395.18	13,748.70	管理费用	1,903.85	2,164.89	2,478.46	2,820.37	3,172.68
流动资产合计	27,046.27	32,621.87	42,294.16	49,263.82	54,311.64	研发费用	1,362.72	1,841.54	2,109.33	2,400.32	2,643.90
长期股权投资	657.91	1,215.71	1,215.71	1,215.71	1,215.71	财务费用	(94.26)	252.39	88.28	(32.40)	(34.41)
固定资产	3,536.06	5,097.02	6,265.11	7,341.70	8,328.48	资产/信用减值损失	(145.79)	(491.01)	(355.00)	(382.93)	(339.61)
在建工程	572.73	576.11	540.89	512.71	490.17	公允价值变动收益	(20.52)	78.39	(26.12)	0.00	0.00
无形资产	833.40	1,092.46	999.37	906.29	813.20	投资净收益	(11.14)	(32.57)	(37.50)	(42.67)	(60.00)
其他	6,407.18	6,950.13	6,877.23	6,804.33	6,754.52	其他	292.10	694.37	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	12,007.27	14,931.43	15,898.31	16,780.73	17,602.07	营业利润	2,654.94	3,611.77	4,127.84	4,888.77	5,684.25
资产总计	43,785.75	54,419.54	58,192.47	66,044.55	71,913.71	营业外收入	50.13	118.06	118.06	50.00	40.00
短期借款	2,053.35	2,025.70	2,025.70	2,143.93	2,846.62	营业外支出	18.81	32.29	32.29	45.00	45.00
应付票据及应付账款	11,514.99	14,335.07	14,554.39	17,776.25	18,729.76	利润总额	2,686.26	3,697.54	4,213.61	4,893.77	5,679.25
其他	4,642.72	5,926.63	14,555.21	16,425.47	17,668.71	所得税	353.39	511.42	624.94	750.28	890.58
流动负债合计	18,211.06	22,287.39	31,135.29	36,345.65	39,245.09	净利润	2,332.87	3,186.12	3,588.68	4,143.49	4,788.67
长期借款	1,810.73	2,043.71	2,043.71	2,043.71	2,043.71	少数股东损益	138.81	270.31	304.46	351.53	406.27
应付债券	1,500.00	1,000.00	1,250.00	1,250.00	1,166.67	归属于母公司净利润	2,194.07	2,915.81	3,284.22	3,791.96	4,382.40
其他	674.84	864.35	864.35	864.35	864.35	每股收益(元)	0.83	1.10	1.24	1.44	1.66
非流动负债合计	3,985.57	3,908.06	4,158.06	4,158.06	4,074.73						
负债合计	28,310.08	33,808.42	35,293.35	40,503.71	43,319.82	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	919.28	1,515.76	1,709.87	1,933.99	2,193.01	成长能力					
股本	2,265.63	2,642.32	2,642.32	2,642.32	2,642.32	营业收入	7.11%	17.98%	15.14%	13.80%	12.97%
资本公积	201.27	409.92	409.92	409.92	409.92	营业利润	12.44%	36.04%	14.29%	18.43%	16.27%
留存收益	12,184.33	16,175.17	18,269.05	20,686.65	23,480.69	归属于母公司净利润	21.20%	32.90%	12.63%	15.46%	15.57%
其他	(94.84)	(132.04)	(132.04)	(132.04)	(132.04)	获利能力					
股东权益合计	15,475.67	20,611.12	22,899.12	25,540.84	28,593.90	毛利率	16.97%	19.43%	19.17%	19.18%	19.23%
负债和股东权益总计	43,785.75	54,419.54	58,192.47	66,044.55	71,913.71	净利率	5.65%	6.37%	6.23%	6.32%	6.46%
						ROE	15.07%	15.27%	15.50%	16.06%	16.60%
						ROIC	80.96%	46.45%	37.76%	36.93%	36.76%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	64.66%	62.13%	60.65%	61.33%	60.24%
净利润	2,332.87	3,186.12	3,284.22	3,791.96	4,382.40	净负债率	-10.75%	-14.71%	-18.23%	-19.68%	-20.86%
折旧摊销	437.28	529.46	621.19	705.64	789.82	流动比率	1.31	1.32	1.36	1.36	1.38
财务费用	322.08	255.43	88.28	(32.40)	(34.41)	速动比率	1.21	1.22	1.18	1.24	1.22
投资损失	11.14	32.57	37.50	42.67	60.00	营运能力					
营运资金变动	(3,403.91)	(1,316.90)	(485.20)	(798.13)	(1,132.39)	应收账款周转率	6.09	5.13	5.90	5.76	5.45
其它	1,218.12	849.18	278.34	351.53	406.27	存货周转率	15.57	17.20	12.73	12.73	12.73
经营活动现金流	917.59	3,535.86	3,824.34	4,061.28	4,471.69	总资产周转率	0.91	0.93	0.94	0.97	0.98
资本支出	1,340.37	2,554.14	1,660.97	1,660.97	1,660.97	每股指标(元)					
长期投资	26.10	557.80	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.83	1.10	1.24	1.44	1.66
其他	(2,352.47)	(4,015.49)	(2,955.34)	(3,398.67)	(3,493.92)	每股经营现金流	0.35	1.34	1.45	1.54	1.69
投资活动现金流	(986.00)	(903.55)	(1,294.38)	(1,737.70)	(1,832.96)	每股净资产	5.51	7.23	8.02	8.93	9.99
债权融资	2,373.77	206.96	161.72	150.64	653.77	估值比率					
股权融资	(965.58)	(508.68)	(1,300.68)	(1,501.77)	(1,735.61)	市盈率	11.50	8.65	7.68	6.65	5.76
其他	(1,852.83)	(1,406.32)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	1.73	1.32	1.19	1.07	0.96
筹资活动现金流	(444.64)	(1,708.03)	(1,138.97)	(1,351.13)	(1,081.84)	EV/EBITDA	2.67	2.26	2.85	2.39	1.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	2.92	2.43	3.23	2.70	2.25
现金净增加额	(513.05)	924.28	1,391.00	972.44	1,556.89						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com