

中材国际 (600970.SH)

业绩稳健订单充足，盈利能力显著提升

买入

核心观点

业绩稳健增长，在手合同充足，盈利能力提升。2023年公司实现营业收入457.99亿元(+6.94%)，实现归母净利润29.16亿元(+14.74%)，新签合同总额616.44亿元(+17.82%)。截至2023年底，公司未完合同额为593.25亿元(+12.46%)，业绩增长可持续性有保障。2023年综合毛利率19.43%(+2.09pct)，净利率6.96%(+0.95pct)，盈利能力提升主因高毛利的运维业务增长较快。

分业务看：三大主业协同发展，以工程服务为主，大力发展高端装备，加快运维服务商转型。1) 工程技术服务实现营业收入266.65亿元(+7.55%)，新签合同额390.67亿元(+20.75%)；2) 高端装备制造实现营业收入71.76亿元(+1.98%)，新签合同额74.12亿元(+13.86%)，2023年并购合肥院，加快整合装备业务，市占率快速提升；3) 生产运营服务实现营业收入106.00亿元(+13.83%)，新签生产运营服务合同额135.86亿元(+14.03%)。**分地区看：境外新签订单高增55%，境外市场空间广阔。**1) 境内2023年实现营业收入254.93亿元，同比增长1.99%，占比55.66%，境内新签合同额283.37亿元，同比减少8.09%，占比45.97%；2) 境外2023年实现营业收入200.87亿元，同比增长14.41%，占比43.86%，境外新签合同额333.07亿元，同比增长55%，占比54.03%。

提高分红比例，整合集团内产业链资源，海外业务拓展加速。1) 公告未来三年(2024-2026)股东回报规划，明确每年现金分红率不低于40%，高于近几年分红水平。2) 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。中材水泥主要在海外经营水泥和骨料业务，本次增资可促进中材国际、中材水泥深度协同，进一步打开出海空间。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司2023年业绩稳健增长，在手合同充足，大力发展高端装备，加快运维服务商转型，盈利能力显著提升，协同集团资源加速出海，提高分红增厚回报。预计公司2024-2026年归母净利润33.3/39.4/42.5亿元，每股收益1.26/1.49/1.61元，对应当前股价PE为8.64/7.31/6.76X。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值13.4-14.3元，较当前股价有22.7%-31.3%溢价，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；水泥行业风险；国际投资经营风险；汇率风险；盈利预测与估值风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,819	45,799	50,402	56,228	62,914
(+/-%)	7.1%	18.0%	10.1%	11.6%	11.9%
净利润(百万元)	2194	2916	3333	3935	4245
(+/-%)	21.2%	32.9%	14.3%	18.0%	7.9%
每股收益(元)	0.97	1.10	1.26	1.49	1.61
EBIT Margin	6.9%	9.0%	8.6%	9.0%	8.6%
净资产收益率(ROE)	15.1%	15.3%	16.2%	17.4%	17.2%
市盈率(PE)	11.2	9.9	8.6	7.3	6.8
EV/EBITDA	17.4	13.7	12.9	11.6	11.5
市净率(PB)	1.69	1.51	1.39	1.28	1.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：朱家琪

021-60375435

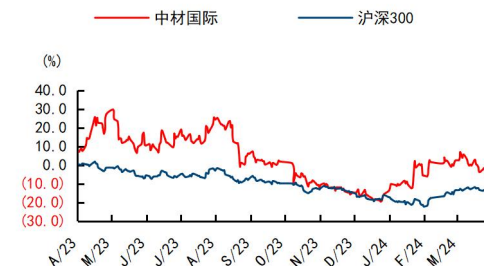
zhujiqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	13.40 - 14.30元
收盘价	10.89元
总市值/流通市值	28775/18977百万元
52周最高价/最低价	15.10/8.83元
近3个月日均成交额	227.00百万元

市场走势



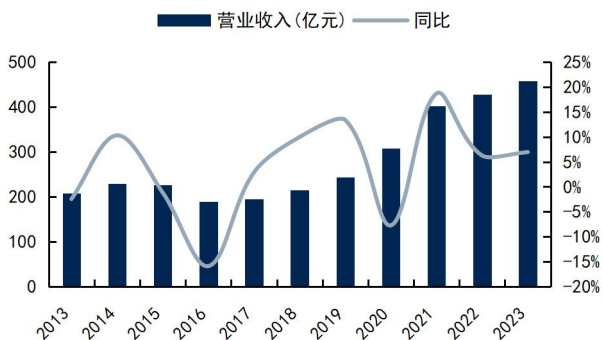
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中材国际(600970.SH)-上半年业绩稳健，境外新签高增205%》——2023-08-30
- 《中材国际(600970.SH)-国际水泥工程龙头，三业并举焕新机》——2023-08-03

业绩稳健增长，在手合同充足，盈利能力提升。2023年公司实现营业收入457.99亿元，同比增长6.94%，实现归母净利润29.16亿元，同比增长14.74%，业绩增长亮眼，其中，2023年第四季度实现营业收入142.89亿元，实现归母净利润9.14亿元。2023年公司新签合同总额616.44亿元，同比增长17.82%，截至2023年底，公司未完合同额为593.25亿元，同比增长12.46%，业绩增长可持续性有保障。盈利能力方面，公司2023年综合毛利率19.43%，同比提升2.09个百分点，净利率6.96%，同比提升0.95个百分点。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司2023年2月同一控制下合并合肥水泥研究设计院有限公司, 根据会计准则规定对2023、2022、2021年数据进行追溯调整)

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



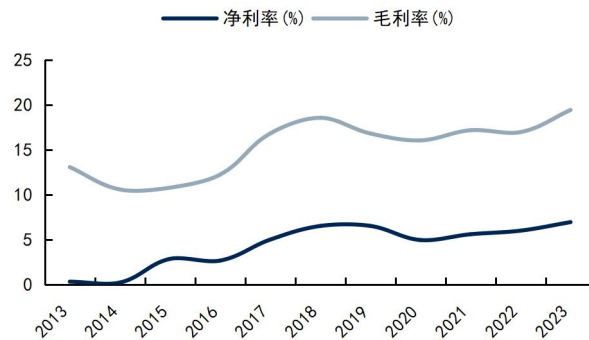
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司2023年2月同一控制下合并合肥水泥研究设计院有限公司, 根据会计准则规定对2023、2022、2021年数据进行追溯调整)

图3: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司毛利率与净利率



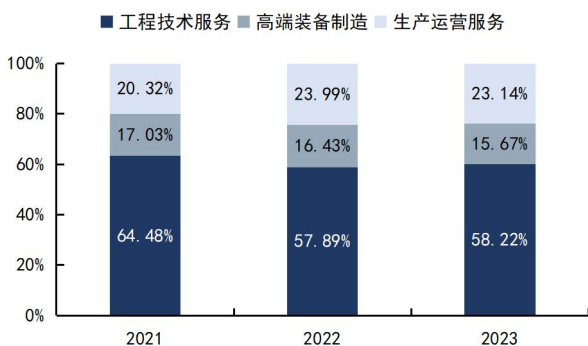
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

分业务看：三大主业协同发展，以工程服务为主，大力发展高端装备，加快运维服务商转型。1) **工程技术服务**实现营业收入266.65亿元，同比增长7.55%，新签合同额390.67亿元，同比增长20.75%，毛利率15.73%，同比提升3.50个百分点，公司水泥工程技术服务位居全球首位，全年点火20个项目，攻坚海外高端市场；2) **高端装备制造**实现营业收入71.76亿元，同比增长1.98%，新签合同额74.12亿元，同比增长13.86%，毛利率25.47%，同比提升1.39个百分点，2023年并购合肥院，加快整合装备业务，市占率快速提升；3) **生产运营服务**实现营业收入106.00亿元，同比增长13.83%，其中，矿山运维/水泥及其他运维分别实现营业收入64.82/41.18亿元，同比增长22.45%/2.48%，新签生产运营服务合同额135.86亿元，同比增长14.03%，其中，矿山运维/水泥和其他运维分别新签合同额

79.75/56.10 亿元，同比增长 7.00%/26.00%。截至 2023 年末，在执行矿山运维服务项目 281 个，其中境外项目 5 个；完成供矿量 6.5 亿吨，同比增长 25%，水泥供矿市场占有率进一步提升；在执行水泥运维服务生产线 56 条，年提供产能超过 1 亿吨，同比增长 23%。

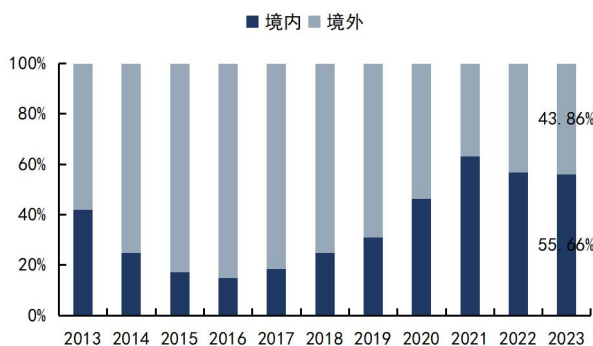
分地区看：境外新签订单高增 55%，境外市场空间广阔。1) 境内 2023 年实现营业收入 254.93 亿元，同比增长 1.99%，占比 55.66%，境内新签合同额 283.37 亿元，同比减少 8.09%，占比 45.97%；2) 境外 2023 年实现营业收入 200.87 亿元，同比增长 14.41%，占比 43.86%，境外新签合同额 333.07 亿元，同比增长 55%，占比 54.03%。

图5：公司营收结构-分业务



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司营收结构-分地区



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

提高分红比例，整合集团内产业链资源，海外业务拓展加速。1) 2023 年 12 月，公司公告未来三年（2024-2026）股东回报规划，明确每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可供分配利润的 40%，高于近几年分红水平（2020-2022 年分红率分别为 35.3%/28.8%/36.1%），2023 年实现归母净利润 29.16 亿元，若按照 40% 分红率分红，当前股价对应股息率为约为 4.05%，**投资吸引力提升。**2) 2023 年 12 月，公司与天山股份拟共同对天山股份全资子公司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，天山股份增资 41.5 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、天山股份分别持有中材水泥 40%、60% 股权。中材水泥主要在海外经营水泥和骨料业务，目前拥有赞比亚工业园、蒙古国蒙欣水泥生产线、尼日利亚骨料生产线三个境外基础建材投资项目。**本次增资可促进中材国际、中材水泥深度协同，进一步打开出海空间。**

上调盈利预测：1) 公司 2023 年 2 月并购重组同一控制下合并合肥水泥研究设计院有限公司，增厚营收利润规模，优化业务结构；2) 增资中材水泥，集团协同效应加强，利好业务扩张，利好降本增效。调整前预测值 2023-2025 营收 431.09/454.28/475.04 亿元，yoy11.1%/5.4%/4.6%，每股收益 1.00/1.13/1.16 元，调整后预测值 2024-2026 营收 506.09/564.6/631.73 亿元，yoy10.50%/11.56%/11.89%，每股收益 1.26/1.49/1.61 元。

表1：中材国际盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	428.26	457.99	506.09	564.60	631.73
yoy	6.25%	6.94%	10.50%	11.56%	11.89%
新签合同合计	523.21	616.44	-	-	-
yoy	-	17.82%	-	-	-
毛利率	16.97%	19.43%	19.12%	20.13%	20.60%

毛利合计	72.68	88.99	96.75	113.65	130.15
工程技术服务					
营业收入	247.93	266.65	294.83	326.62	362.19
yoy	5.24%	7.55%	10.57%	10.78%	10.89%
占比	57.89%	58.22%	58.26%	57.85%	57.33%
新签合同	323.53	390.67	-	-	-
yoy	-	20.75%	-	-	-
毛利率	12.26%	15.73%	14.69%	15.97%	16.10%
毛利	30.40	41.94	43.33	52.17	58.31
高端装备制造					
营业收入	70.37	71.76	78.86	87.45	97.07
yoy	2.64%	1.98%	9.90%	10.89%	11.00%
占比	16.43%	15.67%	15.58%	15.49%	15.37%
新签合同	65.10	74.12	-	-	-
yoy	-	13.86%	-	-	-
毛利率	24.09%	25.47%	26.02%	27.03%	27.85%
毛利	16.95	18.28	20.52	23.64	27.04
生产运营服务					
营业收入	93.12	106.00	122.13	141.08	163.41
yoy	13.80%	13.83%	15.21%	15.52%	15.83%
占比	23.99%	23.14%	24.13%	24.99%	25.87%
新签合同	119.14	135.86	-	-	-
yoy	-	14.03%	-	-	-
毛利率	22.70%	21.79%	23.36%	23.70%	24.71%
毛利	21.14	23.10	28.53	33.44	40.37
其他业务					
营业收入	24.53	22.13	20.83	20.10	19.67
yoy	17.96%	-9.79%	-5.87%	-3.52%	-2.11%
新签合同	15.44	15.79	-	-	-
yoy	-	2.27%	-	-	-
毛利率	19.40%	20.66%	21.03%	21.89%	22.53%
毛利	4.76	4.57	4.38	4.40	4.43
抵消项营收	-10.41	-10.72	-10.57	-10.64	-10.60

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司2023年业绩稳健增长，在手合同充足，大力发展高端装备，加快运维服务商转型，盈利能力显著提升，协同集团资源加速出海，提高分红增厚回报。预计公司2024-2026年归母净利润33.3/39.4/42.5亿元，每股收益1.26/1.49/1.61元，对应当前股价PE为8.64/7.31/6.76X。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值13.4-14.3元，较当前股价有22.7%-31.3%溢价，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值比较（2024年3月26日收盘价）

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
000065.SZ	北方国际	11.18	112.02	1.03	1.22	10.85	9.16
000928.SZ	中钢国际	6.09	87.37	0.64	0.73	9.52	8.34
002051.SZ	中工国际	7.44	92.06	0.43	0.52	17.30	14.31
	均值			0.70	0.82	12.56	10.60
600970.SH	中材国际	10.89	287.75	1.26	1.49	8.64	7.31

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理预测（注：可比公司估值采用iFinD一致预测）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7809	9638	11490	12430	14609	营业收入	38819	45799	50402	56228	62914
应收款项	8555	11045	10426	12528	14068	营业成本	32233	36900	40765	45134	50503
存货净额	2445	2879	3229	3497	3948	营业税金及附加	166	221	234	258	295
其他流动资产	12026	14276	16610	17825	20096	销售费用	478	558	596	681	758
流动资产合计	31778	39488	43001	47560	54113	管理费用	1904	2165	2503	2794	3208
固定资产	4109	5673	5683	5749	5763	研发费用	1363	1842	1950	2308	2717
无形资产及其他	833	1092	983	874	765	财务费用	(94)	252	50	11	(11)
投资性房地产	6407	6950	6950	6950	6950	投资收益	(11)	(33)	0	0	0
长期股权投资	658	1216	1496	1783	2159	资产减值及公允价值变动	(101)	(140)	(110)	(117)	(122)
资产总计	43786	54420	58113	62916	69749	其他收入	(1365)	(1919)	(1950)	(2308)	(2717)
短期借款及交易性金融负债	2836	3562	2663	3020	3082	营业利润	2655	3612	4192	4926	5323
应付款项	11515	14335	14767	16625	18821	营业外净收支	31	86	55	57	66
其他流动负债	9974	12003	14447	14877	17028	利润总额	2686	3698	4247	4983	5389
流动负债合计	24325	29900	31877	34522	38930	所得税费用	353	511	603	684	750
长期借款及应付债券	3311	3044	3044	3044	3044	少数股东损益	139	270	310	364	394
其他长期负债	675	864	897	949	1040	归属于母公司净利润	2194	2916	3333	3935	4245
长期负债合计	3986	3908	3941	3992	4084	现金流量表 (百万元)					
负债合计	28310	33808	35818	38514	43014	净利润	2194	2916	3333	3935	4245
少数股东权益	919	1516	1659	1838	2036	资产减值准备	(10)	137	13	6	2
股东权益	14556	19095	20636	22564	24699	折旧摊销	368	457	673	736	794
负债和股东权益总计	43786	54420	58113	62916	69749	公允价值变动损失	101	140	110	117	122
关键财务与估值指标						财务费用	(94)	252	50	11	(11)
每股收益	0.97	1.10	1.26	1.49	1.61	营运资本变动	(4306)	(541)	856	(1241)	179
每股红利	0.53	0.49	0.68	0.76	0.80	其它	72	13	131	173	196
每股净资产	6.42	7.23	7.81	8.54	9.35	经营活动现金流	(1580)	3122	5117	3725	5538
ROIC	13.77%	15.31%	15.89%	18.47%	19.05%	资本开支	0	(1937)	(697)	(815)	(824)
ROE	15.07%	15.27%	16.15%	17.44%	17.19%	其它投资现金流	200	(706)	404	(34)	(112)
毛利率	17%	19%	19%	20%	20%	投资活动现金流	174	(3201)	(573)	(1137)	(1311)
EBIT Margin	7%	9%	9%	9%	9%	权益性融资	123	56	0	0	0
EBITDA Margin	8%	10%	10%	10%	10%	负债净变化	39	233	0	0	0
收入增长	7%	18%	10%	12%	12%	支付股利、利息	(1203)	(1293)	(1793)	(2006)	(2110)
净利润增长率	21.20%	32.90%	14.32%	18.04%	7.88%	其它融资现金流	2939	3971	(899)	357	61
资产负债率	67%	65%	64%	64%	65%	融资活动现金流	735	1908	(2692)	(1649)	(2048)
股息率	4.2%	4.5%	6.2%	7.0%	7.3%	现金净变动	(672)	1829	1852	939	2179
P/E	11.2	9.9	8.6	7.3	6.8	货币资金的期初余额	8482	7809	9638	11490	12430
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	7809	9638	11490	12430	14609
EV/EBITDA	17.4	13.7	12.9	11.6	11.5	企业自由现金流	0	1523	4567	3040	4827
						权益自由现金流	0	5727	3625	3388	4898

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还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。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032