

# 中材国际 (600970. SH)

工程服务转型稳步推进，高分红吸引力强

优于大市

## 核心观点

**全年收入利润小幅增长，海外收入增长稳健。**2024 年公司实现营收 461.3 亿元，同比+0.7%，实现归母净利润 29.8 亿元，同比+2.3%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 144.0 亿元，同比+0.7%，实现归母净利润 9.2 亿元，同比+1.0%。2024 年国内水泥行业需求持续下降、价格低位波动，水泥整线建设需求减少，境外水泥 EPC 市场呈现恢复性增长的局面。2024 年公司境内收入 236.5 亿元，同比-7.2%，境外收入 222.7 亿元，同比+10.9%。

**海外业务稳健增长，在手订单充足。**2024 年公司实现新签合同额 634.4 亿元，同比+2.9%，境外新签合同额 362.0 亿元，同比增长 8.7%，受境内水泥行业产能过剩矛盾突出、效益整体下行影响，境内新签合同额 272.43 亿元，同比-3.9%。截至 2024 年末，公司在手订单 1034 亿元，较上年末上升 8.7%，当前在手订单充足，可支撑未来持续增长。

**毛利率略有提升，费用率总计稳定。**公司持续发力高毛利的运维业务，推动毛利率持续上行。2024 年公司整体毛利率为 19.62%，同比提升 0.19pct，2024Q4 单季度毛利率为 19.49%，同比下降 1.73pct。2024 年公司期间费用率为 10.76%，同比上升 0.24pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 5.15%/3.82%/1.19%/0.59%，分别同比+0.42/-0.20/-0.02/+0.04pct。

**回款周期略有拉长，分红比率持续上升。**2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 22.9 亿元，同比-35.2%，收现比/付现比分别为 79.7%/73.5%，分别同比-2.2/-1.1pct。经营性现金流同比下滑主要是水泥市场行情影响结算及回款进度以及本年收款使用票据结算增加所致。2024 年 7 月，公司披露《2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，计划 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%，对应估算 2025、2026 年股息率将分别达到 5.4%、7.0%。

**投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**公司 2024 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。预测公司未来三年归母净利润为 31.1/33.2/35.9 亿元（前值 39.4/42.5/43.0 亿元），每股收益 1.18/1.26/1.36 元（1.49/1.61/1.63 元），对应当前股价 PE 为 7.4/7.0/6.4X，维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,799	46,127	47,887	50,819	54,097
(+/-%)	18.%	0.7%	3.8%	6.1%	6.4%
归母净利润(百万元)	2916	2983	3109	3318	3594
(+/-%)	32.9%	2.3%	4.2%	6.7%	8.3%
每股收益(元)	1.10	1.13	1.18	1.26	1.36
EBIT Margin	9.0%	9.0%	8.9%	8.9%	9.1%
净资产收益率(ROE)	15.3%	14.1%	13.5%	13.3%	13.3%
市盈率(PE)	7.9	7.7	7.40	6.94	6.4
EV/EBITDA	12.4	12.7	13.2	13.2	13.1
市净率(PB)	1.21	1.09	1.00	0.92	0.85

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

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaci@guosen.com.cn

S0980524010001

### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

9.45 元

总市值/流通市值

24967/21280 百万元

52 周最高价/最低价

13.54/8.47 元

近 3 个月日均成交额

254.39 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

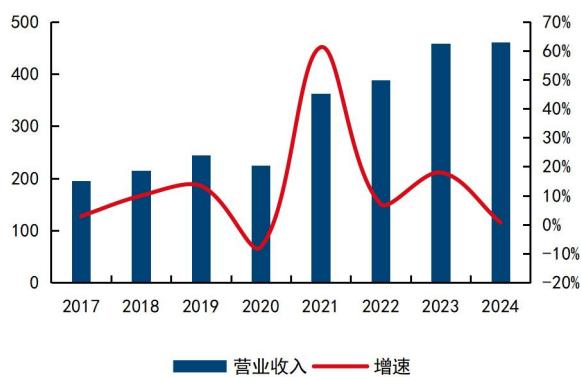
《中材国际 (600970.SH) -业绩稳健订单充足，盈利能力显著提升》——2024-03-27

《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

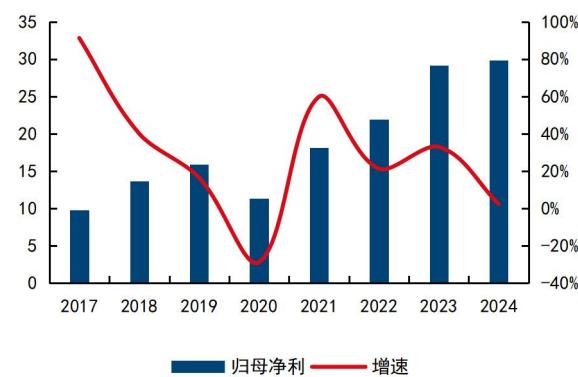
**全年收入利润小幅增长，海外收入增长稳健。**2024年公司实现营收461.3亿元，同比+0.7%，实现归母净利润29.8亿元，同比+2.3%。其中2024年第四季度公司实现营业收入144.0亿元，同比+0.7%，实现归母净利润9.2亿元，同比+1.0%。2024年国内水泥行业需求持续下降、价格低位波动，水泥整线建设需求减少，境外水泥EPC市场呈现恢复性增长的局面。2024年公司境内收入236.5亿元，同比-7.2%，境外收入222.7亿元，同比+10.9%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

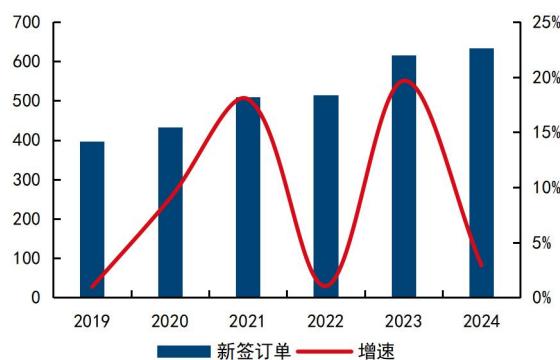
图2：公司归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

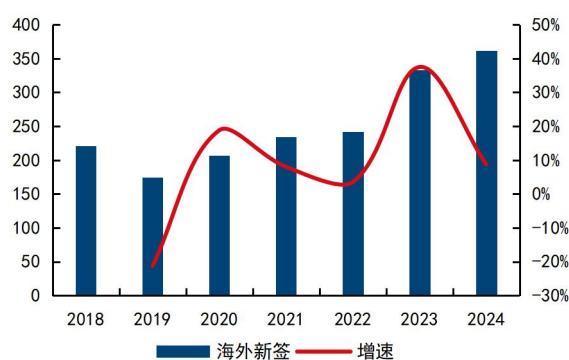
**海外业务稳健增长，在手订单充足。**2024年公司实现新签合同额634.4亿元，同比+2.9%，境外新签合同额362.0亿元，同比增长8.7%，受境内水泥行业产能过剩矛盾突出、效益整体下行影响，境内新签合同额272.43亿元，同比-3.9%。截至2024年末，公司在手订单1034亿元，较上年末上升8.7%，当前在手订单充足，可支撑未来持续增长。

图3：公司新签订单额及增速（单位：亿元，%）



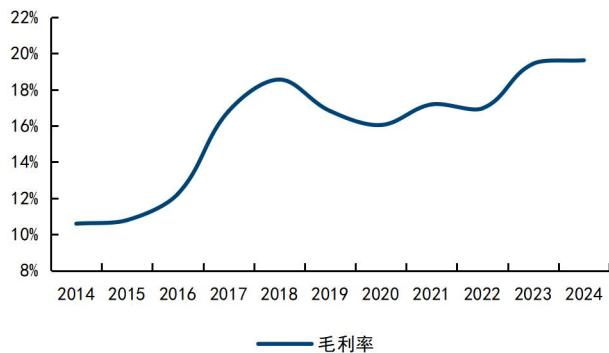
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司境外新签订单及增速（单位：亿元，%）

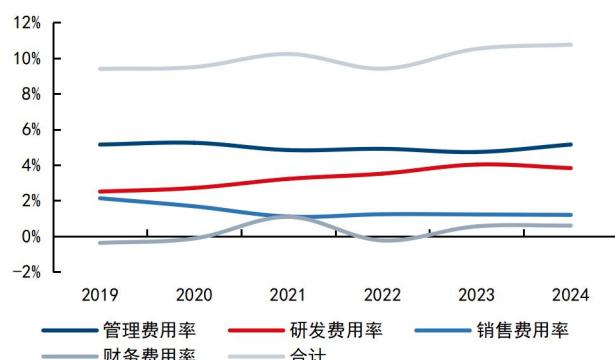


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**毛利率略有提升，费用率总计稳定。**公司持续发力高毛利的运维业务，推动毛利率持续上行。2024年公司整体毛利率为19.62%，同比提升0.19pct，2024Q4单季度毛利率为19.49%，同比下降1.73pct。2024年公司期间费用率为10.76%，同比上升0.24pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为5.15%/3.82%/1.19%/0.59%，分别同比+0.42/-0.20/-0.02/+0.04pct。

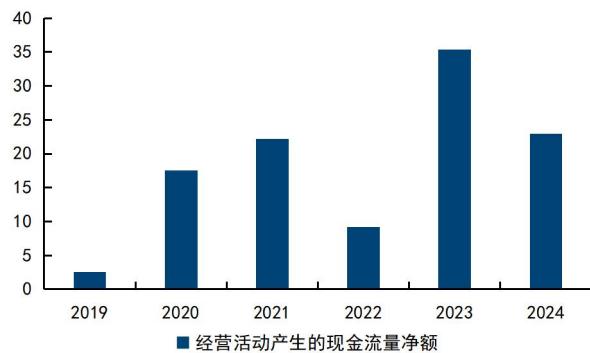
**图5: 公司毛利率变化 (单位: %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图6: 公司各项费用率变动 (单位: %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**回款周期略有拉长，分红比率持续上升。**2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 22.9 亿元，同比 -35.2%，收现比 / 付现比分别为 79.7%/73.5%，分别同比 -2.2/-1.1pct。经营性现金流同比下滑主要是水泥市场行情影响结算及回款进度以及本年收款使用票据结算增加所致。2024 年 7 月，公司披露《2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，计划 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%，对应估算 2025、2026 年股息率将分别达到 5.4%、7.0%。

**图7: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图8: 公司收现比与付现比变化 (单位: %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**公司 2024 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。预测公司未来三年归母净利润为 31.1/33.2/35.9 亿元（前值 39.4/42.5/43.0 亿元），每股收益 1.18/1.26/1.36 元（1.49/1.61/1.63 元），对应当前股价 PE 为 7.4/7.0/6.4X，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9638	8466	8221	8729	9649	营业收入	<b>45799</b>	<b>46127</b>	<b>47887</b>	<b>50819</b>	<b>54097</b>
应收款项	11791	12569	13479	14495	16389	营业成本	36900	37075	38489	40846	43480
存货净额	2879	2446	2446	2955	2955	营业税金及附加	221	225	225	225	225
其他流动资产	2099	3087	4045	5061	6143	销售费用	558	551	584	620	653
<b>流动资产合计</b>	<b>39488</b>	<b>43662</b>	<b>47918</b>	<b>53154</b>	<b>59375</b>	管理费用	2165	2374	2579	2736	2908
固定资产	5673	6243	6568	6497	6330	研发费用	1842	1763	1745	1852	1914
无形资产及其他	1092	1068	1556	1944	2251	财务费用	252	274	61	66	65
投资性房地产	2437	2368	2368	2368	2368	投资收益	(33)	55	57	60	64
长期股权投资	1216	2602	3433	4015	4423	资产减值及公允价值变动	(140)	(272)	(307)	(326)	(347)
<b>资产总计</b>	<b>54420</b>	<b>58746</b>	<b>64168</b>	<b>70302</b>	<b>77071</b>	其他收入	(1919)	(1703)	(1760)	(1859)	(1930)
短期借款及交易性金融负债	3562	4330	4495	4770	5078	营业利润	3612	3709	3938	4202	4552
应付款项	14335	16989	19743	22788	26245	营业外净收支	86	69	0	0	0
其他流动负债	1970	2125	2216	2351	2502	<b>利润总额</b>	<b>3698</b>	<b>3778</b>	<b>3938</b>	<b>4202</b>	<b>4552</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>29900</b>	<b>33268</b>	<b>36575</b>	<b>40523</b>	<b>44990</b>	所得税费用	511	555	578	617	668
长期借款及应付债券	3044	1785	1835	1870	1894	少数股东损益	270	240	250	267	289
其他长期负债	864	948	998	1033	1057	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2916</b>	<b>2983</b>	<b>3109</b>	<b>3318</b>	<b>3594</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3908</b>	<b>2732</b>	<b>2832</b>	<b>2902</b>	<b>2951</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>33808</b>	<b>36001</b>	<b>39407</b>	<b>43426</b>	<b>47942</b>	<b>净利润</b>	<b>2916</b>	<b>2983</b>	<b>3109</b>	<b>3318</b>	<b>3594</b>
少数股东权益	1516	1630	1780	1938	2105	资产减值准备	137	61	(279)	0	0
股东权益	19095	21115	22981	24939	27023	折旧摊销	457	519	474	489	505
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>54420</b>	<b>58746</b>	<b>64168</b>	<b>70302</b>	<b>77071</b>	公允价值变动损失	(78)	(7)	0	0	0
						财务费用	252	274	61	66	65
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(1167)	(815)	(1110)	(1018)	(1117)
每股收益	1.10	1.13	1.18	1.26	1.36	其它	35	83	429	158	168
每股红利	0.40	0.45	0.47	0.51	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>2300</b>	<b>2824</b>	<b>2623</b>	<b>2947</b>	<b>3150</b>
每股净资产	7.23	7.99	8.70	9.44	10.23	资本开支	0	(1180)	(1008)	(806)	(645)
ROIC	21%	19%	23%	25%	27%	其它投资现金流	(81)	(8)	0	0	0
ROE	15%	14%	14%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(638)</b>	<b>(2573)</b>	<b>(1839)</b>	<b>(1388)</b>	<b>(1052)</b>
毛利率	19%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	(159)	133	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	233	(959)	50	35	25
EBITDA Margin	10%	10%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(1057)	(1189)	(1244)	(1360)	(1510)
收入增长	18%	1%	4%	6%	6%	其它融资现金流	1973	2740	165	275	308
净利润增长率	33%	2%	4%	7%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>167</b>	<b>(1423)</b>	<b>(1029)</b>	<b>(1050)</b>	<b>(1177)</b>
资产负债率	65%	64%	64%	65%	65%	<b>现金净变动</b>	<b>1829</b>	<b>(1172)</b>	<b>(245)</b>	<b>509</b>	<b>920</b>
股息率	4.6%	5.2%	5.4%	5.9%	6.6%	货币资金的期初余额	7809	9638	8466	8221	8729
P/E	7.9	7.7	7.40	6.94	6.40	货币资金的期末余额	9638	8466	8221	8729	9649
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	2835	2056	1993	2539	2937
EV/EBITDA	12.4	12.7	13.2	13.2	13.1	权益自由现金流	5041	3837	2156	2793	3213

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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