

中材国际 (600970.SH)

上半年业绩稳健，境外新签高增 205%

买入

核心观点

经济效益稳中有升，归母净利增 6.5%，新签订单大幅增长。2023 年上半年公司实现营业收入 205.5 亿元，同比减少 0.8%，实现归母净利润 13.7 亿元，同比增长 6.5%，实现扣非归母净利润 13.2 亿元，同比增长 27.4%，整体毛利率 18.25%，同比增加 1.89pct。新签合同额 406.0 亿元，同比增长 68%，有效结转合同额 605.3 亿元，同比增长 20%。

以工程服务为主，大力发展高端装备，加快运维服务商转型。2023 上半年，公司工程服务营收贡献 56.5%，毛利率 14.9% (+4.5pct)，新签合同占比 72.9%；装备制造营收贡献 17.5% (+5.2pct)，毛利率 25.2% (+0.85pct)，新签合同占比 9.6%；运维服务营收贡献 22.7%，毛利率 18.8% (-5.37pct)，新签合同占比 15.6%。

境外新签订单高增，以新建产线为主。2023 年上半年，公司境外业务实现营收 81.2 亿元，同比增长 3.4%，新签合同额 215.6 亿元，同比高增 205%。2014 年至 2018 年五年间，得益于一带一路提出，公司境外市场平均营收贡献达到了 80%，截至 2022 年底，公司业务涉及 75 个“一带一路”国家，合同金额近 3000 亿元，承接水泥生产线 281 条，年产能近 5 亿吨。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为全球最大的水泥技术装备工程服务商，境内博弈水泥存量技改需求，积极转型装备制造和运维综合服务商，境外扩大品牌影响力，深耕“一带一路”国家，上半年经营稳健，境外新签高企。预计公司 2023-2025 年归母净利润 22.7/25.6/26.3 亿元，每股收益 1.00/1.13/1.16 元，对应当前股价 PE 为 11.56/10.23/9.97X。公司合理估值 15-16.17 元，较当前股价有 29.8%-39.9%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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,242	38,819	43,109	45,428	47,504
(+/-%)	61.1%	7.1%	11.1%	5.4%	4.6%
净利润(百万元)	1810	2194	2271	2562	2628
(+/-%)	59.7%	21.2%	3.5%	12.8%	2.6%
每股收益(元)	0.82	0.97	1.00	1.13	1.16
EBIT Margin	7.5%	6.9%	6.9%	7.2%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	15.1%	14.7%	15.5%	14.9%
市盈率 (PE)	14.2	11.9	11.5	10.2	10.0
EV/EBITDA	17.3	17.9	18.0	16.2	16.0
市净率 (PB)	1.97	1.80	1.69	1.58	1.48

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：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	15.00 - 16.17 元
收盘价	11.56 元
总市值/流通市值	30545/20144 百万元
52 周最高价/最低价	15.10/8.04 元
近 3 个月日均成交额	241.78 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

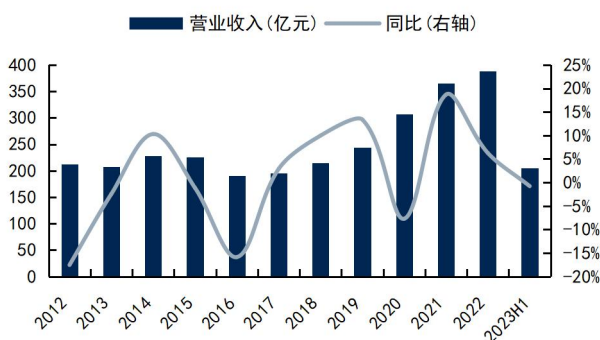
相关研究报告

《中材国际 (600970.SH) - 国际水泥工程龙头，三业并举焕新机》
——2023-08-03

经济效益稳中有升，归母净利增 6.5%，新签订单大幅增长。2023 年上半年公司实现营业收入 205.5 亿元，同比减少 0.8%，实现归母净利润 13.7 亿元，同比增长 6.5%，实现扣非归母净利润 13.2 亿元，同比增长 27.4%，整体毛利率 18.25%，同比增加 1.89pct。新签合同额 406.0 亿元，同比增长 68%，有效结转合同额 605.3 亿元，同比增长 20%。

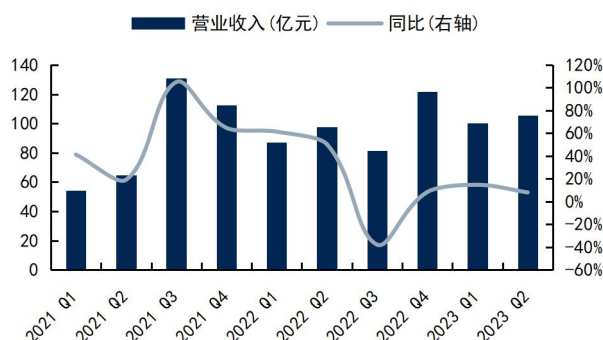
其中一季度/二季度单季营收分别为 100.1/105.4 亿元，同比增长 14.7%/8.0%，归母净利分别为 6.2/7.5 亿元，同比增长 28.8%/31.5%，新签合同额分别为 226.3/57.0 亿元，同比增长 157.1%/-61.4%。（注：单季度数据未回溯调整）

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



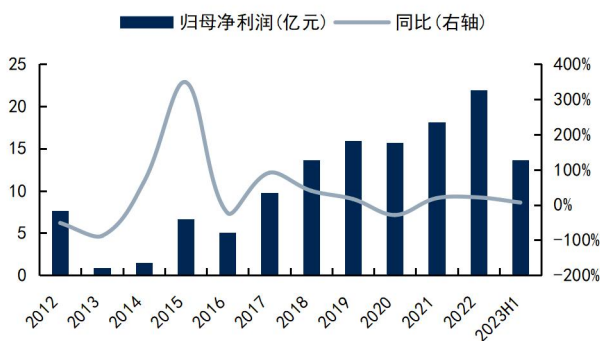
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（注：因公司 21、22 年发生同一控制下合并行为，2020、2021 年采用追溯调整后数据）

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



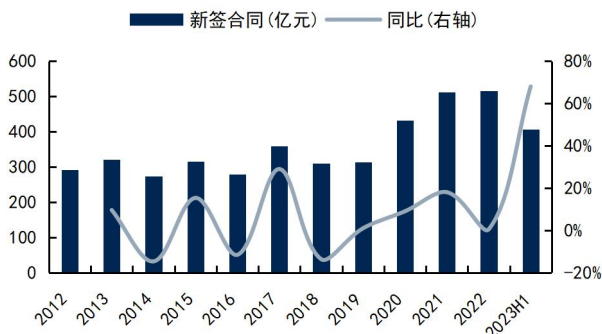
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（注：因公司 21、22 年发生同一控制下合并行为，2020、2021 年采用追溯调整后数据）

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理 (注: 因公司 21、22 年发生同一控制下合并行为, 2020、2021 年采用追溯调整后数据)

图6: 公司单季度新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

以工程服务为主, 大力发展高端装备, 加快运维服务商转型。2023 上半年, 公司工程服务营收贡献 56.5%, 毛利率 14.9% (+4.5pct), 新签合同占比 72.9%; 装备制造营收贡献 17.5% (+5.2pct), 毛利率 25.2% (+0.85pct), 新签合同占比 9.6%; 运维服务营收贡献 22.7%, 毛利率 18.8% (-5.37pct), 新签合同占比 15.6%。

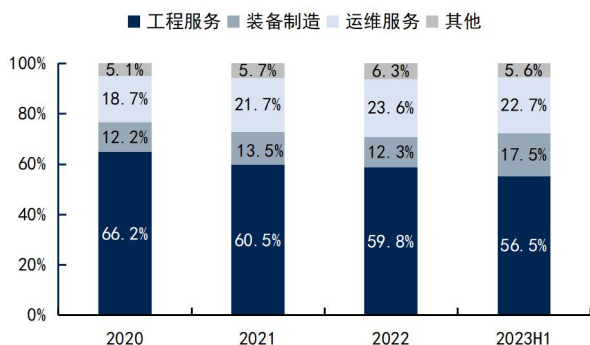
境外新签订单高增, 以新建产线为主。2023 年上半年, 公司境外业务实现营收 81.2 亿元, 同比增长 3.4%, 新签合同额 215.6 亿元, 同比高增 205%。2014 年至 2018 年五年间, 得益于一带一路提出, 公司境外市场平均营收贡献达到了 80%, 截至 2022 年底, 公司业务涉及 75 个“一带一路”国家, 合同金额近 3000 亿元, 承接水泥生产线 281 条, 年产能近 5 亿吨。

表1: 公司近期公告工程总承包合同情况

公告日期	项目地	类型	合同金额 (亿元)	拟建产线日产能 (t/d)	工期 (月, 至出水泥)	单吨年产能投资规模 (元/吨)
2023. 6. 30	埃塞俄比亚	工程总承包	21	5000	26	531.1
2023. 5. 19	沙特阿拉伯	工程总承包	23.1	5000	27	562.6
2022. 12. 2	肯尼亚	工程总承包	20.9986	8000	25	345.2
2021. 5. 11	广西	工程总承包	19.369	6000 (两条)	12	442.2
均值						470.3

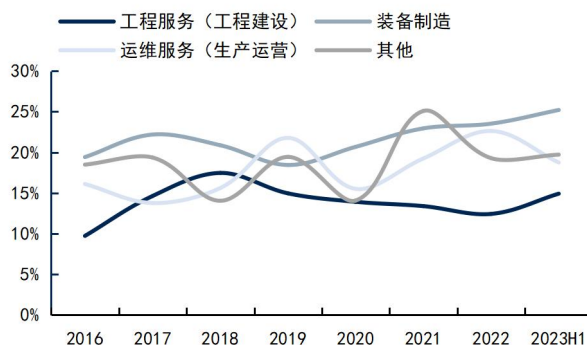
资料来源: 中材国际公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司营收结构-分业务



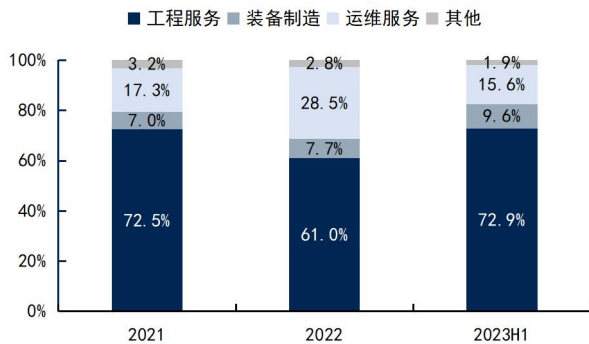
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司各业务毛利率



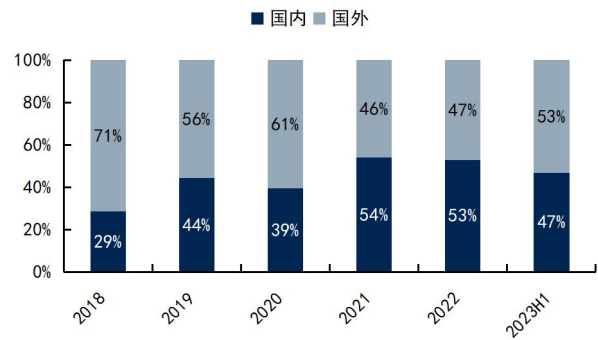
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图9：公司新签合同结构-分业务



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：公司新签合同结构-分地区



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为全球最大的水泥技术装备工程服务商，境内博弈水泥存量技改需求，积极转型装备制造和运维综合服务商，境外扩大品牌影响力，深耕“一带一路”国家，上半年经营稳健，境外新签高企。预计公司2023-2025年归母净利润22.7/25.6/26.3亿元，每股收益1.00/1.13/1.16元，对应当前股价PE为11.56/10.23/9.97X。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值15-16.17元，较当前股价有29.8%-39.9%溢价，维持“买入”评级。

表2：公司分业务营收预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程服务						
营收(亿元)	202.2	219.1	230.6	255.5	256.9	257.7
yoy		8.37%	5.24%	10.83%	0.52%	0.33%
占比	66.2%	60.5%	59.8%	59.3%	56.5%	54.3%
新签合同(亿元)		371.5	314.4			
装备制造						
营收(亿元)	37.3	48.8	47.3	61.7	70.9	81.3
yoy		30.66%	-2.98%	30.40%	14.88%	14.66%
占比	12.2%	13.5%	12.3%	14.3%	15.6%	17.1%
新签合同(亿元)		35.8	39.6			
运维服务						
营收(亿元)	57.2	78.7	90.9	104.1	116.4	127.6
yoy		37.59%	15.50%	14.51%	11.87%	9.58%
占比	18.7%	21.7%	23.6%	24.1%	25.6%	26.9%
新签合同(亿元)		88.7	146.8			
其他						
营收(亿元)	15.5	20.8	24.3	16.2	16.3	15.1
yoy		34.19%	16.83%	-33.50%	1.09%	-7.29%
占比	5.1%	5.7%	6.3%	3.7%	3.6%	3.2%
抵消项						
营收(亿元)	-6.8	-5.0	-7.5	-6.4	-6.3	-6.7
合计						
营收(亿元)	305.4	362.4	388.2	431.1	454.3	475.0
yoy		18.66%	7.12%	11.05%	5.38%	4.57%

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表3: 可比公司估值比较 (2023 年 8 月 29 日收盘价)

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
000065. SZ	北方国际	14. 43	144. 55	0. 80	0. 94	17. 92	15. 28
000928. SZ	中钢国际	8. 25	106. 52	0. 62	0. 72	13. 29	11. 50
002051. SZ	中工国际	10. 30	127. 45	0. 39	0. 49	26. 73	21. 16
	均值			0. 60	0. 72	19. 31	15. 98
600970. SH	中材国际	11. 56	305. 45	1. 00	1. 13	11. 56	10. 23

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8482	7809	11743	11310	12205	营业收入	36242	38819	43109	45428	47504
应收款项	5765	8555	7844	8501	9334	营业成本	30014	32233	35896	37723	39482
存货净额	2541	2445	3417	3211	3367	营业税金及附加	176	166	180	201	204
其他流动资产	13307	12026	15388	15656	16015	销售费用	399	478	576	555	600
流动资产合计	31238	31778	39400	39710	41915	管理费用	1752	1904	2111	2190	2300
固定资产	3478	4109	4063	4060	4076	研发费用	1166	1363	1355	1495	1575
无形资产及其他	759	833	800	767	733	财务费用	391	(94)	50	0	3
投资性房地产	5371	6407	6407	6407	6407	投资收益	166	(11)	0	0	0
长期股权投资	632	658	814	960	1069	资产减值及公允价值变动	(90)	(101)	(124)	(105)	(110)
资产总计	41478	43786	51485	51904	54201	其他收入	(1224)	(1365)	(1355)	(1495)	(1575)
短期借款及交易性金融负债	1591	2836	2017	2148	2334	营业利润	2361	2655	2817	3158	3230
应付款项	10364	11515	12929	13345	14078	营业外净收支	48	31	46	42	40
其他流动负债	12905	9974	16139	14933	15180	利润总额	2409	2686	2863	3199	3270
流动负债合计	24860	24325	31086	30426	31592	所得税费用	376	353	444	472	473
长期借款及应付债券	2276	3311	3311	3311	3311	少数股东损益	223	139	148	165	169
其他长期负债	743	675	615	565	505	归属于母公司净利润	1810	2194	2271	2562	2628
长期负债合计	3019	3986	3926	3875	3816	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	27879	28310	35012	34302	35408	净利润	1810	2194	2271	2562	2628
少数股东权益	564	919	980	1049	1121	资产减值准备	(99)	(10)	5	2	1
股东权益	13035	14556	15493	16553	17672	折旧摊销	357	368	419	463	504
负债和股东权益总计	41478	43786	51485	51904	54201	公允价值变动损失	90	101	124	105	110
						财务费用	391	(94)	50	0	3
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(156)	(4306)	3900	(1557)	(427)
每股收益	0.82	0.97	1.00	1.13	1.16	其它	183	72	56	67	71
每股红利	0.51	0.53	0.59	0.66	0.67	经营活动现金流	2186	(1580)	6775	1641	2887
每股净资产	5.87	6.42	6.84	7.31	7.80	资本开支	0	(826)	(468)	(534)	(597)
ROIC	13.91%	13.77%	13.61%	15.70%	15.01%	其它投资现金流	(209)	200	(63)	(24)	37
ROE	13.89%	15.07%	14.66%	15.48%	14.87%	投资活动现金流	(465)	(652)	(688)	(704)	(669)
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	(146)	283	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(129)	39	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(1126)	(1203)	(1335)	(1501)	(1509)
收入增长	61%	7%	11%	5%	5%	其它融资现金流	2149	3605	(818)	131	186
净利润增长率	59.73%	21.20%	3.50%	12.81%	2.57%	融资活动现金流	(507)	1560	(2153)	(1371)	(1323)
资产负债率	69%	67%	70%	68%	67%	现金净变动	1213	(672)	3934	(433)	895
股息率	4.3%	4.6%	5.1%	5.7%	5.8%	货币资金的期初余额	7268	8482	7809	11743	11310
P/E	14.2	11.9	11.5	10.2	10.0	货币资金的期末余额	8482	7809	11743	11310	12205
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(2441)	6377	1154	2339
EV/EBITDA	17.3	17.9	18.0	16.2	16.0	权益自由现金流	0	1204	5517	1284	2523

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