

➤ **公司披露 2023 年报：**实现营收 457.99 亿元，同比+6.94%，归母净利 29.16 亿元，同比+14.74%，扣非归母净利 26.77 亿元，同比+26.84%。其中，23Q4 营收 142.89 亿元，归母净利 9.14 亿元，扣非净利 6.71 亿元。全年毛利率 19.43%，同比+2.46pct，净利率 6.96%，同比+0.95pct，其中，23Q4 毛利率 21.22%，同比+2.37pct、环比+2.10pct，净利率 7.13%。

➤ **境外订单同比+55%、主要由中东、非洲区域贡献，毛利率同比修复：**

分地区看，(1) 2023 年境内/境外收入分别为 254.9/200.9 亿元，同比分别+2%/+14%，境外收入占比 43.9% (2021-2022 年分别为 36.6%、42.9%)。(2) 2023 年境内/境外业务毛利率分别为 17.79%/21.20%，**同比分别+0.46/+4.24pct**。(3) **新签订单角度**，2023 年境内/境外新签合同分别为 283.4/333.1 亿元，同比分别-8%/+55%，境外新签合同高增为 2024 年境外收入提供有力保障。境外新签订单中，中东占比 30% (公司重点区域，沙特等地出现较多市场机会)、非洲 27% (公司重点区域，埃塞俄比亚、尼日利亚、摩洛哥均有新项目启动)、欧洲 16% (集中在有碳减排需求的欧盟国家)、东南亚 7%、亚洲其他地区 15%、美洲 5% (南美多米尼加、哥伦比亚等)。

➤ **工程新签合同维持增长，装备+运维业务转型升级**

分业务看，(1) 2023 年工程/装备/运维收入分别为 266.7/71.8/106.0 亿元，同比分别+8%/+2%/+14%。其中，①工程业务全年 20 个项目点火投产，②装备业务境外收入占比提升至 25%，外行业收入占比提升至 32%，③运维业务完成供矿量 6.5 亿吨、同比+25%，在执行水泥运维服务生产线 56 条，年提供产能超 1 亿吨，同比+23%。(2) 2023 年工程/装备/运维业务毛利率分别为 15.73%/25.47%/21.79%，同比分别+3.47/+1.38/-0.91pct。(3) **新签订单角度**，2023 年工程建设/装备制造/运维服务订单分别为 390.7/74.1/135.9 亿元，同比分别+21%/+14%/+14%。

➤ **2023 年分红率 36.2%，2024-2026 年分红率将不低于 40%：**①2023 年公司分红 10.57 亿元，**分红率 36.2%** (2020-2022 年分别为 35.3%、28.8%、36.1%)，对应当前股息率为 3.67%。公司已发布未来三年股东回报规划，**规定 2024-2026 年分红率不低于 40%** (如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，且被提取法定公积金、任意公积金后)。②2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/4.7%/4.0%/0.6%，销售/管理费用率同比基本持平，研发/财务费用率同比分别+0.2/+1.0pct。**全年财务费用 2.52 亿元** (2023 年汇兑损失 2.27 亿元)，2022 年为-1.71 亿元 (2022 年汇兑收益 1.75 亿元)。③除财务费用外，**对全年业绩影响较大的因素还有：**1) 全年资产减值 2.18 亿元，2022 年为-0.81 亿元，主因系对子公司博宇机电计提 1.36 亿元商誉减值；2) 全年信用减值 2.73 亿元，2022 年为-0.65 亿元。④2023 年期末应收及票据 101.6 亿元，环比-3%，较去年同期+32%。2023 年收现比 0.82，2019-2022 年分别为 0.91、0.93、0.85、0.84。

➤ **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。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、7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际经商环境变化；汇率变动；新业务开展不及预期。

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	10	8	7	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
10.89 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 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
- 中材国际 (600970.SH) 动态报告：水泥 EPC 龙头，多元开启成长-2023/04/07

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	10	8	7	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.65	5.03	4.49	4.03
股息收益率 (%)	3.67	4.78	5.43	6.03

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

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。本报告清晰准确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
行业评级	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