



买入（维持）

所属行业：建筑装饰/专业工程
当前价格(元)：10.89

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

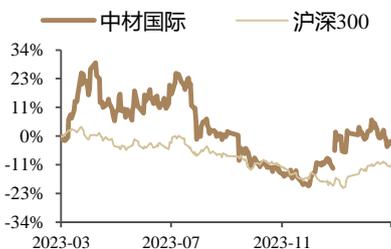
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.73	-0.37	21.86
相对涨幅(%)	-3.35	-6.66	15.27

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中材国际(600970.SH)：在手订单充裕+海外新签高增，带路先锋扣非稳健增长》，2023.10.26
- 《中材国际(600970.SH)：扣非及新签订单维持高增，下半年仍有望持续受益》，2023.8.25
- 《中材国际(600970.SH)：水泥+装备+运维齐发力，“一带一路”催化海外需求》，2023.7.13

中材国际(600970.SH)：23年盈利能力改善驱动业绩增长，新签高增支撑未来成长

投资要点

- 事件：**2024年3月26日，公司发布2023年年度报告，23年公司实现营收约457.99亿元，同比+6.94%，实现归母净利润约29.16亿元，同比+14.74%，实现扣非归母净利润约26.77亿元，同比+26.84%。单季度来看，23Q4公司实现营收约142.89亿元，同比+11.34%，环比+30.37%，实现归母净利润约9.14亿元，同比+34.48%，环比+44.22%，实现扣非归母净利润约6.71亿元，同比+28.88%，环比-1.86%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.00元(含税)，合计现金分红约10.57亿元，分红率约35.71%。

- 毛利率同比改善，业绩逆势增长。**整体来看，23年公司面对复杂的外部环境实现质的有效提升和量的稳健增长，积极发挥水泥工程技术服务全球第一的龙头优势。

境内外毛利率均改善：23年公司整体毛利率约19.43%，同比提升2.1pct，其中23Q4毛利率21.22%，同比+2.23%，环比+2.10%。公司23年毛利率提升或主要系：1)境内外结转毛利率分别同比改善0.5pct/4.2pct；2)23年收入占比58.2%的工程服务毛利率同比+3.5pct至15.7%，毛利率较高的装备业务毛利率进一步提高1.4pct至25.5%，而毛利率较高的运维服务23年毛利率虽然小幅下降0.9pct至21.8%，但23年收入增速+13.83%，营收占比提升1.4pct至23.1%。

汇兑损失提高财务费用率：23年公司费用率10.52%，同比+1.19%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.22%/4.73%/4.02%/0.55%，分别+0.03/-0.01/+0.22/+0.95pct，财务费用率提升较多主要23年尼日利亚奈拉贬值产生汇兑损失，而22年为汇兑收益所致。

减值4.9亿但业绩依然实现双位数增长：23年公司信用减值和资产减值损失合计约4.9亿元，同比+145.3%，减值损失翻倍但23年归母净利润依然同比+14.74%，归母净利润率同比+0.43%至6.37%，剔除并表影响后公司23年扣非归母净利润增长26.84%

23年公司经营性现金流35.36亿元，同比大幅改善210.09%，主要受益于公司加强合同结算，积极督促项目回款所致。

- 国内存量技改+海外新建增量共驱水泥工程传统主业增长。**23年海外经济回暖带动境外水泥EPC市场修复，公司境外新建增量主要来自非洲、中东、南亚等“一带一路”沿线国家基建需求；而在国内与欧洲市场，公司深挖产业转型下的存量技改需求。23年公司工程技术业务实现营收266.65亿元，同比+7.55%，毛利率同比改善3.5pct至15.73%；23年公司新签工程技术服务合同额390.67亿元，同比+20.75%，23年底未完成合同额约507.66亿元，同比+12%。

- 并表合肥院+向水泥外行业拓展，装备业务竞争力提升。**23年公司完成重组合肥院，成功构建水泥领域规模最大、品种最全的装备业务，通过工程服务主业的海外EPC新建+国内存量技改引流，协同效应进一步显现。同时，通过将水泥行业相关装备技术经过改进，向水泥外的冶金、化工、电力、钢铁、煤炭等行业渗透，成为装备板块业务新增量。23年公司装备业务实现营收71.76亿元，同比+1.98%，毛利率同比改善1.4pct至25.5%；23年公司新签装备合同额74.12亿元，同比+13.86%，23年底未完成合同额约30.35亿元，同比+4%。

- 运维业务增长态势不减，持续向服务商转型优化业务结构。**23年公司水泥和矿山

运维服务实现收入约 106 亿元，同比+13.83%，其中矿山/水泥及其他实现营收约 64.82/41.18 亿元，同比+22.45%/+2.48%。新签来看，23 年公司新签生产运营服务合同额 135.86 亿元，同比+14.03%，其中矿山/水泥及其他运维合同额 79.75/56.10 亿元，同比+7%/+26%。截至 23 年底，公司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+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+23%。我们认为，公司有望依托水泥工程技术服务全球第一的龙头优势，进一步提升在水泥及矿山运维领域市占率，业绩有望保持较高增长势头，从而优化公司业务结构，提供提升毛利率较高的运维服务收入占比优化公司整体盈利能力。

- 增资中材水泥进一步发挥集团协同作用。**为响应“一带一路”倡议，深入推进公司国际化战略，23 年 12 月公司增资中材水泥后持有中材水泥 40% 股权，天山股份持有中材水泥 60% 股权。根据公司公告，截至 23 年 12 月中材水泥在境外投资拥有 3 个基础建材生产运营项目：1) 通过中国香港及非洲毛里求斯两层投资平台在赞比亚投资的赞比亚工业园项目；2) 通过内蒙古乌兰察布投资平台在蒙古国投资的蒙欣水泥生产线项目；3) 中材水泥直接在尼日利亚投资的骨料生产线项目。公司增资中材水泥后，有望充分发挥协同作用，中材水泥在海外拓展中涉及技术、装备、工程、运维等服务，同等条件下优先选用公司提供服务，将进一步深化公司水泥技术装备及工程服务的国际化发展，增厚公司收入的同时，公司作为中材水泥的参股股东，未来将按股比享有中材水泥海外基础建材投资的收益。
- 投资建议：**我们认为，公司传统业务水泥工程龙头优势明显，有望持续发挥协同效应为装备及运维服务导流，且公司 23 年各业务新签订单维持增长势头，在手订单充裕有望支撑公司未来业绩增长。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 35.00、41.21 和 45.05 亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**“一带一路”相关事件或政策落地不及预期，导致海外业务拓展不及预期；海外经营风险或汇率大幅波动；业务转型不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	2,642.32
流通 A 股(百万股):	1,742.60
52 周内股价区间(元):	8.90-14.36
总市值(百万元):	28,774.84
总资产(百万元):	54,419.54
每股净资产(元):	7.23

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,826	45,799	53,233	61,350	66,859
(+/-)YOY(%)	17.2%	6.9%	16.2%	15.2%	9.0%
净利润(百万元)	2,541	2,916	3,500	4,121	4,505
(+/-)YOY(%)	40.2%	14.7%	20.0%	17.7%	9.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.98	1.12	1.32	1.56	1.70
毛利率(%)	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%	20.1%
净资产收益率(%)	14.6%	15.3%	16.3%	17.1%	16.6%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.32	1.56	1.70
每股净资产	7.23	8.11	9.14	10.27
每股经营现金流	1.34	1.90	2.20	2.49
每股股利	0.40	0.46	0.55	0.60
价值评估(倍)				
P/E	8.34	8.22	6.98	6.39
P/B	1.29	1.34	1.19	1.06
P/S	0.63	0.54	0.47	0.43
EV/EBITDA	4.75	4.45	3.53	2.84
股息率%	4.3%	4.3%	5.0%	5.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	20.0%	20.1%	20.1%
净利润率	6.4%	6.6%	6.7%	6.7%
净资产收益率	15.3%	16.3%	17.1%	16.6%
资产回报率	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%
投资回报率	12.7%	12.0%	12.5%	12.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.9%	16.2%	15.2%	9.0%
EBIT 增长率	31.0%	9.3%	17.0%	8.7%
净利润增长率	14.7%	20.0%	17.7%	9.3%
偿债能力指标				
资产负债率	62.1%	62.6%	62.6%	61.6%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	80.5	80.5	80.5	80.5
存货周转天数	28.5	28.5	28.5	28.5
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	9.0	8.8	8.9	9.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,916	3,500	4,121	4,505
少数股东损益	270	324	382	418
非现金支出	1,044	1,415	1,612	1,801
非经营收益	155	178	218	243
营运资金变动	-849	-409	-533	-396
经营活动现金流	3,536	5,009	5,801	6,571
资产	-916	-2,262	-2,313	-2,025
投资	-555	0	0	0
其他	568	-38	-44	-48
投资活动现金流	-904	-2,299	-2,357	-2,073
债权募资	278	1,174	700	700
股权募资	56	0	0	0
其他	-2,043	-1,451	-1,703	-1,858
融资活动现金流	-1,708	-277	-1,003	-1,158
现金净流量	766	2,433	2,442	3,341

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	45,799	53,233	61,350	66,859
营业成本	36,900	42,574	49,011	53,443
毛利率%	19.4%	20.0%	20.1%	20.1%
营业税金及附加	221	271	313	341
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	558	665	767	836
营业费用率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	2,165	2,529	2,914	3,176
管理费用率%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	1,842	2,236	2,577	2,808
研发费用率%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%
EBIT	4,019	4,392	5,139	5,586
财务费用	252	216	224	213
财务费用率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-218	-139	-139	-139
投资收益	-33	-38	-44	-48
营业利润	3,612	4,414	5,212	5,705
营业外收支	86	86	86	86
利润总额	3,698	4,500	5,298	5,791
EBITDA	4,572	5,517	6,462	7,098
所得税	511	675	795	869
有效所得税率%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	270	324	382	418
归属母公司所有者净利润	2,916	3,500	4,121	4,505

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,638	12,071	14,512	17,853
应收账款及应收票据	10,158	11,707	13,508	14,729
存货	2,879	3,222	3,724	4,070
其它流动资产	16,812	19,066	21,615	23,354
流动资产合计	39,488	46,067	53,360	60,007
长期股权投资	1,216	1,216	1,216	1,216
固定资产	5,097	6,077	6,868	7,376
在建工程	576	570	568	526
无形资产	1,092	1,352	1,611	1,870
非流动资产合计	14,931	16,164	17,251	17,860
资产总计	54,420	62,231	70,610	77,867
短期借款	2,026	2,500	2,500	2,500
应付票据及应付账款	14,335	16,539	19,040	20,762
预收账款	4	5	5	6
其它流动负债	13,536	15,318	17,336	18,724
流动负债合计	29,900	34,362	38,881	41,991
长期借款	2,044	2,244	2,444	2,644
其它长期负债	1,864	2,364	2,864	3,364
非流动负债合计	3,908	4,608	5,308	6,008
负债总计	33,808	38,970	44,189	47,999
实收资本	2,642	2,642	2,642	2,642
普通股股东权益	19,095	21,421	24,149	27,127
少数股东权益	1,516	1,840	2,222	2,640
负债和所有者权益合计	54,420	62,231	70,560	77,767

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。