

中材国际（600970）

2023 年年报点评：主业稳健增长，转型升级持续发力

买入（维持）

2024 年 03 月 27 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	42,826	45,799	51,823	57,849	64,529
同比	17.22%	6.94%	13.15%	11.63%	11.55%
归母净利润（百万元）	2,541	2,916	3,360	3,933	4,487
同比	40.22%	14.74%	15.22%	17.07%	14.09%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.96	1.10	1.27	1.49	1.70
P/E（现价&最新摊薄）	11.32	9.87	8.56	7.32	6.41

投资要点

- **公司披露 2023 年年报**，全年实现营业总收入 457.99 亿元，同口径同比 +6.9%，实现归母净利润 29.16 亿元，同口径同比 +14.7%，基本符合预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。
- **Q4 营收稳健增长，全年运维收入占公司营收比重同口径同比提升 1.4pct。**（1）全年工程/装备/运维分别实现收入 266.65/71.76/106 亿元，同口径同比分别 +7.6%/+2.0%/+13.8%，占公司营收比重分别为 58.2%/15.7%/23.1%，同比分别下降 0.3pct/下降 0.8pct/上升 1.4pct。（2）分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 营收同口径同比增速分别是 +0.6%/-2.1%/+18.1%/11.3%，Q3、Q4 营收增速较上半年明显提升，预计得益于前期新签订单陆续执行，结转收入。
- **毛利率上升反映运营效率提升成效，汇兑损失增加致财务费用率增加。**（1）公司全年毛利率为 19.4%，同口径同比提升 2.1pct，主要得益于工程业务毛利率改善，反映公司深化内部协同、持续提升运营效率的成效。（2）分业务来看，全年工程/装备/运维毛利率分别为 15.7%/25.5%/21.8%，同口径同比分别 +3.3pct/+1.4pct/-0.9pct，工程/装备/运维业务在公司毛利中的占比分别为 47.1%/20.5%/26.0%，同口径同比分别 +6.2pct/-2.3pct/-2.5pct。（3）公司全年期间费用率为 10.5%，同口径同比增加 1.2pct，主要是财务费用率同口径同比增加 1.0pct 所致，主要因尼日利亚奈拉贬值形成 2.27 亿元汇兑损失。（4）此外，公司计提博宇机电商誉减值 1.36 亿元，国内水泥行业效益下滑导致信用减值损失增加 1.85 亿元，影响归母净利率改善幅度。
- **经营活动现金流显著改善，负债率保持平稳。**（1）公司全年经营活动产生的现金流量净额为 35.36 亿元，同口径同比增长 210%，主要得益于公司加强合同结算，积极督促项目回款。（2）公司全年收现比为 81.9%，同口径同比 -1.3pct，付现比为 74.5%，同口径同比 -6.5pct。（3）公司年末资产负债率为 62.1%，同口径同比下降 0.2pct。
- **境外在手订单高增长和新订单持续落地，为公司业绩持续稳健增长提供有力支撑。**公司 2023 年末未完合同额达到 593.25 亿元，同比增长 12%，境内、境外未完合同额分别为 231.37 亿元/361.88 亿元，同比分别 -4%/+26%。2024 年 3 月，公司公告新签沙特东方水泥生产线 EPC 总承包合同，合同金额 2.71 亿美元。
- **盈利预测与投资评级：**（1）公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，整合完成强化综合竞争力。（2）多年海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力，作为中建材集团国际化发展先锋官，公司有望抓住“一带一路”高质量发展发展机遇。（3）公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，推动结构优化调整，装备、运维业务有望加速成长，整体经营质量有望进一步提升。（4）我们预计 2024-2025 年归母净利润分别为 33.60/39.33 亿元（前值为 34.33/40.75 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 44.87 亿元，3 月 26 日收盘价对应市盈率分别为 8.6/7.3/6.4 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**水泥工程需求不及预期、业务结构调整速度不及预期、订单转化不及预期、海外经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.89
一年最低/最高价	8.83/15.10
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	18,976.90
总市值(百万元)	28,774.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.23
资产负债率(% ,LF)	62.13
总股本(百万股)	2,642.32
流通 A 股(百万股)	1,742.60

相关研究

《中材国际(600970)：增资中材水泥，境外基础建材投资打造新一成长曲线》

2023-12-05

《中材国际(600970)：2023 年三季度点评：Q3 收入加速增长，经营质量继续改善》

2023-10-26

1. 事件：公司披露 2023 年年报

公司披露 2023 年年报，全年实现营业总收入 457.99 亿元，同口径同比+6.9%，实现归母净利润 29.16 亿元，同口径同比+14.7%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。

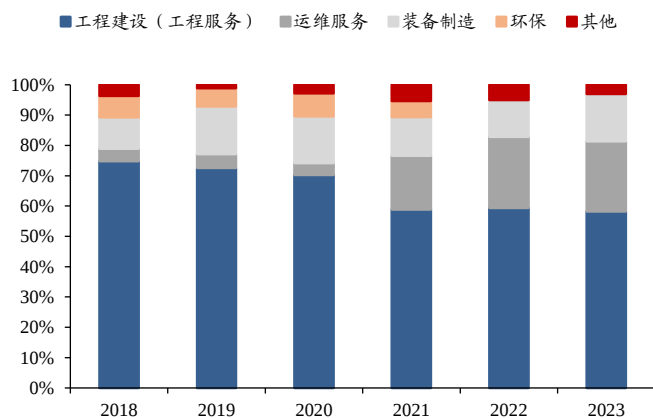
2. 点评

Q4 营收稳健增长，全年运维收入占比同口径同比提升 1.4pct。（1）全年工程/装备/运维分别实现收入 266.65/71.76/106 亿元，同口径同比分别+7.6%/+2.0%/+13.8%，占公司营收比重分别为 58.2%/15.7%/23.1%，同比分别下降 0.3pct/下降 0.8pct/上升 1.4pct。

（2）分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 营收同口径同比增速分别是+0.6%/-2.1%/+18.1%/11.3%。Q3、Q4 营收增速整体保持稳健增长，较上半年明显加速，预计得益于前期高增长的新签订单陆续执行，结转收入。

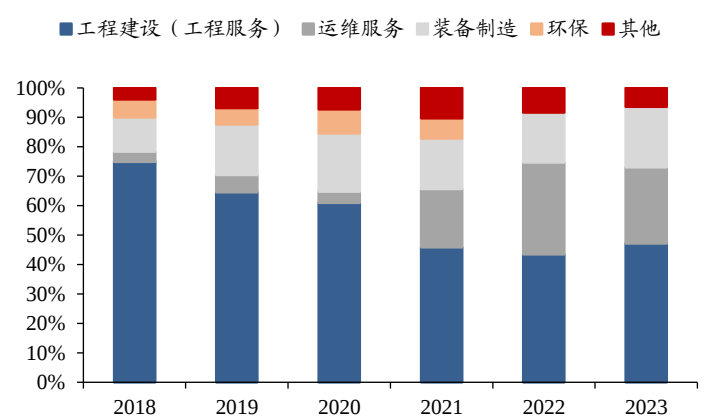
毛利率上升反映运营效率提升成效，汇兑损失增加致财务费用率增加。（1）公司全年毛利率为 19.4%，同口径同比提升 2.1pct，主要得益于工程业务毛利率改善，反映公司深化内部协同、持续提升运营效率的成效。（2）分业务来看，全年工程/装备/运维毛利率分别为 15.7%/25.5%/21.8%，同口径同比分别+3.3pct/+1.4pct/-0.9pct，工程/装备/运维业务在公司毛利中的占比分别为 47.1%/20.5%/26.0%，同口径同比分别+6.2pct/-2.3pct/-2.5pct。（3）公司全年期间费用率为 10.5%，同口径同比增加 1.2pct，主要是财务费用率同口径同比增加 1.0pct 所致，主要因尼日利亚奈拉贬值形成 2.27 亿元汇兑损失。（4）此外，公司计提博宇机电商誉减值 1.36 亿元，国内水泥行业效益下滑导致信用减值损失增加 1.85 亿元，影响归母净利润率改善幅度。

图1：中材国际各业务收入占总营收的比例



数据来源：公司各年年报、东吴证券研究所

图2：中材国际各业务毛利占总毛利的比例



数据来源：公司各年年报、东吴证券研究所

经营活动现金流显著改善，负债率保持平稳。（1）公司全年经营活动产生的现金流量净额为 35.36 亿元，同口径同比增长 210%，主要得益于公司加强合同结算，积极督促项目回款。（2）公司全年收现比为 81.9%，同口径同比-1.3pct，付现比为 74.5%，同口径

同比-6.5pct。(3) 公司年末资产负债率为 62.1%，同口径同比下降 0.2pct。

境外在手订单高增长和新订单持续落地，为公司业绩持续稳健增长提供有力支撑。

(1) 尽管公司 2023 年全年新签订单同比增速较前三季度有所放缓，但公司 2023 年末未完合同额达到 593.25 亿元，同比增长 12%，在手订单保障充分，合同结转将为公司 2024 年收入、盈利增长提供坚实支撑。(2) 分业务来看，公司 2023 年末工程/装备/运维未完合同额分别为 507.66 亿元/30.35 亿元/54.42 亿元，同比分别+12%/+4%/+20%，境内、境外未完合同额分别为 231.37 亿元/361.88 亿元，同比分别-4%/+26%。(3) 2024 年 3 月，公司公告新签沙特东方水泥生产线 EPC 总承包合同，合同金额 2.71 亿美元，海外未完合同余额高增长和新订单持续落地为公司逆势增长提供核心动能。

转型升级进一步发力，形成新增长动能。(1) 装备业务竞争力进一步增强，公司加快推进装备业务专业化整合，具有研发制造能力的十类核心主机装备自给率超过 60%，装备境外业务收入占装备收入比重提升至 25%，装备外行业收入占装备收入比重提升至 32%。**(2) 数字化战略落地执行，**公司组建中材国际智能科技有限公司，打造数字中材国际建设服务商和工业智能化整体解决方案服务商。**(3) 属地经营取得新成果，**公司建立属地化资源联络机制与区域化属地资源共享平台，建成 1 亿元利润平台 3 家、5000 万元利润平台 1 家、3000 万元利润平台 1 家。公司完成增资参股中材水泥，打造基础建材联合出海共同体，有望形成新的业绩增长点。

3. 盈利预测与投资建议

(1) 公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，整合完成强化综合竞争力。(2) 多年海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力，作为中建材集团国际化发展先锋官，公司有望抓住“一带一路”高质量发展机遇。(3) 公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，推动结构优化调整，装备、运维业务有望加速成长，整体经营质量有望进一步提升。(4) 我们预计 2024-2025 年归母净利润分别为 33.60/39.33 亿元（前值为 34.33/40.75 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 44.87 亿元，3 月 26 日收盘价对应市盈率分别为 8.6/7.3/6.4 倍，维持“买入”评级。

4. 风险提示

水泥工程需求不及预期、业务结构调整速度不及预期、订单转化不及预期、海外经营风险。

中材国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	39,488	40,263	49,763	52,108	营业总收入	45,799	51,823	57,849	64,529
货币资金及交易性金融资产	9,890	9,832	12,656	15,523	营业成本(含金融类)	36,900	41,784	46,585	51,874
经营性应收款项	16,865	16,135	21,169	19,399	税金及附加	221	250	279	311
存货	2,879	3,156	4,090	3,979	销售费用	558	631	705	786
合同资产	6,866	7,769	8,673	9,674	管理费用	2,165	2,450	2,734	3,050
其他流动资产	2,988	3,370	3,175	3,533	研发费用	1,842	2,084	2,326	2,595
非流动资产	14,931	16,623	17,227	17,712	财务费用	252	286	174	194
长期股权投资	1,216	1,246	1,276	1,306	加:其他收益	180	216	259	311
固定资产及使用权资产	5,225	6,660	7,305	7,750	投资净收益	(33)	15	18	21
在建工程	576	430	292	237	公允价值变动	78	0	0	0
无形资产	1,092	1,380	1,410	1,432	减值损失	(491)	(415)	(463)	(516)
商誉	782	812	812	812	资产处置收益	16	0	0	0
长期待摊费用	196	236	281	331	营业利润	3,612	4,156	4,860	5,536
其他非流动资产	5,844	5,859	5,851	5,844	营业外净收支	86	105	127	155
资产总计	54,420	56,885	66,990	69,820	利润总额	3,698	4,260	4,988	5,690
流动负债	29,900	29,197	35,773	34,800	减:所得税	511	589	690	787
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,562	3,962	4,262	4,462	净利润	3,186	3,671	4,298	4,903
经营性应付款项	14,339	12,597	17,564	15,012	减:少数股东损益	270	311	365	416
合同负债	7,613	7,730	8,525	9,337	归属母公司净利润	2,916	3,360	3,933	4,487
其他流动负债	4,386	4,908	5,422	5,989	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.27	1.49	1.70
非流动负债	3,908	4,308	4,608	4,808	EBIT	4,019	5,100	5,768	6,547
长期借款	2,044	2,444	2,744	2,944	EBITDA	4,572	5,699	6,384	7,191
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	19.43	19.37	19.47	19.61
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	6.37	6.48	6.80	6.95
其他非流动负债	809	809	809	809	收入增长率(%)	6.94	13.15	11.63	11.55
负债合计	33,808	33,505	40,381	39,608	归母净利润增长率(%)	14.74	15.22	17.07	14.09
归属母公司股东权益	19,095	21,554	24,417	27,604					
少数股东权益	1,516	1,827	2,192	2,608					
所有者权益合计	20,611	23,381	26,609	30,211					
负债和股东权益	54,420	56,885	66,990	69,820					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,536	2,579	4,783	5,180	每股净资产(元)	7.23	8.16	9.24	10.45
投资活动现金流	(904)	(2,171)	(1,075)	(954)	最新发行在外股份(百万股)	2,642	2,642	2,642	2,642
筹资活动现金流	(1,708)	(466)	(885)	(1,360)	ROIC(%)	13.23	15.12	15.17	15.38
现金净增加额	766	(57)	2,824	2,867	ROE-摊薄(%)	15.27	15.59	16.11	16.26
折旧和摊销	553	599	616	645	资产负债率(%)	62.13	58.90	60.28	56.73
资本开支	(916)	(2,055)	(953)	(825)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.87	8.56	7.32	6.41
营运资本变动	(849)	(2,195)	(690)	(973)	P/B (现价)	1.51	1.34	1.18	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>